



Research and
Development Center

信达能源：产能周期下油服行业机遇渐显

2023年6月14日

左前明 能源行业首席分析师
执业编号：S1500518070001
联系电话：010-83326712
邮箱：zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石油化工行业研究助理
邮箱：huxiaoyi@cindasc.com

证券研究报告

行业研究

深度报告

行业名称 石油加工行业

投资评级 看好

上次评级 看好

左前明 能源行业首席分析师
执业编号: S1500518070001
联系电话: 010-83326712
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石化行业研究助理
邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

产能周期下油服行业机遇渐显

2023年6月14日

内容提要:

- **【油价-上游开支-油服具备较强相关性】**油田服务行业是指主要为石油天然气勘探与生产提供工程技术支持和解决方案的生产性服务行业，油田服务行业的景气度直接受到石油天然气的勘探及生产发展状况的影响，同时这些石油勘探、开发企业则直接受到油价波动的影响。我们认为，油价可通过影响石油公司的资本开支，进而间接影响油服公司的订单和业绩。油服行业还具备 1) 技术和资金密集，行业进入门槛高；2) 行业一体化趋势明显；3) 客户成分单一，依存于石油公司；4) 行业周期性等特征。
- **【油价或持续处于中高位状态】**产能周期引发能源大通胀。我们认为，无论是传统油气资源还是美国页岩油，资本开支是限制原油生产的主要原因。考虑过去全球原油资本开支不足，当前全球原油供给弹性下降，而在新旧能源转型进程中，原油需求仍将处于增长阶段，全球或将持续多年面临原油供需偏紧问题，中长期来看油价或将持续维持中高位。
- **【产能扩张是打破高油价的核心途径】**在过去资本开支不足导致未来持续高油价预期，以及需求未出现明显衰退的条件下，产能扩张是解决高油价的核心途径。而资源劣化和成本通胀问题也进一步压缩油气公司的实际有效资本开支水平，实现原油增产也就意味着需投入更大规模的名义资本开支。我们认为，受到“碳中和”影响本轮高油价周期引发的资本开支扩张相对偏弱，但周期最终将以油气公司的产能扩张和对应较大规模资本开支作为结束。叠加 2014-2021 年以来油服资本开支持续下降，2022 年油服行业装备数量已达底部。待全球油气资本扩张之时，全球油服景气度有望实现提升，其中，亚太、中东等区域性机会较大，海上投资机会较大。
- **【能源安全要求下，国内投资提升+国外深化合作拓展油服新机遇】**为将“经济命脉”掌握在自己手中，降低石油、天然气对外依存度，新一轮找矿战略行动、三大国有石油企业高资本开支水平有望进一步推动油服板块蛋糕做大，为油服公司开拓更大的发展空间。同时，我国油服公司在全球政治变局下存在替代性机会，我国与中东、中亚加强合作，在 2022-2023 年分别召开了中国-中东峰会和中国-中亚峰会，政治互信和能源经济合作加深，这或将为我国油服企业承接相关工程作业提供较大机遇。
- **投资评级:** 我们看好持续中高油价引发油气行业投资扩张的可能性，以及油服板块在产能扩张下迎来的历史性机会。**建议关注海油工程 (600583.SH)、中曼石油 (603619.SH)、杰瑞股份 (002353.SZ) 等。**
- **风险因素:** 经济严重衰退的风险；油价波动风险；净零排放政策调整风险。

目录

一、油服行业特性、结构及传导逻辑.....	6
1.1 油田服务行业居于石油产业链的上游.....	6
1.2 油服一体化趋势不变，增长点向海洋转移.....	7
1.3 油服行业周期特性历史复盘.....	8
二、产能扩张是打破高油价的核心途径.....	11
2.1 油价或将持续处于中高位水平.....	11
2.2 欧美经济好于预期，原油需求崩塌可能性较低.....	16
2.3 产能扩张是打破高油价的核心途径.....	19
三、油服行业拐点已至，有望迎来结构性机会.....	19
3.1 全球海上勘探开发潜力较大.....	19
3.2 中东和亚太油气投资相对积极.....	21
3.3 资源劣质化和成本通胀问题凸显.....	25
3.4 全球油服板块拐点已至.....	28
四、能源安全要求下，国内投资提升+国外深化合作拓展油服新机遇.....	30
4.1 保障能源安全，推进增储上产.....	30
4.2 国内上游资本开支或将持续保持高水平.....	32
4.3 矿权改革深化，提升多元化主体参与积极性.....	34
4.4 中国-中东合作进一步深化.....	36
4.5 中国-中亚合作进一步深化.....	37
五、投资建议.....	39
六、风险提示.....	43

表目录

表 1: 油田服务行业细分.....	6
表 2: 全球原油供需情况表.....	16
表 3: 欧洲低碳减排政策计划列示.....	22
表 4: 美国拜登政府清洁能源政策列示.....	22
表 5: 国际石油公司低碳战略计划.....	23
表 6: 成本通胀下全球上游实际资本开支水平测算.....	28
表 7: 近年能源安全战略相关会议或政策.....	31
表 8: 中石油、中海油七年行动计划方案.....	32
表 9: 油气勘探成本上涨对于未来国内上游投资增速要求测算.....	34
表 10: 中沙交流密切度提升.....	36
表 11: 中国上市油服企业在中东地区项目一览.....	36
表 12: 三大国有石油企业在中亚地区合作项目一览.....	38
表 13: 中国-中亚多方合作文件/联合声明.....	39
表 14: 油服行业公司一览.....	40
表 15: 国内外油服公司近 10 年 PE 对比.....	42
表 16: 建议关注公司万得一致盈利预期.....	43

图目录

图 1: 油服行业在石油产业链中的位置.....	6
图 2: 油服行业发展历程.....	7
图 3: 2012 年美股上市油田服务行业市场份额 (%).....	7
图 4: 2022 年美股上市油田服务行业市场份额 (%).....	7
图 5: 2012 年全球主要上市油田服务企业市场份额 (%).....	8
图 6: 2022 年全球主要上市油田服务企业市场份额 (%).....	8
图 7: 2014 年国内上市油服行业市场份额占比 (%).....	8
图 8: 2022 年国内上市油服行业市场份额占比 (%).....	8
图 9: 油价传导路径.....	9
图 10: 油服行业指数与布伦特油价走势历史复盘 (美元/桶).....	9
图 11: 全球上游资本开支与油价强相关 (十亿美元, 美元/桶).....	10
图 12: 全球上游资本开支与主要油服公司规模 (十亿美元, 十亿美元).....	10
图 13: 全球上游资本开支与斯伦贝谢毛利 (十亿美元, 十亿美元).....	10
图 14: 全球上游资本开支与哈利伯顿毛利 (十亿美元, 十亿美元).....	10
图 15: 哈利伯顿毛利润与油价关系 (亿美元, 美元/桶).....	10
图 16: 斯伦贝谢毛利润与油价关系 (亿美元, 美元/桶).....	10
图 17: 油服龙头平均毛利率与油价走势 (% , 美元/桶).....	11

图 18: 全球上游油气投资与油价关系 (亿美元, 美元/桶)	11
图 19: OPEC+目标产量与实际产量 (万桶/天)	12
图 20: 2023.04 IEA 对 OPEC+剩余产能测算 (万桶/天)	12
图 21: 俄罗斯原油产量与产能 (万桶/天, 万桶/天)	13
图 22: 俄罗斯石油对各地区出口情况 (万桶/天)	13
图 23: 高油价下抑制美国页岩油公司产量增长的原因	13
图 24: 美国页岩油公司钻完井周期	13
图 25: 美国原油产量结构及预期 (万桶/天)	14
图 26: 2022 年全球终端用油消费占比 (万桶/天, %)	15
图 27: 2010-2060 年全球新能源汽车销售渗透率 (%)	15
图 28: 2010-2060 年全球原油分产品需求变化测算 (万桶/天)	15
图 29: 历次油价下跌因素复盘 (美元/桶)	17
图 30: 2015-2023 年 5 月美国失业率情况 (%)	17
图 31: 2015-2023 年 4 月欧洲失业率情况 (%)	17
图 32: 美国旅客机场安检人次 (位)	18
图 33: 中国 GDP 情况 (%)	18
图 34: 中国制造业 PMI 情况 (%)	18
图 35: 2023.05 机构月报公布全球原油需求情况 (万桶/天)	18
图 36: 2023.05 机构月报公布全球原油需求同比 (万桶/天)	18
图 37: 美国页岩油生产商重回增长模式的油价水平	19
图 38: 2011-2026 年全球上游海上勘探开发资本支出结构 (%)	19
图 39: 全球油气勘探新发现海陆储量占比 (%)	20
图 40: 全球常规石油剩余可采储量占比 (%)	20
图 41: 全球常规天然气剩余可采储量占比 (%)	20
图 42: 2012-2021 年全球油气平均发现成本 (美元/桶)	21
图 43: 全球分地区上游油气投资支出 (十亿美元)	21
图 44: 全球分地区上游油气投资支出占比 (%)	21
图 45: 国际能源公司资本开支情况 (十亿美元)	24
图 46: 美洲、欧洲和非洲地区上游开支恢复缓慢 (十亿美元)	24
图 47: 中东和亚太地区上游资本开支 (十亿美元)	25
图 48: 2020-2023 年美国页岩油生产和钻采成本 (美元/桶)	25
图 49: 2023 年美国页岩油公司桶油生产成本 (美元/桶)	25
图 50: 2023 年美国页岩油公司钻新井所需成本 (美元/桶)	25
图 51: 美国七大页岩油产区单井原油产量下降 (台, 桶/天)	26
图 52: 美国 Permian 地区库存井占总库存井比例 (%)	26
图 53: 成本通胀成为影响美国页岩油盈利的第一大因素	26
图 54: 美国页岩油公司勘探开发成本和租赁运营费用指数 (环比, %)	27
图 55: 美国页岩油公司勘探开发成本和租赁运营费用指数 (同比, %)	27
图 56: 美国劳动力成本不断提升	27
图 57: 美国油气开采成本仍处于高位	27
图 58: 全球油服公司营业利润率 (%)	27
图 59: 美国油服公司成本指数同比变动 (%)	27
图 60: 海外油服公司资本开支 (亿美元)	28
图 61: FPSO 运营装置数量变化趋势 (台)	29
图 62: 已安装的油气采集管道长度 (公里)	29
图 63: 水下采油井装置已投产数量 (台)	29
图 64: 全球各地区活跃钻机数量 (台)	29
图 65: 钻井板块利用率 (%)	30
图 66: 自升式钻井平台日费 (美元/天)	30
图 67: 半潜式钻井平台日费 (美元/天)	30
图 68: 中国原油进口量、产量与进口依赖度 (万吨, %)	31
图 69: 中国天然气进口量、产量与进口依赖度 (十亿立方米, %)	31
图 70: 三大国有石油企业上游资本开支与油价走势 (亿元, 美元/桶)	33
图 71: 三大国有石油企业上游资本开支与油服规模走势 (亿元, 亿元)	33
图 72: 我国油气勘探权发现成本曲线 (元/吨)	33
图 73: 新一轮找矿突破战略行动矿产资源调查评价实施思路	34
图 74: 2020 中亚五国已探明石油储量占比 (亿吨)	37
图 75: 2021 中亚五国石油产量占比 (百万吨)	37
图 76: 2020 中亚五国已探明天然气储量占比 (亿立方米)	37
图 77: 2021 中亚五国天然气产量占比 (亿立方米)	37
图 78: 中国天然气进口量 (亿方, %)	38

图 79: 2021 年中国管输气进口来源结构 (%)	38
图 80: 国内油服公司人均净利水平 (万元/人)	41
图 81: 国内油服公司毛利率水平 (%)	41
图 82: 国内油服公司 ROE 均值水平 (%)	41
图 83: 国内油服公司资产负债率水平 (%)	41
图 84: 2011-2014 年高油价时期 PE 对比	42
图 85: 2022 年高油价时期 PE 对比	42
图 86: 各油服公司 PB-ROE 情况	42

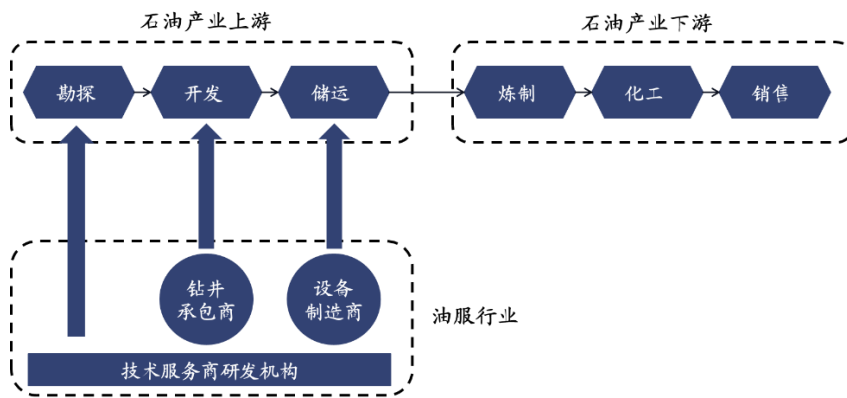
一、油服行业特性、结构及传导逻辑

1.1 油田服务行业居于石油产业链的上游

根据《基于 SCP 范式的全球油田服务产业组织分析》，石油产业链一般被分为上游和下游两个部分。上游主要是将地下的石油开采出来及储运的过程，包括勘探、开发和储运三个环节，下游产业主要是石油的加工和销售，具体包括炼制、化工和销售三个环节，我们将石油产业链简单划分为勘探、开发、储运、炼制、化工、销售六个环节。

油田服务行业居于石油产业链的上游，直接为石油勘探及生产提供服务，对石油上游产业的勘探开发提供重要的技术和设备支持。从产业链的上下游关系的角度来看，油服行业服务于石油企业，油服市场的规模和发展则由石油公司的勘探及生产投资（E&P）直接决定，而油气需求量、油价等因素则通过间接作用于勘探及生产投资而作用于油服市场。

图 1：油服行业在石油产业链中的位置



资料来源：唐雄《基于 SCP 范式的全球油田服务产业组织分析》，信达证券研发中心

2003 年 3 月，联合国贸发会议的能源服务专家会议将油气服务分为 5 大板块，其中，物探、钻完井、测录井、开采是油气田开发中的基础性环节，而油田建设则是在确定油气田有开发生产价值的基础上，进行系统的工程建设。

根据《基于 SCP 范式的全球油田服务产业组织分析》，油气服务公司可分为两类，一类是油气服务和设备提供商，这类公司提供所有必要的石油和天然气勘探和开采设备产品和石油工程技术服务，其提供的产品和服务包括了地球学科、测井、录井、固井、环保技术服务以及钻头、钻井液、管道、仪器仪表等产品；另一类公司是钻井承包商，这些公司专门提供陆地、海上油气钻井承包服务。

表 1：油田服务行业细分

物探	钻井	测井录井	油气开采	油田建设	
地震勘探	服务	设备		陆地	海上
地震数据采集	定向钻井服务	钻头	人工攀升	油田地表建设	海上工程建设
地震数据供给	连续管服务	钻机	气体压缩承包		海上操作维护
地震装备	完井装备与服务	井下钻具	浮动生产服务		海底装置
	钻井工液完井液	石油管材	高压注水服务		油田直升机服务
	套管油管服务	特种装备	油田特种化学品		供给船服务
	套管附件与固井产品	制造	油气分离采集		
	井下管材检测与表层防护				
	设备租用与打捞服务				
	固相控制与废弃物管理				

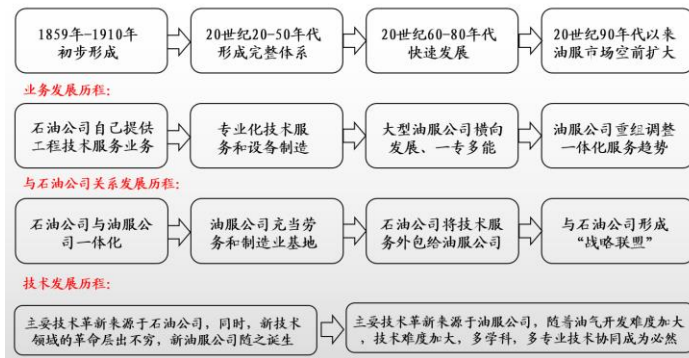
资料来源：唐雄《基于 SCP 范式的全球油田服务产业组织分析》，信达证券研发中心

根据《基于 SCP 范式的全球油田服务产业组织分析》，油田服务业是技术密集型、资金密集型、国际化较强的

行业，核心技术是企业生存发展的关键。油服行业具备4个主要特点：

- 1) 技术和资金密集，行业进入门槛高。**油服行业拥有复杂繁多的产业板块，对技术要求很高，核心技术（设备）是企业生存发展的关键，与严格的技术要求相对应，研发投资是油服业的主要投入，国外大型油田服务公司自成立以来，一直投入大量资金进行研究和开发，以巩固和加强其技术优势。
- 2) 行业一体化趋势明显。**根据《国际油田服务公司一体化发展的经验和启示》，随着油气资源争夺竞争加剧，油气开发不断向深水及恶劣环境进发，勘探难度加大，石油公司经营风险不断增大。为了有效规避油田开发生产的风险和降低成本，满足石油公司需求，油服公司开始由单纯提供某一工序的承包商演变为提供一体化作业的项目战略联盟，以实现与石油公司风险共担、利益共享的双赢局面。
- 3) 客户成分单一，依存于石油公司。**石油公司在油田勘探生产过程中处于主导地位，因此，油服公司服务的客户成分相对单一，也就是说，石油公司的勘探及生产投资的支出直接决定了油田服务业的市场空间。
- 4) 行业周期性特征明显。**随着油价波动和勘探及生产投资的变化，油服行业也呈现出一定的自身周期性和经济顺周期性。

图 2：油服行业发展历程

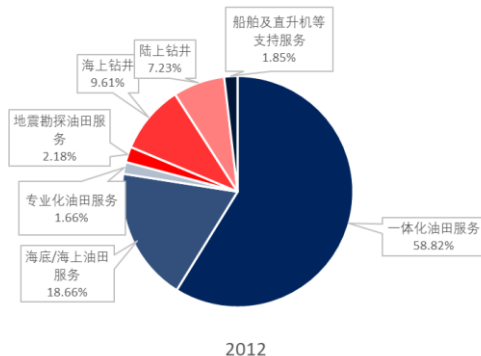


资料来源：唐雄《基于 SCP 范式的全球油田服务产业组织分析》，信达证券研发中心

1.2 油服一体化趋势不变，增长点向海洋转移

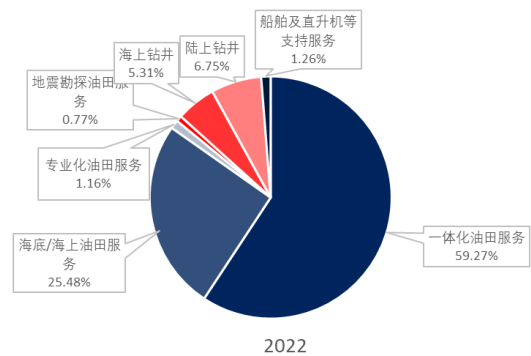
油服一体化发展趋势明显，海上油服占比明显提升。根据彭博，油田服务行业具体可划分为一体化油田服务、海底/海上油田服务、陆上钻井、海上钻井、地震勘探油田服务、船舶直升机等支持服务以及其他专业化油田服务等。海外来看，一体化油服企业的市场份额不断提升，从2012年的58.82%增加至2022年的59.27%，与之对应的，从事钻井、地震、船舶直升机以及其他专一服务公司的市场份额不断被压缩。另外，海上/海底油服公司的市场份额也不断提升，由2012年的18.66%增加至25.48%。

图 3：2012 年美股上市油田服务行业市场份额 (%)



资料来源：彭博，信达证券研发中心，注：来自42家海外油服公司

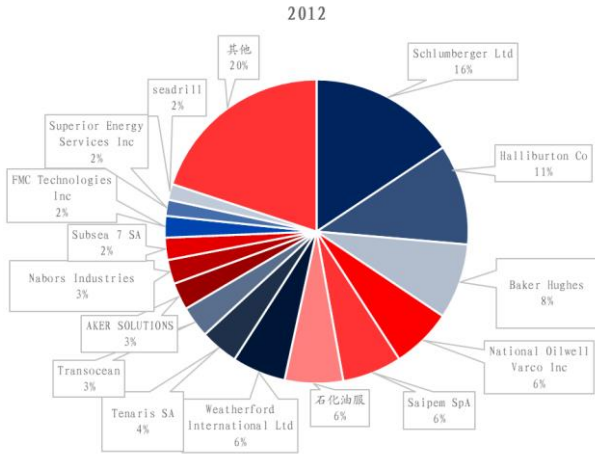
图 4：2022 年美股上市油田服务行业市场份额 (%)



资料来源：彭博，信达证券研发中心，注：来自42家海外油服公司

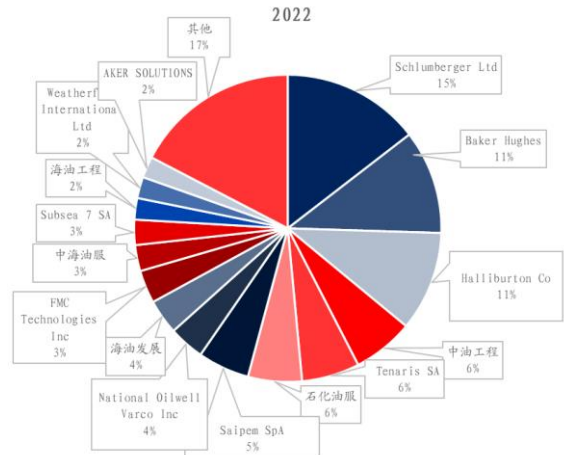
国际油服行业已形成斯伦贝谢、哈利伯顿、贝克休斯三足鼎立局面，我国油服公司仍有较大发展空间。回顾过去 10 年发展，历经两轮油价周期，斯伦贝谢、哈利伯顿及贝克休斯三大油服公司的市场份额稳定在 30% 以上，其他油服公司的市场份额变动较大，部分海外公司未挺过上一轮低油价时期，而随着资产重组和业务拓展，我国油服公司在国际市场上的地位逐步提升。

图 5：2012 年全球主要上市油田服务企业市场份额 (%)



资料来源：彭博，信达证券研发中心，注：来自 58 家海内外油服公司

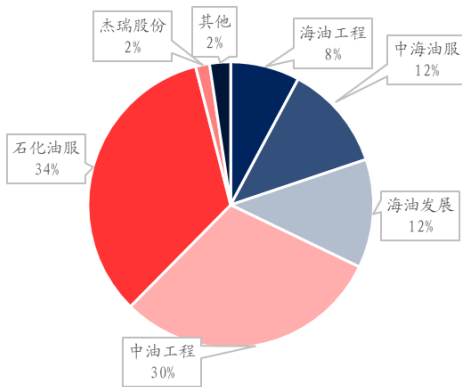
图 6：2022 年全球主要上市油田服务企业市场份额 (%)



资料来源：彭博，信达证券研发中心，注：来自 58 家海内外油服公司

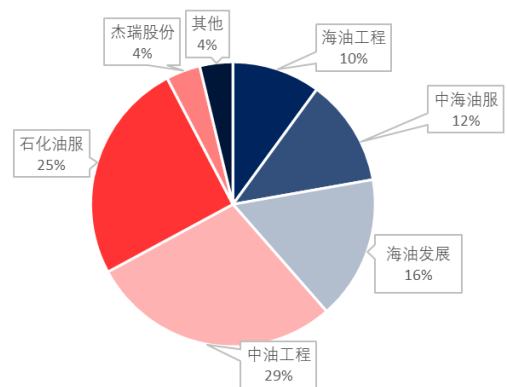
国内油服行业，国营油服公司仍占绝对主导地位，民营油服公司市场份额逐步扩大。具体来看，随着海上勘探开发愈发活跃，海油系油服公司的市场份额扩大，由 2014 年的 32% 提高至 2022 年的 38%。民营油服公司的市场份额扩大，由 2014 年的 4% 提升至 2022 年的 8%，结合我国 2019 年提出的推进矿权改革和 2023 年的深化矿权改革，国内油服行业格局正在变化当中，伴随着外资、社会资本进入油气开采领域，民营油服公司有望迎来市场拓展机遇。

图 7：2014 年国内上市油服行业市场份额占比 (%)



资料来源：万得，各公司公告，信达证券研发中心

图 8：2022 年国内上市油服行业市场份额占比 (%)



资料来源：万得，各公司公告，信达证券研发中心

1.3 油服行业周期特性历史复盘

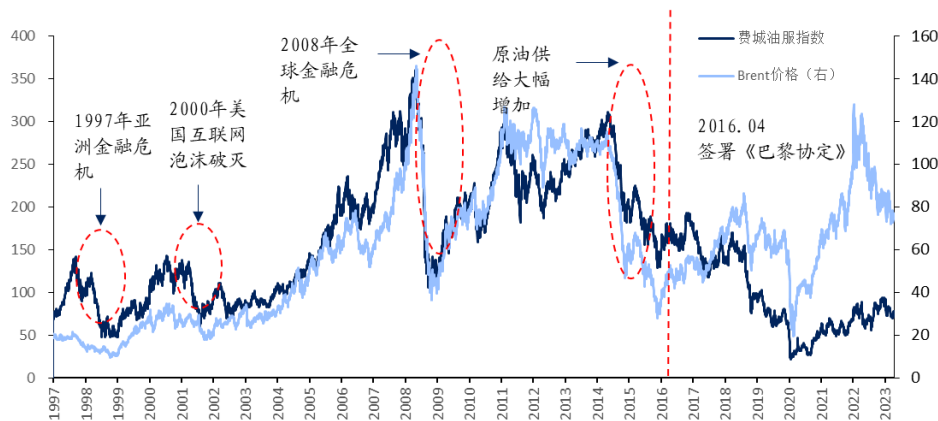
油田服务行业的景气度直接受到石油天然气的勘探及生产发展状况的影响，同时这些石油勘探、开发企业则直接受到油价波动的影响。我们认为，油价可通过影响石油公司的资本开支，进而间接影响油服公司的订单和业绩。

图 9：油价传导路径


资料来源：信达证券研发中心

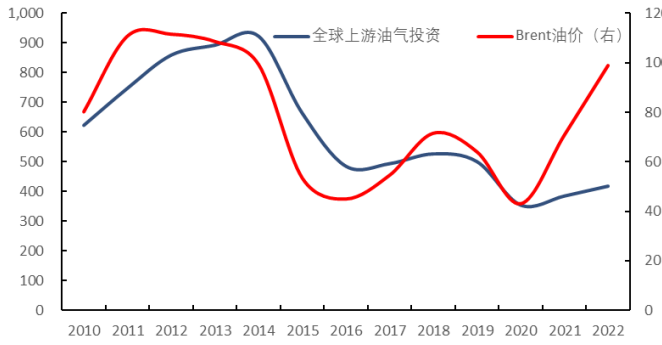
我们对 1997 年以来的 Brent 价格走势及费城油服指数进行复盘，发现以 2016 年为界限，可划分为两个阶段：

- 1) 1997-2016 年期间，全球油服板块历经四轮油价周期，且和油价呈现高度正相关。
- 2) 2016 年全球近 200 个国家地区签署《巴黎协定》后至今，受净零排放目标影响，油服行业景气度与油价相关性减弱，且持续保持弱势状态。其中，2016-2020 年，油服板块景气度持续下行，2020 年后，在油价大幅上涨的拉动下，油服板块景气度仅缓慢回升。

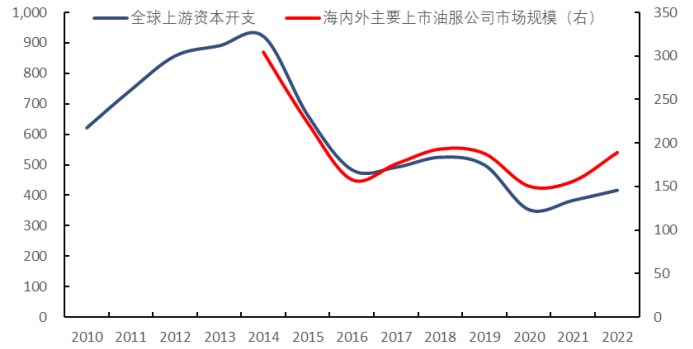
图 10：油服行业指数与布伦特油价走势历史复盘（美元/桶）


资料来源：彭博，万得，信达证券研发中心

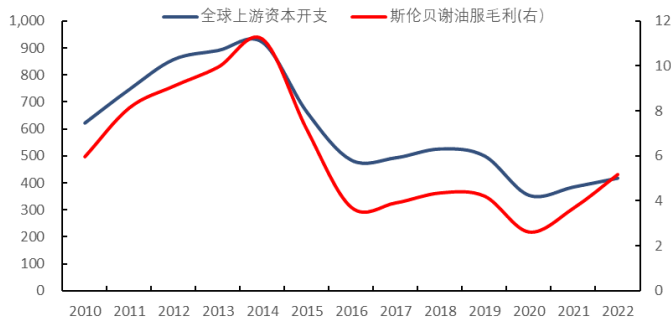
油价-资本开支-油服规模分别呈高度正相关。分析过去 10 年数据发现，一方面，全球上游资本支出变化与 Brent 价格波动相似。另一方面，石油公司可通过调整资本开支影响油服公司业绩，油服行业营收规模及其盈利水平也与全球上游资本开支高度相关。我们认为，2022 年至今的高油价并未带动上游资本开支显著增加，上游资本开支恢复缓慢是本轮油服行业景气复苏滞后的主要原因。

图 11: 全球上游资本开支与油价强相关 (十亿美元, 美元/桶)


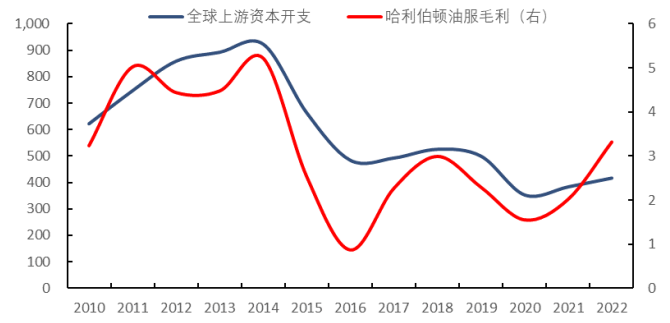
资料来源: IEA, 万得, 信达证券研发中心, 注: 资本开支以 2021 年不变价美元计算口径

图 12: 全球上游资本开支与主要油服公司市场规模 (十亿美元, 十亿美元)


资料来源: IEA, 彭博, 信达证券研发中心, 注: 资本开支以 2021 年不变价美元计算口径

图 13: 全球上游资本开支与斯伦贝谢毛利 (十亿美元, 十亿美元)


资料来源: IEA, 万得, 信达证券研发中心, 注: 资本开支以 2021 年不变价美元计算口径

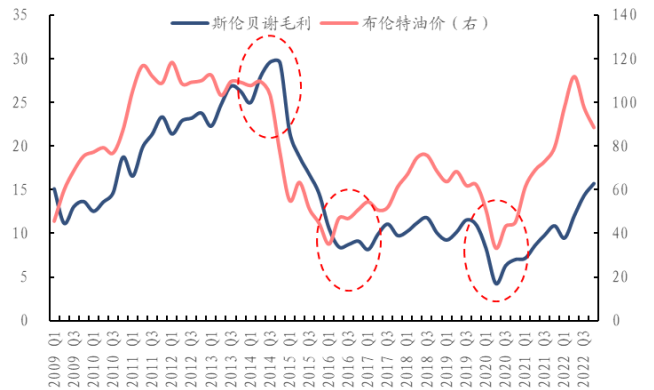
图 14: 全球上游资本开支与哈利伯顿毛利 (十亿美元, 十亿美元)


资料来源: IEA, 万得, 信达证券研发中心, 注: 资本开支以 2021 年不变价美元计算口径

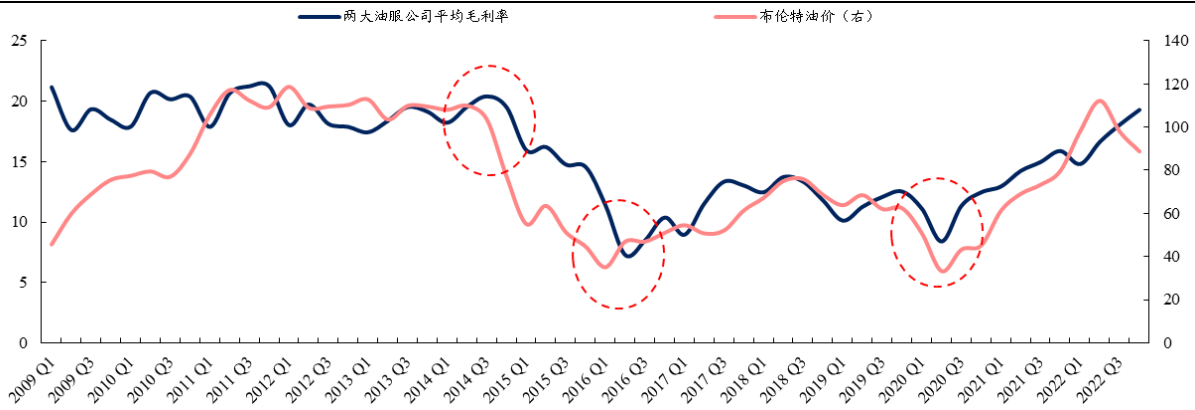
近几年, 油服滞后于油价变动的特征趋于模糊。2014-2016 年期间, 油服滞后于油价波动的特性较为明显。2014 年 Q2 为油价高位下跌的拐点, 油服毛利率滞后 1 个季度发生变化; 2016 年 Q1 为油价上行拐点, 油服毛利率在 2016 年 Q2 触底。2020 年至今, 油服业绩表现与油价基本实现同步变化, 滞后性特征不明显。我们认为要考虑油价波动原因的差异, **2014-2016 年油价波动主要受供给端冲击影响, 油价通过资本开支传导到油服行业的周期滞后性特征较为明显; 2020 年油价波动主要受新冠疫情冲击影响, 油服生产活动同时也受到疫情限制, 故没有出现明显的滞后性特征。**

图 15: 哈利伯顿毛利润与油价关系 (亿美元, 美元/桶)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心, 注: 不考虑资产减值的影响

图 16: 斯伦贝谢毛利润与油价关系 (亿美元, 美元/桶)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心, 注: 不考虑资产减值的影响

图 17: 油服龙头平均毛利率与油价走势 (%，美元/桶)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心, 注: 这里选取斯伦贝谢和哈利伯顿毛利率平均得到

二、产能扩张是打破高油价的核心途径

2.1 油价或将持续处于中高位水平

2.1.1 供给端: 全球上游资本开支复苏缓慢

2015-2021 年全球上游投资低位导致当下原油供给增长缓慢, 2022 年油价高位并未带动上游资本开支积极性。 2011-2014 年高油价时期, OPEC+大幅增产, 美国页岩油实现了技术突破, 贡献了大量的供给增量。在供给过剩的情况下, 2014Q4-2019 年期间, 油价高位回落并持续在 60 美元/桶上下震荡。在中低油价下, 全球原油上游投资持续不足, 从 2014 年的超 9000 亿美金/年降至约 5000 亿美金/年。2020 年, 新冠疫情冲击国际油价, 全球上游资本支出较 2019 年收缩 1464 亿美元, 同比减少 29.3%, 产油端出现供应紧张情况。2021 年, 全球经济复苏叠加 OPEC+联盟减产, Brent 油价均值达到 70.94 美元/桶, 相比 2020 年涨幅为 64%, 但全球上游计划资本开支较 2020 年增加 306 亿美元, 同比上涨 8.67%, 增速有限。2022 年, 国际油价一路上涨至 95 美元/桶以上, 全球油气公司 2022 年上游资本开支比 2021 年上游资本开支增长 332 亿美元, 同比增速 8.66%, 但仍低于 2019 年水平。2023 年, 国际油价在 70-80 美元/桶的中高位区间震荡, IEA 预计全球资本开支复苏仍较为谨慎。

图 18: 全球上游油气投资与油价关系 (亿美元, 美元/桶)


资料来源: IEA, 万得, 信达证券研发中心, 注: 2023 年对应 Brent 油价为 2023.01.01-2023.06.09 平均值, 资本开支以 2021 年不变价美元计算口径

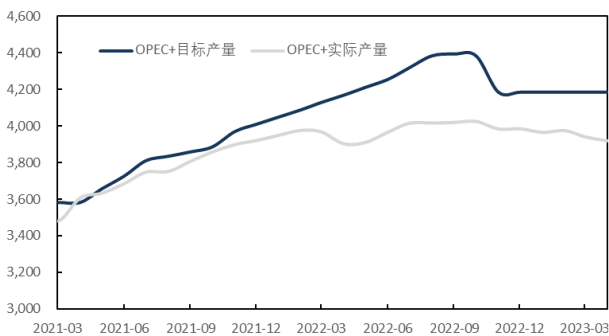
2.1.2 供给端：OPEC+减产挺价，沙特调控能力增强

2022年10月，OPEC+决定在2022年8月产量目标基准上继续减产200万桶/天，减产区间为2022年11月至2023年12月，以2022年10月产量测算实际减产规模95万桶/天。**2023年4月**，以沙特为代表OPEC国家和以俄罗斯为代表的非OPEC参与国再次宣布自愿减产，合计减产规模达到165万桶/天，减产区间为2023年5月至12月，以2023年2月产量测算实际减产规模超150万桶/天，远大于2022年10月减产，或将进一步带动油价提升。**2023年6月**，OPEC+表示160万桶/日以上的自愿减产均延期至2024年12月，同时2024年1-12月产量目标再次下降139万桶/日，沙特在7月自愿额外减产100万桶/日，我们以2023年4月产量测算（俄罗斯已实施自愿减产），OPEC+在2023年下半年至2024年间或将实际减产约100万桶/天（2023年7月实际减产约200万桶/天）。同时，以2023年4月产量计算，到2024年，未达产量目标的国家的增产空间将从67万桶/天压缩至52万桶/天（按min(产能，产量目标)测算）。

2023年4月，OPEC+实际原油产量为3920.6万桶/天，环比下降21.6万桶/天，主要因为伊拉克库尔德斯坦地区原油出口停滞和尼日利亚产量下降。

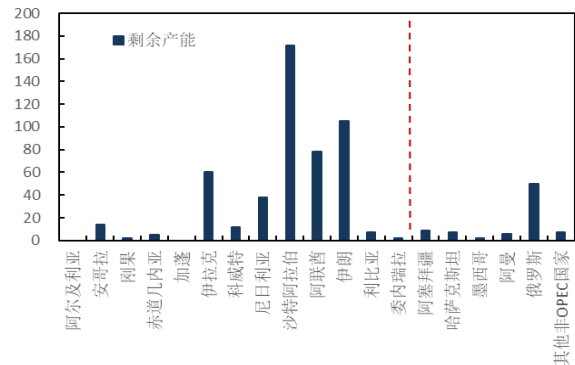
本轮减产面临增产能力不足的客观约束，未达产量目标的国家受产能不足和投资不足影响难以实现大幅增产，不足以抵消其他减产国的减产规模。当前仍存在剩余产能的国家包括伊拉克、沙特、阿联酋、伊朗、俄罗斯，考虑伊朗仍受美国制裁且谈判存在不确定性、伊拉克和土耳其尚未达成重启库尔德斯坦原油出口协议、俄罗斯仍受西方禁运和限价制裁，仅沙特和阿联酋拥有较多可自由支配的剩余产能，截至2023年4月两国剩余产能分别为172、78万桶/天，我们认为沙特内部协调能力和油价调控能力有望进一步增强，其维持油价高位的意愿较为强烈，其控制产量托底油价的措施或将更有更大成效。

图 19：OPEC+目标产量与实际产量（万桶/天）



资料来源：IEA，OPEC，信达证券研发中心

图 20：2023.04 IEA 对 OPEC+剩余产能测算（万桶/天）



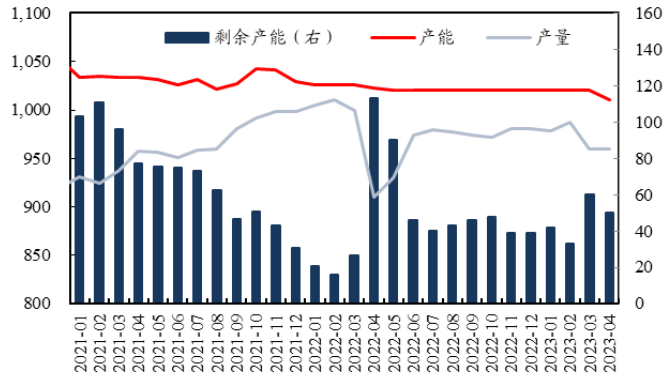
资料来源：IEA，信达证券研发中心

2.1.3 供给端：俄油出口影响有限，俄油产能已达瓶颈

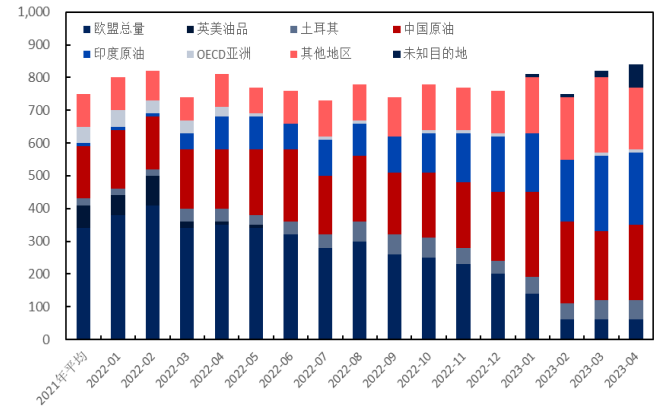
截至**2023年4月**，俄罗斯石油出口与冲突前持平。2023年4月，俄罗斯石油出口总量保持在830万桶/天，较2023年3月增加10万桶/天，其中，原油出口量为520万桶/天，较2023年3月增加20万桶/天，成品油出口量为310万桶/天，较2023年3月减少10万桶/天。

俄罗斯自**3月起主动减产**，或造成供给进一步收缩。俄罗斯计划从2023年3月至12月减产原油50万桶/天，2023年3-4月，俄罗斯原油产量960万桶/天，较2月实际减少近30万桶/天。

资本开支不足，俄罗斯原油产量已达产能瓶颈。随着BP、壳牌等国际能源公司在2022年逐步退出了俄罗斯市场，根据国际能源信息署IEA统计，俄罗斯原油产能已从2021年10月的1042万桶/天下降至2023年4月的1010万桶/天，俄罗斯原油产能已经出现了衰减的问题。

图 21: 俄罗斯原油产量与产能 (万桶/天, 万桶/天)


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

图 22: 俄罗斯石油对各地区出口情况 (万桶/天)


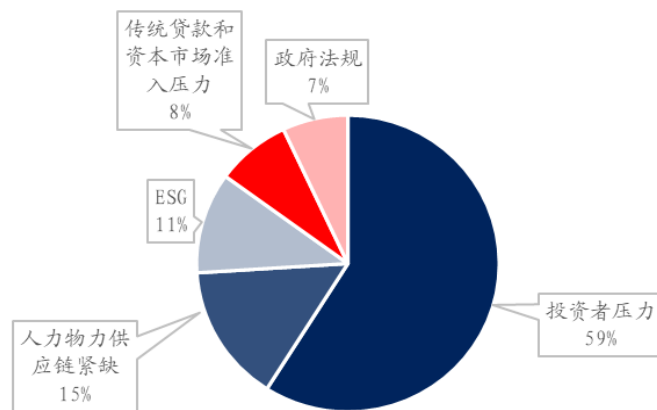
资料来源: IEA, 信达证券研发中心

2.1.4 供给端: 美国原油产量增速放缓

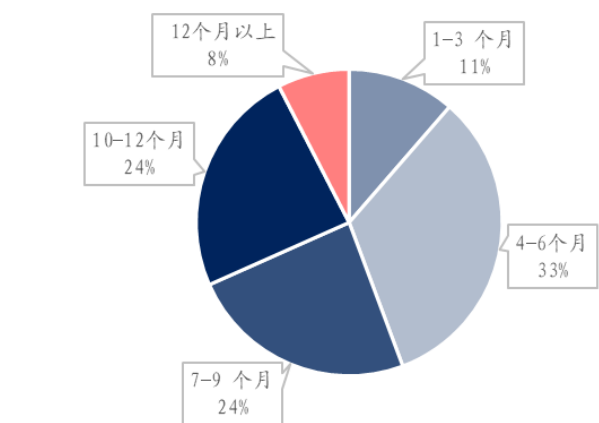
疫情后美国原油供给恢复缓慢。我们认为其原因包括: 其一, 前期疫情冲击下, 页岩油公司利用库存井维持生产, 疫后油气公司需要更高的成本加快打新井, 弥补过去优质油井的消耗, 来实现增产。其二, 人力物力短缺及成本上升成为美国页岩油公司进行油气生产时所面临的主要问题, 使得公司油气开采周期拉长, 增产速度放缓; 其三, 在投资者愈加严格的资本约束下, 美国主要页岩油气公司选择将更多的收益返还给股东, 而非扩大投资。

根据 EIA 2023 年 5 月发布报告, 预计 2023 年美国原油增产 64 万桶/天至 1253 万桶/天, 美国原油逐步恢复增产, 但是产量增幅有限, 年均增产不及疫情前 150 万桶/天的水平。

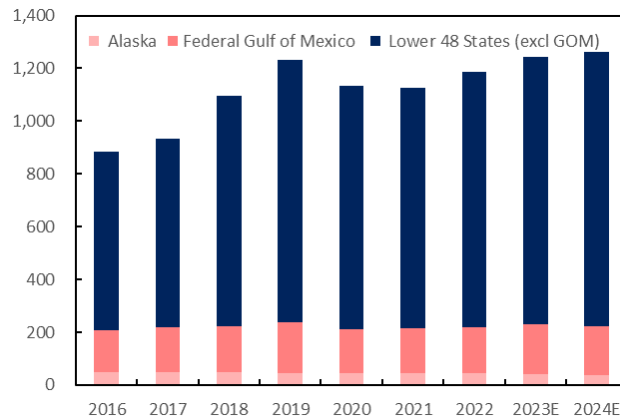
美国战略石油储备库存为 3.7 亿桶, 已处于 20 世纪 80 年代以来的历史低位水平, 我们认为美国在完成国会授权的 2600 万桶战储出售计划后, 或进入补库阶段, 2023 年 5 月, 美国已宣布计划初步购买 300 万桶原油回补战略库存。

图 23: 高油价下抑制美国页岩油公司产量增长的原因


资料来源: Dallasted, 信达证券研发中心

图 24: 美国页岩油公司钻井周期


资料来源: Dallasted, 信达证券研发中心

图 25: 美国原油产量结构及预期 (万桶/天)


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

2.1.5 需求端: 原油需求达峰或尚需时日

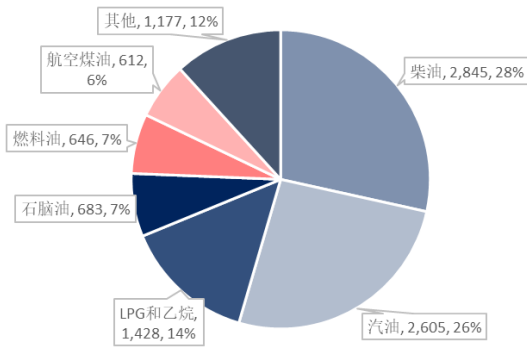
交通用汽柴油占据了全球油品消费的半壁江山, 因此在对全球原油需求预测时主要考虑新能源汽车替代效应的影响。参考我们在 2022 年 8 月发布的《2022-2060 全球及中国原油需求展望 (何时达峰?)》中的测算方法, 并考虑传统能源价格高涨推动新能源汽车渗透加速, 我们采用前述报告多种敏感性分析中新能源车渗透率按照 S 型上升的情景假设, 对全球汽柴油消费进行预测。我们认为疫情影响结束过后, 主导交通用汽柴油需求量的主要因素是新能源汽车销售渗透率和传统能源车油耗的下降水平。根据我们搭建的模型, 我们预测到 2025 年, 全球交通领域汽柴油消费量达峰, 对应 2025 年全球新能源汽车销售渗透为 24%。随后由于新能源汽车的快速渗透, 全球新能源汽车保有量持续加速增长, 全球交通用汽柴油需求量加速下降, 到 2040 年全球新能源汽车销售渗透将达到 100%。

基于我们在《2022-2060 全球及中国原油需求展望 (何时达峰?)》报告中的预测结论“全球交通用汽柴油需求量将在 2025 年达峰”, 以及我们对航空煤油、工业用油、化工用油和其他用油的假设和模型, 我们预计全球原油总需求量将在 2027 年左右达峰, 2027 年需求达峰量与 2022 年需求总量之间还存在约 400 万桶/天的增长空间。

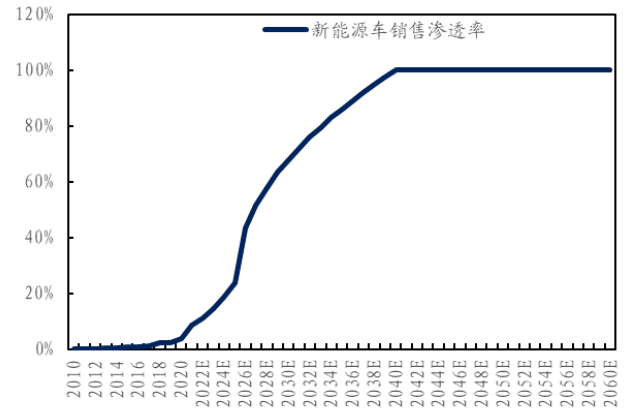
我们预计, 2027-2040 年, 新能源汽车的快速替代导致交通用汽柴油逐年大幅下降, 原油总需求加速下降, 2040-2060 年, 市场或不再销售传统燃油车, 交通用汽柴油年消耗量随着传统能源保有车辆的报废而逐年缓慢下降, 原油需求下降速度随之放缓。

我们预计 2022-2023 年全球原油需求增量在 150-200 万桶/天, 2024-2026 年全球原油需求增量约为 100 万桶/天, 2027 年全球原油需求或实现达峰。在 2027 年之前, 全球原油需求仍有望保持增长趋势, 当前来看, 原油需求达峰时刻尚未来临。

从长期需求结构来看, 我们预计交通用汽柴油消费量占比将逐年递减, 化工用油占比将逐年提升, 化工用油或将成为未来原油需求的主要增量来源。

图 26: 2022 年全球终端用油消费占比 (万桶/天, %)


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

图 27: 2010-2060 年全球新能源汽车销售渗透率 (%)


资料来源: BP, IEA, 信达证券研发中心

图 28: 2010-2060 年全球原油分产品需求变化测算 (万桶/天)


资料来源: BP, IEA, 信达证券研发中心

2.1.6 全球供需偏紧, 油价或将持续在中高位运行

展望 2023 年: (1) 2022 年 11 月至 2023 年 12 月 OPEC+ 执行基于 2022 年 8 月产量目标下调 200 万桶/天的大规模减产计划, 考虑本轮减产面临部分国家增产能力不足的客观约束, 我们认为沙特内部协调和油价调控能力增强, 控制产量托底油价效果或将强化。叠加 2023 年 5 月后沙特等多国自愿减产合计达 165 万桶/天, 供应收紧或进一步推动油价上行。(2) 2022 年 12 月欧盟禁运俄罗斯原油, 考虑西方对俄油 60 美元/桶的限价与俄罗斯乌拉尔原油现价接近, 影子船队在俄罗斯油运中的作用凸显, 俄罗斯原油贸易持续向亚洲转移, 同时美国也在私下鼓励一些全球大型贸易公司, 恢复运输俄油, 以保持稳定的供应, 我们认为西方制裁措施对俄罗斯原油出口影响较为有限。(3) 2022 年美国战略储备库存释放完毕, 2023 年美国或将进入补库周期, 约 70 美元/桶的补库价格或可托底油价, 考虑优质页岩油库存井已严重消耗, 美国页岩油公司受投资者约束 (分红、回购、还债)、供应链短缺、通胀成本高、政府清洁能源政策等一系列因素影响, 资本开支增幅有限, 增产意愿不强, 我们预计 2023 年美国原油产量增速放缓。(4) 巴西、圭亚那等南美原油产区产量逐步增长, 但增幅有限, 难改供给紧张大趋势。因此, 我们预计 2023 年原油供给收紧, 需求还在增长, 原油或将处于去库阶段, 油价中枢有望维持在中高位。

中长期来看, 沙特、阿联酋、伊拉克加大资本开支力度, 分别计划用 5 年时间累计增加原油产能 100、90、55 万桶/天, 传统油田开发生产周期长, 每年新增原油供给量有限; 受能源政策、投资者压力、成本上升、优质区块损耗等影响, 美国页岩油长期增产能力有限且存在瓶颈; 加之美国未来几年要补充 2022 年释放的战略原油储

备，市场上商业原油库存有限，甚至会抽紧全球供应；BP、壳牌等欧美能源公司致力于发展绿色能源，或将逐步减少原油产量；俄罗斯将因资本开支不足加速原油产能衰减，俄罗斯原油长期产量或将下降；美国与伊朗谈判有不确定性，但即使伊朗全部释放剩余产能，也仅有 120 万桶/天。根据我们测算，即使考虑到经济增速放缓和旧能源转型，2024-2026 年全球原油需求仍有望保持增长，原油供给能力较难满足需求增量。因此我们认为从中长期来看，油价或将持续处于中高位运行。

总体来看，产能周期引发能源大通胀。我们认为，无论是传统油气资源还是美国页岩油，资本开支是限制原油生产的主要原因。考虑过去全球原油资本开支不足，当前全球原油供给弹性下降，而在新旧能源转型中，原油需求仍在增长，全球或将持续多年面临原油供需偏紧问题，中长期来看油价或将持续维持中高位。

表 2: 全球原油供需情况表

时间		俄乌冲突前	俄乌冲突后	中长期
供需	全球	全球原油去库存。	全球原油供需缺口仍将进一步加大，油价上行通道将再次打开。	全球原油供需偏紧，油价将长期高位运行。
	美国	资本开支不足，页岩油产量缓慢恢复。	投资不足，成本通胀，美国页岩油产量增幅有限。	美国页岩油长期增产能力有限且存在瓶颈。
供给	OPEC+	OPEC+ 联盟大规模联合减产。	沙特、阿联酋有增产能力但无增产意愿，其他 OPEC+ 国家有增产意愿但产能衰减无增产能力。	OPEC+ 减产挺价意愿强烈。沙特、阿联酋和伊拉克加大资本开支力度，但是传统油田开发周期长，未来供给有限。
	伊朗	美国与伊朗谈判有不确定性，但伊朗剩余产能有限。	美国与伊朗谈判有进展，但伊朗剩余产能有限。	美国与伊朗谈判有不确定性，但伊朗剩余产能有限。
	俄罗斯	俄罗斯产量已达产能瓶颈，增产困难。	俄罗斯原油和成品油的产量和出口受西方制裁影响。	西方制裁对俄油出口影响有限，但俄罗斯将因资本开支不足加速产能衰减，俄罗斯长期产量或将下降。
需求	全球	全球原油需求预计在 2022 年回到疫情前水平，增速放缓。	东欧政治局势动荡拖累了全球经济复苏节奏，供应紧张导致油价飙升，美联储加息，抑制全球原油需求。	预计未来原油需求增速放缓，但 2027 年达峰前仍在增长。
	中国	中国原油需求稳定增长。	疫情带来不确定性。	预计需求增速放缓。

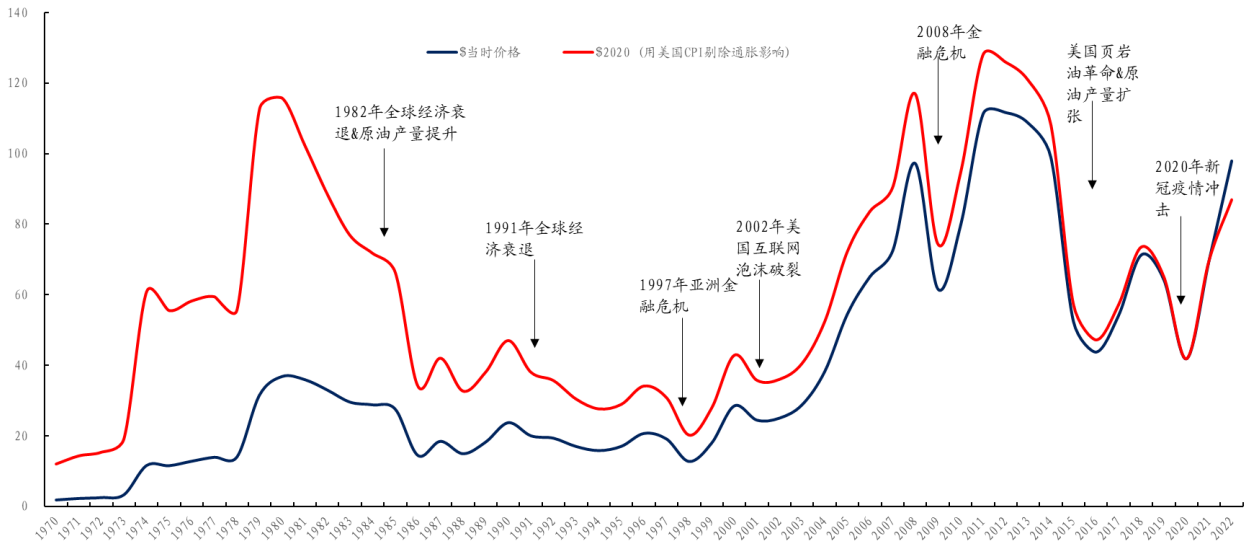
资料来源：信达证券研发中心整理

2.2 欧美经济好于预期，原油需求崩塌可能性较低

通过复盘 1970-2022 年油价波动周期，1982 年、1991 年、1997 年、2002 年、2008 年、2020 年油价大幅下行主要源于需求端冲击，2014 年油价下跌来自于供给端冲击，我们认为，本轮高油价周期结束有两种可能性：

1、后续资本开支仍不足，油价持续高位，通货膨胀和成本高企导致各国央行持续加息，从而引发经济增速下行甚至经济衰退，原油需求大幅下降引发油价暴跌。

2、油气供应商难以抵挡高油价高收益的诱惑，进行产能扩张。

图 29: 历次油价下跌因素复盘 (美元/桶)


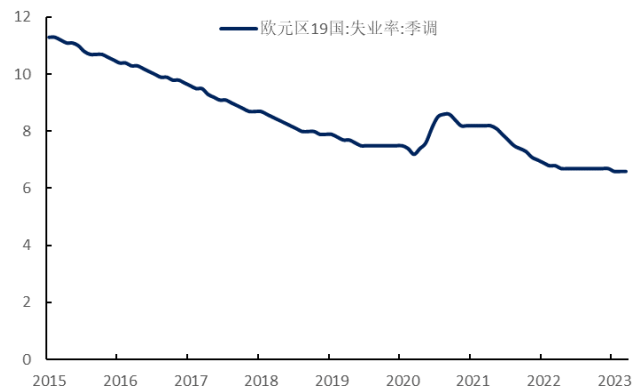
资料来源: BP, 信达证券研发中心

2023 年经济衰退担忧仍是国际原油市场的主要影响因素。2022 年, 受能源价格推动, 美国通胀水平高企, 2022 年 6 月能源 CPI 同比增幅一度上涨至 41.6%, 美国 CPI 同比增幅一度上涨至 9.1%。为抑制高通胀, 美国在 2022 年 3 月、5 月、6 月、7 月、9 月、11 月、12 月以及 2023 年 2 月、3 月、5 月连续加息 25、50、75、75、75、50、25、25、25 个基点, 截止 2023 年 5 月, 美国已累计加息共 500 个基点。2023 年 5 月, 鲍威尔表示美国加息暂告一段落。

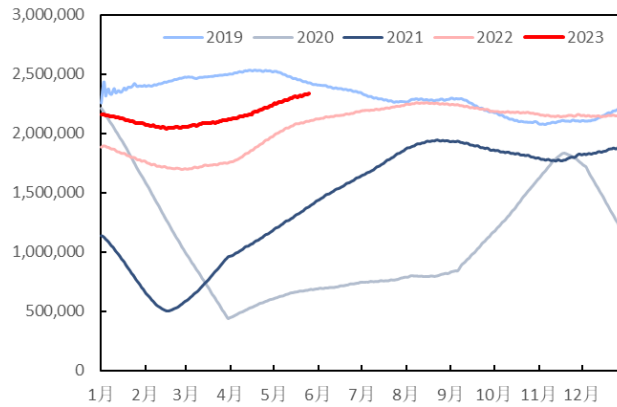
欧美经济的实际表现比预期的更为坚韧。2023 年 5 月, 美国失业率为 3.7%, 与疫情前持平; 2023 年 4 月, 欧元区失业率为 6.5%, 较疫情前水平进一步降低。2023 年, 美国航空出行情况已相比 2020-2022 年继续明显改善, 接近 2019 年同期水平。

图 30: 2015-2023 年 5 月美国失业率情况 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 31: 2015-2023 年 4 月欧洲失业率情况 (%)


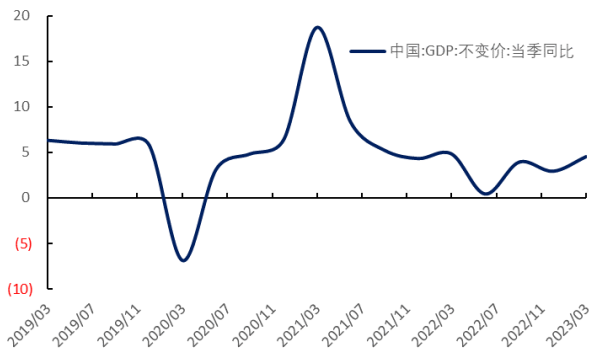
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 32: 美国旅客机场安检人次 (位)


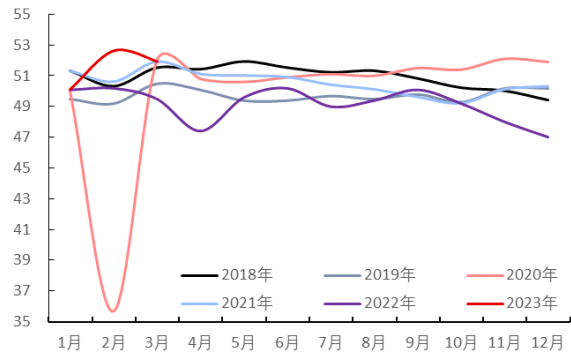
资料来源: TSA, 信达证券研发中心, 注: 这里使用 MA90 数据平滑处理, 截至 2023.05.25

中国疫后复苏动能仍存, 为全球原油需求带来新的增量。2023Q1, 中国 GDP 同比增速持续提升至 4.5%; 企业预期向好, 2023Q1 PMI 水平超过 50%, 其中, 2023 年 2 月达到 52.6%, 为 2018 年以来最高值, 疫后经济复苏趋势显著。

在欧美经济坚韧叠加中国经济复苏的宏观环境下, 我们认为全球原油需求仍将保持增长趋势不变。

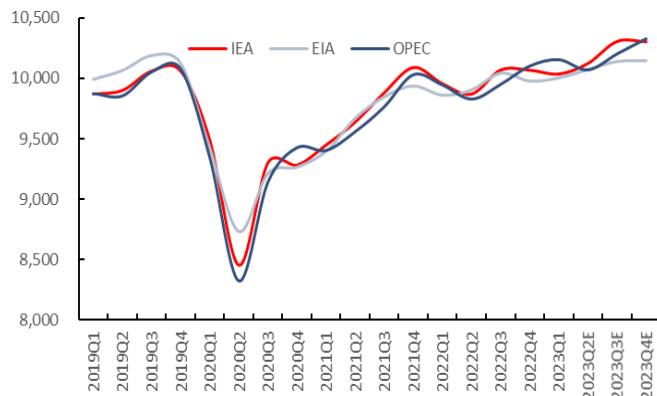
图 33: 中国 GDP 情况 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

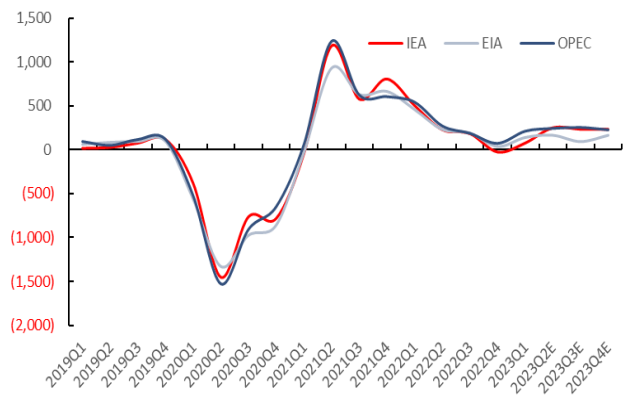
图 34: 中国制造业 PMI 情况 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

根据 IEA、EIA 和 OPEC 三大国际能源机构预测, 2022-2023 年需求仍会继续增长。根据我们持续跟踪的全球原油月度数据来看, IEA、EIA 和 OPEC 三机构在 2023 年 5 月报中预测 2023 年全球原油需求分别+221、+157、+233 万桶/天, 预计超过 2019 年疫情前需求水平。

图 35: 2023.05 机构月报公布全球原油需求情况 (万桶/天)


资料来源: IEA, EIA, OPEC, 信达证券研发中心

图 36: 2023.05 机构月报公布全球原油需求同比 (万桶/天)


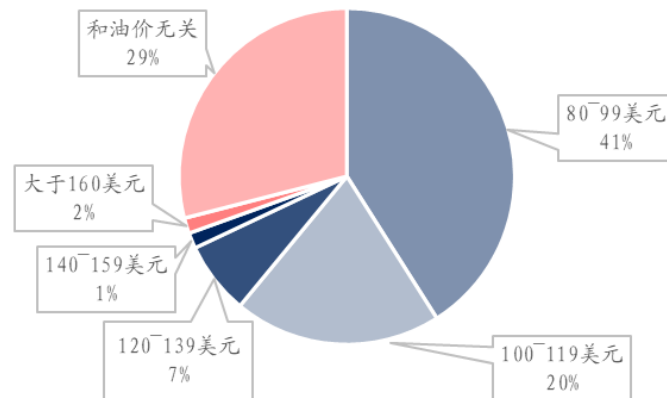
资料来源: IEA, EIA, OPEC, 信达证券研发中心

2.3 产能扩张是打破高油价的核心途径

我们认为，本轮油价高位的根本原因是过去资本开支的严重下滑以及行业产能的出清。在需求端持续增长的前提下，若资本开支持续处于相对低位，则供给端紧张局面无法得到有效缓解，油价难以从高位回落。

而本轮周期的特殊性在于，受净零排放目标、能源转型趋势、国际环境复杂等因素影响，资本开支复苏偏弱且存在一定的滞后性。在原油需求达峰顾虑下，资本开支复苏或将首先发生于投资周期短、资金回流快的油气田区块项目，如美国页岩油产区。根据美国达拉斯联储银行在 2022Q1 的调查，油价在 80 美金/桶以上时，大部分美国页岩油生产商愿意重回增长模式。若油价持续高于 80 美元/桶，全球资本开支水平有望加快提升。

图 37：美国页岩油生产商重回增长模式的油价水平



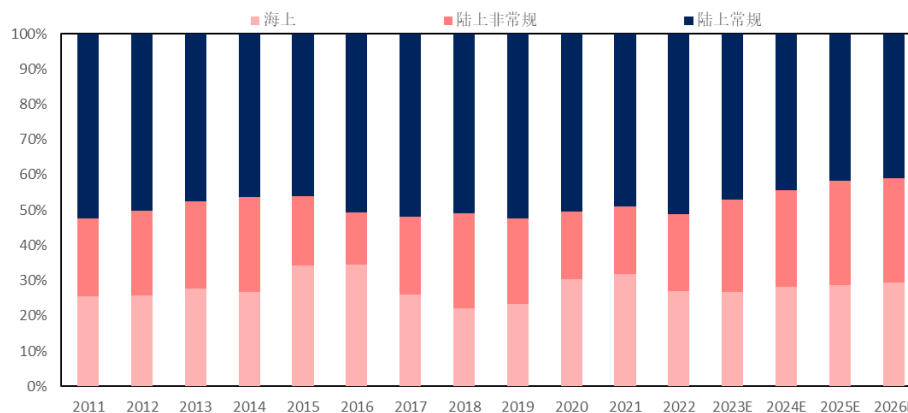
资料来源：dallasfed，信达证券研发中心

三、油服行业拐点已至，有望迎来结构性机会

3.1 全球海上勘探开发潜力较大

陆上常规油气一直是全球油气开发领域的核心，但随着深水油气的逐步开发及非常规油气的异军突起，海域及非常规油气在开发对象中占据越来越重要的地位。根据中海油服公告，未来几年，海上和陆上非常规油气田为未来勘探开发重点，资本开支占比逐步提升，陆上资本开支整体将呈下降趋势。

图 38：2011-2026 年全球上游海上勘探开发资本支出结构 (%)

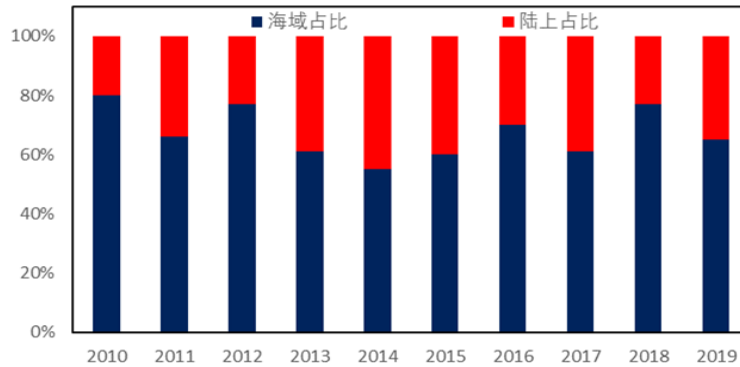


资料来源：中海油服公告，IHS Markit，信达证券研发中心

海上是全球重要的油气接替区。全球海洋资源非常丰富，据 IEA 统计，2017 年全球海洋常规石油和天然气资源

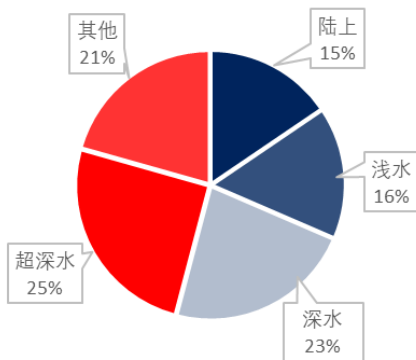
新增探明储量分别为 2600 亿桶和 95 万亿立方米，分别占全球新增探明储量的 20%和 47%，海洋油气剩余可采储量占比分别为 70%和 91%，明显高于陆上油气的 61%和 63%，具备较大勘探开发潜力。随着全球经济快速增长，能源需求不断提升，陆上油气勘探日趋成熟，海上油气开发为世界油气储量增长贡献新动力。近十年来，全球海域勘探年度新增储量平均占新增总储量的六成以上，2020 年，全球前十大勘探新发现中有 7 个位于海域，其中 6 个位于深水、超深水。

图 39: 全球油气勘探新发现海陆储量占比 (%)



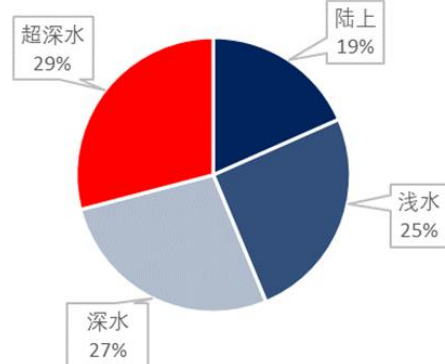
资料来源: 史卜庆等《全球油气勘探形势回顾与 2020 年展望》，信达证券研发中心

图 40: 全球常规石油剩余可采储量占比 (%)



资料来源: IEA, 信达证券研发中心

图 41: 全球常规天然气剩余可采储量占比 (%)

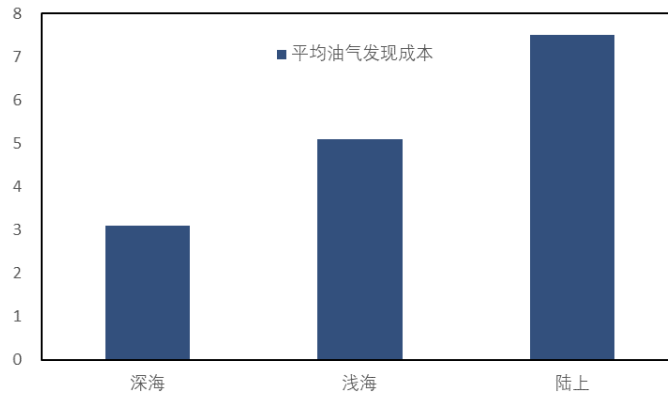


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

近 10 年，深水油气项目已成为全球油气增储上产的核心领域。新发现的 101 个大型油气田中，深水油气田数量占比 67%、储量占比 68%，在全球油气发现中继续占据主导地位，进一步揭示被动大陆边缘深水前沿领域良好的勘探前景。因此，不断拓展深水业务越来越成为国际石油公司的发展趋势。

随着勘探开发、工程技术的日趋成熟以及成本的下降，深水油气也显现出发现成本低、投资回报率高等特点。近十年，全球每年完钻海上深水勘探井 120—290 口，占总探井数（不包括非常规）的 5%左右，但其发现的可采储量占全球 50%以上。2012—2021 年间，全球深水平平均每桶油当量的发现成本为 3.1 美元，较浅海油气发现成本 5.1 美元每桶油当量低将近 40%，较陆上油气发现成本 7.5 美元每桶油当量低 58%。

据 Rystad Energy 估计，2022—2025 年间，埃克森美孚、bp、壳牌、雪伏龙、埃尼、道达尔能源这 6 家国际大石油公司将花费 270 亿美元用于常规油气勘探，其中海上勘探支出占 95%以上，而深水领域支出占总勘探支出的 87%。

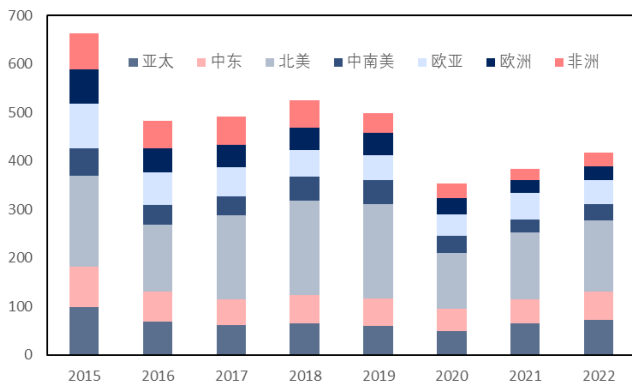
图 42: 2012-2021 年全球油气平均发现成本 (美元/桶)


资料来源: 中国石油新闻中心, 信达证券研发中心

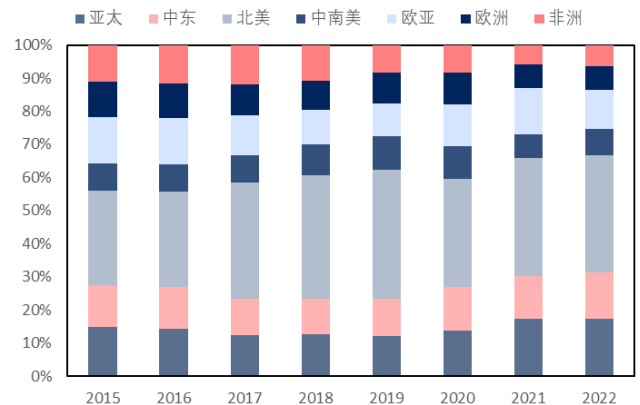
3.2 中东和亚太油气投资相对积极

分区域来看, 全球油气上游资本开支主要集中在北美、中南美、欧亚、欧洲、非洲、亚太、中东七个区域。其中, 北美地区的资本开支份额最大, 截至 2022 年北美占全球总开支的比例为 35%。

变化趋势来看, 欧洲、非洲油气资本开支明显下降。2015-2022 年, 欧洲油气资本开支从 2015 年的 710 亿美元下降至 2020 年 340 亿美元, 2022 年再次下降至 290 亿美元, 占全球资本开支的比重从 2015 年的 10.76% 降到 2022 年的 7.05%; 非洲资本开支占全球资本开支的比重也从 2015 年的 10.99% 降到 2022 年的 6.48%。中南美、北美、欧亚为原油主产区, 其油气资本开支缓慢恢复。2022 年北美、中南美、欧亚三地区上游资本开支分别为 1480、340、490 亿美元, 较 2020 年有所提升, 但仍未恢复至 2019 年水平。中东、亚太地区油气资本开支较为积极。2022 年中东资本开支为 570 亿美元, 已恢复至 2019 年疫情前水平; 亚太地区资本开支为 730 亿美元, 已达到 2016 年以来的最高水平。

图 43: 全球分地区上游油气投资支出 (十亿美元)


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

图 44: 全球分地区上游油气投资支出占比 (%)


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

3.2.1 欧美地区资本开支增速放缓

近年来, 气候变化引发的经济风险持续上升, 早日实现能源绿色转型、降低碳排放逐渐成为各国的共识。尤其是欧洲作为全球环保先锋, 绿色复苏政策持续出台。早在 2007 年, 欧盟就提出到 2020 年要实现可再生清洁能源占比 20% 的目标。2021 年, 欧盟发布的《“fit for 55”气候计划》承诺在 2030 年底温室气体排放量较 1990 年减少 55%, 并计划将 2030 年可再生能源在能源结构中占比目标由 32% 提高至 38-40%。2022 年, 欧盟又进一步出台政策加速能源转型, 计划将 2030 年可再生能源在能源结构中占比目标进一步提高至 45%。可以说, 推动能源绿色转型已成为欧洲未来发展蓝图中浓墨重彩的一笔。

表 3: 欧洲低碳减排政策计划列示

时间	事件	主要内容
2007 年 3 月	2020 年气候和能源一揽子计划	欧洲议会最终批准了“2020 气候和能源一揽子计划”，承诺到 2020 年将温室气体排放量在 1990 年的基础上减少 20%，到 2020 年将可再生清洁能源占总能源消耗的比例提高到 20%，且到 2020 年将能源效率提高 20%。
2014 年 10 月	2030 年气候与能源政策框架	欧洲理事会最终批准了“欧盟 2030 年气候与能源政策框架”。这一政策框架提出了二项强制性目标和一项指示性目标。强制性的温室气体排放目标，以 1990 年为基准年，在欧盟层面上温室气体强制减排目标至少达到 40%。欧盟碳排放交易体系内的部门，以 2005 年为参考年，总体减排量达到 43%，欧盟碳排放交易体系外的部门的总体减排量达到 30%（这二大体系在 2020 年的减排目标分别是 21% 和 10%）；强制性的可再生能源目标，可再生能源在能源消费中的比重至少为 27%；指示性的能效目标，至少提高能效 27%，这一指标具有数量上的限定，但并不具有法律约束性。此外，支持完成内部能源市场，在 2020 年之前紧急实现 10% 的现有电力互连目标，特别是波罗的海国家和伊比利亚半岛，以及到 2030 年实现 15% 的目标。
2018 年 11 月	2050 长期战略	欧盟委员会于 2018 年 11 月 28 日根据治理条例提出了到 2050 年实现气候中和的欧盟战略长期愿景。
2019 年 12 月	欧洲绿色协议	欧洲议会在 2019 年 3 月的气候变化决议和 2020 年 1 月的欧洲绿色协议决议中批准了温室气体净零排放目标。欧洲理事会于 2019 年 12 月批准了根据《巴黎协定》到 2050 年使欧盟实现气候中和的目标。欧盟于 2020 年 3 月向《联合国气候变化框架公约》(UNFCCC) 提交了其长期战略。其中包括：《欧洲气候法》将 2050 年气候中和目标纳入欧盟法律。《欧洲气候公约》让公民和社会各阶层参与气候行动。《2030 年气候目标计划》表示到 2030 年进一步将温室气体净排放量减少至少 55%。《欧盟气候适应新战略》中表示到 2050 年，使欧洲成为一个具有气候适应能力的社会，完全适应气候变化不可避免的影响。
2020 年 7 月	欧盟氢能战略	欧盟氢能战略旨在通过投资、监管、市场培育以及科研创新将氢能潜力变为现实，重点是开发风能和太阳能生产的可再生氢。
2021 年 7 月	“Fit for 55”气候计划	提出了包括能源、工业、交通、建筑等在内的 12 项更为积极的系列举措，承诺在 2030 年底温室气体排放量较 1990 年减少 55% 的目标，将 2030 年可再生能源在能源结构中占比目标由 32% 提高至 38-40%。
2022 年 3 月	REpowerEU 计划	旨在摆脱欧盟对俄罗斯天然气、煤炭等能源的高度依赖，并加速相关能源消耗密集型行业转型。计划将 2030 年可再生能源在能源结构中占比提高至 45%，可再生能源装机容量从 1067GW 提高到 1236GW。

资料来源：欧盟官网等，信达证券研发中心整理

美国方面，与特朗普政府试图重振化石能源经济不同，拜登气候新政把清洁能源革命作为其应对气候危机的重要支撑和核心技术手段，努力推动美国能源结构和产业结构的低碳化和净零排放。

表 4: 美国拜登政府清洁能源政策列示

时间	主要事件
2021.01	签署了重返《巴黎协定》的行政命令。
2021.01	签署了《关于保护公众健康和环境以及恢复以科学应对气候危机》(Protecting Public Health and the Environment and Restoring Science to Tackle the Climate Crisis)，主要内容包括：设立标准减少石油和天然气部门的甲烷排放；恢复奥巴马总统撤出北极水域和白令海地区的石油和天然气钻探的决定、建立了白令海北部气候恢复区；撤销美国和加拿大国际边境建造、连接、运营和维护管道设施的总统许可证 (“Keystone XL 输油管道”)。
2021.01	签署了《关于在国内和国外应对气候危机》(Tackling Climate Change At Home And Abroad) 的行政命令，主要内容包括：暂停在公共土地或近海水域上签订新的石油和天然气租赁协议，严格审查与公共土地和水域上化石燃料开发相关的所有现有租赁和许可做法，并确定可采取的步骤；到 2030 年使海上风能的可再生能源产量增加一倍；计划在 2022 财年及其后的预算申请中取消化石燃料补贴。
2021.04	拜登宣布国家自主贡献计划 (Nationally Determined Contribution, NDC)，承诺到 2030 年将美国温室气体的排放量较 2005 年水平至少减少 50%~52%。
2021.08	拜登政府关于加强美国在清洁汽车和卡车方面的领导地位的行政命令，要求到 2030 年，在美国国内市场所有销售的乘用车和轻型卡车新车的占比中，必须有 50% 属于零排放汽车 (包括电池电动汽车、插电式混合动力汽车或燃料电池电动汽车)。
2021.09	拜登政府推动美国航空业可持续燃料发展，主要内容包括：客运航空公司将加快采用可持续航空燃料；通过支持生产商，到 2030 年将可持续航空燃料产量提高到每年至少 30 亿加仑。

2021.12 拜登政府下令停止联邦政府对海外燃煤电厂和其他碳密集型项目的支持，但不会去阻止美国公司在海外建设煤炭、石油和天然气项目。

2022.02 白宫发布《拜登-哈里斯政府推动清洁工业部门减少排放，重振美国制造业》，主要内容包括：氢能、两党建法、“购买清洁”（Buy Clean）政策、CCUS 技术等。

资料来源：肖兰兰《拜登气候新政初探》，白宫官网等，信达证券研发中心整理

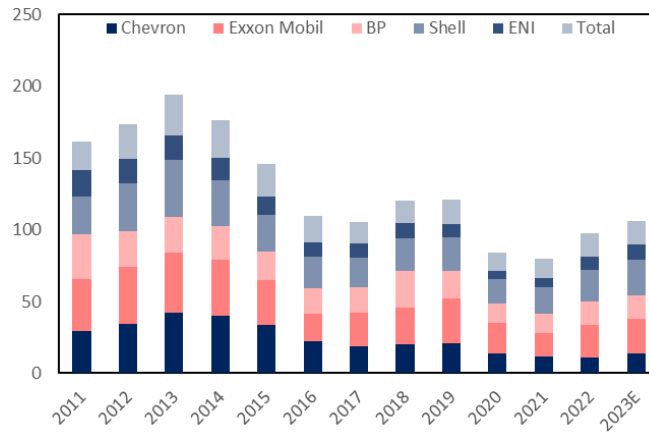
新旧能源转型影响下，欧美公司对传统油气大幅投资意愿不强。我们认为，在新旧能源结构转型过程中，2027 年左右原油需求或将达峰，如果现在加大力度投资，传统油田开发生产周期需 3-5 年，投产后需求反而下降，传统原油项目长期回报率存在不确定性。叠加严格的气候变化政策倒逼欧洲油气公司制定净零排放战略，欧洲系公司（如壳牌）向综合能源服务商转型；美国系公司（如雪佛龙、康菲石油、西方石油）仍以传统能源为主业，但 CCUS 等低碳环保项目纷纷提上日程。此外，全球低碳政策使得资本市场对 ESG 偏好加强，传统能源融资难度增加。**国际能源公司减碳投资持续提升，传统油气投资增幅有限。**

2023 年，跨国能源公司资本开支增速缓慢。我们统计了埃克森美孚、雪佛龙、BP、壳牌、道达尔 5 家跨国能源公司在 2023 年初计划的资本开支，2023 年，5 家跨国能源公司总计划支出 1064.5 亿美元，同比增加 9%，而 2022 年 5 家公司总支出同比增速为 22.6%。

表 5: 国际石油公司低碳战略计划

策略	公司	低碳减排实现计划
向综合能源服务商转型	BP (英国)	承诺实现 2050 净零排放目标。未来 10 年，BP 的石油和天然气日产量将至少减少 100 万桶油当量，相当于在 2019 年的水平上减少了四成。到 2025 年公司两成以上的资本将用于包括低碳在内的转型业务。未来 10 年，BP 在低碳能源领域的年投资额由约 5 亿美元增加到约 50 亿美元；可再生能源发电装机容量从 2019 年的 2.5GW 增长到约 50GW；生物能源日产量从 2.2 万桶增加到至少 10 万桶；氢能业务在核心市场的份额增长到 10%；电动汽车充电桩由 7500 个增至 70000 个以上。
	壳牌 (荷兰)	承诺实现 2050 净零排放目标。短期内，壳牌的战略将重新平衡其业务组合，每年在未来增长型业务投资 50-60 亿美元（其中市场营销业务约 30 亿美元；可再生能源和能源解决方案业务 20-30 亿美元），在转型支撑业务投资 80-90 亿美元（其中天然气一体化约 40 亿美元；化工和化工产品业务 40-50 亿元），在传统上游业务投资约 80 亿美元。预计石油产量每年将逐步减少 1-2% 左右。到 2030 年代初成为极具规模的低碳企业。
	道达尔 (法国)	承诺实现 2050 净零排放目标。2020 年，道达尔加快实施可再生能源发展战略，在可再生能源及电力领域投资 20 亿美元，可再生能源装机量增加了 10GW。在 2020 年至 2030 年的十年间，公司发展方向将发生转变，能源生产增长将以液化天然气（LNG）和可再生能源及电力两大支柱为基础，石油产品的销售占比将从 55% 降至 30%。
	ENI (意大利)	计划到 2025 年可再生能源装机达到 5GW，2030 年达到 10GW。
	雷普索尔 (西班牙)	2050 年实现净零排放，2025 年低碳电力装机达到 7.5GW。将在 2021 年至 2025 年间投资 183 亿欧元，其中 55 亿欧元（30%）将用于低碳业务。
	挪威国家石油公司 (挪威)	希望成为世界海上风电和碳捕集与封存技术领军企业，到 2030 年可再生能源装机目标 12-16GW，运营碳排放减半，到 2050 年实现净零排放。
以传统能源为核心	雪佛龙 (美国)	但仍以石油和天然气业务为核心。2021-2025 年，公司油气产量将扩大，但上游资本开支不会显著增加。同时也承诺控制碳排放增长速度，到 2028 年，低碳减排投资达到 100 亿美元。
	埃克森美孚 (美国)	承诺未来五年减少其业务的温室气体排放，并且到 2030 年将不再常规燃烧甲烷。将发展 CCUS，藻类生物燃料，新型碳氢化合物材料等技术手段实现减排。但其能源转型方法将建立在现有的碳氢化合物和石化产品业务基础上。
	康菲石油 (美国)	以石油和天然气业务为主。目标到 2050 年实现净零排放，具体通过设定净零治理框架、减少运营排放，碳补偿机制、对碳抵消项目和基金进行多元化投资；优先发展碳捕集和封存（CCS）、氢能减少温室气体排放等方式实现。
	西方石油 (美国)	以石油和天然气业务为主。2024 年将油气和化工业务运营中的温室气体排放减少 3.68 公吨/年二氧化碳，2032 年实现 25 公吨/年二氧化碳补集储存或使用，2035-2040 年实现公司运营和能源使用的净零排放，2050 年实现总的净零排放。

资料来源：各公司官网等，信达证券研发中心整理

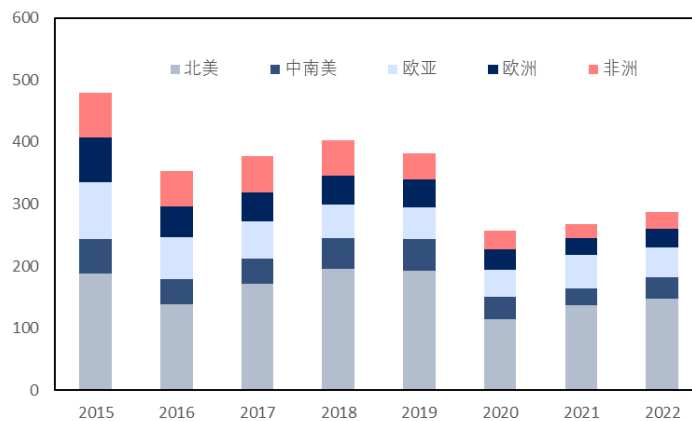
图 45: 国际能源公司资本开支情况 (十亿美元)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

随着欧美跨国能源公司低碳转型和谨慎投资, 除了北美和欧洲本土的上游开支放缓外, 非洲、拉美也是跨国能源公司的集中作业区域, 因此也受到了投资下降的影响。

非洲地区: 据伍德麦肯兹统计, 截至 2021 年底, 北非主要产油国阿尔及利亚、埃及和利比亚 3 个国家产量合计 625 万桶/日, 占非洲总产量的 69%。3 个国家的剩余资源量合计约 694 亿桶油当量, 占非洲总剩余资源量的近一半。欧洲为北非 3 国主要的油气出口市场, 欧美能源公司为非洲地区油气开发的主要作业者, bp、壳牌、道达尔能源、雪佛龙、埃克森美孚和埃尼均有上游业务, 其中, 埃尼公司是国际石油公司在非洲地区油气上游业务运营的佼佼者。

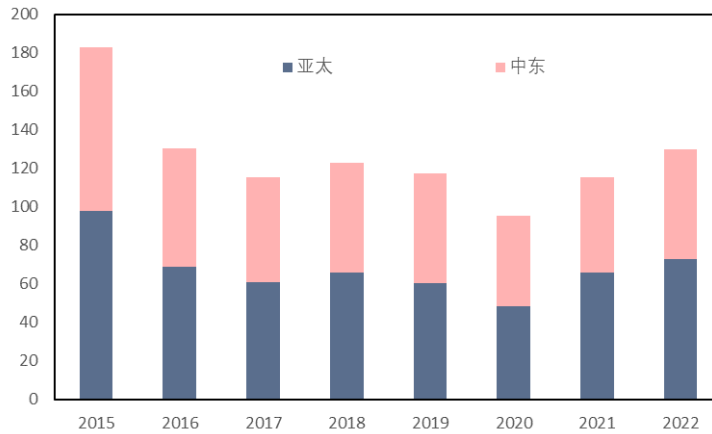
拉美地区: 拉美地区的油气勘探开发投资也主要来自欧美国际石油公司, 在 2020 年疫情影响下, 部分拉美国家石油公司出售资产, 进一步为国际石油公司参与该地区上游油气发展提供了机会。

图 46: 美洲、欧洲和非洲地区上游开支恢复缓慢 (十亿美元)


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

3.2.2 中东和亚太地区资本开支较快恢复

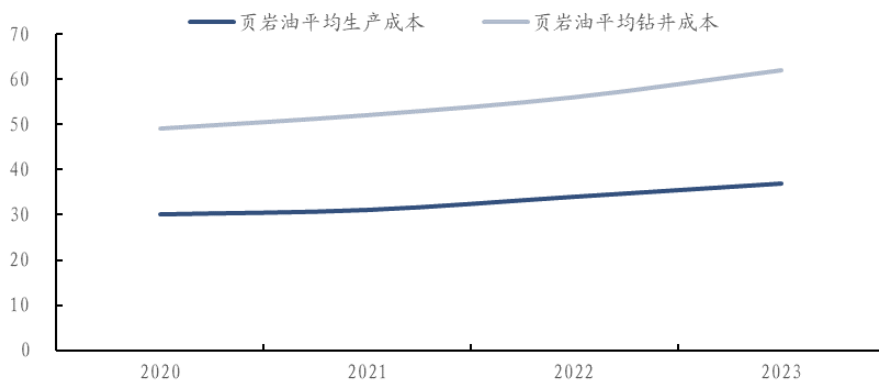
中东地区为全球原油主要供给来源, 疫后油价回升带动上游投资恢复。亚太地区多发展中国家, 对于传统能源的需求较大, 2022 年该地区资本开支已迅速恢复并超越 2019 年, 其中, 中国受“能源安全”、“增储上产”、“矿权改革”等政策影响, 2019 年以来持续提高其资本开支水平。2022 年, 中东和亚太合计资本开支为 1300 亿美元, 已经较 2019 年 1170 亿美元提高了 130 亿美元。

图 47: 中东和亚太地区上游资本开支 (十亿美元)


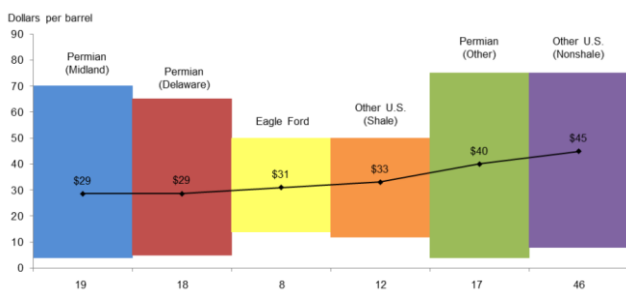
资料来源: IEA, 信达证券研发中心

3.3 资源劣质化和成本通胀问题凸显

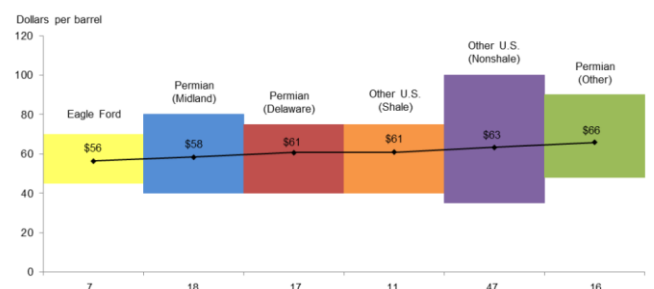
美国页岩油开采成本提升。根据达拉斯联储在 2023Q1 的调查数据, 美国页岩油平均生产成本为 37 美元/桶, 较去年 34 美元/桶上升了 3 美元/桶。2023Q1, 美国页岩油生产商新钻一口井的平均成本为 62 美元/桶, 较去年 56 美元/桶上升了 6 美元/桶。

图 48: 2020-2023 年美国页岩油生产和钻采成本 (美元/桶)


资料来源: dallasfed, 信达证券研发中心

图 49: 2023 年美国页岩油公司桶油生产成本 (美元/桶)


资料来源: dallasfed, 信达证券研发中心

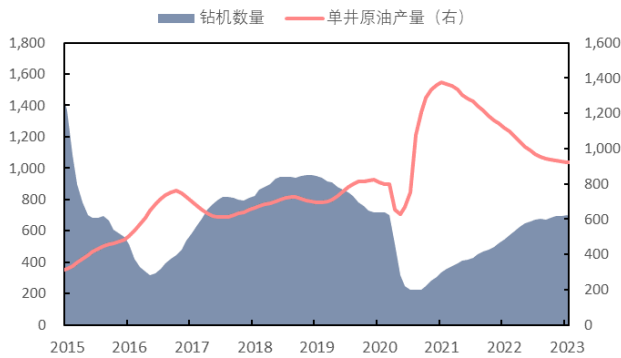
图 50: 2023 年美国页岩油公司钻新井所需成本 (美元/桶)


资料来源: dallasfed, 信达证券研发中心

自 2020 年下半年以来，美国 Permian 地区库存井占美国总库存井量的比例从 2020 年 7 月的 40% 大幅下降至 2023 年 4 月的 19%，这也说明美国页岩油公司优先选择优质区块进行库存井完井操作。随着优质区块库存井被大量消耗，一方面，美国需要更多投资并依赖钻探新井完成原油生产，增产速度或将放缓，另一方面，优质资源消耗也意味着资源劣化问题或将逐步显现，对于美国页岩油的生产成本和产量增长形成了一定挑战。

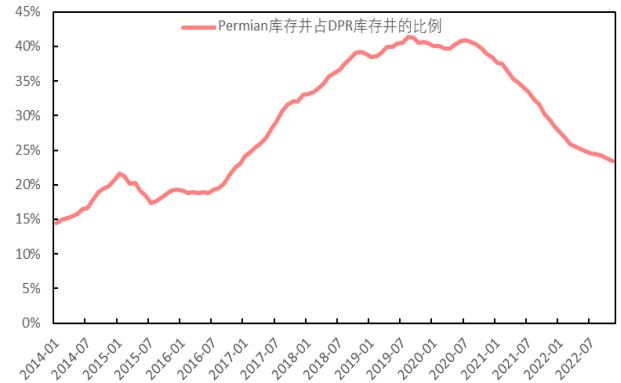
2020 年疫情期间，为压降成本，页岩油公司加大对优质地区油井的开发，导致单井产量大幅提升。2021 年初至 2022 年，随着优质油井数量减少，美国页岩油主要产区的日均单井产量从高峰 1400 桶/天持续下降至 900 多桶/天，新增油井日产能下降。油气公司需要更高的成本加快打新井，弥补过去优质油井的消耗，来实现增产。

图 51: 美国七大页岩油产区单井原油产量下降(台, 桶/天)



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

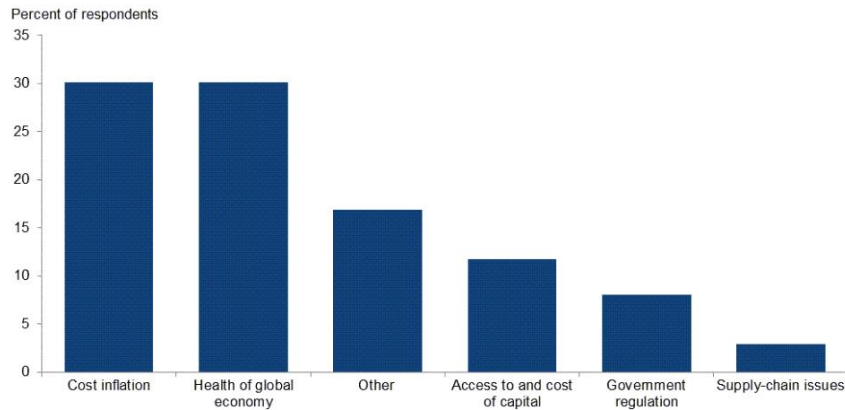
图 52: 美国 Permian 地区库存井占总库存井比例 (%)



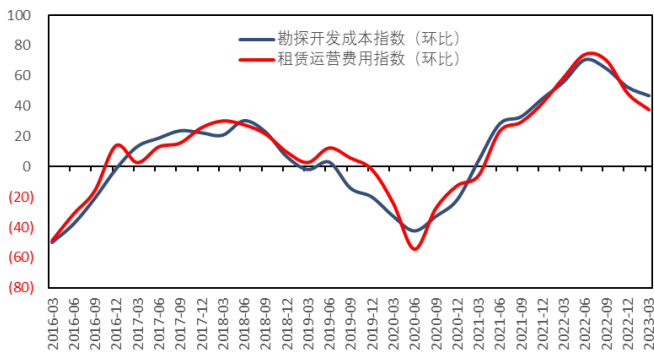
资料来源: EIA, 信达证券研发中心

相比疫情前，通胀引发的成本高位使得公司在增加同样原油产量下，要进行更大的投入。根据达拉斯联储 2023Q1 调查显示，136 家美国页岩油公司中，30% 认为成本是影响美国页岩油盈利以及进一步增产的主要原因。2023Q1，美国页岩油勘探开发成本和租赁运营费用同比环比仍持续提升，挤压油气公司实际资本开支水平，导致原油供给增量有限。

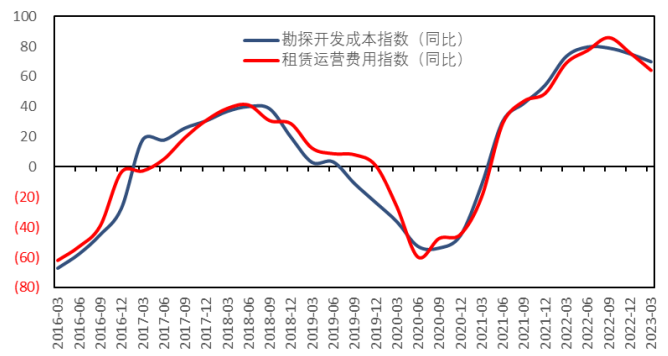
图 53: 成本通胀成为影响美国页岩油盈利的第一大因素



资料来源: dallasfed, 信达证券研发中心

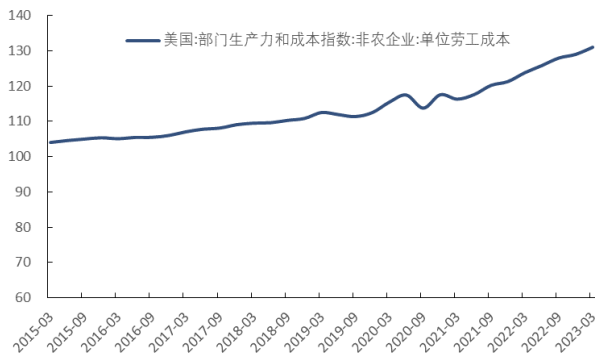
图 54: 美国页岩油公司勘探开发成本和租赁运营费用指数 (环比, %)


资料来源: dallasfed, 信达证券研发中心

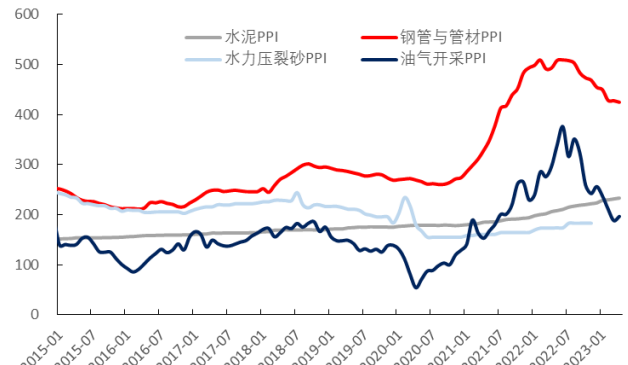
图 55: 美国页岩油公司勘探开发成本和租赁运营费用指数 (同比, %)


资料来源: dallasfed, 信达证券研发中心

随着劳动力成本的不断提升, 以及水泥、钢材等相关原材料成本的提升, 美国油气开采 PPI 仍处于高位水平, 美国油气生产商仍受成本通胀影响较大。

图 56: 美国劳动力成本不断提升


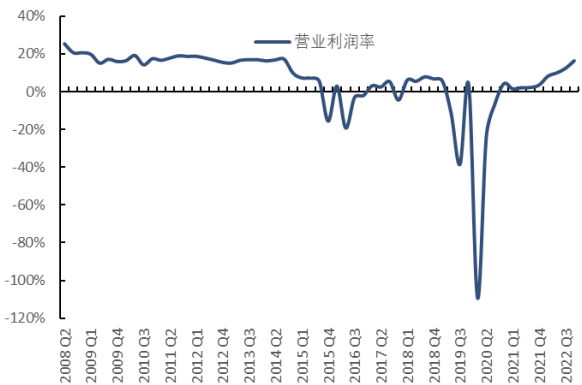
资料来源: 万得, 信达证券研发中心, 注: 2012 年=100

图 57: 美国油气开采成本仍处于高位


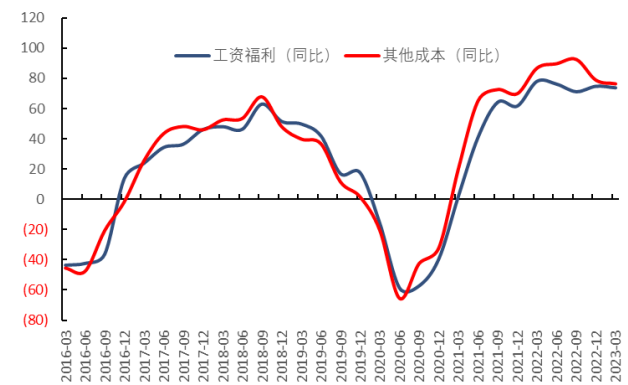
资料来源: 万得, louisfed, 信达证券研发中心

资本开支受通胀影响的量化测算:

我们选取了斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯、国民油井华高、Saipem 等 18 家油服公司, 计算了综合营业利润率 (营业利润/营业收入)。结果显示, 高油价时期, 油服营业利润率在 20% 左右波动; 低油价时期, 油服营业利润率降至 0, 甚至为负数。为简化计算, 我们假设近期油服公司营业利润率稳定在 10%。

图 58: 全球油服公司营业利润率 (%)


资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

图 59: 美国油服公司成本指数同比变动 (%)


资料来源: dallasfed, 信达证券研发中心

以 2015 年为基准, 我们假设油服公司毛利率为 10%, 90% 为营业成本, 则成本端通胀变化对于上游资本开支的影响为: 2021 年实际资本开支增速降至负数, 2022 年开支增速仅为 7.33%, 2023 年 Q1, 油服成本端通胀

仍维持在较高水平，同比增速达 80%，2023 年实际资本开支增速或仍将下降。

表 6: 成本通胀下全球上游实际资本开支水平测算

	工资福利 (同比, %)	其他成本 (同比, %)	油服成本平均 上涨幅度 (%)	成本端占比	成本端占比 变化	名义资本开支 (亿美元)	实际资本开支 (亿美元)	名义开支增速	实际开支增速
2016	(27.18)	(28.65)	(27.91)	86.65%	-3.35%	484	500.24		
2017	35.30	40.93	38.11	92.55%	2.55%	493	480.41	1.86%	-3.96%
2018	52.40	55.60	54.00	93.27%	3.27%	526	508.80	6.69%	5.91%
2019	31.68	22.55	27.11	91.96%	1.96%	499	489.21	-5.13%	-3.85%
2020	(42.95)	(40.00)	(41.48)	84.04%	-5.96%	353	374.02	-29.26%	-23.55%
2021	42.40	57.10	49.75	93.09%	3.09%	384	372.12	8.78%	-0.51%
2022	75.28	87.05	81.16	94.22%	4.22%	417	399.40	8.59%	7.33%

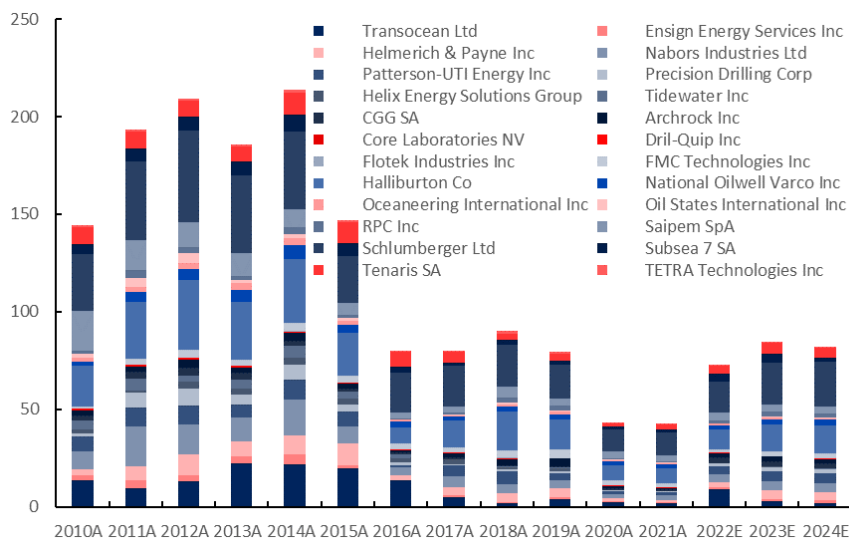
资料来源: IEA, 彭博, dallasfed, 信达证券研发中心

3.4 全球油服板块拐点已至

3.4.1 油服产能出清已告一段落

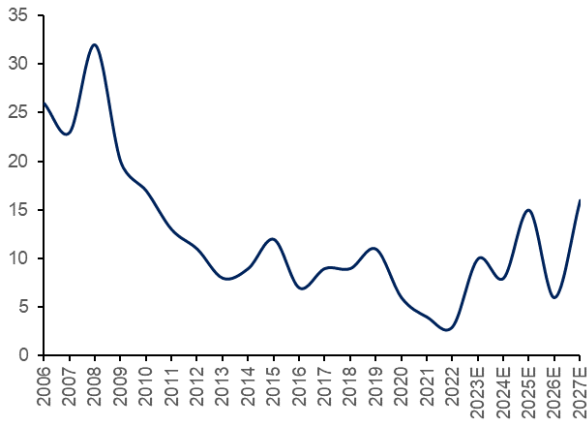
海外油服板块资本开支恢复有限。我们统计了海外 24 家油服公司的资本开支情况，与油气公司资本开支趋势类似，2014-2021 年，油服板块的资本开支持续下降。2022 年，受益于油价高企，油服资本开支明显回升，但尚未恢复至 2019 年水平。2023-2024 年，根据彭博预期，油服资本开支仅维持在 80-90 亿美元，远不及 2011-2014 年高油价周期水平，后续海外油服供给端增速或将有限。

图 60: 海外油服公司资本开支 (亿美元)



资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

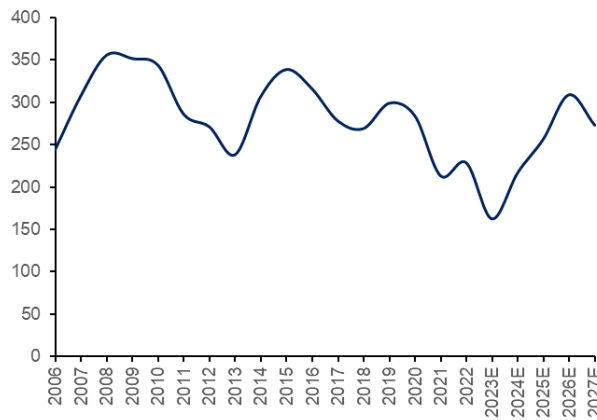
过去几年的油价低位以及行业资本开支腰斩推动了油服产能出清。截至 2022 年，全球 FPSO 装置（浮式液化天然气生产储卸装置）数量、油气集输管道长度、已投产水下采油井装置数量等均已达到历史低位，上一轮产能出清已告一段落。2023-2027 年，根据彭博预计，油服行业或将再次迎来产能扩张。

图 61: FPSO 运营装置数量变化趋势 (台)


资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

图 62: 已安装的油气集输管道长度 (公里)

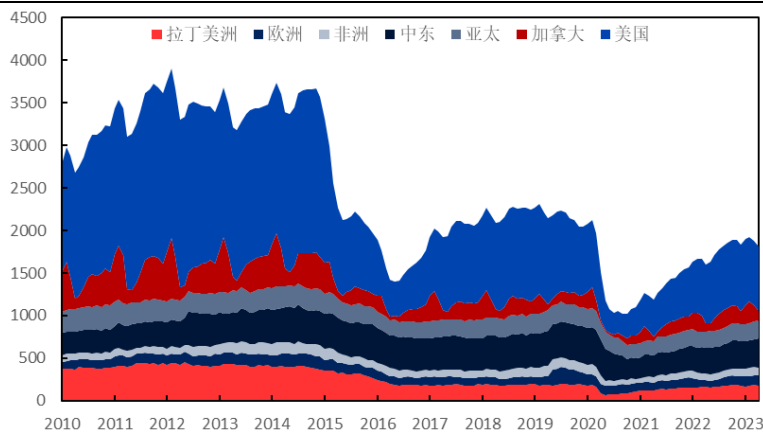

资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

图 63: 水下采油井装置已投产数量 (台)


资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

3.4.2 油服上行拐点已显现

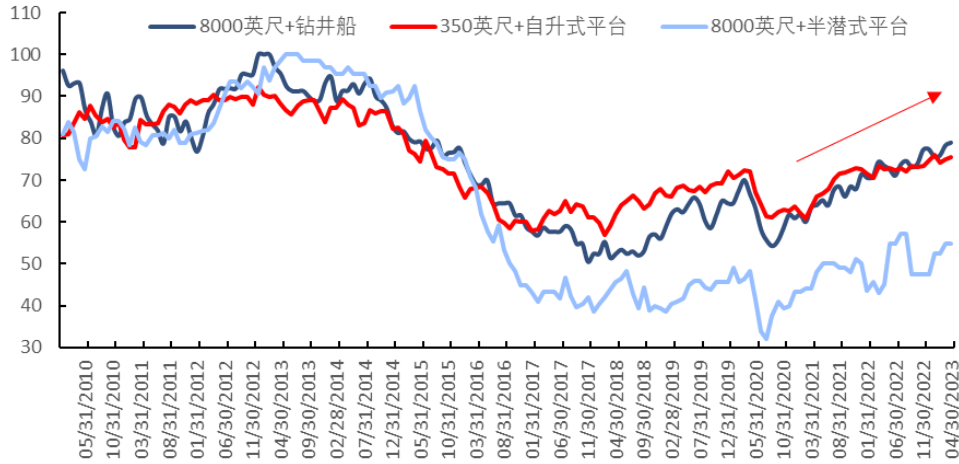
全球活跃钻机数显著回升。根据贝克休斯统计的全球各地区钻机数量, 到 2020 年, 上一轮全球钻机产能出清已基本完成。2020 年中期, 全球钻机数量大幅下滑, 跌至历史最低点, 各地区均有不同程度降低。2020 年下半年, 石油行业上游资本开支提升, 全球钻机数量回暖, 油服行业景气度逐步上升, 但相较触底前期仍有较大空间。2023 年 Q1, 全球钻机数量已达到 1900 台, 环比 2022Q4 增加 14.6%, 较触底前期差距显著收窄。

图 64: 全球各地区活跃钻机数量 (台)


资料来源: 贝克休斯, 信达证券研发中心

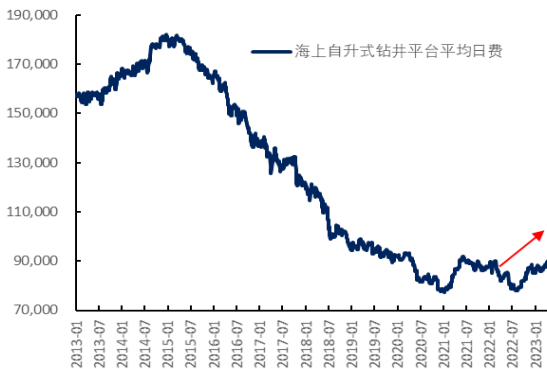
全球钻机使用率逐步恢复，钻井板块日费触底回升。使用率方面，2020 年全球钻机使用率显著降低，2021 至今正逐步恢复。日费方面，2022 年新冠冲击导致油服行业日费触底，2023 年以来，自升式、半潜式钻井平台行业平均日费均出现不同程度回升。我们认为，随需求回暖和产能出清，全球钻机使用率出现改善、钻井板块日费触底回升，油服行业拐点已现。

图 65: 钻井板块利用率 (%)



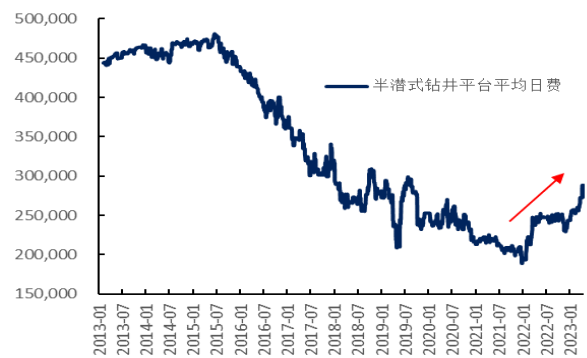
资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

图 66: 自升式钻井平台日费 (美元/天)



资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

图 67: 半潜式钻井平台日费 (美元/天)

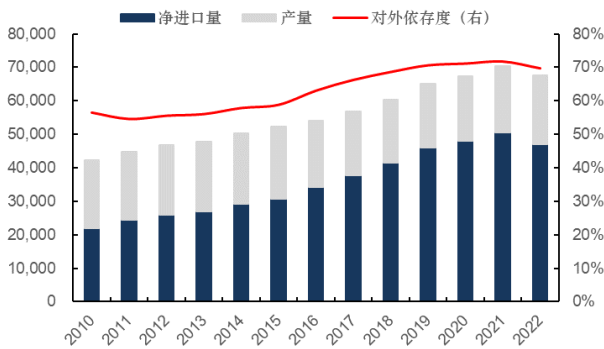


资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

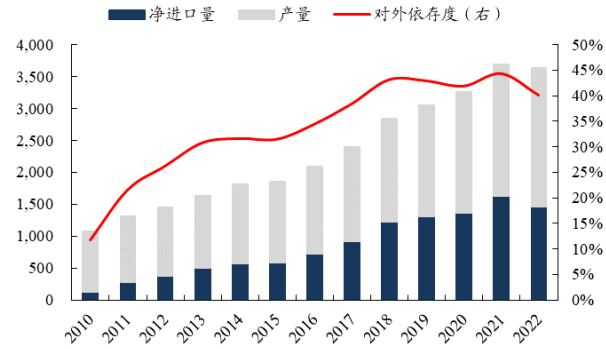
四、能源安全要求下，国内投资提升+国外深化合作拓展油服新机遇

4.1 保障能源安全，推进增储上产

中国原油、天然气对外依存度逐渐攀升。中国是富煤、贫油、少气的国家，从 2003 年起，中国已成为世界第二大石油消费国和最大原油进口国。近十年中国原油产量增长缓慢，在 2015 年达到阶段性峰值 2.15 亿吨，随后开始下降态势。2017 年，我国原油产量已下降到 1.92 亿吨，进口依赖度接近 70%，中国超越美国成为世界第一大原油净进口国。2021 年，中国原油和天然气的进口依赖度已分别达到 72% 和 44%。到 2022 年，中国原油产量为 2.05 亿吨，进口量 5.08 亿吨，进口依赖度 70%；天然气产量为 2178 亿立方米，进口量为 1519 亿立方米，进口依赖度为 40%，油气进口依赖下降的主要原因是俄乌冲突导致国际油价大幅上涨、海外气价过高。随着环保政策趋严，煤改气工程推进，中国未来天然气需求或将持续较快增长。

图 68: 中国原油进口量、产量与进口依赖度 (万吨, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 69: 中国天然气进口量、产量与进口依赖度 (十亿立方米, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

国家大力推动能源安全战略和增储上产计划。能源是人类社会赖以生存和发展的物质基础, 在国民经济中具有特别重要的战略地位, 重要能源资源短缺将进一步制约国家经济发展。为将“经济命脉”掌握在自己手中, 降低石油、天然气的对外依存度, 国家在“十二五”规划中就明确要求“加大石油、天然气资源勘探开发力度, 稳定国内石油产量, 促进天然气产量快速增长, 推进煤层气、页岩气等非常规油气资源开发利用, 积极发展海洋油气、海洋工程装备制造等新兴产业”。

表 7: 近年能源安全战略相关会议或政策

时间	事件	相关内容
2014 年	习近平总书记召开中央财经领导小组会议	提出“四个革命, 一个合作”的能源安全新战略, 即推动能源消费革命, 推动能源供给革命, 推动能源技术革命, 推动能源体制改革, 全方位加强国际合作。
	《能源发展战略计划 (2014-2020)》	加强国内能源资源勘探开发, 着力增强能源供应能力。
2017 年	《石油发展“十三五”规划》《天然气发展“十三五”规划》	到 2020 年国内石油产量要达到 2 亿吨以上, 天然气综合供保能力要达到 3600 亿立方米以上。
	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	通过改革促进油气行业持续健康发展, 大幅增加探明资源储量, 不断提高资源配置效率。
2018 年	《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》	要加大国内勘探开发力度, 健全天然气多元化海外供应体系, 构建多层次储备体系。力争到 2020 年底国内天然气产量达到 2000 亿立方米以上。
	三大国有石油企业召开会议讨论能源安全和增储上产	确立国内勘探开发业务“优先发展”的战略定位, 加大油气勘探开发投资力度和增储上产步伐。
2019 年	《石油天然气规划管理办法 (2019 年修订)》	明确提出重大项目应遵循加大勘探开发力度、保障能源安全的原则。
	《关于 2018 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2019 年国民经济和社会发展计划草案的报告》	拟放开油气勘探开采准入限制, 积极吸引社会资本加大油气勘探开采力度。
	国家能源局召开大力提升油气勘探开发力度工作推进电视电话会议	石油企业要落实增储上产主体责任, 完成 2019-2025 七年行动计划要求。
	《外商投资准入特别管理措施负面清单 (2019 年版)》	油气开采上游向外资企业开放。
	《可再生能源发展专项资金管理暂行办法》的补充通知	可再生能源发展专项资金支持煤层气(煤矿瓦斯)、页岩气、致密气等非常规天然气开采利用。
	《中华人民共和国资源税法》审议通过	低丰度油气田开采、三次采油、深水油气田开采、稠油及高凝油将相应减征资源税。
2020 年	国家能源委员会会议	李克强总理指出要应加大国内油气勘探开发力度, 促进增储上产, 提高油气自给能力; 深入推进能源领域市场化改革, 放宽油气勘探开发和油气管网等设施建设
	《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见 (试行)》	允许民企、外企等社会各界资本进入油气勘探开发领域。
	《能源法(征求意见稿)》	加快海上油气田开发; 提高天然气在一次能源消费中的比重。
	《关于加快推进天然气储备能力建设的实施意见》	加快储气基础设施建设, 进一步提升储备能力。优先建设地下储气库、北方沿海液化天然气 (LNG) 接收站和重点地区规模化 LNG 储罐。
	《2020 年能源工作指导意见》	大力提升国内油气勘探开发力度, 推动勘探开发投资稳中有增。
	国家能源局 2020 年大力提升油气勘探开发力度工作推进会	将全力协调推进一批有潜力、受制约的产能建设项目, 着力突破油气勘探开发系列关键技术, 加快已探明未动用储量的动用, 加大非常规油气资源开发利用力度, 不断完善天然气产供储销体系。

	习近平主席在第七十五届联合国大会发表重要讲话	中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。
	《新时代的中国能源发展》	指出要建设多元清洁的能源供应体系，还需加大化石能源的清洁高效开发利用，大力提升油气勘探开发力度。
2021年	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	集中优势资源攻关油气勘探开发等领域关键核心技术。建设石油储备重大工程，保持原油和天然气稳产增产，扩大油气产能规模，推动重点企业改造升级。
2022年	国家发展改革委、国家能源局印发《“十四五”现代能源体系规划》	一是着力增强能源供应能力，稳住存量，着力提升国内油气生产水平。二是加快完善能源产供储销体系。加大油气增储上产力度，重点推进地下储气库、LNG（液化天然气）接收站等储气设施建设，提升能源供应能力弹性。三是加强能源应急安全保障能力。既要加强风险预警，建立健全煤炭、油气、电力供需预警机制，还要做好预案、加强演练，提高快速响应和能源供应快速恢复能力。
	自然资源部召开党组会议	全面启动新一轮战略性矿产国内找矿行动，加大重点勘查区找矿力度，加大油气等能源资源勘探开发和增储力度，增强国内矿产资源保障能力。
	《矿业权出让收益征收办法》	全面实行矿业权竞争性出让，矿业权出让收益征收方式调整为按出让收益率形式征收。进一步健全矿产资源有偿使用制度，规范矿业权出让收益征收管理，维护矿产资源国家所有者权益，促进矿产资源保护与合理利用，推动相关行业健康有序发展。
2023年	《自然资源部关于深化矿产资源管理改革若干事项的意见（征求意见稿）》	深化矿业权出让制度改革、石油天然气体制改革、加强重要能源矿产资源国内勘探开发和增储上产等决策部署，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，深化“放管服”改革，提高能源资源保障能力。
	《自然资源部关于进一步完善矿产资源勘查开采登记管理的通知》	鼓励矿产资源综合勘查、鼓励“就矿找矿”、放宽矿业权转让管理。进一步优化矿产资源领域营商环境，服务新一轮找矿突破战略行动，增强能源资源保障能力，促进矿业健康可持续发展。

资料来源：自然资源部，国家能源局，国家发改委，中国政府网，中国石油新闻中心，央视新闻等，信达证券研发中心整理

“七年行动计划”助力油服行业成长升级。2018年，中美贸易摩擦升级，中美双方互加关税的商品清单中，包括化工品、医疗设备、能源产品等114项商品，其中能源产品中就包括了原油、天然气、石油产品、褐煤等，我国能源进口环境已发生变化。

2019年，国家能源局召开大力提升油气勘探开发力度工作推进电视电话会议，要求以三大国有石油企业为代表的石油企业落实增储上产主体责任，完成2019-2025七年行动计划。《2019-2025年国内勘探与生产加快发展规划方案》中，中国石油将进一步加大风险勘探投资，在2019-2025年每年安排50亿元。在《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》方案中，中海油提出，到2025年勘探工作量和探明储量翻一番。按中海油2018年底公布的净探明储量49.6亿桶油当量计算，2025年中海油的探明储量将达到100亿桶油当量。随着“七年行动计划”的持续实施，大规模的勘探开发需求将带动油服行业服务需求和服务价格提升。

表 8：中石油、中海油七年行动计划方案

公司名称	七年行动计划方案	主要内容
中石油	《2019-2025年国内勘探与生产加快发展规划方案》	1) 投资方面：加大风险勘探投资，2019-2025年每年安排50亿元，是2018年投资额的5倍。 2) 页岩气方面：2020年页岩气产量力争达到120亿立方米，到2025年产量达到240亿立方米，产量再翻一番。 3) 致密气方面：2020年致密气产量调增到320亿立方米，2025年达到350亿立方米。中石油旗下生产致密气的主力军长庆油田将2025年油气年产量目标提高到6300万吨油当量。
中海油	《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》	1) 到2025年勘探工作量和探明储量翻一番。 2) 渤海油田目标在2025年上产4000万吨油气当量。 3) 到2025年，将达成南海西部油田2000万方天然气、南海东部油田2000万吨油气当量的上产目标。

资料来源：中国石油报，同花顺财经等，信达证券研发中心

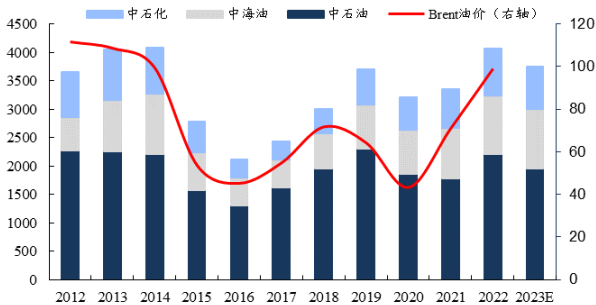
4.2 国内上游资本开支或将持续保持高水平

从国内来看，一方面，“三大国有石油企业”用于勘探开发生产的上游资本支出总和变化与布油价格波动高度相似；另一方面，2019年提出七年行动计划后，三大国有石油企业上游资本开支在油价下行趋势下仍保持高开支

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 32

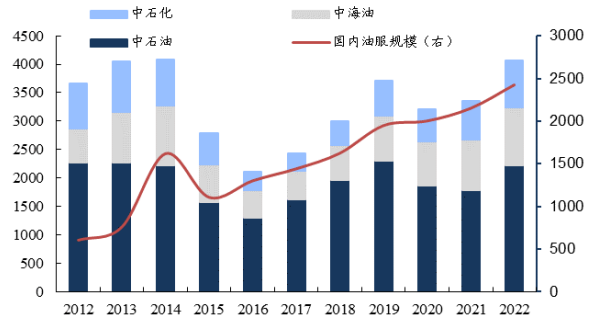
水平，2022年，国际油价创近7年新高，三大国有石油企业上游资本开支超过了4000亿元。同时，2016年至今，我国油服规模在不断扩大，增速受上游资本开支影响，但增量未随资本开支下调而下降。我们认为，我国油服市场仍处于扩张阶段，油服公司仍有较大发展空间。

图 70：三大国有石油企业上游资本开支与油价走势（亿元，美元/桶）



资料来源：万得，各公司官网，信达证券研发中心

图 71：三大国有石油企业上游资本开支与油服规模走势（亿元，亿元）



资料来源：万得，各公司官网，信达证券研发中心

根据《国内油气资源劣质化趋势难以逆转》，经过几十年高强度开采，我国油气资源质量已发生重大变化，突出特点是地表地下复杂性加重，资源品质更差、目的层更深、成藏更隐蔽。剩余常规油气低渗透、特低渗透、深埋藏和稠油等低品质资源比重逐年上升，发现大型油气田难度越来越大，“骨头越啃越硬”将成为未来油气勘探大趋势。近几年，中国石油新增石油探明储量 90%以上来自低渗透和特低渗透油藏，其中天然气新增探明储量几乎全部来自低渗透油藏，新动用储量采收率也呈现快速下降趋势。

随着油气勘探深层化、非常规化以及资源劣质化，2009-2019年间，我国油气发现成本不断提升。2022年，我国原油产量稳定在2亿吨，天然气产量2178亿立方米，同比增长6%。为保障资源接续，使得原油产量不变且天然气产量平稳增长。在假设其他条件不变的情况下，考虑油气发现成本的抬升，我们认为若要保持油气储采比持续稳定，则未来我国油气投资增速或需要达到7%以上。资源劣质化因素存在进一步对我国上游投资提出要求，这一现象或将使得油服公司更加受益。

图 72：我国油气勘探权衡发现成本曲线（元/吨）



资料来源：陈晓明等《不同勘探类别油气发现成本评价方法及应用》，信达证券研发中心

表 9: 油气勘探成本上涨对于未来国内上游投资增速要求测算

	2021 产量	2021 剩余储量	原油储采比	未来产量增速假设	储采比不变下未来新增储量增速假设	勘探成本复合增速	未来投资增速
原油 (亿吨)	1.99	36.88	18.53	持平	持平	2.84%	2.84%
天然气 (亿立方米)	2075.84	63392.67	30.54	6%	6%	10.92%	17.58%
油气合计 (亿吨)	3.64	87.39	23.98	2.72%	2.72%	4.56%	7.41%

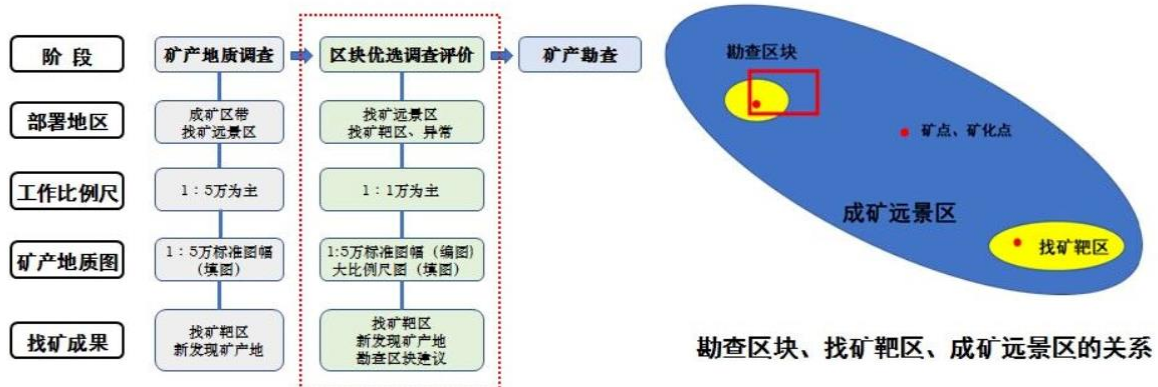
资料来源: 陈晓明等《不同勘探类别油气发现成本评价方法及应用》, 万得, 自然资源部, 信达证券研发中心

4.3 矿权改革深化, 提升多元化主体参与积极性

随着俄乌冲突持久化和中美等大国博弈激烈化, 我国能源发展与开发的外部环境已悄然发生变化, 当此时刻, 我国自然资源部推进新一轮找矿突破战略行动。

能源大通胀背景下能源供应紧张、价格高企, 推进新一轮找矿突破战略行动、深化矿权改革是促进增储上产、保障能源安全的重大举措。2022 年, 全球能源价格高涨, 布伦特原油同比上涨 39.61% 至 99.04 美元/桶。2023 年至今, 布伦特平均油价仍维持在 80 美元/桶以上。我们认为, 当前全球油气勘探开发面临资本开支不足的问题, 全球原油供给弹性显著下降, 且在能源转型背景下, 这一问题可能将长期持续。在中长期全球经济增长和近期疫后复苏等因素推动下, 原油需求仍处增长阶段。我们判断供给不足和需求增长将使得国际油价在较长时期内处于中高位运行。我国原油对外依存度处于高位水平, 保障能源安全和降低能源成本既是长期战略需要, 也是近期发展实际。激发上游市场活力、释放我国资源潜力是我国上游改革近年来一以贯之的目标, 在当前能源价格通胀背景下, 大力度推进深化矿权改革恰逢其时, 有望显著推进我国上游领域的扩大开放和市场化发展, 充分调动各类市场主体参与油气勘探开发的积极性, 吸引更多资本参与到我国的油气勘探开发领域, 提高能源保供能力, 并为产业链相关企业的发展提供重要机遇。

自然资源部组建了新一轮找矿突破战略行动办公室, 由王广华部长担任主任; 自然资源部会同相关部门编制了新一轮找矿突破战略行动的“十四五”实施方案, 重点围绕紧缺和战略性矿产, 加强国内勘查开发, 推动能源和重要矿产资源增储上产; 完善矿产资源管理政策, 修订矿业权出让收益管理制度和矿业权登记、交易制度, 降低企业负担, 繁荣矿业市场, 鼓励社会资本投资找矿; 加大科技创新, 配合科技部加快启动矿产资源勘查重大专项; 积极推进绿色矿山建设, 实施生态保护红线内战略性矿产勘查开采差别化管控。

图 73: 新一轮找矿突破战略行动矿产资源调查评价实施思路


资料来源: 自然资源部, 信达证券研发中心

1) 2023 年 4 月 11 日, 自然资源部发布了《关于深化矿产资源管理改革若干事项的意见 (征求意见稿)》。

相比 2019 年 12 月发布的《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（试行）》，本次征求意见稿在推进矿权扩大开放和促进市场化竞争方面具有重大进步，主要可以总结为以下几个方面：

- 严控协议出让，推进竞争性出让，市场化程度大步迈进。
- 积极推进“净矿”出让，解除矿业权人后顾之忧。
- 开放油气勘查开采市场，国民企、内外资同台竞技。
- 延续面积扣减原则，有利于释放出更多区块以引入更多市场主体。

此次最新发布的征求意见稿，是我国矿权改革进一步扩大开放和向市场化迈进的重大进步，在增强国内油气供给能力、撬动社会资本、激发市场活力、提供油气产业链机遇方面，具有重要意义。我们建议持续关注政策的推进、落实情况，并重点关注民营油气企业、国内油服企业在这一政策落地过程中的受益情况和投资机遇。

2) 2023 年 4 月 14 日，财政部、自然资源部、税务总局联合发布了《矿业权出让收益征收办法》。

《办法》延续执行了现行办法大部分条款，并结合征收管理实际情况，对部分条款进行了细化、调整和补充。主要有四个方面：

- 在征收管理体制上，促进了征收管理政策与时俱进。在保持中央与地方总体分成比例稳定的基础上，细化明确不同情形矿业权出让收益的分成规定。
- 在出让收益征收方式上，减轻了企业的支付压力。一方面，明确按出让收益率征收的方式。另一方面，降低了按金额形式征收的首付比例，最大程度延长了分期缴款年限，细化了市场基准价的相关规定。
- 在缴款和退库上，提升了管理和服务效果。明确了自然资源、税务部门之间的费源信息传递机制。对矿业权人据实申报和缴款责任作了规定，确保征收机制落地落实。将矿业权人缴款时限从收到缴款通知书 7 日内延长至 30 日内，便于其筹集资金。细化了退库职责分工和办事流程，明确由财政部各地监管局负责矿业权出让收益中央分成部分的退还工作。
- 在新旧政策衔接上，分类明确了新老矿业权的出让收益征收政策。已签订的合同或分期缴款批复不再调整，矿业权人可按照合同约定或批复情况，继续缴纳剩余部分。对于部分企业欠缴的矿业权出让收益，一次性补缴压力较大的，允许分期缴纳。

出让收益征收方式的优化调整，既有利于维护市场竞争机制，保障资源安全和有效利用；又尊重矿业勘查开发客观规律，聚焦解决征收节奏靠前偏快问题，均衡矿业权人财务负担的时间分布，降低了企业成本，打消了部分地勘单位的顾虑，鼓励加快转采、投产，尽快释放产能。

3) 2023 年 5 月 12 日，自然资源部发布了《关于进一步完善矿产资源勘查开采登记管理的通知》。

主要进行了以下政策调整：

- 为加快推进新一轮找矿突破战略行动，鼓励“就矿找矿”，《通知》进一步简化程序，规定采矿权人可直接勘查其采矿权上部和深部资源，无须再办理勘查许可证，在放宽政策的同时要求加强监管。
- 明确因政策变化导致勘查工作程度要求提高等非矿业权人自身原因导致不能转采矿权，需继续开展勘查工作的已保留探矿权，可申请探矿权延续。
- 规定探矿权转采矿权无须注销原探矿权。国务院第 241 号令规定的矿区范围包括可供可采矿产资源的范围，一些高风险探矿权在转采后剩余部分仍有进一步勘查潜力。
- 简化探矿权转采矿权程序。将原来先划定矿区范围，后申请采矿权新立登记两次审批合并，简化为直接申

请新立登记一次审批，明确采矿权申请人依据拟申请的矿区范围编报相关资料，在矿产资源开发利用方案审查时对矿区范围一并审查确定。

➤ 进一步精简优化了登记要件。

本次《通知》放宽了在综合勘查、矿业权转让等方面的限制，精简审批登记环节和申请要件的条件，进一步提高社会资本参与积极性。

4.4 中国-中东合作进一步深化

中东是世界上石油储量最为丰富，石油产量和输出量最多的地区，同时也在“一带一路”建设中扮演着重要角色。长期以来，中国与中东国家经济结构互补，资源禀赋相辅，能源合作成为促进双方关系发展的重要动力，丰富的高层对话和多样的合作机制为深化双方能源合作奠定了良好基础。

表 10：中沙交流密切度提升

时间	事件
2022.04.15	习近平同沙特王储穆罕默德通电话。
2022.12.07	习近平复信沙特中文学习者代表。
2022.12.08	习近平在沙特阿拉伯媒体发表署名文章。
2022.12.08	中沙两国元首亲自签署《中华人民共和国和沙特阿拉伯王国全面战略伙伴关系协议》同意每两年在两国轮流举行一次元首会晤。
2022.12.08	时隔 6 年，国家主席习近平再次访问沙特阿拉伯。
2022.12.09	中华人民共和国和沙特阿拉伯王国联合声明，首届中国 - 阿拉伯国家峰会在沙特首都利雅得阿卜杜勒阿齐兹国王国际会议中心举行。
2023.03.20	中国向沙特提供人民币贷款用于贸易结算，挑战美元霸权。
2023.04.07	秦刚会见沙特外交大臣费萨尔、伊朗外长阿卜杜拉希扬。
2023.03.11	中华人民共和国、沙特阿拉伯王国、伊朗伊斯兰共和国三方联合声明。

资料来源：新华社，商务部等，信达证券研发中心

我国石油企业在上游油气勘探开发、中游油气储运、下游油气消费等领域与中东国家均进行了深度合作，进一步深化了双方关系，同时也为油服公司出海作业提供了较大机遇。随着中国和中东合作进一步深化，2022-2023 年，中海油服、海油发展、中曼石油均先后披露了新签油服合同情况。

表 11：中国上市油服企业在中东地区项目一览

公司	年份	项目
海油工程	2016	沙特阿美 CRPO3648 海上运输安装项目
	2018	沙特 HASBAH 项目
	2019	沙特 Marjan 项目
中海油服	2018	“COSL Strike” 号和 “COSL Gift” 自升式钻井平台租约
	2022	7 艘自升式钻井平台适应性改造项目
	2022	沙特阿美适应性改造项目 “国智” 平台
海油发展	2022	中海油服沙特阿美适应性改造项目 “海洋石油探索者” 平台
	2023	沙特阿美项目 HUNTER 平台
中油工程	2016	沙特拉斯坦努拉管道改线项目
	2017	沙特阿拉伯 S78 红海项目
	2017	沙特阿拉伯管道项目群
	2017	沙特阿美 307 公里气管道 PCC 项目
	2018	沙特哈拉德和哈维亚北部压气站管道项目
石化油服	2019	沙特阿美陆上物探采集
	2000	阿美钻井项目

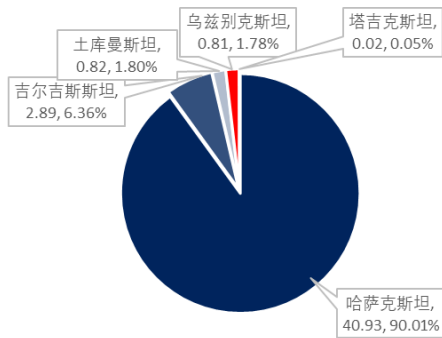
	2008	吉达苏莱曼立交桥
	2009	S62 物探项目
	2018	沙特农业部净化水输水工程
	2019	延布-麦地那输水管线项目
	2019	S84 项目
	2019	MANIFA 井场管道项目
	2021	沙特海米斯阿哈德桥项目
中曼石油	2021	3.22 亿元修井项目合同
	2021	沙特阿美油田项目
	2023	钻井合同和修井项目合同
杰瑞股份	2019	5+2 连续油管服务项目
博迈科		Khafji Crude Related Offshore Projects

资料来源：国际船舶网，界面新闻，中国石油报，中国石油新闻中心等，信达证券研发中心

4.5 中国-中亚合作进一步深化

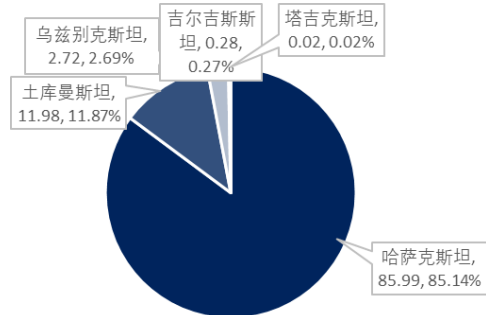
中亚五国油气资源丰富，其中，哈萨克斯坦原油储量丰富，土库曼斯坦天然气储量丰富。2022 年，我国从哈萨克斯坦进口原油占比 1.16%；2021 年，我国从土库曼斯坦进口天然气占比 18%，占管输气比重为 56%。中国天然气进口主要来自中亚地区。

图 74：2020 中亚五国已探明石油储量占比（亿吨）



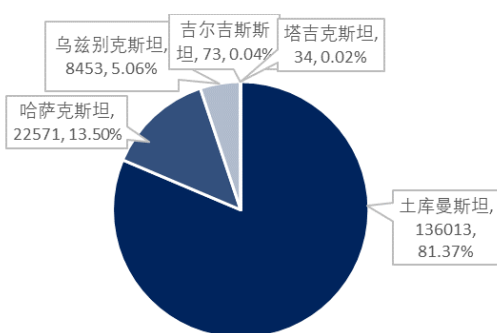
资料来源：BP，商务部，地调局，信达证券研发中心

图 75：2021 中亚五国石油产量占比（百万吨）



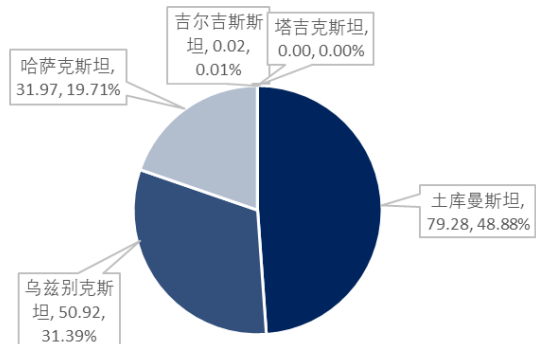
资料来源：BP，商务部，兰州大学土库曼斯坦研究中心，信达证券研发中心

图 76：2020 中亚五国已探明天然气储量占比（亿立方米）

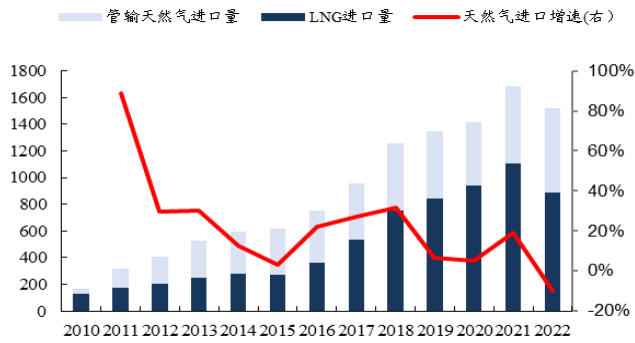


资料来源：BP，商务部，地调局，信达证券研发中心

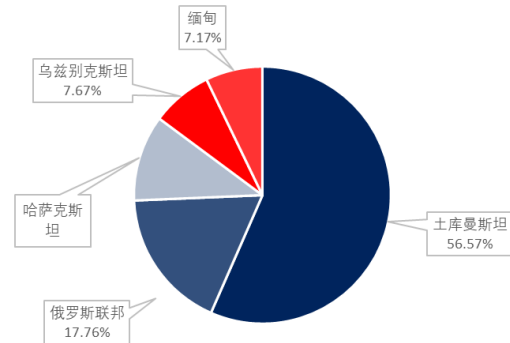
图 77：2021 中亚五国天然气产量占比（亿立方米）



资料来源：BP，商务部，地调局，信达证券研发中心

图 78: 中国天然气进口量 (亿方, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 79: 2021 年中国管输气进口来源结构 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2023 年 5 月 18 日至 19 日, 首届中国 - 中亚峰会举行。峰会期间, 中国同中亚五国达成了包括《中国 - 中亚峰会西安宣言》《中国 - 中亚峰会成果清单》等在内的 7 份双多边文件, 签署了 100 余份各领域合作协议。中亚作为世界最大的内陆地理区域, 拥有着丰富的能源资源, 石油、天然气、煤炭和铀矿等资源的储量均位居世界前列, 能够很好满足中国经济发展的能源需求量, 双方有构建能源全产业链合作的天然互补优势。

表 12: 三大国有石油企业在中亚地区合作项目一览

时间	公司	事件
1997.06	中国石油	参股哈萨克斯坦阿克纠宾油气公司。
2003.10	中国石油	参股哈萨克斯坦北布扎奇合资公司。
2004.12	中国石油	参股哈萨克斯坦 KAM、ADM 项目。
2005.10	中国石油	参股哈萨克斯坦 PK 公司。
2005.12	中国石油	中哈原油管道一期工程 (阿塔苏—阿拉山口) 竣工投产。
2006.04	中国石油	与土库曼斯坦油气工业与矿产资源部签署《关于建设中土两国天然气管道基本原则协议》。
2007.07	中国石油	与土库曼斯坦油气资源利用署、土库曼天然气国家康采恩签署阿姆河右岸天然气产品分成合同和中土天然气购销协议。
2007.08	中国石油	土库曼斯坦阿姆河右岸天然气项目举行开工庆典, 土库曼斯坦总统向中国石油颁发勘探开发和承包商许可证, 阿姆河天然气项目正式启动建设。
2008.10	中国石油	与哈萨克斯坦国家石油天然气公司签署《关于在天然气及天然气管道领域扩大合作的框架协议》, 拟通过中哈天然气管道二期对华供气 50 亿立方米/年, 并共同出资建设中哈天然气管道二期。
2009.10	中国石油	中哈原油管道二期一阶段肯基亚克—库姆科尔管道正式开始商业输油。
2009.11	中国石油	参股哈萨克斯坦曼格什套公司。
2009.12	中国石油	土库曼斯坦阿姆河右岸天然气项目一期工程和中亚天然气管道 A 线正式建成投产。
2010.10	中国石油	与土库曼斯坦国家天然气康采恩签署《南约洛坦气田年产 100 亿立方米商品气产能建设交钥匙 (EPC) 合同》。
2010.10	中国石油	中亚天然气管道 B 线建成通气。
2011.04	中国石油	与乌石油签署《乌兹别克国家油气控股公司与中国石油天然气集团公司天然气购销合同主要条款协议》。
2013.06	中国石油	与塔吉克斯坦能源工业部签署塔吉克斯坦博格达区块项目油气合作交割协议, 成立塔吉克斯坦项目。
2013.09	中国石油	土库曼斯坦“复兴”气田一期工程竣工投产。 与乌兹别克斯坦政府签署《关于乌兹别克斯坦白松和苏尔汗区块油气地质勘探和开发可行性研究谅解备忘录》以及《关于成立合资公司补充勘探和开发卡拉库里投资区块油气田的原则协议》。双方成立合资公司, 共同开发卡拉库里区块的三个气田及潜在的油气田。
2013.10	中国石油	参股哈萨克斯坦卡沙干油气项目。
2013.10	中国石油	与乌石油联合成立乌兹别克斯坦新丝绸之路石油天然气有限责任公司。
2014.05	中国石油	中亚天然气管道 C 线投产, 年输气能力为 250 亿立方米。
2016.03	中国石油	土库曼斯坦阿姆河右岸天然气项目第二天然气处理厂投产。
2017.04	中国石油	土库曼斯坦向中国增供 100 亿立方米/年供气合同正式启动。
2018.09	中国石油	哈萨克斯坦南线天然气管道建成 60 亿立方米/年输气能力。 哈萨克斯坦奇姆肯特炼厂现代化改造项目完工, 该炼厂成为哈国炼厂中第一个具有国际先进水平、环保达标的现代化化工厂。

2018.10	中国石化	与哈天然气运输公司签署 5 年期供气合同，规定自 2019 年起将对华天然气出口量提高至 50 亿—100 亿立方米/年。
2021.12	中国石化	中哈合资的亚洲钢管公司具备交付条件，可年产大口径钢管 10 万吨。
2023.05	中国石化	签署《中国石油天然气集团有限公司与哈萨克斯坦能源部关于扩大中哈能源合作框架协议》、《中国石油天然气集团有限公司与哈萨克斯坦“萨姆鲁克—卡泽纳”国家福利基金股份公司关于扩大战略合作协议》、《中国石油天然气集团有限公司与哈萨克斯坦国家石油天然气公司关于油气领域扩大战略合作协议》、《中国石油天然气集团有限公司与哈萨克斯坦天然气公司合作意向书》
2023.05	中国石化	与哈萨克斯坦国家石油天然气公司在西安签署了关于在哈萨克斯坦阿特劳地区合作开发聚乙烯项目的关键条款协议。

资料来源：中国石油新闻中心，人民网等，信达证券研发中心

此次中国-中亚峰会在能源领域的合作重点包括保障中哈管道、中国-中亚天然气管道的平稳运行；加快实施复兴气田二期开发、中国-中亚天然气管道 D 线建设；加强水力、太阳能、风能等可再生项目合作。通过与中亚五国进一步深化合作，气田开发及管道建设项目有望使中国石油、中油工程受益；聚乙烯项目合作有望使得中国石化及其工程建设受益。

表 13：中国-中亚多方合作文件/联合声明

多边合作文件/联合声明	具体内容
《中国-中亚峰会西安宣言》	各方支持建立中国-中亚能源发展伙伴关系，扩大能源全产业链合作，进一步拓展石油、天然气、煤炭等传统能源领域合作，加强水力、太阳能、风能等可再生能源合作，深化和平利用核能合作，实施绿色技术、清洁能源等项目，践行创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念。 各方指出稳定的能源供应对发展经贸投资合作的重要性，支持加快中国-中亚天然气管道 D 线建设。 各方指出，能源合作是本地区可持续发展的重要组成部分。 各方注意到关于制定旨在发展低碳能源的联合国战略，以及在联合国主导下制定优先发展氢能国际合作路线图倡议。
中华人民共和国和哈萨克斯坦共和国联合声明	双方商定采取措施保障中哈原油管道、中国-中亚天然气管道哈萨克斯坦境内段的长期安全稳定运营和按计划稳定供应，继续深化石油、天然气、天然铀等领域合作，积极拓展风电、光伏、光热、核电等清洁能源领域合作。 双方强调两国天然气合作的重要性，认为该领域合作正形成生产、管道运输、贸易、金融、工程服务“五位一体”的综合性格局，两国成为能源战略伙伴。双方将继续秉持相向而行、真诚坦率、合作共赢的原则，共同执行好现有协议，加紧推进天然气谈判进程，加快实施复兴气田二期开发、中国-中亚天然气管道 D 线建设等重大项目，积极拓展天然气工业等领域合作。
中华人民共和国和土库曼斯坦共和国联合声明	双方认为，能源合作是两国关系的重要组成部分，扩大可再生能源领域合作、采用绿色能源具有重要意义。 乌方欢迎中方企业参与乌境内太阳能发电、风电、水电项目。乌方愿引进中方技术与资金，在乌兹别克斯坦实施可再生能源项目及相关设备生产本地化，联合培养专业人才。 双方将共同努力，保障中国-中亚天然气管道稳定运行和按商定计划供应。
中华人民共和国和塔吉克斯坦共和国联合声明	为保障两国社会经济稳步发展，双方将全面落实现有双边文件和业已达成的共识，根据本国法律采取措施保障合作项目的安全稳定运营，促进“一带一路”倡议框架下的经贸、投资、金融、科技、旅游、交通通信、水电、信息技术、生态、人文、工业、农业、粮食安全、数字、云技术、人工智能等领域合作，发展绿色能源，提高能源利用率。 双方愿研究在机械制造、道路施工技术、电信、制药、石油天然气、轻工业、煤炭、化学和食品工业、建材生产、电力、矿产资源、交通基础设施、灌溉和土壤改良、农业基础设施和其他社会领域实施合作项目。
中华人民共和国和吉尔吉斯共和国关于建立新时代全面战略伙伴关系的联合宣言	双方重申，共建“一带一路”为推动两国务实合作提供了强劲动力，对促进中吉关系发展、巩固地区合作意义重大。双方愿在共建“一带一路”框架下携手推动经贸、基础设施、交通、能源资源、产业与投资、加工业、矿业、农业、数字化、旅游、地方、防灾减灾、应对气候变化以及绿色能源开发等领域合作。双方愿就建设边境贸易中心保持沟通。

资料来源：民政部，光明网等，信达证券研发中心

五、投资建议

我们认为，持续资本开支不足或将导致未来油价持续处于中高位，在需求未出现明显衰退的条件下，产能扩张是解决高油价的核心途径。而资源劣化和成本通胀问题也进一步压缩油气公司的实际有效资本开支水平，实现原油增产也就意味着需投入更大规模的名义资本开支。我们认为，本轮高油价周期或将以油气公司的产能扩张和对应较大规模资本开支作为结束，待全球油气资本扩张之时，全球油服景气度有望实现提升，其中，亚太、中东等区域性机会较大，海上投资机会较大。

国内来看，新一轮找矿战略行动、三大国有石油企业高资本开支水平有望进一步助于油服板块蛋糕做大，为油服公司开拓更大的发展空间。同时，我国油服公司在全球政治变局下存在替代性机会，我国与中东、中亚加强合作，在 2022-2023 年分别召开了中国-中东峰会和中国-中亚峰会，政治互信和能源经济合作加深，这或将为我国油服企业承接相关工程作业提供较大机遇。

根据申万行业分类，我国上市油服公司包括国营和民营两类共 15 家。从技术经验水平、海外订单情况来看，国营油服公司具备明显优势。随着时间推移，多数油服公司一体化程度越来越高。

表 14：油服行业公司一览

代码	简称	技术水平	一体化程度	海外订单
600583.SH	海油工程	亚太地区规模最大、实力最强的海洋油气工程 EPCI（设计、采办、建造、安装）总承包之一。亚洲第一深水导管架平台，亚洲首艘圆筒型 FPSO。	工程设计、制造、安装、调试、维修等一体化。	主要分布在北美、中东、南美、欧洲、非洲
601808.SH	中海油服	中国最大的海上钻井承包商；自研“璇玑”旋转导向及随钻测井系统等多项技术。	钻井、油服、船舶、物探一体化服务。	集中在中东、东南亚、非洲、欧洲等
600968.SH	海油发展	全球首创柴油吸附分离技术。持有的 FPSO 数量位列亚洲第二、全球第五，在中国近海 FPSO 生产技术服务市场居主导地位；在特种环保涂料、工业水处理等领域均处于领先地位。	具备边际油田开发建设运维一体化能力。聚焦油气田生产阶段，从提高油田采收率、监督监理、油田作业支持、非常规油气一体化服务、设备设施运维一体化服务、FPSO 生产运营服务等多个方面，为海上和陆上油气公司的生产作业提供技术支持和支持保障。	中东、亚太、南美、俄罗斯
600339.SH	中油工程	柴油吸附分离技术；1,4-环己烷二甲醇 CHDM 成套技术。该技术的成功应用彻底打破了国外对我国 PETG 产业链的技术封锁和垄断。特种丁腈橡胶技术，国内第一套；溶聚丁苯橡胶技术；大型 LNG 薄膜罐；管道数字孪生体平台。	涵盖咨询、设计、装备制造、施工、开车、工程总承包、运行与维护等地面工程全产业链。主要包括油气田地面、油气储运、炼油化工和聚酯化纤等传统油气工程。	在阿联酋、沙特、哈萨克斯坦、马来西亚等 24 个国家形成了合同额 1 亿美元以上的规模市场
600871.SH	石化油服	I 型旋转地质导向系统整体达到国际先进水平。有页岩气、高酸性油气藏、超深井钻井等一批具有自主知识产权的高端特色技术。	地球物理、钻井、测录井、特种作业、工程建设。	非洲、美洲、中亚、南亚及东南亚五大规模市场，在沙特、科威特和厄瓜多尔国家石油公司市场具有重要影响力
603619.SH	中曼石油	已通过沙特阿美和科威特国家石油公司的钻井供应商资格审查，在中国民营钻井企业中仅此一家；同时也是唯一在俄罗斯开展钻井工程大包服务的中国钻井承包商。	油气勘探开发、一体化钻井工程技术服务、高端石油装备制造业务。	中亚、中东、北非、南亚地区
002353.SZ	杰瑞股份	中国首家通过美国石油协会油气田技术服务质量管理体系认证（API Spec Q2）的油服公司。全球最大的油气田成套装备制造服务商。	高端装备提供商、油气工程及油气田技术服务提供商，是一家正在快速发展的环保一体化解决方案提供商。	中东、东南亚、俄罗斯、北非、北美等
300191.SZ	潜能恒信	高密度地震采集技术；地震处理与解释技术；精细油气藏描述技术。	高端勘探开发技术服务与油气投资管理生产。	蒙古
002554.SZ	惠博普	健全了完善的国际标准认证体系，积累了 EPC 总承包服务经验。	油气工程及服务（EPC）、环境工程及服务、碳中和工程及服务，以及油气资源开发及利用一体化服务。	中东、中亚、非洲、美洲等
300164.SZ	通源石油	射孔技术的领导者。	提供包括综合提高采收率、钻井井技术服务、压裂技术服务、煤层气技术服务以及区块一体化总包服务。	美国、印度尼西亚、哈萨克斯坦、墨西哥和阿尔及利亚等
603727.SH	博迈科	有能力按照 API、ANSI、ASME、AWS 等世界石油通用标准进行高质量的建造与施工。	专业模块 EPC 服务。	中东、北美、俄罗斯、非洲、南美、新加坡、澳大利亚等
300157.SZ	恒泰艾普	在国内可以与中石油东方物探公司并驾齐驱，国际上也与同行业的油服巨头齐头并进。	G&G 地质与地球物理（以下简称“G&G 业务板块”）、工程技术、高端装备制造、云计算大数据等。	非洲、美洲
002629.SZ	仁智股份	在钻井技术服务、油田环保技术服务、防腐工程技术服务、井下作业技术服务等领域形成了国际先进、国内领先的特色技术群。	各类油田化学品开发、生产、销售及新材料开发、生产、销售等国内进出口贸易。	--
002828.SZ	贝肯能源	国内领先的油气资源开发综合服务商，能够为客户提供钻井总承包、压裂、化工产品销售及配套的检测、维修等一揽子技术服务。	总承包、日费制等方式承揽一体化工程技术服务合同，同时提供油田化工产品销售，井控装置和钻井等维修、检测和租赁服务。	乌克兰
002207.SZ	准油股份	通过多年的实践积累，公司具有油田动态监测资料录取、资料解释研究和应用，开发方案设计、治理方案编制，井下作业、增产措施施工及效果评价，油田区块管理的综合性一体化油田开发管理能力，以及与之配套的设备；同时	工业业务（油气藏综合研究、油气井测试业务、调剖、堵水、酸化、井下分注管柱等井下作业业务、连续油管及制氮注氮业务、清防蜡业务等）；工程建设相关业务（油田电力电气安装工程、油田生产设施维护、油田地面建设工程、水	--

	作为油田技术服务的专业化公司，与主要客户建立并保持了相对稳定的市场关系。	暖管网维护、油田道路施工、机电维修等)；运输业务。	
--	--------------------------------------	---------------------------	--

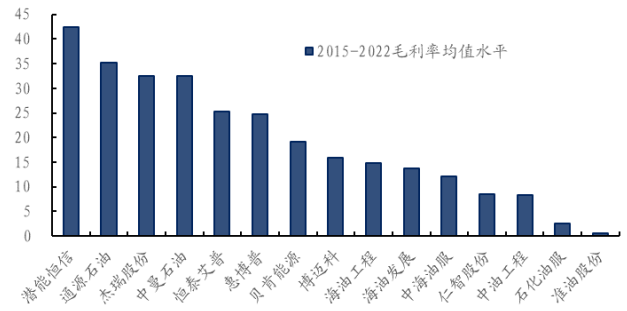
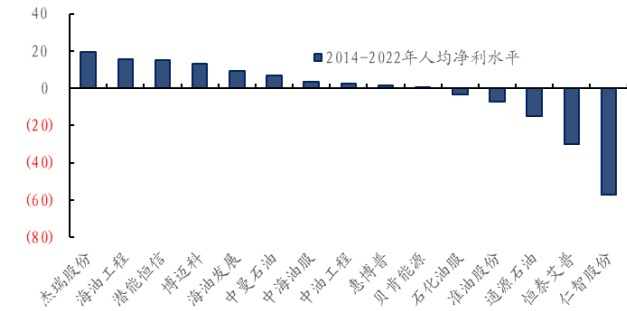
资料来源：各公司官网，各公司年报，商业时报网，同花顺，中国化工报，能源圈，信达证券研发中心

盈利能力方面，我们统计了各公司 2014-2022 年人均实现净利、毛利率以及 ROE 均值水平，对比来看，民营油服公司中，杰瑞股份、潜能恒信、中曼石油、博迈科表现较好；国有油服公司中，海油工程、海油发展表现较好。

偿债能力方面，我们统计了各公司 2014-2022 年平均资产负债率水平，对比来看，潜能恒信、杰瑞股份、博迈科、海油工程、海油发展、通源石油表现较好，资产负债率均位于 50% 以下。

图 80：国内油服公司人均净利水平（万元/人）

图 81：国内油服公司毛利率水平（%）

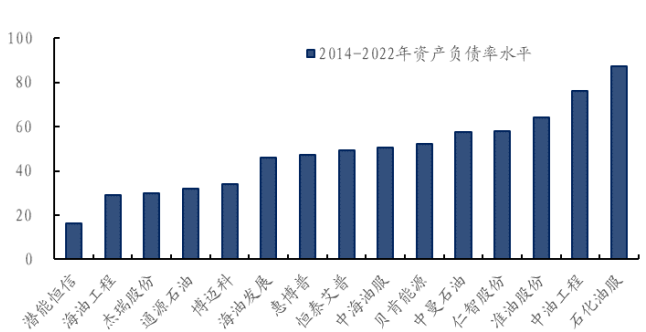
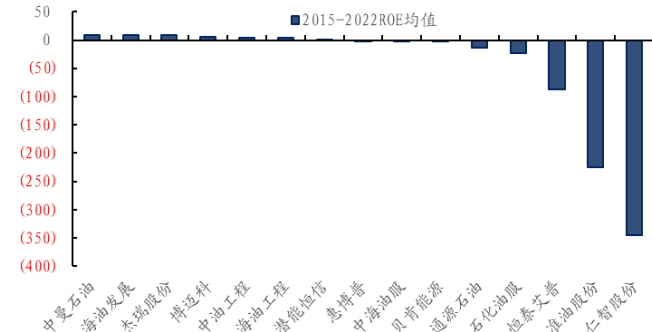


资料来源：万得，信达证券研发中心

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 82：国内油服公司 ROE 均值水平（%）

图 83：国内油服公司资产负债率水平（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

资料来源：万得，信达证券研发中心

从近 10 年 PE 来看，海油工程、海油发展、中油工程、中曼石油、杰瑞股份估值低于海内外油服公司 PE 均值。

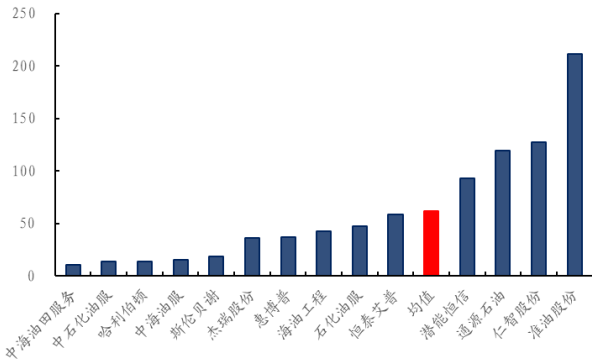
进一步对比各公司在 2011-2014 年和 2022 年的 PE 水平，我们发现，同样在高油价时期下，杰瑞股份和海油工程的 PE 明显偏低，具备较大估值修复空间。其中，2022 年，杰瑞股份 PE 为 13 倍；2011-2014 年，其平均 PE 为 36 倍。2022 年，海油工程 PE 为 18 倍；2011-2014 年，其平均 PE 为 42 倍。

表 15: 国内外油服公司近 10 年 PE 对比

	货币单位	股价	总市值(亿)	PE														
				2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
国内																		
600583.SH	海油工程	CNY	6.00	265.28	373.58	118.21	26.92	12.50	10.91	11.60	24.81	55.37	271.56	1168.40	54.64	55.12	18.38	
601808.SH	中海油服	CNY	13.89	541.95	27.81	16.13	16.17	14.94	13.23	68.96	(5.34)	1523.82	575.54	36.61	22.54	228.54	33.63	
2883.HK	中海油田服务	HKD	7.90	593.10	15.60	11.06	12.78	12.66	6.76	24.83	(2.68)	917.94	397.41	20.87	9.75	85.08	17.19	
600968.SH	海油发展	CNY	3.14	319.18										24.15	15.97	23.20	12.12	
600339.SH	中油工程	CNY	3.88	216.63								3.38	48.33	21.22	23.55	20.11	37.43	
600871.SH	石化油服	CNY	1.99	297.74	44.57	34.56	(68.18)	(11.71)	59.60	(9997.76)	(3.58)	(3.58)	144.64	43.48	(1041.20)	289.26	65.76	
1033.HK	中石化油服	HKD	0.56	325.84	10.95	6.88	(17.37)	(5.14)	19.69	(2083.72)	(1.18)	(1.46)	41.55	14.65	(272.73)	71.83	15.13	
603619.SH	中曼石油	CNY	15.77	63.08								35.26	207.15	323.72	(7.40)	96.65	14.25	
300191.SZ	潜能恒信	CNY	18.30	58.56	26.01	26.09	102.27	215.64	(295.84)	968.72	(431.21)	162.44	264.40	521.65	240.44	133.67		
002554.SZ	惠博普	CNY	3.65	49.16	26.33	32.59	55.84	31.16	43.12	66.80	56.85	(5.87)	38.19	(15.24)	57.53	32.74		
300164.SZ	通源石油	CNY	4.40	26.00	27.07	40.82	120.55	287.83	(93.60)	207.24	64.86	27.09	51.98	(1.89)	210.62	96.74		
300157.SZ	恒泰艾普	CNY	3.26	23.21	55.49	34.17	71.14	74.14	97.24	77.11	(14.57)	96.62	(2.60)	(2.29)	(4.86)	(21.09)		
002629.SZ	仁智股份	CNY	3.61	15.76	25.10	21.81	63.72	399.88	(58.59)	220.22	(96.67)	(2.61)	36.97	(61.69)	(79.56)	126.04		
002828.SZ	贝肯能源	CNY	8.14	16.36						72.26	38.97	52.69	51.52	67.73	80.66	(5.52)		
002207.SZ	涪油股份	CNY	6.58	17.24	(1219.47)	120.53	97.79	197.35	430.12	(27.83)	(52.49)	218.59	(3.14)	26.51	(194.19)	194.48	(191.93)	
603727.SH	博迈科	CNY	11.12	31.33						47.76	49.81	403.95	131.21	28.26	35.60	49.96		
002353.SZ	杰瑞股份	CNY	24.53	251.91	58.19	37.88	34.02	48.10	24.45	167.92	161.13	185.38	23.35	26.02	19.83	24.16	12.77	
海外																		
BKR.O	贝克休斯	USD	30.17	305.43								(496.40)	114.12	205.64	(2.17)	(112.72)	(49.55)	
HAL.N	哈利伯顿	USD	32.70	295.02	20.25	11.19	12.23	20.28	9.53	(43.43)	(8.11)	(92.10)	13.98	(19.00)	(5.68)	14.05	22.73	
SLB.N	斯伦贝谢	USD	47.96	683.59	26.44	18.35	16.77	17.50	20.03	42.29	(69.24)	(62.03)	23.34	(5.49)	(2.89)	22.35	22.03	
海外均值水平					23.44	14.77	14.50	18.89	14.78	42.29			50.48	205.64	18.20	22.38		
国内外均值					72.20	38.20	31.01	61.40	114.50	65.14	184.94	290.47	161.04	146.35	84.50	103.59	49.09	

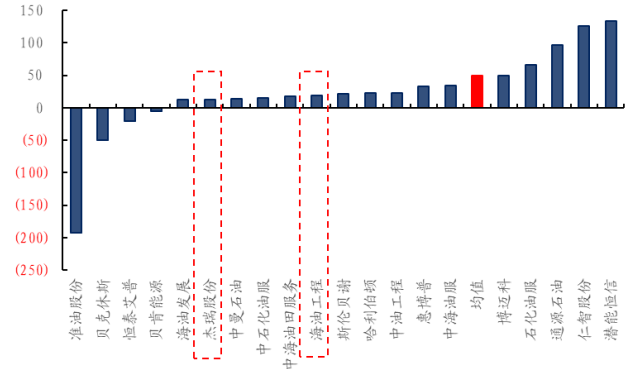
资料来源: 万得, 信达证券研发中心, 注: 收盘价截至 2023.06.14

图 84: 2011-2014 年高油价时期 PE 对比



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

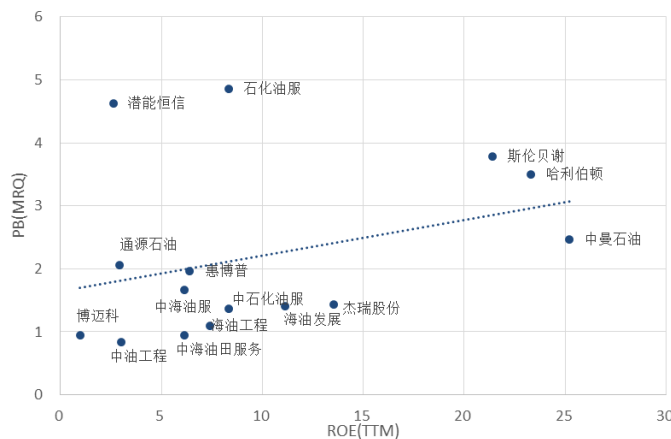
图 85: 2022 年高油价时期 PE 对比



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

通过使用 PB-ROE 选股策略, 筛选估值低、盈利强的标的公司。我们认为, 海油工程、杰瑞股份、中油工程、中曼石油均为相对低估值优质标的。

图 86: 各油服公司 PB-ROE 情况



资料来源: 万得, 信达证券研发中心, 注: 收盘价截至 2023.06.14

综合以上各项指标对比, 我们建议关注海油工程、中曼石油、杰瑞股份。

海油工程: 公司是亚太地区规模最大、实力最强的海洋油气工程 EPCI 总承包之一。国内方面, 考虑未来海上勘探开发潜力较大, 与中海油关联交易保障其国内订单。海外方面, 公司继续强化中东非洲、亚太、欧洲美洲区

域三个海外区域中心建设，重点突破中东、南美等地的油气开发 EPC 总承包市场，有望受益于中沙合作及区域性资本开支回升。公司 PE 估值较自身历史水平及国内外同业水平偏低，具备较大估值修复空间。

中曼石油：海外方面，已通过沙特阿美和科威特国家石油公司的钻井供应商资格审查，在中国民营钻井企业中仅此一家，有望助力于海外业务拓展，优先受益于中沙合作深化；哈萨克斯坦坚戈和岸边区块在未来有望实现产量释放，带动公司业绩提升。国内方面，中国民营油服企业中首家获得探矿权和采矿权的公司，目前油气开采业务集中在新疆阿克苏地区，未来有望持续受益于矿权改革和新一轮找矿战略行动。

杰瑞股份：中国首家通过美国石油协会油气田技术服务质量管理体系认证（API Spec Q2）的油服公司，全球最大的油气田成套装备制造制造商。国内来看，有望持续受益于矿权改革、新一轮找矿战略行动，未来非常规油气资源开发有望进一步带动公司国内装备销售；国外来看，公司重点发展中东、俄罗斯及北美市场，有望受益于区域性资本开支回升、俄罗斯市场油服替代机遇以及北美地区压裂设备更新。近 5 年来看，公司在手订单和新签合同持续提升，助力业绩扩大。

表 16：建议关注公司万得一致盈利预期

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿)	归母净利润(亿)				PE				PB
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E
600583.SH	海油工程	6.00	265.28	14.57	19.37	24.73	31.09	18.38	13.70	10.73	8.53	1.05
603619.SH	中曼石油	15.77	63.08	5.03	9.03	12.03	14.61	14.25	6.99	5.24	4.32	2.22
002353.SZ	杰瑞股份	24.53	251.91	22.45	26.32	31.53	35.85	12.77	9.57	7.99	7.03	1.32

资料来源：万得，信达证券研发中心，截至 2023.06.14 收盘价

六、风险提示

- 1、经济衰退风险：宏观经济增速严重下滑，导致原油需求端严重不振，进而影响油气公司的资本开支计划。
- 2、油价波动风险：伊朗制裁、俄乌冲突等地缘政治因素，OPEC+调整原油供给规模，美国调整页岩油开采政策等因素加剧油价波动。
- 3、净零排放政策调整风险：新能源加大替代传统石油需求的风险。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学(北京)博士，注册咨询(投资)工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长(主持工作)，从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。