

快速成长的民营油气生产企业

2022 年 03 月 08 日

► **公司概况：石油钻井工程服务为基，建立石油勘探开发的产业链布局。**公司是一家专注于石油、天然气领域的综合性油气上市公司。公司早年以钻井装备起家，后逐步延伸至钻井工程服务，并形成了工程服务+装备制造两块主要业务布局。2018 年，公司成功获得新疆塔里木盆地温宿区块石油天然气勘查探矿权，成第一家获得国内石油区块探矿权和向国家申报石油储量的民营企业，并将业务范围进一步延伸至勘探开发业务，**成长为一家集勘探开发+工程服务+装备制造一体化的企业。**

► **钻井工程服务：高油价支撑油服行业景气度回升，公司订单量增质升。**受主要原油供应国家长期富余产能不足及短期俄乌冲突影响，2022 年原油价格较 2021 年将继续攀升，并维持在高位上。高油价下油企加大上游资本开支（特别是国家石油公司），进而带动油服行业景气上行和订单增加。2021 年，公司签订的海外钻井项目订单金额为 20.1 亿元，同比上涨 28.1%，所有签订合同金额合计为 23.8 亿元，同比上涨 11.3%，公司钻井工程服务订单显著提升，已经走出疫情影响。同时，公司积极扩展客户，在 2021 年先后与沙特阿美签订了合计金额达 1.7 亿美元的项目合同，成功进入世界油服行业公认的门槛最高的沙特钻井工程市场，开拓了高端市场。

► **石油开采销售：业务快速扩展，原油产销量将高速增长。**公司凭借自身“工程服务和装备制造一体化”的优势，积极扩展石油勘探开发业务，国内竞购获得新疆温宿油气区块，国外并购参股哈萨克斯坦坚戈油田、收购岸边油气田。**温宿区块中**，温 7 区块已投产，2022 年产能可达 35 万吨，红 11 区块正红 11 区块逐步开发，产量有望超温 7 区块，同时温宿区块目前已勘探的面积仅为 377 平方公里，另有 709 平方公里尚未开展勘探，未来扩产空间大。**岸边区块中**，有望在 2024 年投产，年产量为 30 万吨/年。**坚戈区块中**，其位于哈萨克斯坦共和国第二大含油气盆地油气富集带，紧邻巨型油田乌津油田，地质条件优越；目前已实现稳定投产，2019 年产量为 10 万吨。**预计 2022 年、2023 年和 2025 年公司油气产量分别为 35 万吨、60 万吨和 100 万吨，2021-2025 年的年均复合增速为 55.7%。**

► **投资建议：**预计公司 2021-2023 年营收为 22.4/37.1/54.7 亿元，归母净利润 0.7/4.6/9.8 亿元，EPS 为 0.18/1.16/2.46 元。以可比公司中国石油、中国石化和中海油服 2022 年 14 倍的 PE (Wind 一致预期) 为参考，考虑公司主业油服随着油价回升将有所修复，且新疆温 7 区块等油田逐渐达产、投产将带来可观的业绩增长，未来成长性可期，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**原油价格大幅下跌的风险；温 7 区块上量速度较慢的风险，以及其他区块勘探开发进度较慢的风险；温 7 区块成本上涨的风险；疫情反复影响公海外油田作业的风险；速动比率和现金比率过低的财务风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,585	2,242	3,705	5,466
增长率 (%)	-35.7	41.5	65.2	47.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	-486	71	463	982
增长率 (%)	-2922.0	114.6	549.7	112.3
每股收益 (元)	-1.22	0.18	1.16	2.46
PE	-14	97	15	7
PB	1.9	3.5	3.3	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 03 月 07 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

17.22 元



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

电话：0755-22662096

邮箱：zhoutai@mszq.com

研究助理：曾杰煌

执业证号：S0100121070026

电话：0755-22662096

邮箱：zengjiehuang@mszq.com

目录

1 公司概况：石油钻井工程服务为基，建立石油勘探开发的产业链布局	3
1.1 历史沿革：以装备和油服起家，布局石油勘探开发业务	3
1.2 业务结构：钻井工程服务占比最大，石油销售业务逐步放量	3
1.3 财务分析：近几年钻井工程服务利润率下降明显，原油销售利润可观	5
1.4 股权结构：公司实际控制人为朱逢学、李玉池	6
2 钻井工程服务：高油价支撑油服行业景气度回升	7
2.1 油价：长期富余产能不足，推动油价震荡上行	7
2.2 油价上涨推动上游资本开支增加	9
2.3 钻井工程服务订单量增质升	16
3 石油开采销售：业务快速扩展，盈利增长加速	18
3.1 进军石油勘探开发领域，成为全国第一个民营油气生产商	18
3.2 产能建设顺利，未来扩产空间大，产油成本低	21
4 盈利预测与估值分析	24
4.1 盈利预测和业绩拆分	24
4.2 估值分析及投资建议	25
5 风险提示	27
插图目录	29
表格目录	29

1 公司概况：石油钻井工程服务为基，建立石油勘探开发的产业链布局

1.1 历史沿革：以装备和油服起家，布局石油勘探开发业务

公司不断扩展品类，已成为集石油勘探开发+工程服务+装备制造的一体化企业。公司成立于 2003 年，并于 2017 年在上海证券交易所上市，是一家专注于石油、天然气领域的综合性油气上市公司。公司早年以钻井装备起家，后逐步延伸至钻井工程服务，并形成了工程服务+装备制造两块主要业务布局。2018 年，公司成功获得新疆塔里木盆地温宿区块石油天然气勘查探矿权，成第一家获得国内石油区块探矿权和向国家申报石油储量的民营企业，并将业务范围进一步延伸至勘探开发业务，形成集勘探开发+工程服务+装备制造的一体化企业。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，公司招股说明书，民生证券研究院

1.2 业务结构：钻井工程服务占比最大，石油销售业务逐步放量

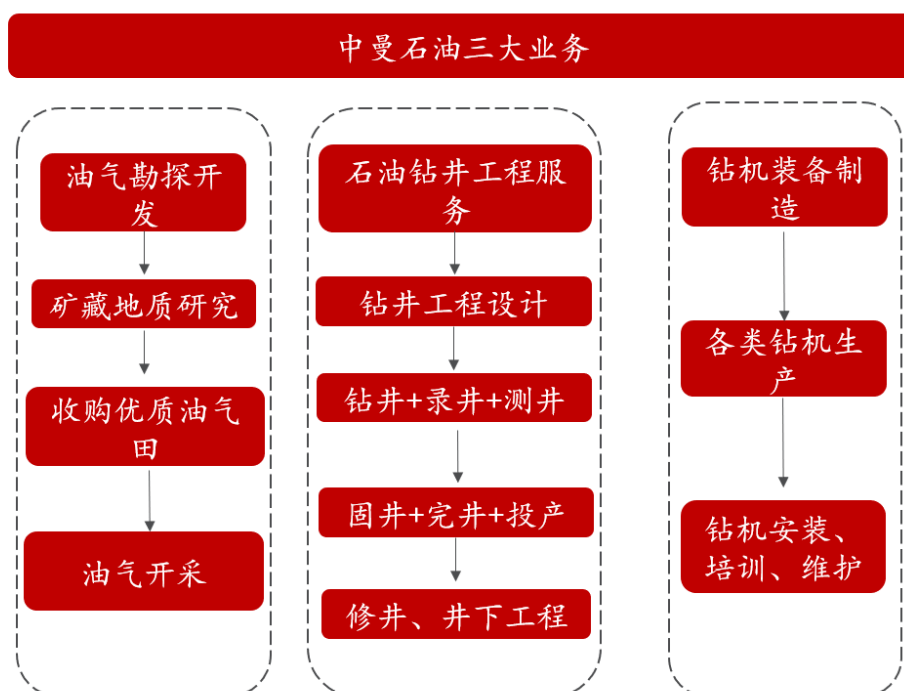
以钻井设备及钻井工程服务为基，向石油勘探开发扩展。公司主要业务包括石油勘探开发、钻井工程服务和钻井装备制造。

（1）油气勘探开发：依托钻完井工程服务与石油装备制造的一体化优势，公司在国内完成了新疆温宿油田的投标、中标、勘探、发现、开采，在国外参股收购了哈萨克斯坦两个油气田。

（2）石油钻井工程服务：钻井工程是指以勘探开发石油天然气为目的，在地层中按照事先设计的井眼轨迹，钻成一定深度的圆柱形孔眼并将套管入井固定，完成地面与油气层连续通道的工程服务。钻井工程业务具体包括：钻井、测井、录井、固井、完井、钻井液以及定向井等项目。公司的钻井工程项目一般有两种形式：一种是仅提供钻井作业的分包服务，另一种是提供涵盖上述各工艺流程的大包服务。

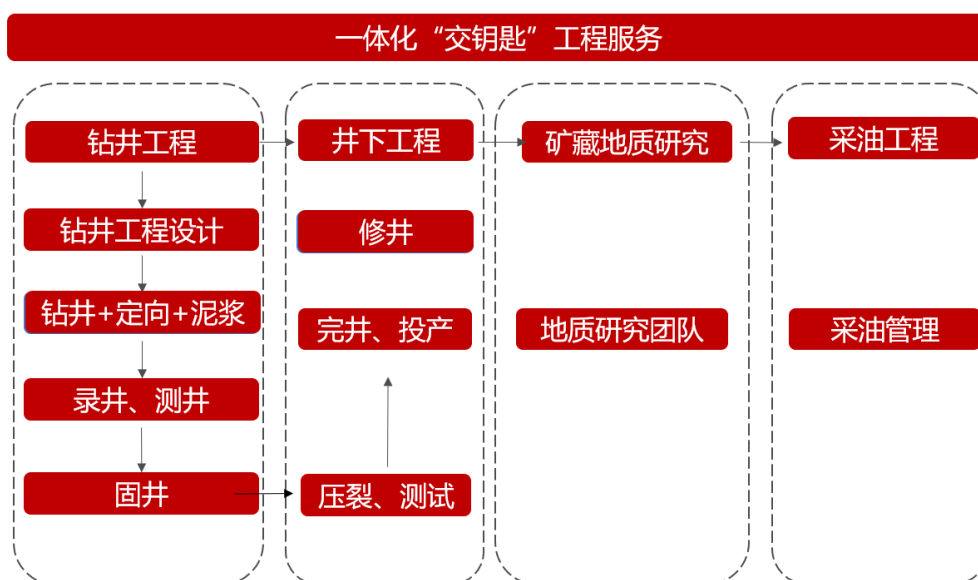
（3）钻井装备制造：钻机装备制造业务是指根据自身工程施工或客户需要设计、生产钻机装备并为其提供安装、培训以及后续维护服务的业务，主要产品包括：钻机部件、钻深 2000 米到 9000 米的各类交流变频电动钻机、直流电驱动钻机、机电复合驱动钻机等。

图 2：公司三大业务



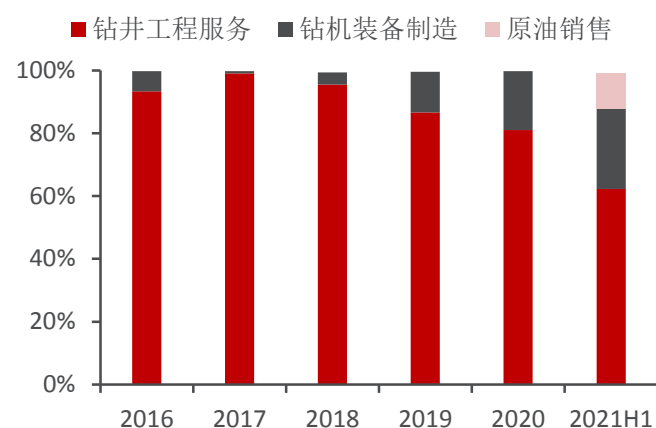
资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 3：中曼石油一体化服务（大包）模式

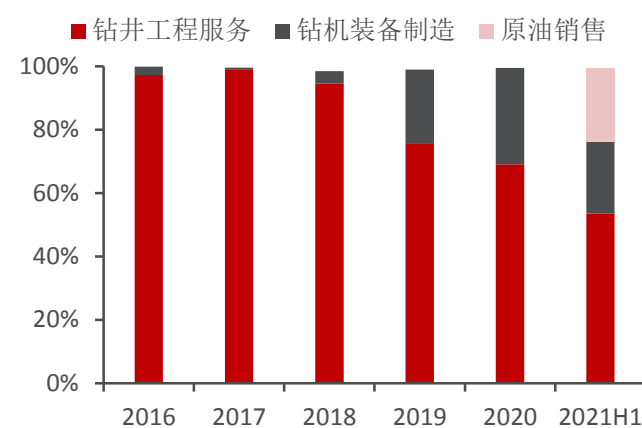


资料来源：公司官网，民生证券研究院

钻井工程服务为主要业绩来源，石油销售业务快速增长。收入方面，钻井工程服务为公司最大的营收来源，2020 年该钻井工程服务营收占比达 81.1%；2021 年起，原油销售业务开始贡献业绩，2021H1 原油销售业务收入占比达 11.4%，钻井工程服务占比下降至 62.2%，钻机装备制造收入占比提升至 25.7%。**毛利方面**，2021H1，钻井工程服务毛利占比为 53.6%，较 2020 年的 69.0%有所下降，主要系原油销售业务占比从 0%提升至 23.2%影响。

图 4：公司营收结构（%）


资料来源：wind，民生证券研究院

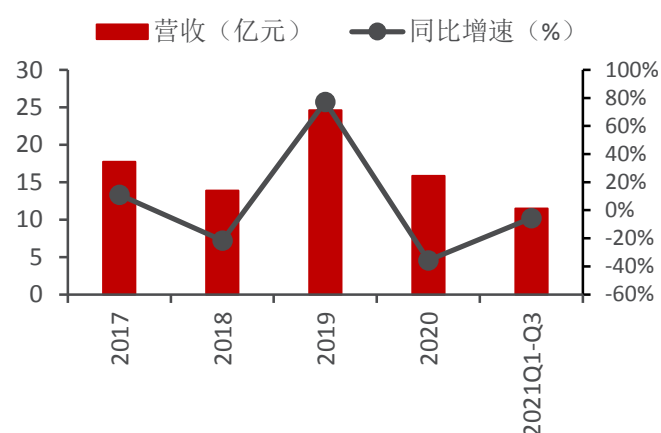
图 5：公司主营业务毛利润结构（%）


资料来源：wind，民生证券研究院

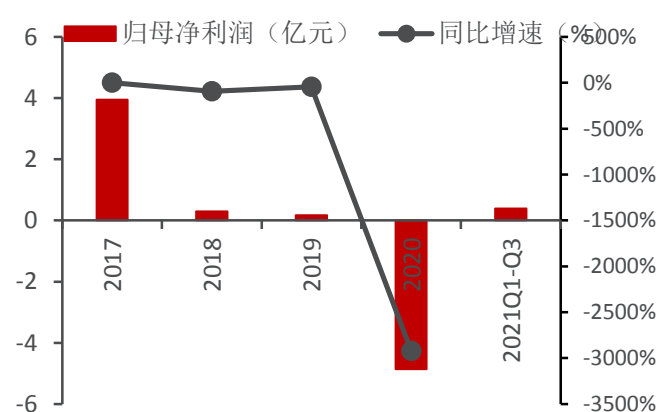
1.3 财务分析：近几年钻井工程服务利润率下降明显，原油销售利润

可观

营收降幅收窄，归母净利转正。 营收方面，受疫情和油价暴跌影响，2020 年公司实现营收 15.9 亿，同比下降 35.6%，2021 年前三季度实现营收 11.5 亿元，同比下滑 5.66%，降幅较 2020 年收窄。**归母净利润方面**，2020 年公司实现归母净利润-4.86 亿元，大幅亏损；随着疫情的控制，2021 年前三季度公司实现归母净利润 0.39 亿，扭亏为盈。从 2017 年至今的业绩变化趋势看，受油价及上游资本开支变动影响，公司业绩波动幅度较大。

图 6：公司营收及增速


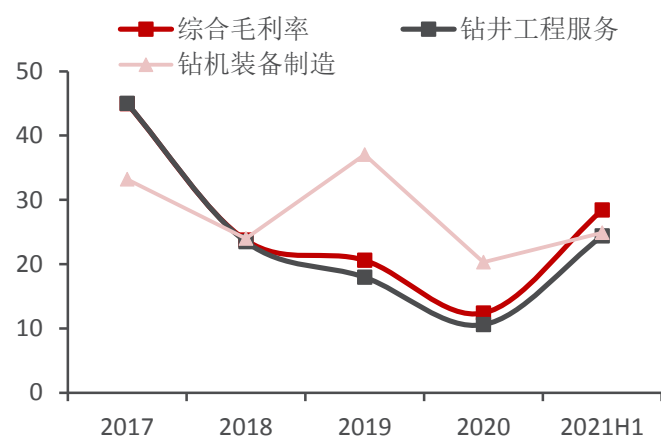
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：公司归母净利润及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

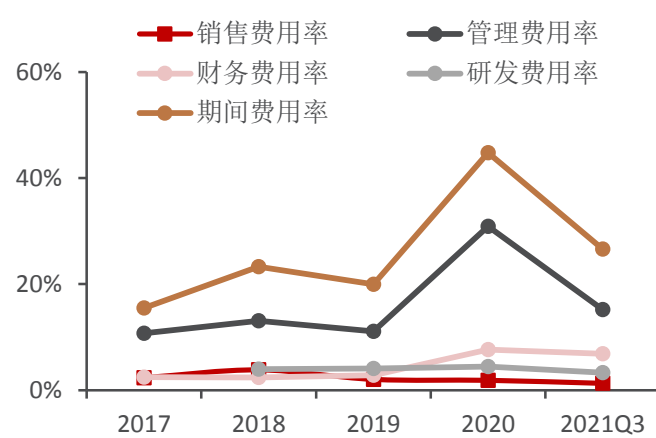
钻井工程服务毛利率有所回升，原油销售毛利率可观。 毛利率方面，钻井工程服务毛利率从 2017 年的 45.0% 下降至 2020 年的 10.6%，系油价持续低位石油公司资本开支意愿不足影响；2021H1，受油价回暖影响，公司钻井工程服务业务毛利率提升至 24.4%；此外，2021H1 公司原油销售毛利率为 57.2%，毛利率水平可观。横向对比看，公司钻井工程服务毛利率略低于竞争对手。**期间费用率方面**，除去 2020 年外（受疫情影响，营收大幅下降），公司期间费用率在 20% 的中枢波动。

图 8：公司主要业务毛利率变化情况（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：公司期间费用率变化情况（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

表 1：同行业公司毛利率对比（单位：%）

公司名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021H1
中曼石油	23.49%	19.17%	10.60%	24.37%
杰瑞股份	30.60%	26.40%	28.11%	24.27%
中海油服	25.40%	26.40%	28.80%	-
中油工程	16.82%	19.45%	23.16%	-

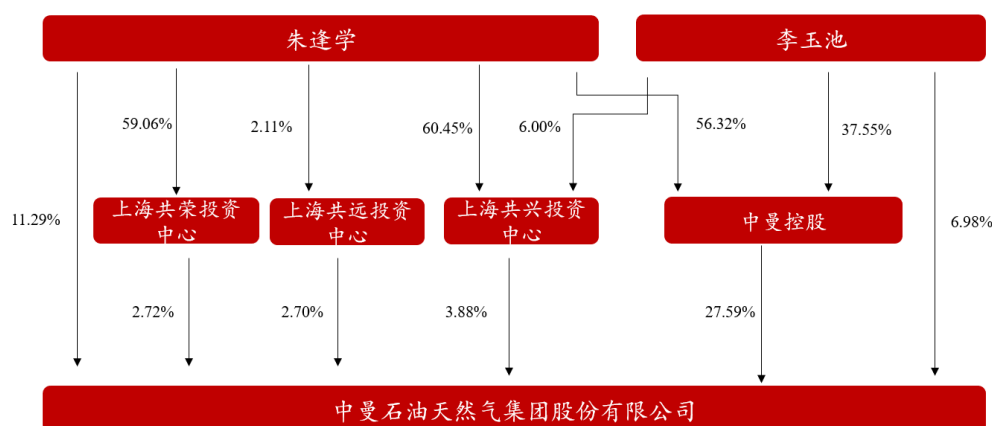
资料来源：Wind，民生证券研究院

注：中曼石油毛利率为钻井工程服务业务毛利率，其余公司毛利率均为综合毛利率

1.4 股权结构：公司实际控制人为朱逢学、李玉池

公司实际控制人为朱逢学、李玉池。截至 2021 年 11 月，朱逢学、李玉池直接持有公司 18.27% 的股权，并分别通过中曼控股以及上海共兴、共荣、共远三个投资中心累计间接持股 36.9%，合计持股达 55.17%，为公司实际控制人。

图 10：中曼石油股权结构



资料来源：公司官网，民生证券研究院

2 钻井工程服务：高油价支撑油服行业景气度回升

2.1 油价：长期富余产能不足，推动油价震荡上行

2.1.1 供给端：长期富余产能不足，供给增量有限

OPEC：原油产量逐步恢复，但实际生产能力不足将导致供给增量有限。从产量来看，欧佩克组织日均原油产量从 2020 年 6 月的 2224.3 万桶/天逐步提升至 2022 年 1 月的 2798.1 万桶/天，但仍低于 2019 年全年的日均产量 2985.3 万桶/天。从月度增产幅度看，2021 年 8 月至 2022 年 1 月，欧佩克日均原油产量增量均低于 40 万桶/天的计划值，其中 2022 年 1 月份日均产量增幅仅有 6.3 万桶/天，远低于 40 万桶/天的计划增产幅度，这侧面说明了 OPEC 实际生产能力不足的问题。**因此，预计 2022 年 OPEC 供给增量或继续低于预期。**

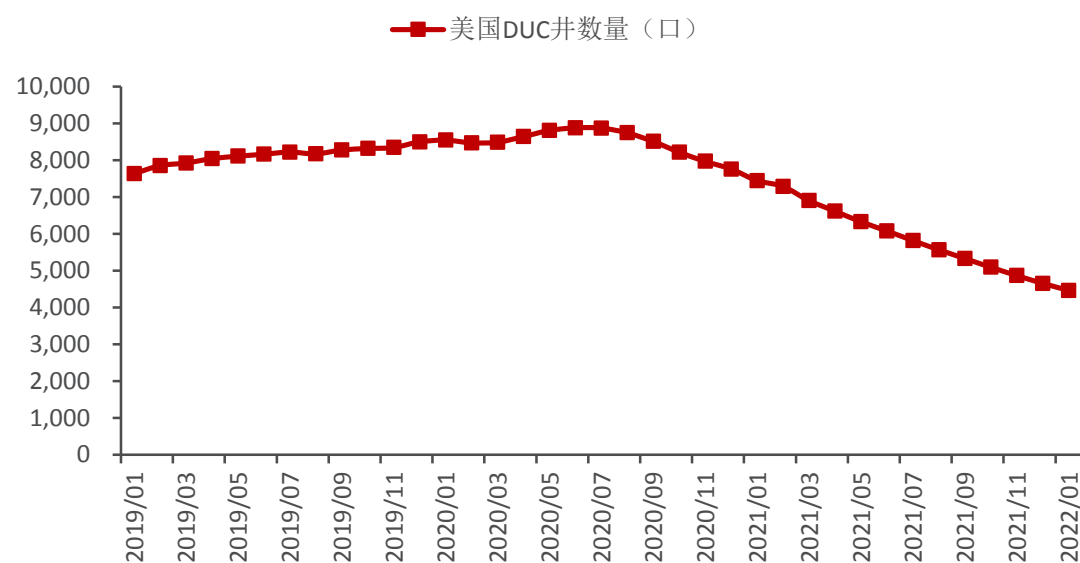
图 11：欧佩克原油产量



资料来源：Wind，民生证券研究院

美国方面：DUCs 持续下降，剩余产能不足。据 EIA 数据，2022 年 1 月，美国已开钻但未完钻井 (DUCs) 数量为 4466 口，较 2021 年 12 月减少了 191 口，并已处于 2014 年以来的底部位置。由于美国页岩油钻井和完井之间的时间间隔是几个月，这导致了大量的 DUC 库存，生产商可以将其作为工作库存来管理石油生产，即 DUCs 数量反应了美国页岩油的剩余产能，而 DUCs 的持续下降或将导致 2022 年美国原油产量增长有限。

图 12：美国 DUC 井数量



资料来源：EIA 官网，民生证券研究院

2022 年，美国页岩油资本开支预计将达到 1350 亿美元，但仍不到 2014 年的一半。根据标普资本智商公司的统计数据，2004 年至 2014 年，美国 27 家主要石油生产商的资本支出增加了两倍，达到了 2940 亿美元，然后在 2020 年削减至 1110 亿美元，预计 2022 年资本支出将达到 1350 亿美元左右，同比增长 21.6%，但仍不及 2014 年投资水平的一半。由于美国页岩油投产周期较短，且产量衰减速度快，因此需要持续的资本投入以支撑产量的持续增长。而资本支出的不足或将导致美国页岩油在 2022 年的增量有限。

EIA 认为，2022 年全球石油供给将增加 5.93 百万桶/天至 101.38 百万桶/天，其中，OPEC 国家将增加 1.45 百万桶/天至 20.33 百万桶/天，非 OPEC 国家将增加 3.33 百万桶/天至 67.22 百万桶/天。

表 2：三大组织 2022 年原油供给预测

组织名称	非 OPEC		OPEC	
	2021 年供给量 (百万桶/天)	2022 年增量 (百万桶/天)	2021 年供给量 (百万桶/天)	2022 年增量 (百万桶/天)
OPEC	63.58	3.03	26.32	-
IEA	63.70	3.10	-	-
EIA	63.89	3.33	31.56	2.60

资料来源：OPEC 官网，IEA 官网，EIA 官网，民生证券研究院

2.1.2 需求端：疫情影响逐步消失，需求稳步恢复

原油需求逐步复苏，2022 年将恢复至疫情前水平。OPEC 方面，OPEC 组织认为尽管 Omicron 变种新冠病毒带来了不确定性，但是 2022 年世界经济将继续复苏，预计 2022 年全世界 GDP 增速为 4.2%，经济复苏过程中石化行业以及交通运输行业的石油需求将对总体石油需求形成支撑，而旺盛的需求有助于维持较高油价以及刺激石油公司加大资本开支；其预测 2022 年世界将会新增石油需求 4.15 百万桶/天至 100.8 百万桶/天，超过 2019 年。EIA 方面，EIA 在报告中预测 2022 年石油需求将会增加 3.52 百万桶/天至 100.61 百万桶/天，基本与 2019 年持平。IEA 方面，IEA 在报告中预测 2022 年全球石油需求将增加 3.4 百万桶/天至 99.7 百万桶/

天，高于 2019 年。综上所述，三大机构均预测 2022 年全球石油需求将恢复至疫情水平。

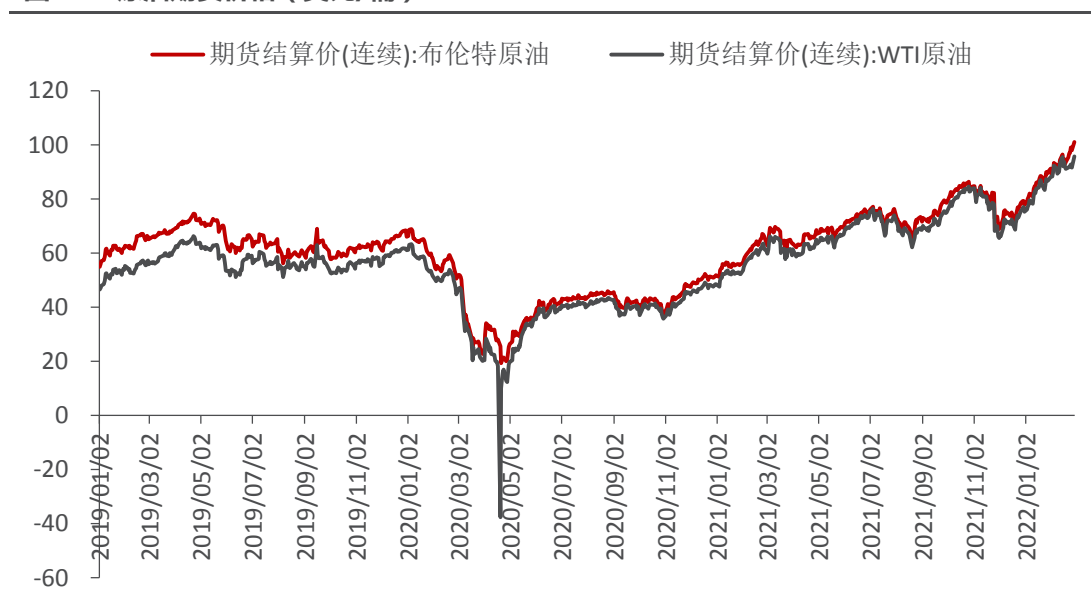
表 3：三大组织 2022 年原油需求量预测

组织名称	非 OECD		OECD	
	2021 年消费量 (百万桶/天)	2022 年增量 (百万桶/天)	2021 年消费量 (百万桶/天)	2022 年增量 (百万桶/天)
OPEC	52.06	2.31	44.59	1.84
IEA	51.80	1.70	44.50	2.00
EIA	52.56	1.99	44.51	1.55

资料来源：Wind，民生证券研究院

中长期来看，供需紧平衡下，油价中枢将提升，有望维持在中高位。就 2022 年来看，受“碳中和”影响，原油上游资本开支有所恢复但仍较为谨慎，导致全球原油供给增量受限；在疫情影响逐步消失的情况下，全球原油需求稳步复苏；原油供需格局有望保持紧平衡，进而将提升油价中枢，并维持在中高位。

图 13：原油期货价格（美元/桶）

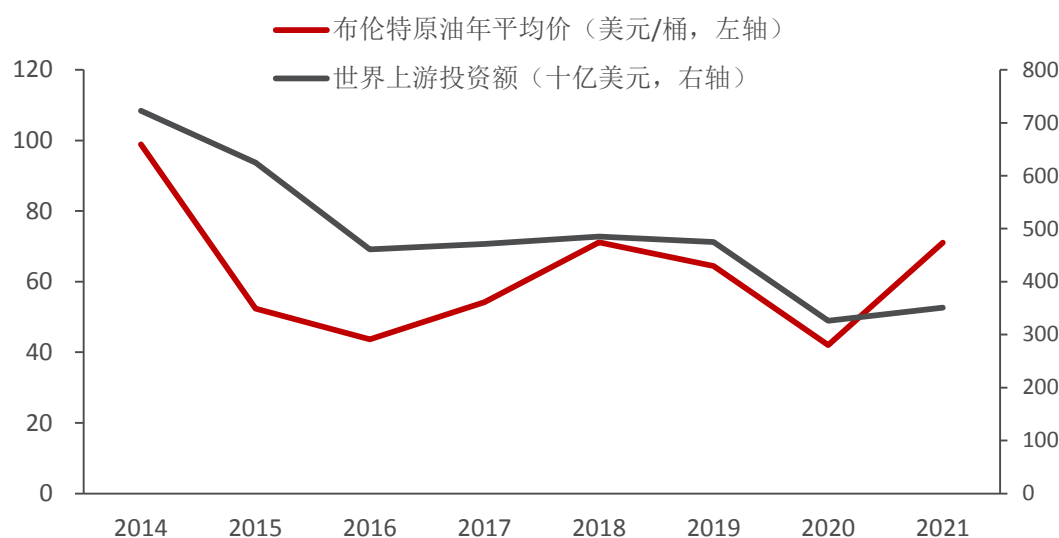


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 油价上涨推动上游资本开支增加

2.2.1 油价上涨，上游资本开支逐步恢复，油服企业业绩向好

从历史来看，石油行业上游资本开支会随着油价的上涨而提升，但是本轮油价上涨带来上游投资额并不多。根据历史数据看，油价与上游资本开支强相关，在油价较高时，石油公司资本开支意愿较强，而油价大幅下降时，石油行业上游投资也跟着大幅下降；而石油上游投资相对油价表现出了一定的滞后性。因此，随着 2020 年以来油价的逐步复苏，2021 年上游投资额较 2020 年有所增加，但是仍显著低于 2014 年至 2019 年的投资额。

图 14：油价与上游资本开支强相关


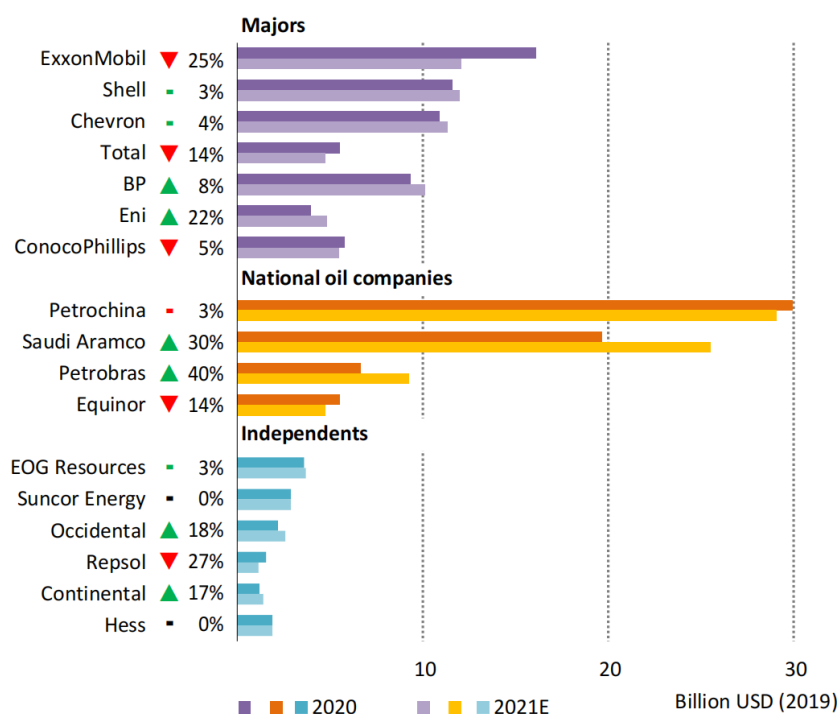
资料来源：Wind，IEA 世界能源投资报告，民生证券研究院

总量来看，尽管承受疫情和能源转型的双重压力，2021 年石油天然气行业资本开支仍然有所上升。根据 IEA 世界能源投资报告统计，在遭受了新冠疫情的巨大打击之后，2021 年全世界主要石油天然气上游资本开支有所恢复，尽管仍然不及 2019 年水平，但是同比 2020 年增长了 8%，总计超过 3500 亿美元。

大型跨国石油公司仍然保持谨慎，国家石油公司已经开始加大投资力度。从公司类型上看，大型跨国石油公司在资本开支上仍持保守立场，其 2021 年上游资本开支较 2020 年下降了 2%；而国家石油公司在 2021 年的上游资本开支同比 2020 年增长了 10%；其中，中国的国家石油公司和中东的国家石油公司增长最快，沙特阿美在 2021 年的总计划资本支出为 350 亿美元，同比增长约 30%。

图 15：2020-2021 年大型石油公司 2021 年资本开支情况

Upstream spending by selected company, 2020-2021E



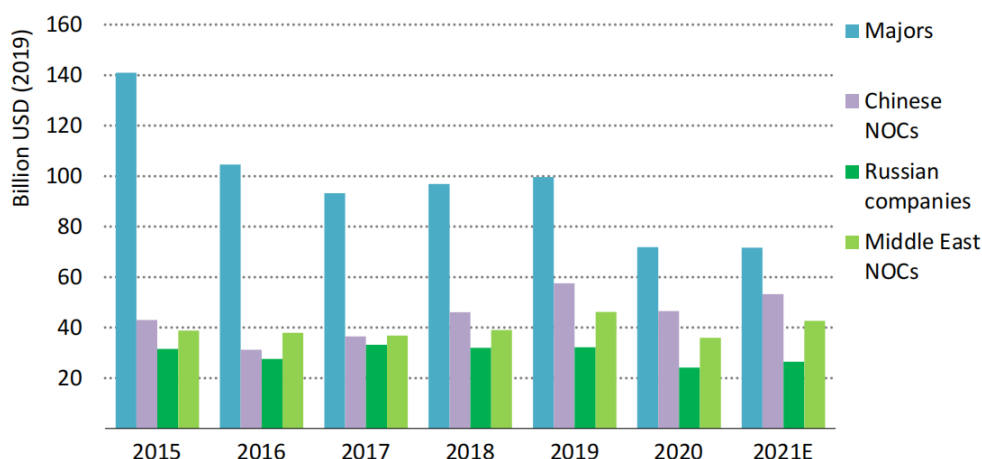
IEA. All rights reserved.

Source: IEA calculations based on company reporting.

资料来源：IEA 世界能源投资报告，民生证券研究院

图 16：石油公司上游资本开支情况（按石油公司种类划分）

Upstream spending by selected company types



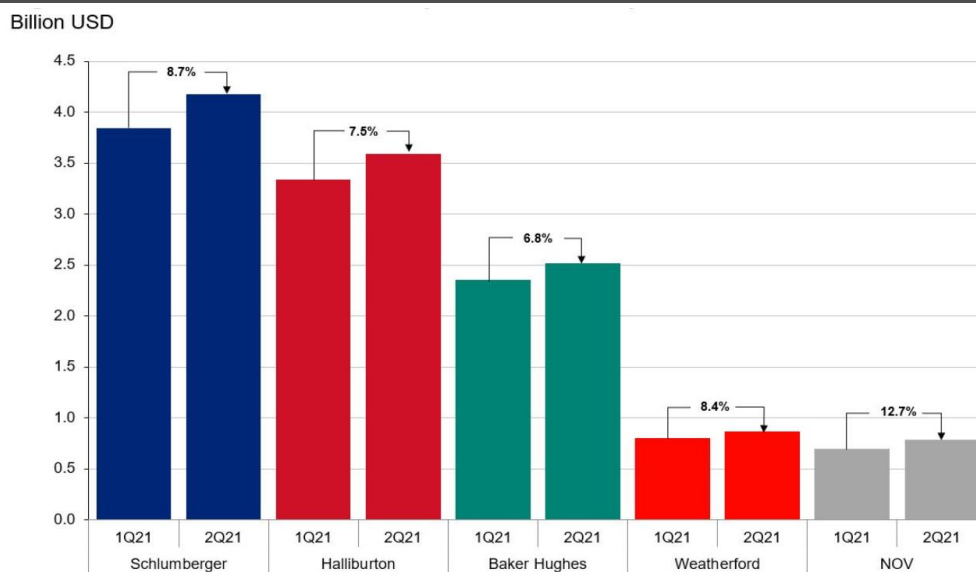
IEA. All rights reserved.

Source: IEA calculations based on company reporting.

资料来源：IEA 世界能源投资报告，民生证券研究院

2021 年以来，油价逐步回升，世界石油上游投资提升，石油服务公司逐渐走出困境。根据 Rystad Energy 估计，石油服务行业预计 2021 年的收入将接近 1020 亿美元。此外，从 2021 年上半年的数据来看，世界排名前五的钻井服务公司 2021Q2 的收入环比 2021Q1 均有提升，这说明油服行业正逐步走出疫情带来的困境。

图 17：前五大钻井服务公司收入情况



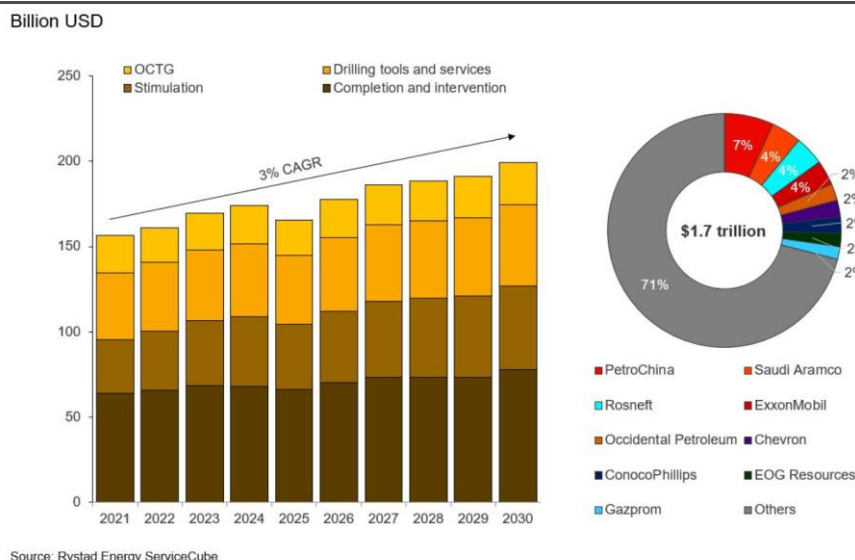
Source: Rystad Energy ServiceCube

资料来源：Rystad Energy，民生证券研究院

2.2.2 中长期来看，中国及 OPEC 资本开支有望继续稳定增长

中期来看，石油和天然气仍然是未来十年的主要能源，油井服务开支将继续投入。虽然各国政府均制定了能源转型的目标，以减少二氧化碳排放并加快向绿色能源的转变，但这并不意味着石油和天然气将停止生产或失去在能源行业中的重要地位。未来十年，尽管可再生能源比重将会不断增加，但是，石油和天然气仍将继续作为关键能源，这意味着对钻井和油井服务的需求将会保持强劲。Rystad Energy 预计，在 2021 年至 2030 年期间，全世界石油公司将在油井服务上花费总计 1.7 万亿美元，其中中国的国家石油公司、沙特阿美和俄罗斯的国家石油公司将主导这些投资。

图 18：2021-2030E 油气钻井服务开支情况

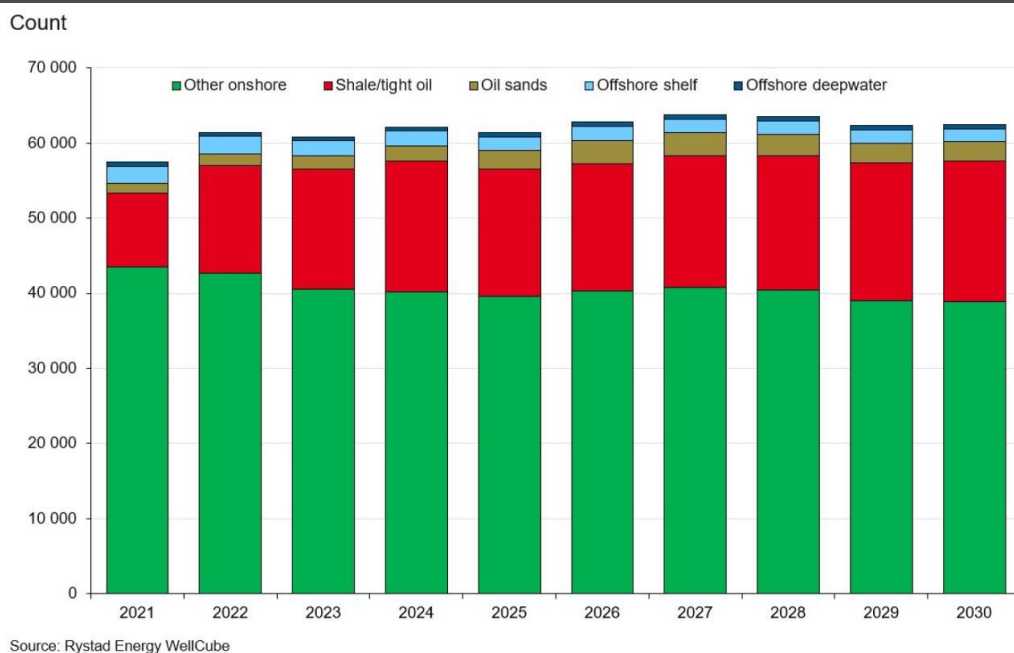


Source: Rystad Energy ServiceCube

资料来源：Rystad Energy，民生证券研究院

2021-2030E，中国及中东国家石油企业将继续增加上游资本开支，继续增加钻井数量。根据 Rystad Energy 估计，预计到 2030 年，在中国减少石油进口依赖的目标指引下，中石油将支出 1200 亿美元，其次是沙特阿美和俄罗斯石油公司，各自支出约 700 亿美元。预计在 2021 年至 2030 年期间，全球将钻探超过 60 万口井，其中中国将钻探约 17 万口井。此外，在 2021 年至 2030 年，页岩油井的份额预计将从 15% 左右翻一番，达到 30%。

图 19：2021-2030 年全球钻井、完井数量（口）

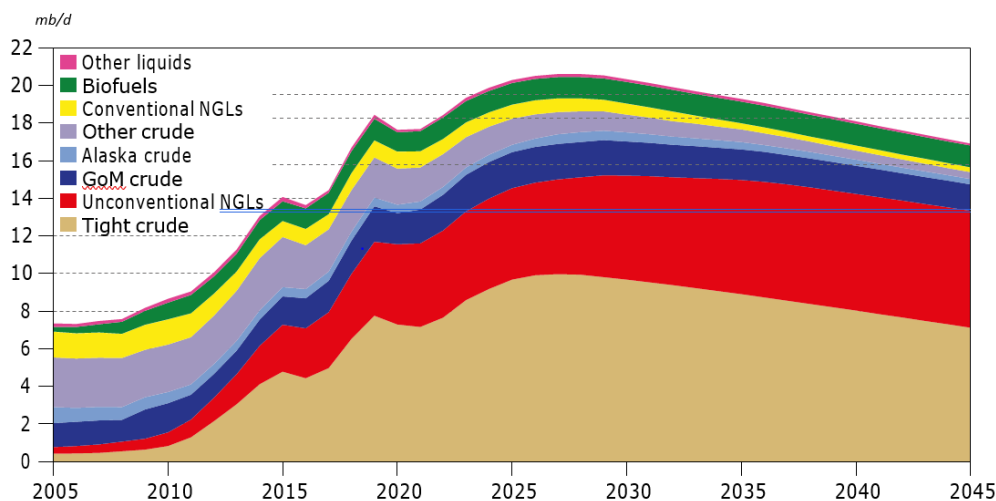


资料来源：Rystad Energy，民生证券研究院

长期来看，OPEC 仍是世界石油供给的最大增量，未来资本开支将保持稳定增长。按照 OPEC 预测，未来十年北美页岩油将经历见顶回落的过程。北美页岩油产量将在 2030 年之前到达顶峰并开始下降。

图 20：北美页岩油未来供给预测（百万桶/天）

US total liquids supply outlook

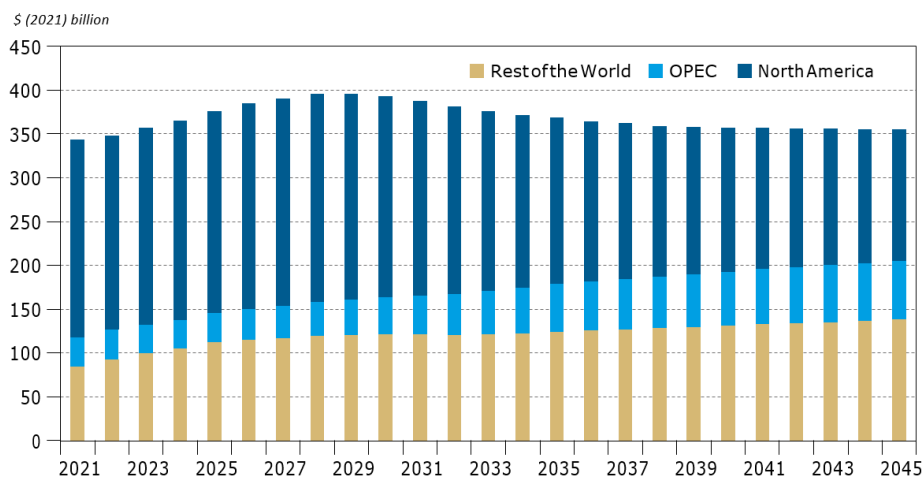


资料来源：《OPEC 世界石油展望 2045》，民生证券研究院

OPEC 的资本开支占比将逐步上升。目前，北美页岩油的上游总投资需求约占全球中期投资需求的三分之二，并将在 2030 年前见顶后开始下降。与此同时，OPEC 的上游资本投资份额将在未来 25 年内保持持续上升，投资份额将从 2021 年的约 10% 增长到 2045 年的约 20%。综上所述，在未来的 25 年里，OPEC 预计石油生产上游的累计投资需求估计为 9.2 万亿美元，而主要贡献方将从北美页岩油转向 OPEC。

图 21：2021-2030E 原油上游新增资本开支预测（十亿美元）

Annual upstream investment requirements for capacity additions, 2021-2045



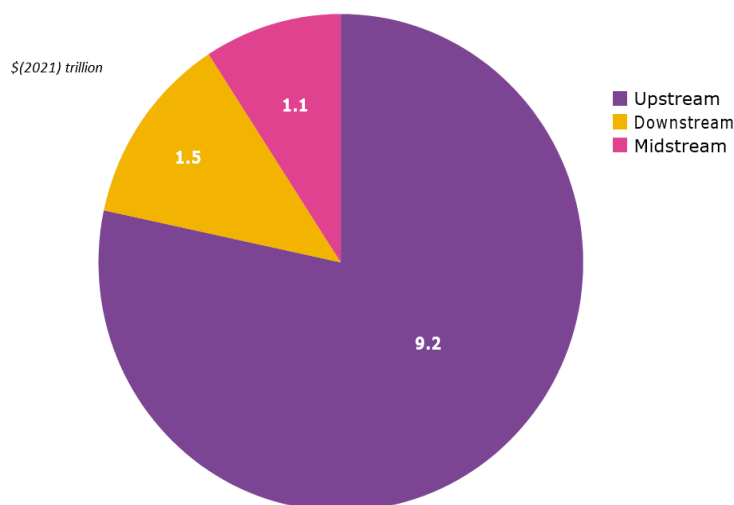
Source: OPEC.

资料来源：《OPEC 世界石油展望 2045》，民生证券研究院

未来二十五年，OPEC 将是世界石油供给的主要增量。在未来的投资中，将有 78% 投向上游，以增加石油产量。

图 22：2021-2045 石油投资去向分布预测（%）

Cumulative oil-related investment requirements by sector, 2021-2045

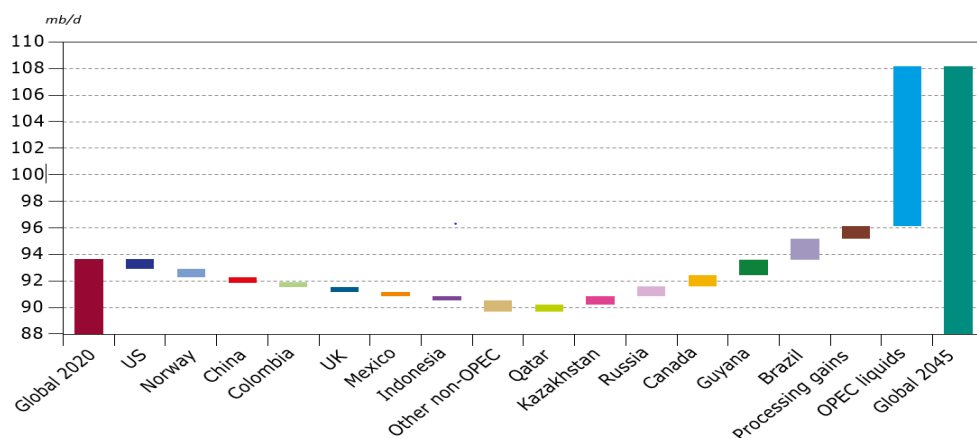


Source: OPEC.

资料来源：《OPEC 世界石油展望 2045》，民生证券研究院

图 23：2021-2045 世界石油供给增长的构成预测（百万桶/天）

Composition of long-term global liquids supply growth, 2020-2045



Source: OPEC.

资料来源：OPEC 世界石油展望 2045，民生证券研究院

从活跃钻机数量看，钻井工程景气度维持上行趋势并且还有较大空间修复空间。从活跃钻机数量看，疫情之前数年，中东活跃钻机数量都保持在 400 台左右，疫情使得活跃钻机数量骤降到最低值得 239 台。2021 年 11 月的最新数据为 276 台，距离疫情前平均水平 400 台仍有较大差距。亚太地区受疫情影响较小，活跃钻井波动较小，但距离最高点仍有 20%以上的空间。从景气度变化趋势看，世界活跃钻机数量主要受原油价格影响，随着疫情后油价的上升并保持在较高位置，活跃钻机数量正在缓慢回升，行业景气度有望持续上行。

图 24：中东活跃钻机数量（口）

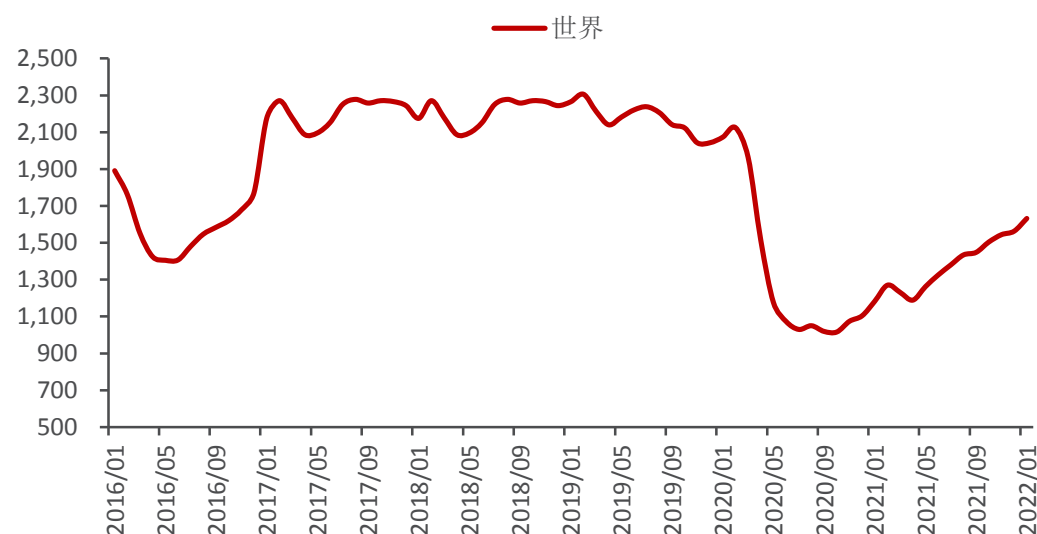


资料来源：贝克休斯官网，民生证券研究院

图 25：亚太地区活跃钻机数量（口）



资料来源：贝克休斯官网，民生证券研究院

图 26：世界活跃钻机数量（口）


资料来源：贝克休斯官网，民生证券研究院

2.3 钻井工程服务订单量增质升

2.3.1 公司海外项目全部复工复产，新签订单数量回升

公司 2021 年合同签订金额为 23.8 亿元，同比+11.3%，订单金额回升。2020 年，受新冠疫情影响，公司海外项目大量停工，进而对公司 2020 年业绩造成了很大打击；其中，2020 年，公司全年海外钻井项目累计合同金额为 15.7 亿元，同比下滑 4.6%，所有签订合同金额合计为 21.4 亿元，同比下滑了 22.7%。2021 年，公司签订的海外钻井项目订单金额为 20.1 亿元，同比上涨 28.1%，所有签订合同金额合计为 23.8 亿元，同比上涨 11.3%，公司钻井工程服务订单显著提升，已经走出疫情影响。

表 4：中曼石油合同签订情况对比（单位：亿元）

	2021 年	2020 年	2019 年
海外钻井项目	20.06	15.66	16.41
所有项目合计	23.80	21.39	27.66

资料来源：公司公告，民生证券研究院

获得沙特阿美订单，成功进军高端市场。公司近年来不断进取，积极扩展客户，于 2018 年通过了沙特阿美公司的资格审查，并且在 2021 年 3 月与沙特阿美签订了金额约 1.2 亿美元的钻井工程项目合同，又于当年 9 月与沙特阿美签订了金额约为 5000 万美元的修井项目合同，这标志着公司成功进入世界油服行业公认的门槛最高的沙特钻井工程市场，实现历史性的突破，成为第一家与沙特阿美合作的中国民营钻井企业。公司不断扩展客户，已经获得了包括沙特阿美、BP、斯伦贝谢和威德福等一系列大客户的订单，摆脱了刚上市时过度依赖单一客户订单的窘境。

表 5：中曼石油近两年与大客户的合同签订情况

客户名称	时间	金额
沙特阿美	2021 年 3 月	1.2 亿美元
沙特阿美	2021 年 9 月	4980 万美元

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司钻井工程服务业务订单主要来源中东、俄罗斯和中国，有望持续受益于中国和 OPEC 国家资本开支增长带来的订单增加。从 2020 年至今的签订订单来看，公司主要的订单项目地为中东地区，有望受益于 OPEC 油气资本投资的持续增加。

表 6：中曼石油近两年新增订单情况

业主名称	项目所在地	合同金额	合同期限	签署时间
Нортгаз诺德	俄罗斯	8.37 亿卢布		
BASRAH OIL COMPANY	伊拉克	6950 万美元	2+1 年	2021 年 3 月 14 日
沙特阿拉伯国家石油公司	沙特阿拉伯	1.20 亿美元	5+2 年	2021 年 3 月 28 日
斯伦贝谢长和油田工程有限公司	中国	8000 万人民币		
YARGEO Co., Ltd	俄罗斯	10376.37 万卢布		
沙特阿拉伯国家石油公司	沙特阿拉伯	4980 万美元	3+1 年	2021 年 9 月 30 日
Schlumberger Middle East S.A.	伊拉克	2450 万美元	3 年	2021 年 8 月 31 日
BP IRAQ N.V.	伊拉克	8500 万美元	1.5 年	2020 年 12 月 10 日
YARGEO Co., Ltd	俄罗斯	28.48 亿卢布	至 2021 年 4 月 29 日	2020 年 4 月 7 日
Weatherford Oil Tool Middle East Limited	伊拉克	2700 万美元	3 年	2020 年 1 月 16 日
YARGEO Co., Ltd	俄罗斯	16.98 亿卢布	至 2021 年 4 月 30 日	2020 年 1 月 31 日
GROUPEMENT BIR SEBA	阿尔及利亚	3640.34 万美元	3 年	2020 年 3 月 21 日
斯伦贝谢长和油田工程有限公司	中国	8000 万人民币		
泰国国家石油公司	泰国	约 1178 万美元		

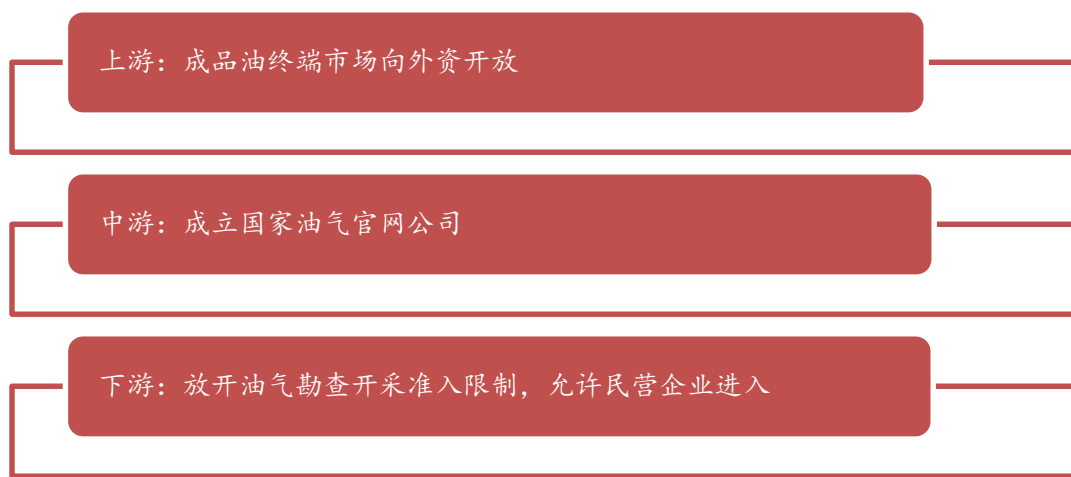
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 石油开采销售：业务快速扩展，盈利增长加速

3.1 进军石油勘探开发领域，成为全国第一个民营油气生产商

我国油气改革持续推进，并已取得实质性进展。长期以来，我国油气行业存在很多棘手的矛盾和问题，油气体制的改革是解决这些矛盾和问题的根本途径。从 2018 年以来，我国油气改革步伐加快，国家不断出台包括《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》在内的多项改革意见和多个专项改革措施，油气改革也不断取得实质性进展。**下游领域**，2018 年 7 月，我国成品油终端市场全面向外资放开，油气下游领域市场化改革迈出实质性步伐，标志着中国的油气改革进入了新的阶段；**中游领域**，2019 年 3 月，《石油天然气管网运营机制改革实施意见》通过，国家油气管网公司落地；**上游领域**，国家放开油气勘查开采准入限制，积极吸引社会资本加大油气勘查开采力度。总而言之，油气行业全产业链开放竞争的新格局正在逐步形成。

图 27：我国油气行业改革的主要措施



资料来源：民生证券研究院整理

中曼石油成第一家民营油气生产商。公司抓住油气体制改革的机会，积极参与国内油气勘探开采权竞标，并于 2018 年 1 月竞拍获得新疆温宿区块的探矿权，2021 年 10 月 19 日获得国家自然资源部颁发的温北区块采矿许可证，成为国内第一家拿到油气采矿证的民营企业。

兼并收购油田，进军石油勘探开发业务。国内方面，公司竞购获得了新疆温宿油气区块，国外方面，公司并购参股了哈萨克斯坦坚戈油田、收购岸边油气田。目前，公司石油勘探开发业务已取得实质性进展，新疆温宿油气区块温北油田温 7 区已经开始贡献收入。

表 7：中曼石油三大石油勘探开发项目详情

地点	勘探开发情况	权益情况	储量
新疆温宿区块	已完成部分勘探，已完成部分已经获得采矿许可证，正在开采中	100%权益	已探明地质储量 3011 万吨，天然气 4.49 亿立方米
哈萨克斯坦坚戈区块	已完成部分勘探	30.54%权益	已探明地质储量 6544 万吨
哈萨克斯坦岸边区块	正在勘探中，已申请延长探矿权	87.5%权益	评估地质储量 2480 万吨

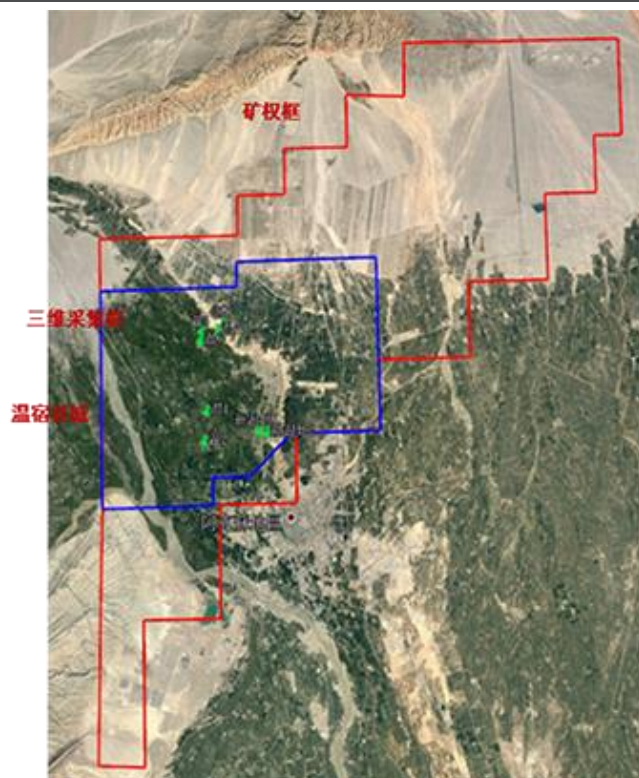
资料来源：公司公告，公司 e 互动，民生证券研究院

（一）新疆温宿区块

已完成 377 平方公里的三位地震勘探公司，占该区块的 34.7%。新疆温宿区块探矿权面积总共 1086 平方公里，目前已做 377 平方公里的三维地震，剩余 709 平方公里尚未开展勘探工

作；377 平方公里中主要分为温北油田温 7 区块、温北油田红 11 区块、温北油田红 26 区块、红旗坡区块和赛克鼻状构造区等五个区块。

图 28：新疆温宿区块示意图



资料来源：公司官网，民生证券研究院

温北油田温 7 区块已完成勘探，并已经获得采矿许可证，生产规模为石油 40 万吨/年，天然气 0.22 亿立方米/年。

表 8：温北油田温 7 区块储量

	地质储量	技术可开采储量	经济可采储量	剩余经济可采储量
原油（万吨）	3011	664.71	551.39	549.45
溶解气（亿立方米）	3.04	0.72	0.59	0.59
天然气（亿立方米）	4.49	3.60	2.63	2.63

资料来源：公司公告，民生证券研究院

温宿其余板块开发进度加速，增量可观。公司在加快温 7 区块产能建设的同时，也加大了对温北油田红 11 区块的勘探力度。根据公司公告，公司已经开始了试油试采的工作，目前红 11 区块的 6 口探井试气情况为每口井平均日产天然气 15.31 万立方米，5 口探井和评价井在试油的情况下平均每口井日产油 37.6 吨。

表 9：温北油田红 11 区块探油探气情况

井号	日产气量（立方米/日）	井号	日产油量（吨/日）
红 11	135496	红 26-3	75.76
红 29-1	141379	红 26-6	75.76
红 52	204589	红 27	8.48
红 26	183460	红 29	18.04
红 27-1	134356	红 29-1	9.98
红 27	120374		
平均	153276	平均	37.6

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）哈萨克斯坦岸边区块

岸边区块地理位置优越，可采储量可观。岸边区块位于哈萨克斯坦阿特劳州，地处哈国最大的含油气盆地—滨里海盆地，北距哈国最大的油田吉兹油田约 20 公里。岸边项目，在区块内北块和中部上白垩统赛诺曼阶已获得工业油流发现，原油储量已落实。岸边项目上白垩统赛诺曼阶原油储量 1987 年获得国家审批进入哈萨克斯坦国家储量平衡表，其中 C1 级原油地质储量 2513 万吨，技术可采储量 502 万吨；C2 级原油地质储量 886 万吨，技术可采储量 502 万吨。**D&M 公司 2014 年评估岸边项目北块和中块上白垩统赛诺曼阶 1P、2P、3P 原油地质储量分别为 1136 万、2480 万、2866 万吨，原油经济可采储量分别为 169 万、593 万、857 万吨。**

岸边区块有望在 2024 年投产，年产量为 30 万吨/年。公司于 2020 年决定收购哈萨克斯坦岸边区块 87.5% 权益，并在 2021 年延长了探矿权。目前已经完成了一部分勘探，内部估算 2P 原油地质储量为 2500 万吨左右。对于已经发现的原油储量，计划在 2021 年 11 月完成试采作业并先期进入开发，计划 2024 年建成原油年产 30 万吨的油田。

（三）哈萨克斯坦坚戈区块

坚戈区块位于哈萨克斯坦共和国第二大含油气盆地油气富集带，紧邻巨型油田乌津油田，地质条件优越。坚戈油气田的开发分为两个阶段，一是 1964-2000 年的天然气勘探开发阶段：集中进行天然气开发，主要生产层段为中侏罗统上部 X III - X VII 层，产量规模较大，坚戈气田为当时第二大气田；二是 2000 年至今的原油开发阶段：主要生产层段为中侏罗统下部 X VIII - X X III 层，目前为开发初级阶段，原油产量稳定，开发形势良好。

坚戈油气田单井产量稳定。目前，坚戈油气田已钻 76 口井，绝大部分井已钻到目的层 18-23 号层，油气藏储层分布和含油气范围已基本明确；在产油井 19 口，日产油 300 吨，2019 年年产油约 10 万吨。未来，通过老井修复和新井优化工作后，单井日产大多在 50 吨/天以上，这使项目价值得到很大的提升。目前坚戈油气田单井产量稳定，未来预计可建成中型规模油气田。公司目前通过投资获得了坚戈区块 30.54% 权益，坚戈项目目前探明地质储量 6544 万吨，同时公司承诺，将在 2023 年底之前获得坚戈项目的控制权，以解决同业竞争问题。

图 29：坚戈区块示意图



资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.2 产能建设顺利，未来扩产空间大，产油成本低

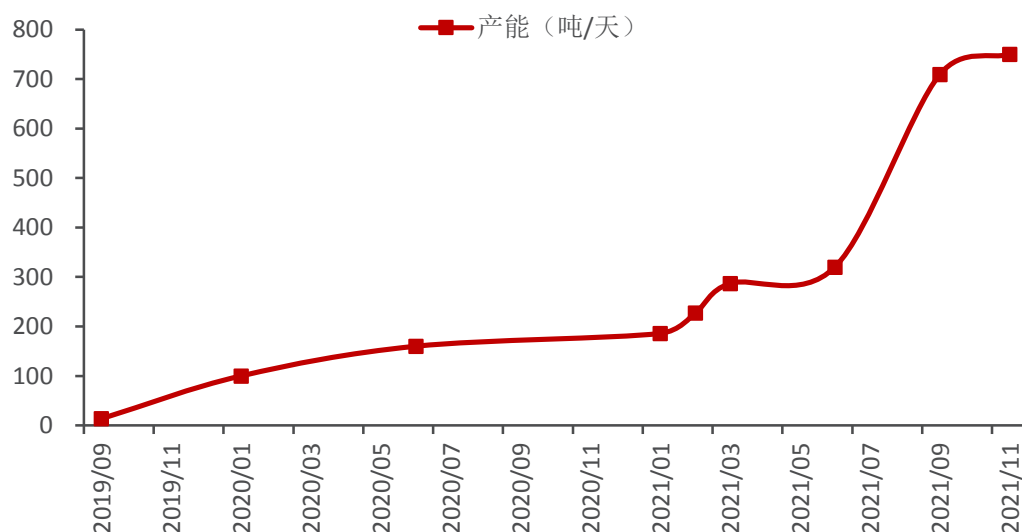
原油产量逐步释放，2021 年年产量达 17 万吨。根据公司公告，2021 上半年，公司温宿区块实现原油产量 5.02 万吨；全年来看，2021 年公司全年共实现原油产量 17 万吨。

表 10：公司温宿产油量情况

时间	产油量（吨）	平均单日产油（吨）	年度累计产油量（吨）
2019 年	-	16.17	5903.60
2020 年	-	125.42	45778.50
2021H1	50201.12	277.12	50201.12

资料来源：公司公告，民生证券研究院

温 7 区块日产能已达 750 吨，年产能将达 35 万吨。公司于 2019 年 9 月发布公告宣布在温 7 区块开始试采，10 月获得试采批准，于 2020 年上报储量，2021 年获得采矿许可证书，2021 年公司宣布要建成年产量 35 万吨的产能。根据公司公告，2021 年 11 月，公司温 7 区块原油产能已达 750 吨/天。

图 30：温 7 区块产能释放节奏


资料来源：公司官网，民生证券研究院

红 11 区块逐步开发，产量有望超温 7 区块。目前，温北油田红 11 区块已经探明部分储量，对比温 7 区块试采公告，红 11 区块储量及产量都有望高于温 7 区块。同时，按照温 7 区块进度来看，第一年发布试采公告后第二年上报储量，第三年正式开采，并且上报审批不影响开采销售，未来温北油田有望保持扩产速度，产能再上台阶。

表 11：温 7 区块与红 11 区块产量对比

地点	单井试采油平均日产量 (吨/天)	单井试采油最高日产量 (吨/天)	单井试采气日产量 (立方米/日)
温 7 区	10-13.5	19.6	19557-34381
红 11 区	37.6	75.56	153276

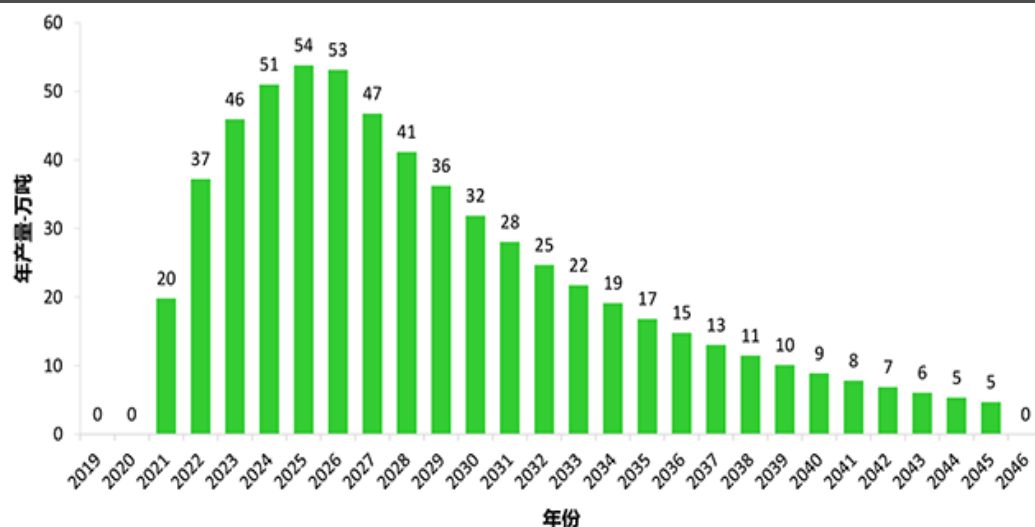
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 12：温 7 区块重点事件时间点

时间	事件
2019 年 9 月	发布勘探进展公告
2020 年 9 月	储量报告获批
2021 年 10 月	获得采矿许可证

资料来源：公司公告，民生证券研究院

温北油田扩产空间大，未来产能有望超百万吨。温 7 区原油储量 3011 万吨，经济可采储量 551 万吨，按照 40 万吨/年产能计算，至少可开采 14 年以上；按照公司规划，当红 11 区正式开采之后，温北油田年产量将达到 50 万吨以上；未来，随着红旗坡和赛克地区油田的建设，最终温北区块有望建成年百万吨以上规模的中型油田。此外，温宿区块目前已勘探的面积仅为 377 平方公里，另有 709 平方公里尚未开展勘探，未来扩产空间大。

图 31：温北油田产量预测图


资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司未来天然气业务潜力大。中曼温宿区块毗邻油气资源丰富的新疆塔里木油田，油区距离环塔天然气管道 18 公里左右，对于未来能汇入国家西气东输管网具有极大的便利性。公司抓住国家油气管网市场化改革的机遇，正进一步筹划布局天然气销售业务，已获批的温北油田温 7 区块的天然气储量及未完全探明的红 11 等新区的天然气储量将为产业链的延伸提供有力的资源保障。

公司原油成本仅为 19.1 美元/桶，低于中海油，为国内最低。2021 年半年报，公司第一次公布石油开采销售相关数据，2021 年上半年销售原油 40454 吨，实现原油收入 8517 万元，实现毛利润 4873 万元，计算得到原油单吨售价为 2105.3 元，折合 44.6 美元/桶（2021H1 美元兑人民币汇率均值为 6.47 人民币/美元，假设 1 吨等于 7.3 桶），原油单吨成本为 900.7 元，折合 19.1 美元/桶（不含三费，2021H1 美元兑人民币汇率均值为 6.47 人民币/美元，假设 1 吨等于 7.3 桶），毛利率高达 57.2%。随着 2021 年下半年国际油价进一步走高，公司业绩将显著受益。

表 13：中国石油企业开采成本对比

公司	开采成本（美元/桶）	备注
中曼石油	19.07	不含三费
中国海洋石油	26.34	桶油主要成本
中国石化	48.00	原油完全成本，主要包括现金操作成本、折旧折耗和摊销、勘探费用等

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：中曼石油开采成本为 2021 上半年数据，中国海洋石油和中国石化的开采成本均为 2020 年数据

4 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测和业绩拆分

我们的盈利预测基于以下假设：

（一） 钻井工程服务

营业增速：钻井工程服务行业的景气度与上游资本开支相关，而上游资本开支与油价相关。自 2020 年 6 月份起，受疫情影响逐步消失带来的需求复苏及供给受限影响，原油价格呈持续上涨趋势，进而带动油气上游资本开支的回升，最终带来油服订单的增长，公司 2021 年订单金额较 2020 年增长；此外，公司成功进入沙特市场，并与沙特阿美签订订单，有望带动 2022 年及之后的业绩增长。因此，我们假设 2021-2023 年的公司钻井工程服务业务同比增速分别为 10%/30%/20%。

毛利率：根据历史数据显示，公司钻井工程服务业务的毛利率与油价正相关。随着油价的复苏，公司钻井工程服务业务的毛利率亦逐步提升。根据公司公告，2021H1 公司钻井工程服务的毛利率为 24.4%，并且随着油价的上涨，毛利率亦会逐步提升。因此，我们假设 2021-2023 年的公司钻井工程服务业务的毛利率分别为 24.4%/29%/29%。

（二） 钻井装备制造

营业增速：自 2020 年 6 月份起，受疫情影响逐步消失带来的需求复苏及供给受限影响，原油价格呈持续上涨趋势，进而带动油气上游资本开支的回升，最终带来钻井装备制造行业订单的提升。因此，我们假设 2021-2023 年的公司钻井装备制造业务同比增速分别为 10%/10%/10%。

毛利率：根据历史数据显示，公司钻井装备制造业务的毛利率与油价正相关。随着油价的复苏，公司钻井装备制造业务的毛利率亦逐步提升。根据公司公告，2021H1 公司钻井装备制造的毛利率为 24.9%，并且随着油价的上涨，毛利率亦会逐步提升。因此，我们假设 2021-2023 年的公司钻井工程服务业务的毛利率分别为 24.9%/28%/28%。

（三） 油气开采销售板块

国际油价：按照 OPEC、IEA 和 EIA 的预计，全年需求增长到约与疫情前持平，OPEC 国家加速扩展的情况下供需平衡，并且在“碳中和”和长期富余产能不足的情况，未来油价有望持续维持在高位。根据万得数据，2021 年布伦特原油期货均价为 71 美元/桶，并且我们假设 2022-2023 年布伦特原油期货均价分别为 100/110 美元/桶。

实现油价：由于公司开采的原油主要销售给当地的炼厂等，因此实现的原油销售价格较实际原油价格有所打折，因此，我们假设 2021-2023 年实现油价均为原油价格均值的减 10 美元/桶，及实现油价分别为 61/90/100 美元/桶。

公司原油产量：按照公司公布的规划，我们预计公司产量如表 14 所示。

公司原油成本：根据公司披露，温 7 区本位大约在 21-23 美元/桶，红旗坡、赛克区块、坚戈区块和岸边区块的成本均高于温 7 区。结合公司原油产能的释放节奏，保守估计，我们假设 2021-2023 年原油销售成本分别为 25/25/28 美元/桶。

其他：一吨原油折合 7.33 桶，美元兑人民币汇率 6.5。

表 14：公司原油销量预测

区块	2021	2022E	2023E	2025E	2030E
温 7 区块	17	35	40	40	40
红旗坡+赛克区块	-	-	10	20	50
坚戈区块	-	-	10	30	50
岸边区块	-	-	-	10	30
合计	17	35	60	100	170

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 15：公司收入拆分及毛利率（单位：百万元/%）

业务	汇总表	2020A	2021E	2022E	2023E
钻井工程服务	收入	1,285.4	1,413.9	1,838.1	2,205.7
	增速	-39.8%	10.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	10.6%	24.4%	29.0%	29.0%
钻井装备制造	收入	296.1	381.7	419.8	461.8
	增速	-7.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	20.3%	24.9%	28.0%	28.0%
原油销售	收入	-	494.08	1,500.82	2,858.70
	增速	-	-	203.8%	90.5%
	毛利率	-	59.0%	72.2%	72.0%
其他	收入	3.30	8.56	8.00	8.00
	增速	-64.7%	159.4%	-6.5%	0.0%
	毛利率	12.5%	47.6%	55.0%	55.0%
合计	收入	1,584.7	2,242.2	3,705.1	5,466.4
	增速	-35.7%	41.5%	65.2%	47.5%
	毛利率	12.4%	32.2%	46.5%	51.5%

资料来源：Wind，民生证券研究院

4.2 估值分析及投资建议

预计公司2021-2023年营收为22.4/37.1/54.7亿元，归母净利润0.7/4.6/9.8亿元，EPS为0.18/1.16/2.46元。以可比公司中国石油、中国石化和中海油服2022年14倍的PE（Wind一致预期）为参考，考虑公司主业油服随着油价回升将有所修复，且新疆温7区块等油田逐渐达产、投产将带来可观的业绩增长，未来成长性可期，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 16：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
601857.SH	中国石油	5.94	0.25	0.50	0.53	24	12	11
600028.SH	中国石化	4.35	0.48	0.59	0.61	9	7	7
601808.SH	中海油服	16.90	0.52	0.40	0.72	32	43	23
平均值			0.42	0.50	0.62	22	21	14
603619.SH	中曼石油	17.22	-1.22	0.18	1.16	/	97	15

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 03 月 07 日

5 风险提示

1) 原油价格大幅下跌的风险：公司三大业务的收入水平均与原油价格呈正相关关系，因此，若原油价格大跌，则公司钻井工程服务、钻井装备制造和原油销售业务的盈利水平将下滑，进而影响公司整体盈利水平；

2) 温7区块上量速度较慢的风险，以及其他区块勘探开发进度较慢的风险：公司温7区块已实现原油开采，其上量速度和节奏将会影响到公司原油销售业务的收入和盈利情况；同时，若其他区块的勘探开发进度较慢，则公司原油销售业务的收入提升速度将受到影响，进而影响公司整体的盈利水平；

3) 温7区块成本上涨的风险：若温7区块的开采成本上涨，则原油销售业务的毛利润将下降，进而导致公司整体毛利的下降；

4) 疫情反复影响公海外油田作业的风险：公司钻井工程服务业务的收入主要来源于海外项目，若疫情反复延缓了油田的作业，则公司钻井工程服务业务的收入将受到影响，进而影响公司整体盈利水平。

5) 速动比率和现金比率过低的财务风险：2021年三季度，公司短期借款为9.2亿元，而货币资金仅2.2亿元，速动比例和现金比例分别为0.69和0.11，均过低。若公司经营出现问题，则有可能出现违约情况，进而影响公司经营。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,585	2,242	3,705	5,466
营业成本	1,388	1,520	1,983	2,654
营业税金及附加	2	5	6	9
销售费用	29	58	80	120
管理费用	418	318	587	1,028
研发费用	71	93	157	234
EBIT	-396	249	892	1,421
财务费用	121	108	110	107
资产减值损失	4	0	0	0
投资收益	1	1	1	3
营业利润	-446	136	788	1,341
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	-447	136	788	1,341
所得税	40	65	325	358
净利润	-487	71	463	983
归属于母公司净利润	-486	71	463	982
EBITDA	-151	452	1,132	1,672

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	346	213	451	867
应收账款及票据	722	1,051	1,737	2,546
预付款项	97	103	107	169
存货	438	450	571	796
其他流动资产	294	294	458	702
流动资产合计	1,896	2,111	3,323	5,080
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,886	1,916	1,907	1,887
无形资产	54	72	77	84
非流动资产合计	3,148	3,087	3,013	2,941
资产合计	5,045	5,199	6,337	8,021
短期借款	1,087	1,087	1,087	1,087
应付账款及票据	1,026	1,124	1,466	1,962
其他流动负债	659	643	1,342	1,549
流动负债合计	2,772	2,854	3,895	4,598
长期借款	274	274	274	274
其他长期负债	95	95	95	95
非流动负债合计	369	369	369	369
负债合计	3,141	3,223	4,264	4,967
股本	400	400	400	400
少数股东权益	-1	0	0	0
股东权益合计	1,904	1,976	2,073	3,055
负债和股东权益合计	5,045	5,199	6,337	8,021

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-35.66	41.49	65.25	47.54
EBIT 增长率	-455.27	162.72	258.78	59.31
净利润增长率	-2922.02	114.65	549.70	112.32
盈利能力 (%)				
毛利率	12.41	32.19	46.47	51.45
净利润率	-30.74	3.18	12.48	17.98
总资产收益率 ROA	-9.64	1.37	7.30	12.24
净资产收益率 ROE	-25.52	3.60	22.32	32.15
偿债能力				
流动比率	0.68	0.74	0.85	1.10
速动比率	0.44	0.52	0.64	0.83
现金比率	0.12	0.07	0.12	0.19
资产负债率 (%)	62.26	61.99	67.29	61.92
经营效率				
应收账款周转天数	144.10	166.34	163.19	157.88
存货周转天数	115.27	107.96	105.07	109.44
总资产周转率	0.31	0.43	0.58	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	-1.22	0.18	1.16	2.46
每股净资产	4.76	4.94	5.18	7.64
每股经营现金流	0.54	0.25	0.77	1.82
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-14	97	15	7
PB	1.9	3.5	3.3	2.3
EV/EBITDA	-31.92	18.19	7.05	4.52
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	-487	71	463	983
折旧和摊销	245	203	240	251
营运资金变动	353	-290	-507	-618
经营活动现金流	218	101	310	730
资本开支	-334	-139	-165	-177
投资	-118	-2	-70	-45
投资活动现金流	-429	-140	-233	-220
股权募资	0	0	0	0
债务募资	264	0	0	0
筹资活动现金流	198	-93	-459	-93
现金净流量	-32	-132	-382	418

插图目录

图 1：公司历史沿革	3
图 2：公司三大业务	4
图 3：中曼石油一体化服务（大包）模式	4
图 4：公司营收结构（%）	5
图 5：公司主营业务毛利润结构（%）	5
图 6：公司营收及增速	5
图 7：公司归母净利润及增速	5
图 8：公司主要业务毛利率变化情况（%）	6
图 9：公司期间费用率变化情况（%）	6
图 10：中曼石油股权结构	6
图 11：欧佩克原油产量	7
图 12：美国 DUC 井数量	8
图 13：原油期货价格（美元/桶）	9
图 14：油价与上游资本开支强相关	10
图 15：2020-2021 年大型石油公司 2021 年资本开支情况	11
图 16：石油公司上游资本开支情况（按石油公司种类划分）	11
图 17：前五大钻井服务公司收入情况	12
图 18：2021-2030E 油气钻井服务开支情况	12
图 19：2021-2030 年全球钻井、完井数量（口）	13
图 20：北美页岩油未来供给预测（百万桶/天）	13
图 21：2021-2030E 原油上游新增资本开支预测（十亿美元）	14
图 22：2021-2045 石油投资去向分布预测（%）	14
图 23：2021-2045 世界石油供给增长的构成预测（百万桶/天）	15
图 24：中东活跃钻机数量（口）	15
图 25：亚太地区活跃钻机数量（口）	15
图 26：世界活跃钻机数量（口）	16
图 27：我国油气行业改革的主要措施	18
图 28：新疆温宿区块示意图	19
图 29：坚戈区块示意图	21
图 30：温 7 区块产能释放节奏	22
图 31：温北油田产量预测图	23

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：同行业公司毛利率对比（单位：%）	6
表 2：三大组织 2022 年原油供给预测	8
表 3：三大组织 2022 年原油需求量预测	9
表 4：中曼石油合同签订情况对比（单位：亿元）	16
表 5：中曼石油近两年与大客户的合同签订情况	17
表 6：中曼石油近两年新增订单情况	17
表 7：中曼石油三大石油勘探开发项目详情	18
表 8：温北油田温 7 区块储量	19
表 9：温北油田红 11 区块探油探气情况	20
表 10：公司温宿产油量情况	21
表 11：温 7 区块与红 11 区块产量对比	22
表 12：温 7 区块重点事件时间点	22
表 13：中国石油企业开采成本对比	23
表 14：公司原油销量预测	25
表 15：公司收入拆分及毛利率（单位：百万元/%）	25

表 16：可比公司 PE 数据对比	26
公司财务报表数据预测汇总	28

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001