



超配

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn



相关研究

1. 配置正当时：油价与石化化工板块反弹条件——石化化工行业周报（2023/01/30-2023/02/05）

2. 中阿专题深度：盘点沙特及阿联酋石油工业——周期及资源品研究专题系列5

3. 2023年石油石化行业投资策略：国际能源新格局，油服行业起征程

不一样的周期：风云会合，油服乘势而上

——石油石化行业深度报告

投资要点：

- **油服行业历史复盘：**油价可以作为判断趋势拐点的信号指标，但不能决定股价表现。油价对于股票的影响，在于预期未来油服行业景气度的变化，可作为信号指标，股价更看重业绩的持续性。由于油价本身影响因素复杂，行业资本开支滞后于油价，公司业绩滞后于资本开支，当业绩兑现时仍需要考虑到当期及未来的油价判断，因此历史上周期波动较大。
- **对于油价而言，目前看法：**多因素影响下预计2023年原油价格维持区间震荡，预计布伦特原油现货价格或在60-90美元/桶区间运行。相较历史油价走势而言，油价中枢提升，油价处较高位将直接提高油公司收入和利润，进而影响油公司的资本开支计划，一定程度上保障了未来油服行业的景气度。
- **长期业绩拐点已现：**一方面是自2020年油价上涨以来，油服公司工作量、订单数均有显著提升，当前业绩拐点已出现，股价有望迎来反弹；另一方面行业低谷时期，国内油服公司均发生内生性改善，不断降本增效、轻资产化，技术和装备领先支撑高质量发展以及开拓海外市场布局新机遇，叠加国内能源对外依存度不断加大下增储上产政策力度不减，未来即使油价未出现大幅上升，业绩表现也有望较历史同样油价水平下更优异。
- **不一样的周期，重塑估值逻辑：**与历史上的油服行业周期波动大属性不同，我们认为油服行业将进入长期景气上行空间。除PE、PB估值外，油服行业估值还要参考在手订单情况，考虑到行业格局向好，我们对油服行业市销率进行复盘估值。当前国内油服公司整体估值均处历史低位，保持在1X-3X之间，其中海油工程自2022年以来市销率已低于国外油服行业平均值。与历史上油服的阶段性表现不同，我们认为油服行业进入长期价值修复空间，主要有：1）石油的需求增长带来新的资本开支，2）老旧油田增产需要新的投入，3）技术进步放缓、开发成本增加等。
- **投资标的推荐：**1）整体估值明显低位，提升空间巨大的公司；2）海外市场潜力较大的公司；3）技术处国际先进水平的公司，如海油工程、中海油服、中曼石油、杰瑞股份等。
- **风险提示：**国际能源价格产生剧烈波动，抑制国际上游资本开支，并传导至国内影响企业盈利水平；国内通胀高企，劳动参与率下降，国内生产成本不断攀升。

推荐标的估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	EPS 摊薄 (元)			PE		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600583.SH	海油工程	297.12	0.08	0.31	0.37	55.12	21.62	18.07
601808.SH	中海油服	602.10	0.07	0.61	0.77	228.54	25.85	20.52
603619.SH	中曼石油	76.40	0.17	1.31	2.08	90.65	14.56	9.16
002353.SZ	杰瑞股份	317.74	1.66	2.14	2.67	24.16	14.48	11.59

资料来源：东海证券研究所，截止至2023年2月24日，盈利及估值预测采用Wind一致预期

正文目录

1. 油服行业重点公司复盘	6
1.1. 油服行业概述	6
1.2. 股价整体随市场波动，部分时期走出独立行情	7
1.2.1. 国有综合类油服公司：中海油服股价复盘	7
1.2.2. 国有工程类油服公司：海油工程股价复盘	8
1.2.3. 民营设备类油服公司：杰瑞股份股价复盘	9
1.3. 行业股价表现受油价与业绩双重驱动	10
1.3.1. 股价表现受国际油价波动影响	10
1.3.2. 业绩影响或造就股价表现与油价波动相背离	11
1.4. PS 处历史低点，望迎上涨行情	12
2. 油价中枢提升，油服行业复苏可期	15
2.1. 2021 年以来油气价格高位运行	15
2.2. 油价区间震荡，均价中枢提升	18
2.3. 上游资本开支回升，行业复苏积极可期	22
3. 成本领先、技术驱动巩固油服业绩持续性	25
3.1. 景气回暖，显现业绩改善初迹象	25
3.2. 降本增效，树立领先竞争强优势	30
3.3. 技术进步，把握持续发展高质量	33
3.3.1. 中海油服：打破技术封锁，进击全球龙头	34
3.3.2. 海油工程：匠心锻造重器，实力跻身一流	36
3.3.3. 民营油服公司：科技开创时代，优势成就未来	41
4. 国内政策支持叠加海外合作深化，油服行业迎来布局新机遇	42
4.1. 能源安全问题提升增储上产重视度	42
4.2. 国际能源合作推进高质发展新阶段	45
4.2.1. 国有油服公司稳步推进海外业务	46
4.2.2. 民营油服公司不断开拓海外市场	49
5. 小结	50
6. 风险提示	51

图表目录

图 1 油服行业上下游	6
图 2 国际油服行业五大板块占比	6
图 3 国内油服行业各板块主要企业	6
图 4 国际油服行业竞争格局较为集中	7
图 5 国内油服行业国企占据优势	7
图 6 中海油服股价和市值	8
图 7 海油工程股价和市值	9
图 8 杰瑞股份股价和市值	9
图 9 中海油服与海油工程相对收益变化与油价波动情况	10
图 10 中海油服单季度股价表现与油价波动	11
图 11 海油工程单季度股价表现与油价波动	11
图 12 国外油服公司 ROE 与股价变动关系复盘 (单位: %, 美元, 美元/桶)	12
图 13 国内油服公司 ROE 与股价变动关系复盘 (单位: %, 元, 美元/桶)	12
图 14 国际主要油服公司市销率	13
图 15 国内主要油服公司市销率	14
图 16 当前我国油服公司市销率均处近十二年历史低位	14
图 17 Brent 油价走势经历六个阶段	16
图 18 2021 年以来国际油价震荡上行	17
图 19 IPE 英国天然气价格 (美元/百万英热—换算)	17
图 20 亨利中心交割天然气现货价格 (美元/百万英热)	17
图 21 自 3 月以来美联储已连续八次加息	18
图 22 欧美 PMI 值连续下滑至今	18
图 23 GDP 与原油价格呈高度正相关	18
图 24 俄罗斯原油出口超预期	19
图 25 近期美国原油库存持续上行	19
图 26 主要 OPEC 产油国的原油产量变化 (百万桶/天)	19
图 27 OPEC 剩余产能	19
图 28 全球石油供需	20
图 29 EIA 油价预测	22
图 30 全球油气上游勘探开发投资逐渐回升	23
图 31 长期与石油相关上游投资需求为 9.5 万亿美元	23
图 32 长期看全球上游资本开支增长趋于稳定	23
图 33 IEA 预测全球上游油气投资	23
图 34 国际主要石油公司上游 E&P 有望反弹	24
图 35 三桶油加大勘探开发资本开支	24
图 36 美国原油产量自 2022 年下半年以来基本稳定	24
图 37 美国钻机数量增长提升缓慢	24
图 38 美国 DUC 数量创历史新低 (个)	25
图 39 美国原油库存及战略石油储备库存达历史低点	25
图 40 2020 年 Rystad 表示石油生产成本降低	25
图 41 2021 年标普全球表示盈亏平衡价格下降	25
图 42 主要油服公司各年新增订单 (亿元)	27
图 43 主要油服公司各年在手订单 (亿元)	27
图 44 斯伦贝谢业绩表现与油价关系	28
图 45 哈里伯顿业绩表现与油价关系	28
图 46 中海油服业绩表现与油价关系	28

图 47 中曼石油业绩表现与油价关系	28
图 48 海油工程业绩表现与油价关系	29
图 49 杰瑞股份业绩表现与油价关系	29
图 50 主要油服公司各年营业收入同比增速 (%)	30
图 51 主要油服公司各年净利率 (%)	30
图 52 上游成本指数 UICI (顶部) 和上游页岩成本指数 USICI (底部)	30
图 53 上游成本增长主要来自于原材料	30
图 54 美国生产者成本指数 (2010 年 1 月=100)	31
图 55 近一半的资本开支增长与更高的成本有关	31
图 56 中海油服成本构成及同比增速 (亿元, %)	31
图 57 中曼石油成本构成及同比增速 (亿元, %)	31
图 58 海油工程成本构成及同比增速 (亿元, %)	32
图 59 杰瑞股份成本构成及同比增速 (亿元, %)	32
图 60 国内油服公司坚持向轻资产转移 (%)	32
图 61 国内油服公司研发支出 (亿元)	33
图 62 中海油服钻井平台梯队完整	34
图 63 中海油服自升式、半潜式钻井平台规模均行业第一	34
图 64 Welleader 旋转导向系统	36
图 65 Drilog®随钻测井系统	36
图 66 海油工程拥有 EPCI 全产业链	37
图 67 海油工程海洋工程制造基地	37
图 68 “深海一号”能源站	38
图 69 “海基一号”导管架	38
图 70 加拿大 LNG 项目	39
图 71 香港 LNG 项目	39
图 72 中国建造的最大圆筒形 FPSO	39
图 73 亚洲首艘圆筒形 FPSO 建造再提速	39
图 74 LNG 储罐自动焊接技术应用于唐山 LNG 项目	40
图 75 超深水钢悬链线立管安装技术	40
图 76 渤中 29-6 在天津智能化制造基地点火开工	41
图 77 曹妃甸 6-4 项目成功投产	41
图 78 2022 年国内原油产量仍未突破 2 亿吨	42
图 79 我国原油依存度仍保持高位	42
图 80 我国天然气依存度不断上升	42
图 81 我国原油最大进口国为沙特阿拉伯	43
图 82 我国天然气主要进口来源国	43
图 83 “七年行动计划”下三桶油产量及储量变化	45
图 84 各油服公司海外营收占比呈复苏态势	45
图 85 各油服公司海外业务毛利率逐渐回升	45
图 86 中海油服业务覆盖区域广泛	47
图 87 中海油服不断开拓海外市场	47
图 88 海油工程海外市场承揽额有望稳步提升	48
图 89 FPSOP70 超级储油卸油轮	48
图 90 加拿大 LNG 项目首次实现一体化建造	48
图 91 中曼石油被哈利伯顿评为“最佳示范钻井队”	50
图 92 惠博普巴基斯坦 NASHPA1247 项目	50

推荐标的估值表	1
表 1 相对收益整体受到国际油价的波动影响明显	10
表 2 相对收益相较油价有时趋势并不完全一致	11
表 3 以国外 PS 为基准进行国内油服公司股价预测	15
表 4 以国内 PS 为基准进行国内油服公司股价预测	15
表 5 2022 年 OPEC 历次部长级会议重要协议	20
表 6 OPEC 长周期石油需求预测 (百万桶/天)	21
表 7 EIA 原油供需缺口预测 (万桶/日)	21
表 8 OPEC 预测 2022 年及 2023 年石油供需情况 (万桶/日)	21
表 9 原油价格受多因素影响	22
表 10 国际主要石油公司 2023 年资本开支计划 (单位: 亿美元)	24
表 11 2021A 及 2022H1 油服行业各项业务业绩水平: 上 (亿元)	26
表 12 2021A 及 2022H1 油服行业各项业务业绩水平: 下 (亿元)	26
表 13 2021A 及 2022H1 主要油服公司工作量情况	27
表 14 油服行业业绩滞后油价波动时间总览	29
表 15 油服公司的资产减值损失占营业收入比重 (%)	33
表 16 国内油服公司对外分包需求降低	33
表 17 中海油服各业务市场占有率排名上升	34
表 18 中海油服技术转化成果显著	34
表 19 中海油服 2021 年钻井平台取得成果	35
表 20 2021 年中海油服油技服务践行技术发展	35
表 21 2021 年中海油服船舶服务及物探采集和工程勘察服务取得成就	36
表 22 海油工程近三年主要研发情况	37
表 23 海油工程深水项目不断取得突破	38
表 24 海油工程 LNG 项目建设扎实推进	38
表 25 海油工程 FPSO 项目实施情况	39
表 26 海油工程 2021 年核心技术屡获突破	40
表 27 近年来保障能源安全相关政策或事件	43
表 28 中石油、中海油“七年行动计划”对应规划目标	44
表 29 自 2021 年以来国内油服在中东地区的主要项目	46
表 30 中海油服近年来主要海外合作项目	47
表 31 杰瑞股份为国家“一带一路”战略的落地、国际合作的持续加深助力	49
表 32 推荐标的估值表	51

1.油服行业重点公司复盘

1.1.油服行业概述

油服行业全称为油田技术服务和装备行业。是指以油田为主要业务场所，为油气资源从勘探到开采的所有环节提供工程技术支持和解决方案的生产性服务行业，包括物探、钻井、测井、录井、固井、完井、井下作业、工程和环保服务、开采油气、修井和增产等一系列技术服务，以及相关的装备、器材制造等业务。油田服务行业上游主要包括船舶、泵阀、仪器仪表等设备提供商；下游主要是石油天然气公司。

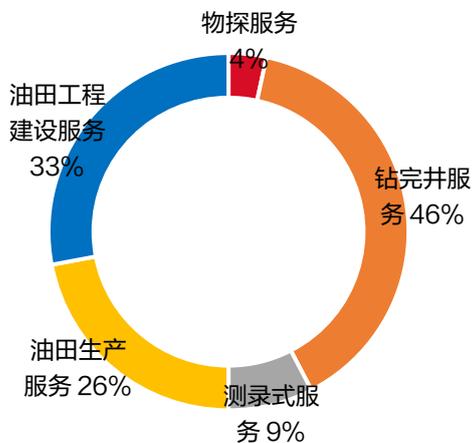
图1 油服行业上下游



资料来源：各公司网站，东海证券研究所

油服行业产业链可分为物探、钻完井、测录井、油田生产服务和油田工程建设等五大服务板块。其中物探、钻完井和测录井是采油工程的开端环节，主业务为寻找油气、证实油气存在以及提供钻井信息服务；油田生产服务指采油环节，借助前期获取的信息进行油气开采；油田工程建设为后期环节，从事油气生产后续的平台建造、管道铺设等总包工程以及生产环节中的安装、维护拆除工作。钻完井在油服市场中占比始终最高，保持在40%以上，物探服务占比最低，约为4%。

图2 国际油服行业五大板块占比



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图3 国内油服行业各板块主要企业

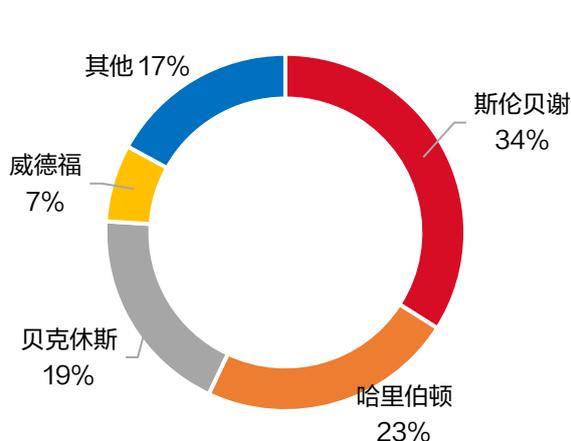
物探	钻井完井	测井录井	生产服务	油田工程
潜能恒信		杰瑞股份		如通股份
		石化油服		博迈科
		中海油服		石化机械
东方物探		神开股份		海油工程
五大钻探公司				
川庆钻探	宝石机械	中油测井		中油工程
恒泰艾普	石化机械	海默科技		惠博普
宝莫股份	中曼石油	吉艾科技		
	贝肯能源			
	通源石油			

资料来源：华经产业研究院，东海证券研究所

全球油服市场较为集中。全球油服行业约有 50% 以上市场份额，长期被四大油服公司斯伦贝谢（SLB）、哈利伯顿（HAL）、贝克休斯（BHI）和威德福（WTF）占据。其具有强大的资金实力、先进的技术装备等竞争优势和壁垒。其他中小油服公司主要依靠地缘优势、成本优势和特色技术优势等抢占部分市场份额，在细分市场领域占据一定的空间。

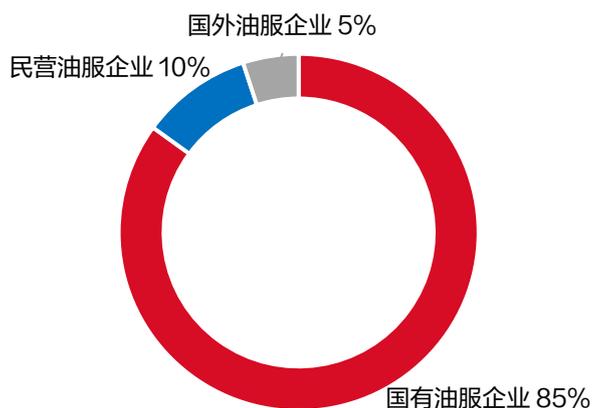
国内油服行业国企占据更多优势。中国石油开采领域的主要参与者为中国石油、中国石化和中国海油三大公司，特别是在传统油气田区域，国有企业表现出高度集中的特征。以“三桶油”旗下油服板块为主的综合性国有油服公司在我国合计市占率达到 85%，提供综合一体化钻井技术服务的民营油服公司，如中曼石油、杰瑞股份、贝肯能源等，以及在油服各细分领域提供专业化配套服务的中小油服公司，如通源石油、潜能恒信、惠博普等在我国市占率为 10%，其余为国外油服公司。

图4 国际油服行业竞争格局较为集中



资料来源：华经产业研究院，东海证券研究所

图5 国内油服行业国企占据优势



资料来源：华经产业研究院，东海证券研究所

1.2. 股价整体随市场波动，部分时期走出独立行情

考虑到上市时长、产业链位置及公司地位等因素，我们选取中海油旗下两家上市的油服公司：中海油服和海油工程，及民企杰瑞股份进行上市至今股价复盘。其中中海油服为**国有综合类油服公司**；海油工程为**国有工程类油服公司**；杰瑞股份为**民营设备类油服公司**，均为行业代表公司。

1.2.1. 国有综合类油服公司：中海油服股价复盘

中海油服占据中国近海油田技术服务市场大部分份额。中海油服在 2002 年 11 月发行 H 股上市，并于 2007 年 9 月 28 日登陆 A 股，主营业务涉及石油及天然气勘探、开发及生产的各个阶段，主要分为钻井服务、油田技术服务、船舶服务、物探勘察服务四大板块。公司在市场上具有较强的竞争能力，固井、泥浆等服务在中国近海拥有绝对市场优势，可服务于整个中国海域的油田服务市场。截至 2022 年第三季度公司股本为 47.7 亿股，其中中海油持股比例为 50.53%。

公司上市首日的股价为 34.61 元，市值为 1447.27 亿元，自 2007 年 9 月公开发行 A 股上市于 10 月 12 日创股价历史最高点 43.89 元（YoY+26.8%），市值达 1820.51 亿元。自上市以来有三次随市场走高，2008 年 10 月股价从 7.69 元上升至 2009 年 7 月 16.91 元（YoY+120%），对应市值自 312.56 亿元升至 703.29 亿元；在 2014 年 5 月至 2015 年 6 月期间，公司股价从 14.59 元升至 29.01 元（YoY+99%），市值从 731 亿元升至 1119.97

亿元;自2020年11月至2021年2月,公司股价从10.23元上升至19.91元(YoY+95%),市值从381.28亿元升至750.00亿元。

2010年、2013年、2019年中海油服相较市场明显走出独立行情,股价分别上涨152%、84%、134%,股价表现良好。**2022年下半年**也明显跑赢市场,市值重回600亿元以上。股价最高涨至18.79元,对应市值720.31亿元。当前股价为15.71元(2023年2月24日),2023年初至今股价跌幅4.76%。

图6 中海油服股价和市值



资料来源: Wind, 东海证券研究所, 截止至2023年2月17日

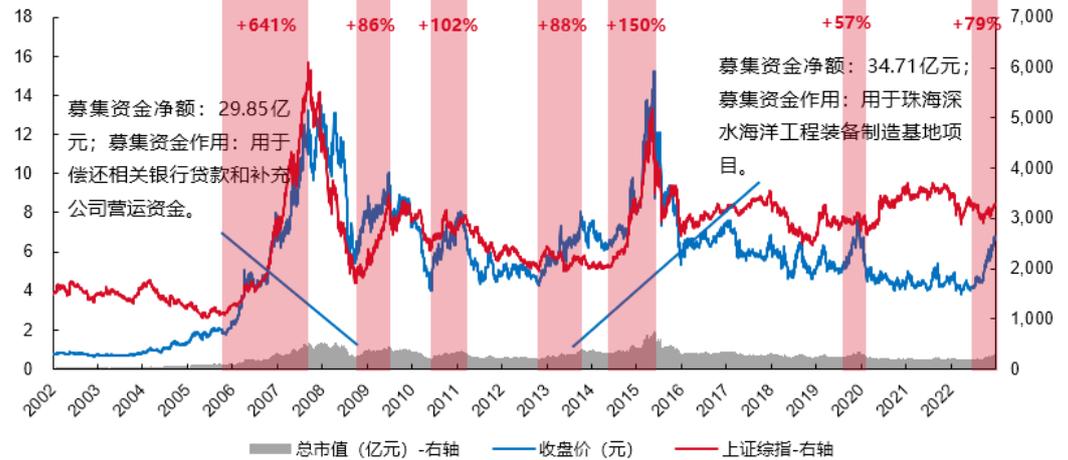
1.2.2. 国有工程类油服公司: 海油工程股价复盘

海油工程是中国唯一一家集海洋石油、天然气开发工程和液化天然气工程于一体的大型工程总承包公司。海油工程于2002年2月公开发行A股上市,主营业务包括为海洋油气资源开发提供设计、陆地制造和海上安装、调试、维修等专业工程和技术服务,是亚太地区领先的海洋油气工程EPCI(设计、采办、建造、安装)总承包商。截至2022年第三季度公司股本为44.2亿股,其中中海油持股比例为48.36%。

公司上市首日的股价为0.75元,市值为38.90亿元,自上市以来于2015年6月创股价历史最高点15.25元(YoY+1933%),市值达755.61亿元,上涨近20倍。自上市以来有三次随市场走高,自2005年12月至2007年10月,股价从1.79元上升至13.26元(YoY+641%),对应市值自89.65亿元至532.22亿元;在2008年10月至2009年7月期间,公司股价从5.41元升至10.08元(YoY+86%),市值从216.69亿元升至456.36亿元;自2014年5月至2015年6月,公司股价从6.11元上升至15.25元(YoY+150%),市值从311.26亿元升至755.61亿元。

同样在**2010年、2013年、2019年海油工程**明显跑赢市场,股价分别上涨102%、88%、57%。**2022年第二季度**起受行业景气度回升影响,股价从低点3.81元持续上涨至7.04元(YoY+84.78%),2023年初至今(2023年2月24日)股价上涨达10.87%,市值已接近300亿元。

图7 海油工程股价和市值



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2023 年 2 月 17 日

1.2.3. 民营设备类油服公司：杰瑞股份股价复盘

杰瑞股份是我国领先的油气田设备和技术工程服务提供商。杰瑞股份于 2010 年 2 月 5 日公开发行 A 股上市，从事的主要业务为油气田设备、技术工程服务及油田开发，大部分产品线均处于油气行业上、中游市场。截至 2022 年第三季度公司股本为 10.27 亿股，其中孙伟杰为最大股东，持股比例 19.01%。

杰瑞股份整体股价波动较大，相对国有油服公司股价随市场波动不明显。公司上市首日的股价为 8.13 元，市值为 77.13 亿元，自上市以来于 2021 年 2 月创股价历史最高点 56.08 元（YoY+590%），市值达 542.15 亿元。自上市以来有三次长期走高，分别为自上市首日至 2014 年 1 月，股价从 8.13 元上升至 53.4 元（YoY+590%），对应市值自 77.13 亿元至 497.23 亿元；自 2017 年 12 月至 2020 年 2 月期间，公司股价从 12.09 元升至 41.00 元（YoY+150%），市值增长 146%；自 2020 年 3 月至 2021 年 2 月，股价从 21.26 元升至 56.08 元（YoY+167%），市值突破 500 亿元。此后自 2021 年起处震荡状态，2021 年 4-9 月股价上涨 249%，2022 年 4-6 月股价上涨 188%。近期股价于 2022 年底呈回升态势，自 2023 年初至今（2023 年 2 月 24 日）股价涨幅 10.85%。

图8 杰瑞股份股价和市值



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2023 年 2 月 17 日

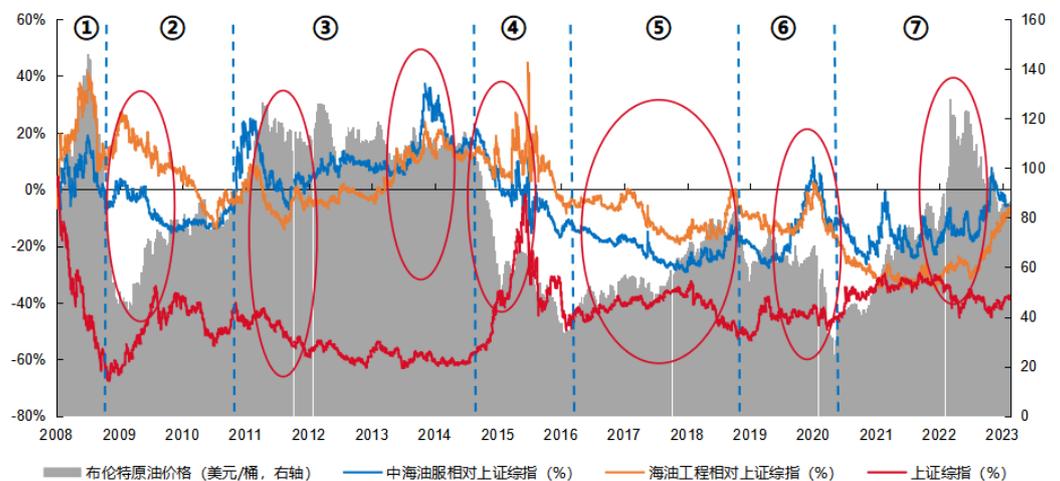
1.3.行业股价表现受油价与业绩双重驱动

中海油服与海油工程均为中国海洋石油集团旗下上市公司，处行业龙头地位，且中海油服产业链所处位置偏前端，主业集中在勘探和开发环节；海油工程产业链所处位置偏后端，主业集中在油田工程等工作。故选取中海油服和海油工程以相对收益衡量股价表现，基准日期定为 2008 年 1 月 2 日进行股价表现驱动力复盘。

1.3.1.股价表现受国际油价波动影响

中海油服和海油工程的相对收益受到国际油价的波动影响明显。例如 2008 年-2010 年、2014 年-2016 年以及 2018 年-2020 年国际油价出现暴跌导致中海油服和海油工程相对收益下行甚至股价跑输市场；2010 年下半年-2014 年国际油价回到高位时，中海油服和海油工程获得明显且持续相对收益。

图9 中海油服与海油工程相对收益变化与油价波动情况



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2023 年 2 月 17 日

表1 相对收益整体受到国际油价的波动影响明显

阶段	日期	股价及相对收益表现
①	2008 年 1-7 月	油价高涨，但股市伴随全球金融危机爆发暴跌，期间中海油服和海油工程都有相对收益
②	2008 年 8 月至 2010 年 8 月	油价剧降后保持低位，期间中海油服无相对收益，海油工程相对收益逐渐下降至负数
③	2010 年 9 月至 2014 年 6 月	油价回到高位，行业景气度保持高涨，期间中海油服和海油工程开始获得明显而持续的相对收益
④	2014 年 7 月至 2016 年 2 月	油价下跌并不断创下新低，期间虽然股价随着市场走高，但是中海油服和海油工程相对收益均逐步下降
⑤	2016 年 2 月至 2018 年 10 月	油价暴跌后逐渐回升，行业景气度有修复趋势，但改善缓慢，中海油服和海油工程相对收益缓慢向好
⑥	2018 年 11 月至 2020 年 4 月	油价震动下跌，中海油服和海油工程相对收益再次下行，于 2019 年 Q4 有短暂相对收益但未能持续
⑦	2020 年 5 月至 2022 年 12 月	油价逐渐恢复高位，中海油服和海油工程相对收益存在缓慢改善趋势

资料来源：东海证券研究所

油价可以作为判断趋势拐点的信号指标，但不能决定股价表现。油价对于股票的影响，在于预期未来油服行业景气度的变化，可作为信号指标，但有时股价表现与油价波动趋势并不完全一致。

表2 相对收益相较油价有时趋势并不完全一致

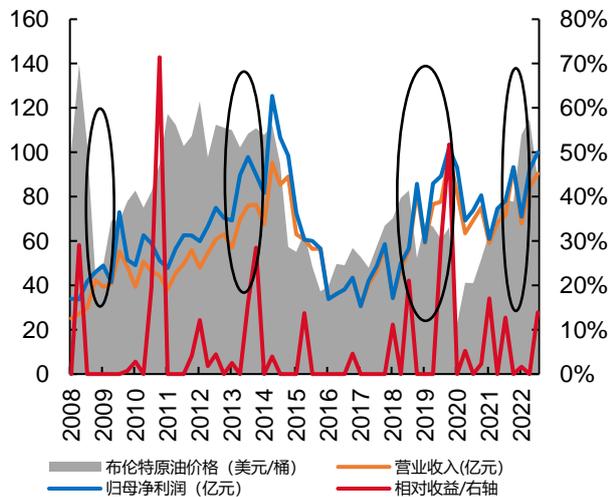
日期	股价及相对收益表现
2008年10月-2009年2月	油价剧降，但中海油服和海油工程相对收益随市场走高
2011年3月-2011年8月	油价居于高位，但中海油服和海油工程相对收益随市场走低，且呈现负值
2013年7月-2013年12月	油价高位稳定，但中海油服和海油工程相对收益有较大幅度上升
2016年-2018年	油价从底部反弹时期并未出现相对收益
2019年7月-2020年1月	油价震动下跌，但中海油服和海油工程出现短暂相对收益
2022年	油价恢复高位，但海油服和海油工程未出现相对收益

资料来源：东海证券研究所

1.3.2. 业绩影响或造就股价表现与油价波动相背离

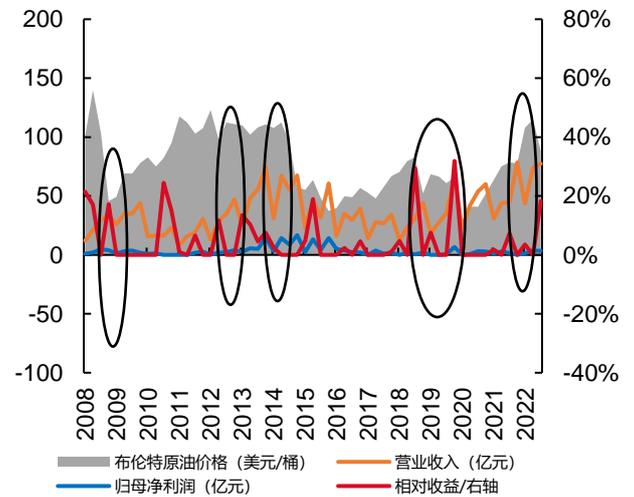
从单季度的相对收益角度，业绩影响使得股价表现与油价波动背离。中海油服和海油工程在2008年Q4、2013年Q3-Q4、2019年Q3-Q4以及2022年Q3期间，在油价下跌或无明显波动保持平稳时，股价都因受益于两家公司业绩改善的预期出现明显的单季度相对收益。同时海油工程于2012年Q2在油价下跌、行业景气走弱时由于业绩改善出现相对收益的改善，以及于2014年Q2在油价平稳时由于业绩低迷导致相对收益不断下降。

图10 中海油服单季度股价表现与油价波动



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至2022Q3

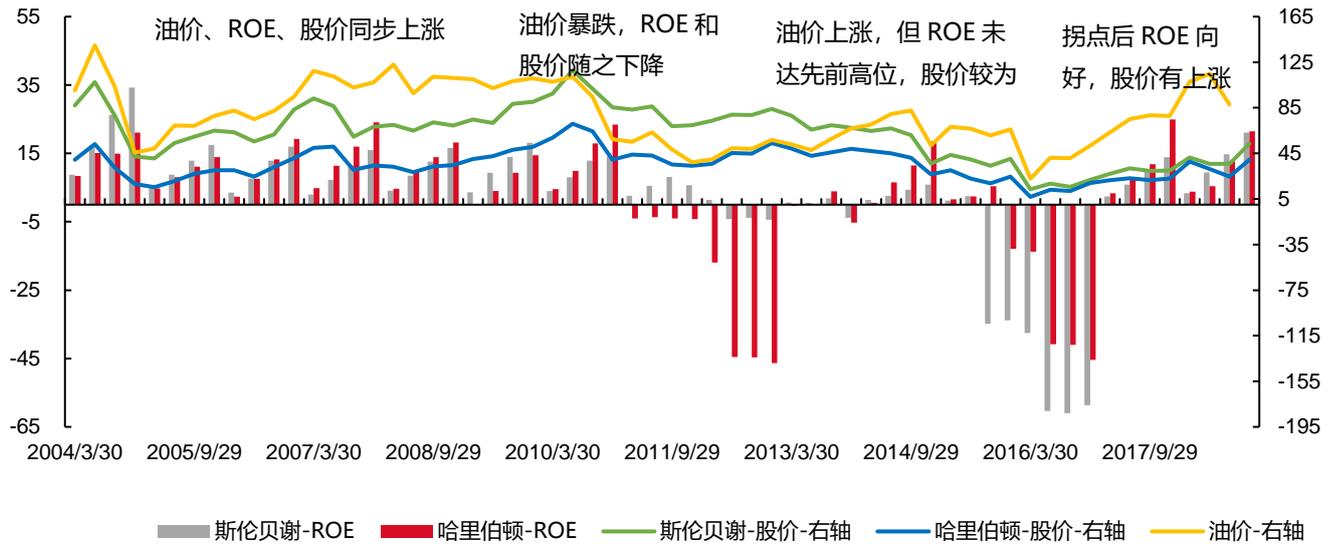
图11 海油工程单季度股价表现与油价波动



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至2022Q3

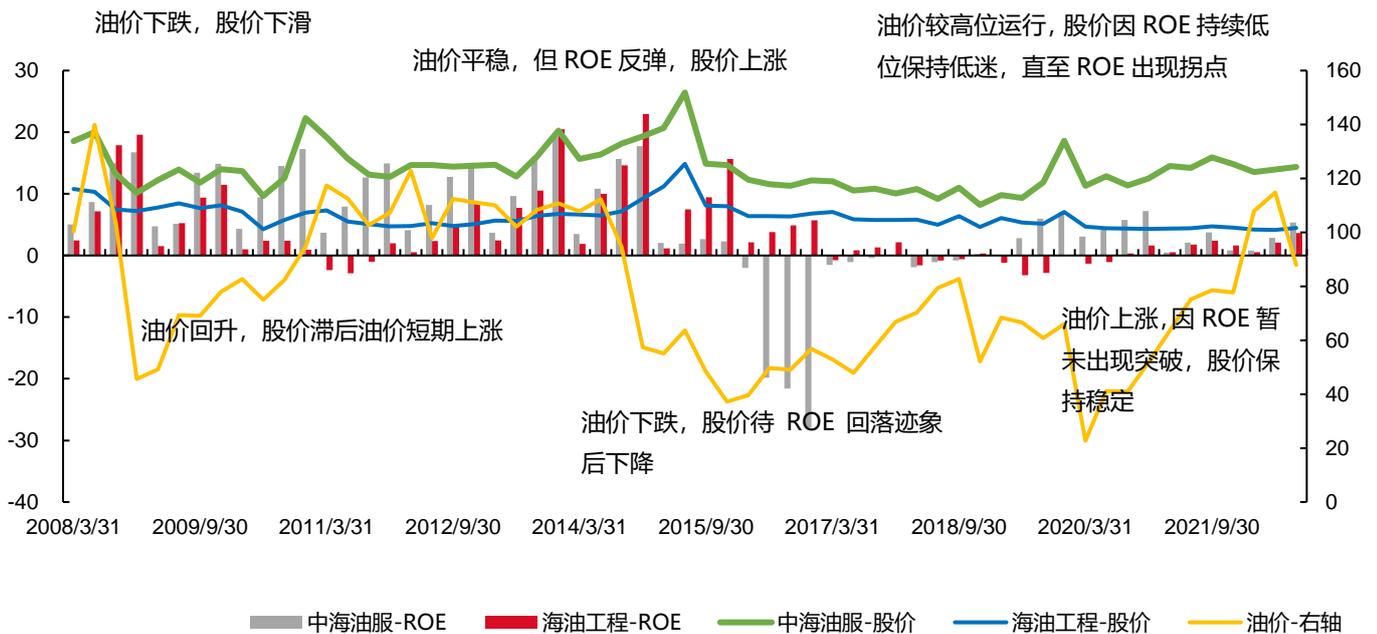
油价上涨需待业绩拐点确认。我国油服公司盈利能力存在明显的周期性规律，复盘国内外油服公司ROE与股价变动关系，油服公司股价表现受油价主导，同时持续的股价表现离不开公司业绩支撑：当油价出现趋势性下跌，由于预期业绩进入下滑期，股价往往很快开始跑输市场；公司业绩进入下滑期后，股价往往在复苏拐点确认之后迎来反弹。例如2012-2015年以及2017-2020年，油价维持高位运行，但股价直至ROE拐点出现开始反弹。当前油价处较高位置，由于业绩传导具有时滞性，截至2022年Q3国外油服公司股价已出现上涨迹象，我国油服公司因ROE暂未出现突破，股价保持平缓，待业绩进一步落地股价可期有较大程度涨幅。

图12 国外油服公司 ROE 与股价变动关系复盘 (单位: %, 美元, 美元/桶)



资料来源: Wind, 东海证券研究所, 截止至 2022Q3

图13 国内油服公司 ROE 与股价变动关系复盘 (单位: %, 元, 美元/桶)



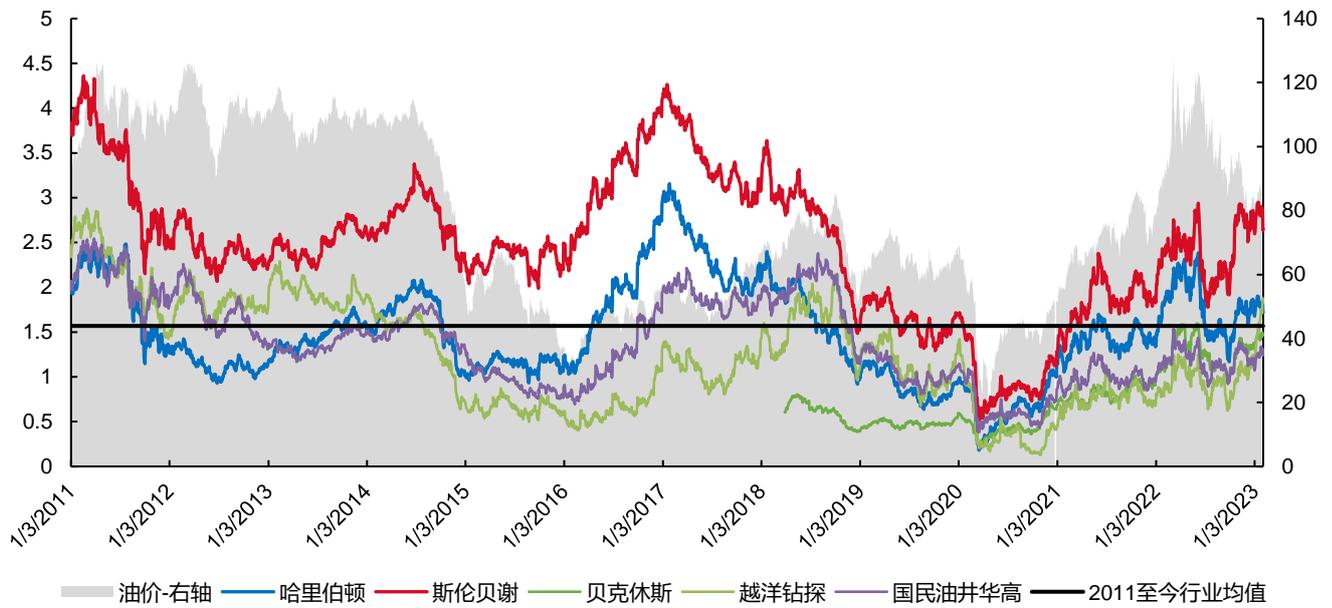
资料来源: Wind, 东海证券研究所, 截止至 2022Q3

1.4.PS 处历史低点，望迎上涨行情

选取市销率 (PS) 对油服公司进行估值。收入可以有效评估企业经营前景，对于主营业务相对稳定的油服行业，订单及订单落地带来的收入很大程度决定企业的业绩及价值，因此市销率能较好体现油服公司的估值水平。加之国内外油服公司受国际油价影响明显，当油价暴跌或低位运行时，石油公司投资变化直接波及油服公司市场开拓及项目运营，导致油服行业净利润常呈现波动甚至出现亏损情形，对于发生亏损企业市销率可以计算出一个有意义的价值乘数。综上，选取市销率对油服公司进行估值。

国际主要油服公司市销率呈周期性波动。我们选取国际油服市场主要参与者，包括斯伦贝谢、贝克休斯、哈里伯顿、越洋钻探和国民油井华高进行自 2011 年起的市销率复盘。国际主要油服公司周期波动性较为明显，受国际油价以及行业供需影响分别于 2011-2014 年、2014-2017 年以及 2017-至今呈现三个“深 V 形”波段，五家油服公司市销率均处 0.2X-4.3X 之间，2011 至今行业市销率平均值为 1.57X。2020 年以来各国际油服公司市销率表现上升态势，当前贝克休斯、国民油井华高市销率与行业平均值相比偏低，越洋钻探及哈里伯顿略高于行业平均值，斯伦贝谢 PS 最高，已超出 2.5X，与其行业龙头地位相关。

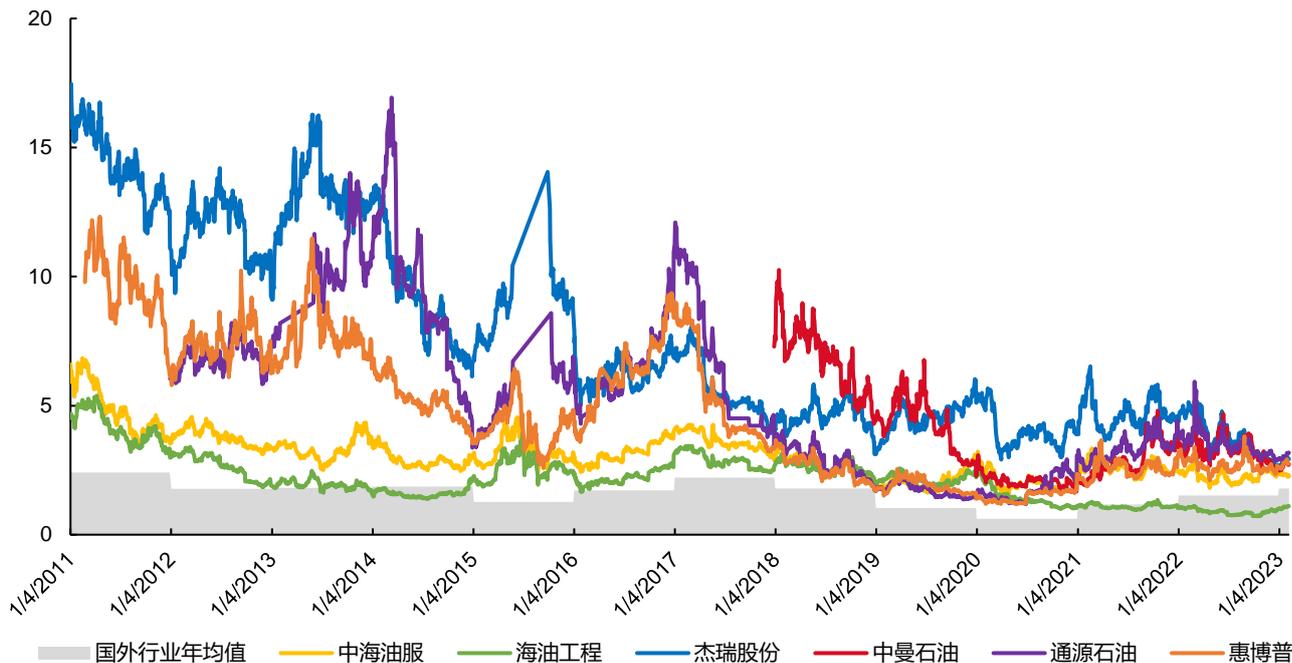
图14 国际主要油服公司市销率



资料来源：彭博，东海证券研究所，截止至 2023 年 2 月 17 日

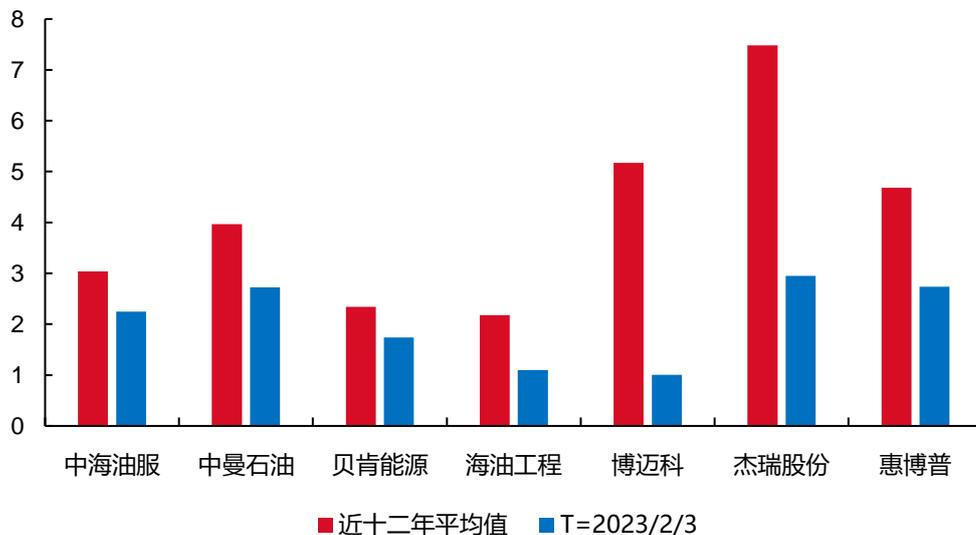
国内主要油服公司近年市销率趋于稳定。我们分别考察国有油服公司：中海油服、海油工程及民营油服公司杰瑞股份、中曼石油、惠博普、通源石油 2011 年起市销率的变动情况。国有油服公司相对民营市销率更为平缓，自 2019 年以来各油服公司市销率均趋于稳定，当前保持在 1X-3X 之间，处近十二年历史低位，其中海油工程自 2022 年以来市销率已低于国外行业平均值。

图15 国内主要油服公司市销率



资料来源：彭博，东海证券研究所，截止至 2023 年 2 月 17 日

图16 当前我国油服公司市销率均处近十二年历史低位



资料来源：彭博，东海证券研究所，截止至 2023 年 2 月 17 日

国内油服公司股价提升空间巨大。国内油服公司市销率相较国外五家油服巨头公司始终处于较高位置，因此以国外 PS 为基准进行估值较为保守。若按国外行业 2023 年至今 PS 平均值 1.79X 进行估值，在该目标市销率处较低水平背景下，海油工程市值将达 500 亿元以上，股价较当前有 71.66%的空间；若以国外行业 2022 年 PS 平均值 1.52X 进行估值，海油工程股价较当前潜在升幅为 45.77%，股价提升空间巨大。

表3 以国外 PS 为基准进行国内油服公司股价预测

以国外 2023 年行业 PS 平均值进行估值

	收入 (亿元)	收入增速	市销率	目标市值	股数	目标股价	当前股价	涨幅	股价 (元)	涨幅
	2023E	2023E	(X)	(亿元)	(亿股)	(元)	(2023.2.24)		2022.12.31	
海油工程	284.91	13.85%	1.79	509.99	44.21	11.54	6.72	71.66%	6.06	90.36%

以国外 2022 年行业 PS 平均值进行估值

	收入 (亿元)	收入增速	市销率	目标市值	股数	目标股价	当前股价	涨幅	股价 (元)	涨幅
	2023E	2023E	(X)	(亿元)	(亿股)	(元)	(2023.2.24)		2022.12.31	
海油工程	284.91	13.85%	1.52	433.06	44.21	9.80	6.72	45.77%	6.06	61.64%

资料来源：彭博，东海证券研究所，截止至 2023 年 2 月 24 日，收入预测来自于 Wind 一致预测

鉴于部分油服公司如中曼石油等上市时间较短，前期市销率存在波动性，而自 2020 年以来国内主要油服公司市销率逐步呈稳定状态，故选择 2020 至今国内油服主要公司市销率平均值 2.57 作为目标值具有坚实基础，反映行业整体水平。在该目标值下，中海油服、海油工程、中曼石油股价较当前预期涨幅超 30%，其中海油工程表现极为优秀，市值有望重回 700 亿元。

表4 以国内 PS 为基准进行国内油服公司股价预测

自 2020 年以来 PS

	中海油服	中曼石油	海油工程	杰瑞股份	惠博普	通源石油	行业平均值
PS	2.3	2.75	1.13	4.11	2.25	2.87	2.57

以国内近三年行业 PS 平均值进行估值

	收入 (亿元)	收入增速	市销率	目标市值	股数	目标股价	当前股价	涨幅	股价 (元)	涨幅
	2023E	2023E	(X)	(亿元)	(亿股)	(元)	(2023.2.24)		2022.12.31	
中海油服	381.37	13.29%	2.57	980.12	47.72	20.54	15.71	30.74%	16.58	23.88%
中曼石油	42.15	34.34%	2.57	108.33	4	27.08	19.1	41.79%	17.93	51.04%
海油工程	284.77	13.54%	2.57	731.86	44.21	16.55	6.72	146.34%	6.06	173.17%
杰瑞股份	138.32	22.18%	2.57	355.48	10.27	34.61	30.94	11.87%	27.91	24.02%
通源石油	10.73	19.20%	2.57	27.58	5.44	5.07	4.3	17.89%	3.96	28.01%
惠博普	25.09	25.47%	2.57	64.48	13.47	4.79	4.09	17.04%	3.87	23.70%

资料来源：彭博，东海证券研究所，截止至 2023 年 2 月 24 日，收入预测来自于 Wind 一致预测

2. 油价中枢提升，油服行业复苏可期

2.1. 2021 年以来油气价格高位运行

复盘 2000 年以来长周期油价走势经历六个阶段。长周期原油价格走势与供求关系、技术进步、国际间的政治格局演变有较大的关系，自 2000 年以来布伦特原油价格经历 2000 年起持续上涨、2008 年至 2010 年“深 V 型”暴跌反弹、2011 年保持平稳、自 2014 年中期开始持续下跌、2016 年震荡反弹以及自 2020 年至今重回高点六个阶段。2021 年布伦特现货均价 70.93 美元/桶，2022 年月均价 99.04 美元/桶。

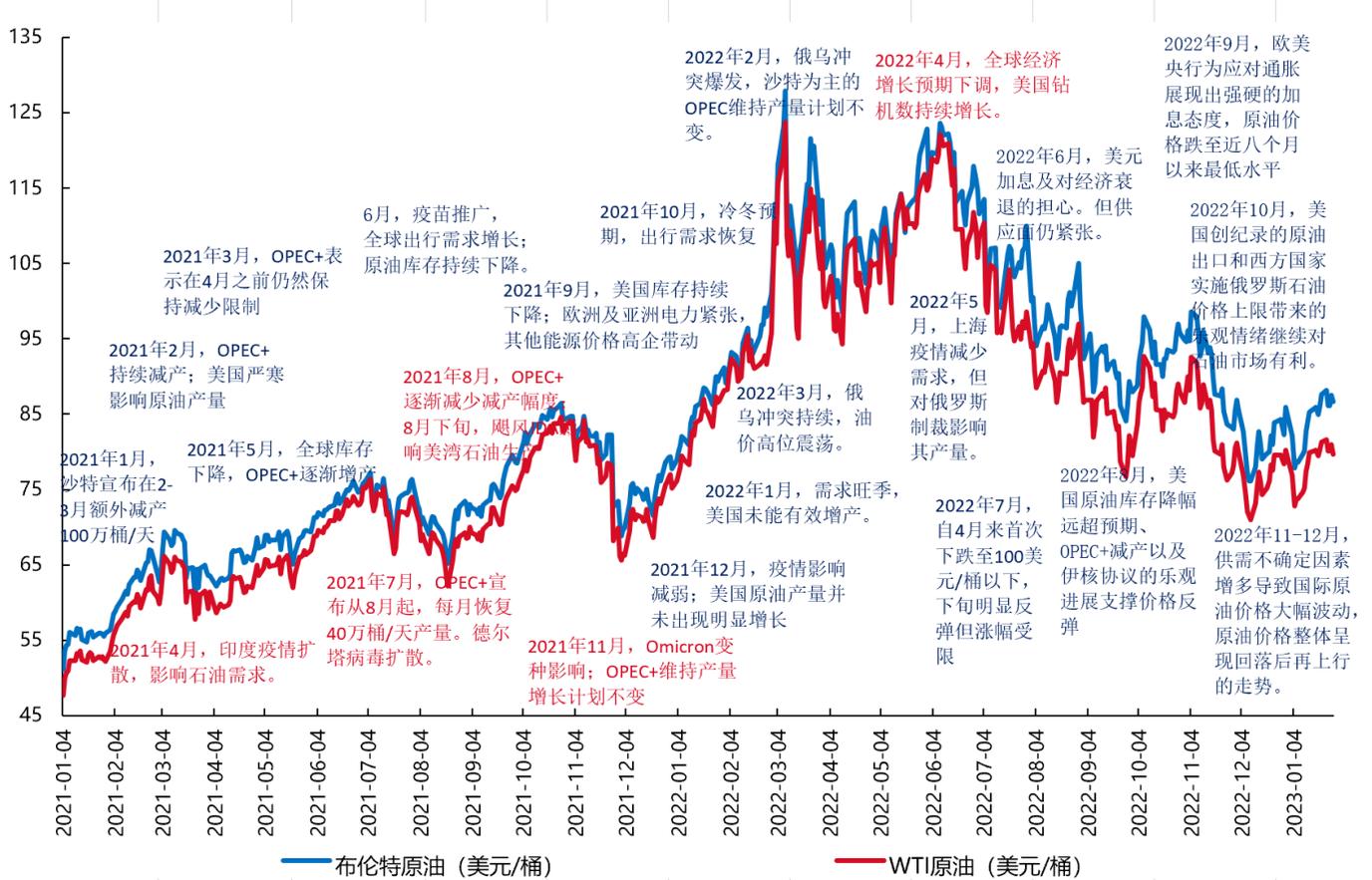
图17 Brent 油价走势经历六个阶段



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2023 年 2 月 17 日

2021 年以来国际油价震荡上行。2021 年随着疫情反复、OPEC 继续减产、全球石油资本开支仍然维持纪律性，以及天然气、煤炭价格高企推动下，原油价格随之波动上升。2022 年以来，俄乌等地缘政治冲突加大，俄罗斯受制裁或影响长期原油产量、OPEC+实际增产远低于配额增长、美国原油产量表现疲软，疫情影响下需求修复低于预期，叠加美联储加息预期下海外经济放缓，全球油价在市场权衡供应紧缺和经济衰退的可能性之中不断震荡。

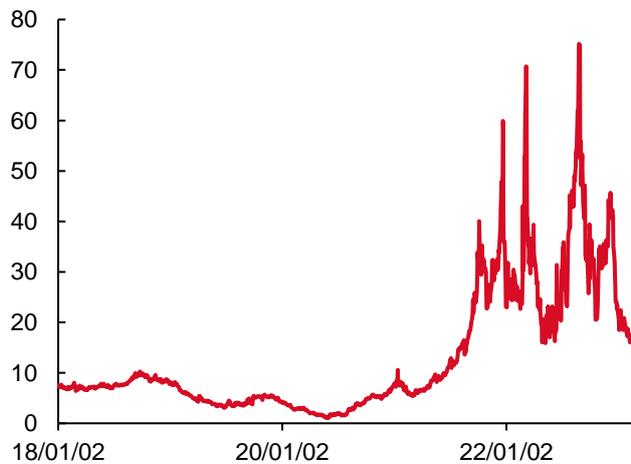
图18 2021年以来国际油价震荡上行



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2023 年 2 月 17 日

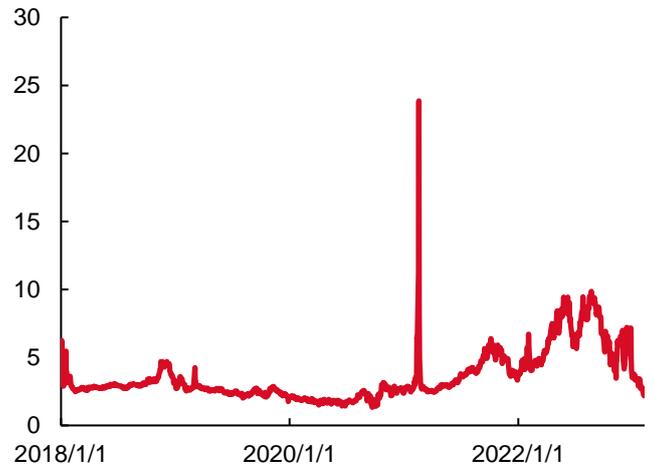
自 2021 年以来国际天然气价格高企。主要由于极端天气的用电需求大、海外减少燃煤发电、亚洲对 LNG 的进口需求强劲等因素影响，自 2021 年起国外天然气价格出现大幅上涨。2022 年受俄乌冲突以及欧洲对俄制裁的影响，叠加美国自由港停运延长、俄罗斯“北溪”被毁，欧洲天然气价格再创新高，英国天然气与美国基准亨利中心天然气价差扩大。

图19 IPE 英国天然气价格（美元/百万英热—换算）



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2023 年 2 月 17 日

图20 亨利中心交割天然气现货价格（美元/百万英热）



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2023 年 2 月 17 日

2.2. 油价区间震荡，均价中枢提升

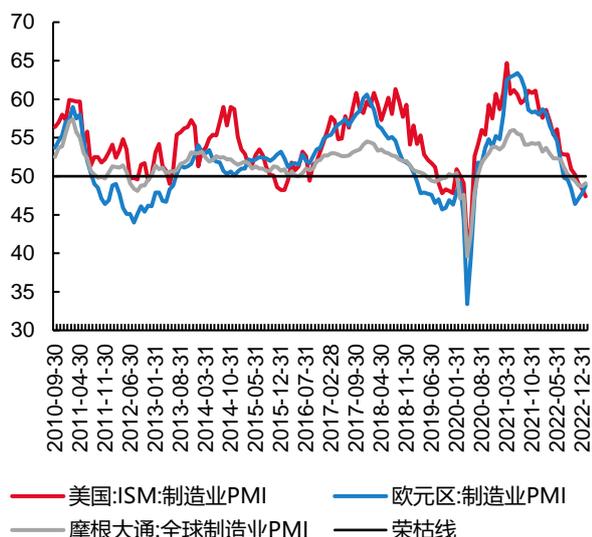
多因素利空原油价格。2月1日美联储宣布上调联邦基金利率目标区间到4.50%至4.75%之间，这是美联储自去年3月开启本轮加息周期以来第八次加息，累计加息幅度为450个基点。此次加息幅度放缓，但连续加息已实质对油价形成抑制。欧美PMI值从2022年连续下滑至今，已低于荣枯线，经济衰退风险较大。而历史上原油价格和全球经济增速呈高度正相关，因此伴随着经济增速下滑，原油价格有下行风险。

图21 自3月以来美联储已连续八次加息



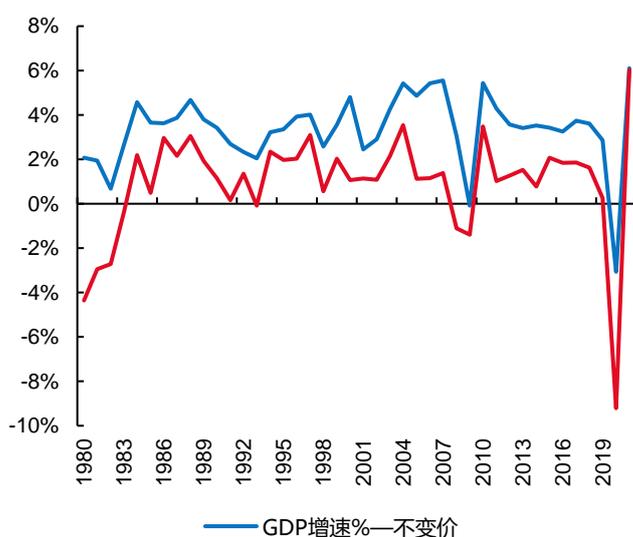
资料来源：Wind，东海证券研究所

图22 欧美 PMI 值连续下滑至今



资料来源：Wind，东海证券研究所

图23 GDP 与原油价格呈高度正相关

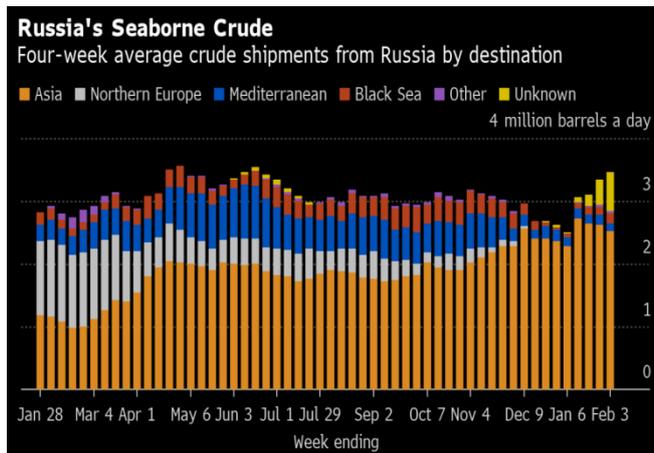


资料来源：Wind，东海证券研究所

2022年12月欧盟宣布对俄制裁后，俄罗斯原油出口大幅下降，但近期俄罗斯海运原油增长幅度较为显著，出口以中印为主的亚洲国家的增长完全抵消出口欧洲原油的下降。2月10日当周，美国商业原油库存大幅增加1628.3万桶，库欣原油库存增加65.9万桶，均已

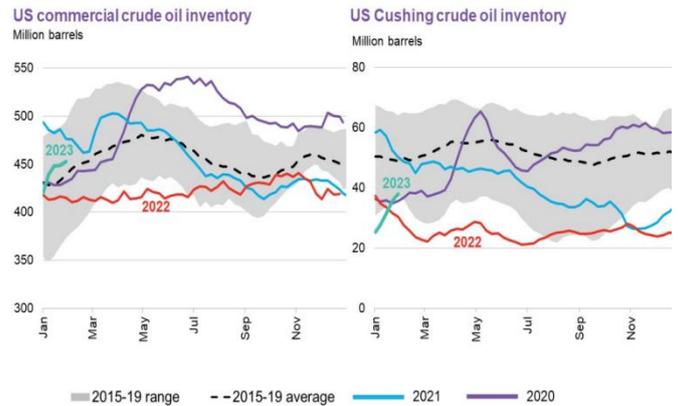
实现连续 8 周增长。俄罗斯原油出口超预期叠加美国原油需求放缓将对原油价格产生不利影响。

图24 俄罗斯原油出口超预期



资料来源：彭博，东海证券研究所

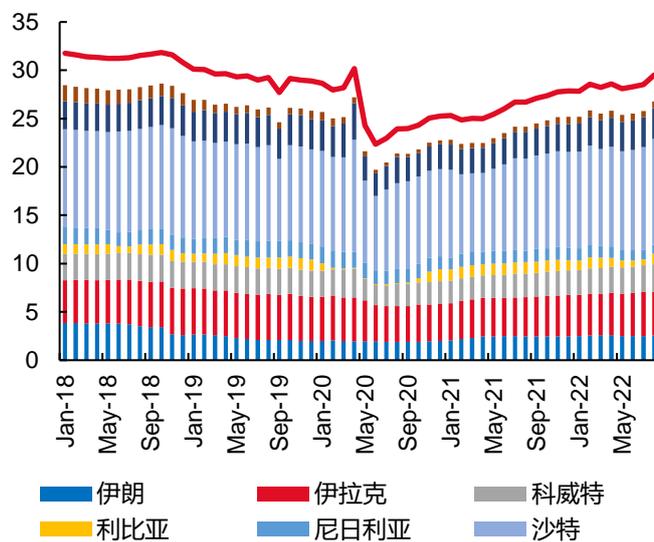
图25 近期美国原油库存持续上行



资料来源：彭博，东海证券研究所

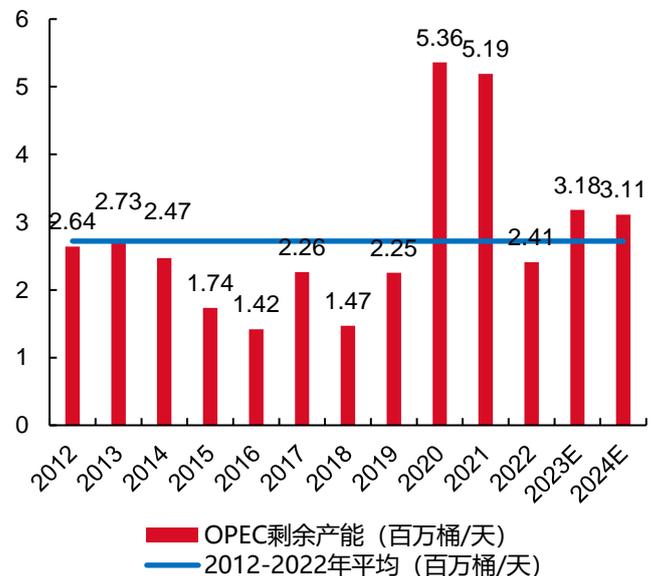
OPEC 产量调控支撑油价。根据 EIA 最新发布短期能源展望，2022 年 OPEC 平均原油产量为 2868 万桶/天，剩余产能为 241 万桶/天。在第 33 次部长级会议 OPEC+ 决定自 2022 年 10 月起大幅减产，此次减产规模相当于全球日均石油需求的 2%。随后多次会议结果基本主基调均为缩小增产规模，并较好地执行了减产协议产量调控有望支撑油价。

图26 主要 OPEC 产油国的原油产量变化 (百万桶/天)



资料来源：EIA，东海证券研究所

图27 OPEC 剩余产能



资料来源：EIA，东海证券研究所

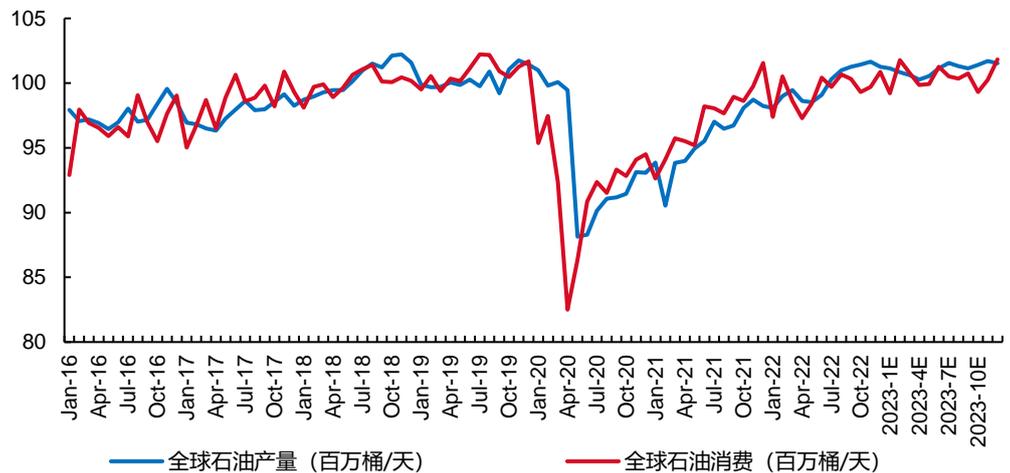
表5 2022年 OPEC 历次部长级会议重要协议

时间	协议结果	增产规模变化
2022.1.4	决定 2 月增产 40 万桶/日	未扩大增产规模
2022.2.2	决定 3 月增产 40 万桶/日	未扩大增产规模
2022.3.2	决定 4 月增产 40 万桶/日	未扩大增产规模
2022.3.31	决定 5 月增产 43.2 万桶/日	基本维持增产规模
2022.5.5	决定 6 月增产 43.2 万桶/日	基本维持增产规模
2022.6.2	决定 7 月增产 64.8 万桶/日	扩大增产规模
2022.6.30	决定 8 月增产 64.8 万桶/日	未扩大增产规模
2022.8.3	决定 9 月增产 10 万桶/日	缩小增产规模
2022.9.5	决定 10 月产量恢复到 8 月水平	缩小增产规模
2022.10.5	决定 11 月开始产量在 8 月的基准上减产 200 万桶/天	大幅缩小增产规模
2022.12.4	决定 12 月产量维持 11 月减产目标	未扩大增产规模
2023.2.4	决定维持 2022 年 10 月会议公布的目标产量不变	未扩大增产规模

资料来源：OPEC，东海证券研究所

石油需求仍保持增长态势。从长期来看，OPEC 预估原油需求复苏势头强劲，在《2022 年世界石油展望》中预计 2030 年石油需求将达到 1.08 亿桶/天，2045 年达到 1.10 亿桶/天。2 月 12 日欧佩克秘书长表示，预计到 2025 年石油需求将进一步增加，达到 1.1 亿桶/日，高于先前预测。从短期来看，尽管欧美国家经济放缓对原油需求造成威胁，但受中国和其他非经合组织国家需求增长的推动下 OPEC 最新预计 2023 年全球石油需求增长 230 万桶/日至 1.02 亿桶/日。IEA 预测 2023 年全球石油需求将增长 110 万桶/日，其中中国需求增加 72 万桶/天，均高于先前预测。

图28 全球石油供需



资料来源：EIA，东海证券研究所

表6 OPEC 长周期石油需求预测（百万桶/天）

	2021	2025	2030	2035	2040	2045
OECD	44.8	47	44.5	41.1	37.5	34.1
Non - OECD	52.2	58.5	63.8	68.4	72.3	75.7
World	96.9	105.5	108.3	109.5	109.8	109.8

资料来源：OPEC，东海证券研究所

全球石油供需走势相对偏紧。EIA 在最新的 2023 年 2 月短期能源展望中对未来石油供需预测更加偏紧，主要原因在于中国放松对疫情的限制增加对其石油需求增长的预测，并由于全球石油库存的增加下调对欧佩克石油产量的预测，很大程度上抵消供给的变化。同时俄罗斯 2 月 10 日宣告为应对价格上限自 3 月起削减石油产量 50 万桶/日，相当于俄罗斯 1 月产量的 5%。先前 EIA 预计 2023 年俄罗斯产量将减少 110 万桶/日，国际能源署预测将减少 140 万桶/日。多重因素下整体供需偏紧对全球油市构成一定支撑。

表7 EIA 原油供需缺口预测（万桶/日）

	2021	2022	23Q1E	23Q2E	23Q3E	23Q4E	2023E	2024E
供给	9566	9997	10070	10071	10147	10150	10110	10261
需求	9716	9944	9969	10005	10099	10119	10049	10227
供需缺口	-150	53	101	66	48	31	61	34

资料来源：EIA，东海证券研究所

表8 OPEC 预测 2022 年及 2023 年石油供需情况（万桶/日）

Supply/demand balance for 2022							
	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	
(a) World oil demand	9701	9938	9820	9943	10118	9955	
(b) Non-OPEC liquids production and OPEC NGLs	6896	7068	6992	7097	7243	7101	
a-b	2805	2870	2828	2846	2875	2854	
OPEC crude oil production	2634	2836	2859	2944	2914	2888	
Balance	-171	-34	31	98	39	34	
Supply/demand balance for 2023							
	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023	
(a) World oil demand	9955	10104	10065	10190	10347	10177	
(b) Non-OPEC liquids production and OPEC NGLs	7101	7219	7231	7261	7327	7260	
a-b	2854	2885	2834	2929	3020	2917	

资料来源：OPEC，东海证券研究所

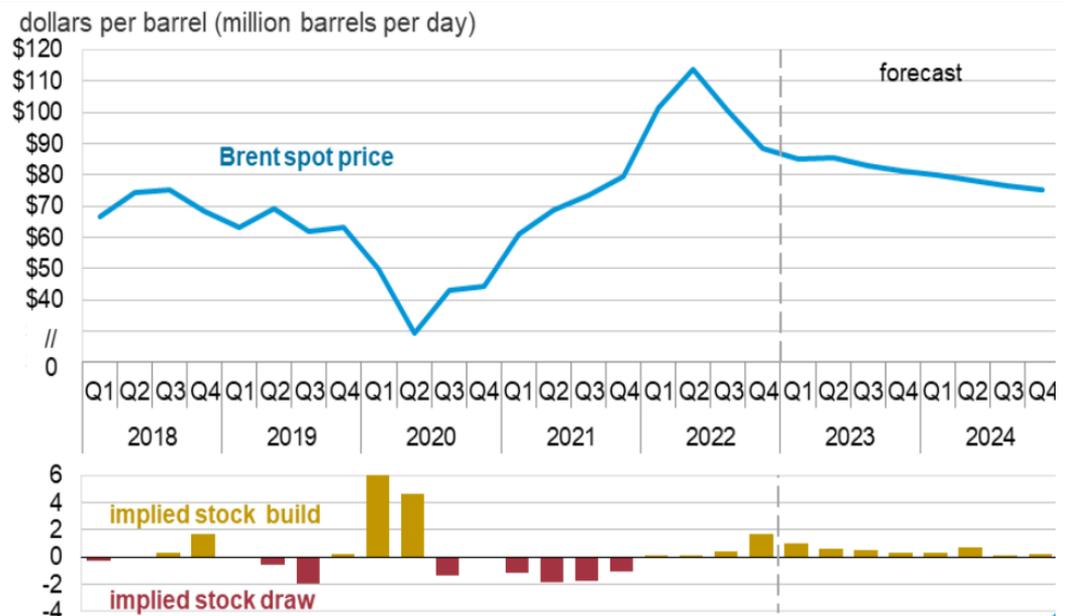
预计 2023 年原油价格维持区间震荡，但均价中枢提升。EIA 预计 2023 年上半年布伦特原油现货价格平均为 85 美元/桶，2024 年起随着全球石油库存持续增加油价将出现下跌，预期 2023 年底布伦特原油现货价格平均为 82 美元/桶，2024 年降至 78 美元/桶；隆众资讯预计布伦特原油 2023 年平均现货价格或在 82-87 美元/桶区间运行。相较历史油价走势而言未来原油均价中枢提升。

表9 原油价格受多因素影响

事件	影响
OPEC+维持目标减产产量不变，面对全球石油库存的增加有望再次减产	利好
中国放松对疫情的限制，未来需求前景被市场看好	利好
俄罗斯成品油制裁下需求下降，预期产量下降	利好
美国收储指导价支撑油价	利好
沙特上调销往亚洲地区官价	利好
制裁背景下俄罗斯原油出口超预期	利空
美国连续加息+欧洲能源短缺带来经济增速下滑，海外需求疲软	利空
美国经济数据更有助于美联储倾向鹰派	利空
美国商业原油库存持续回升	利空
碳中和进度加快，降低化石燃料成为全球大趋势	利空

资料来源：东海证券研究所

图29 EIA 油价预测

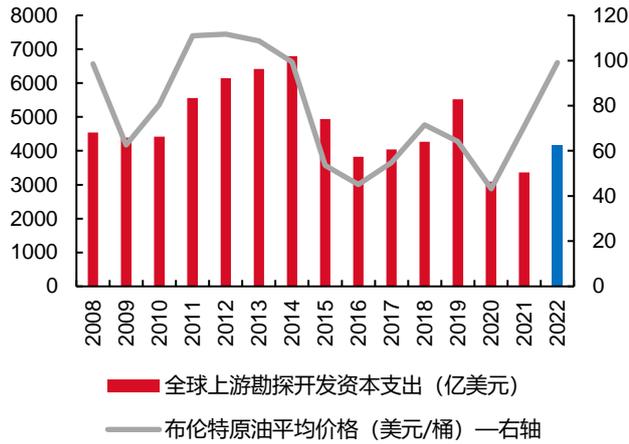


资料来源：EIA，东海证券研究所

2.3.上游资本开支回升，行业复苏积极可期

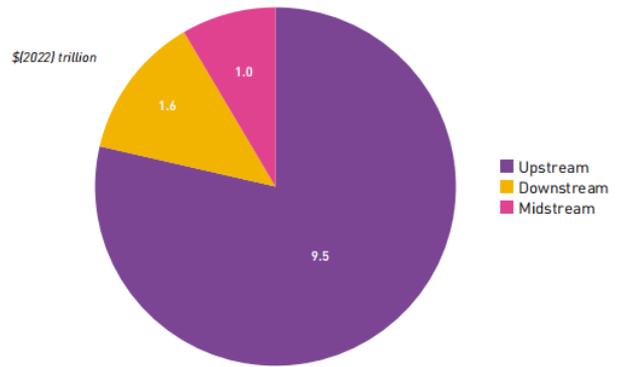
上游资本开支出现边际转向，可支撑油服业绩。近期由于疫情影响而推迟的上游项目已陆续恢复，巴西、美国墨西哥湾、哈萨克斯坦等国家和地区不断有新油田投产。市场对原油需求旺盛，考虑到现有油田的自然下降，未来提升上游投资具有必然性。油气上游资本支出2020年大幅下降29%，2021年仅增长6%，IHS预计2022年将出现高于20%的健康增长，虽仍低于疫前水平，但已从低点逐渐回升，2023-2025年将温和增长。IEA预计长期与石油相关的总投资需求为12.1万亿美元（以2022年的美元计算），其中上游投资为9.5万亿美元，高于2021年的估计，主要由于短期预计会出现一些成本通胀，长期高成本国家将转向提高产量。上游资本开支的回升直接决定油服行业的资金投入量，进而引领油服行业复苏。

图30 全球油气上游勘探开发投资逐渐回升



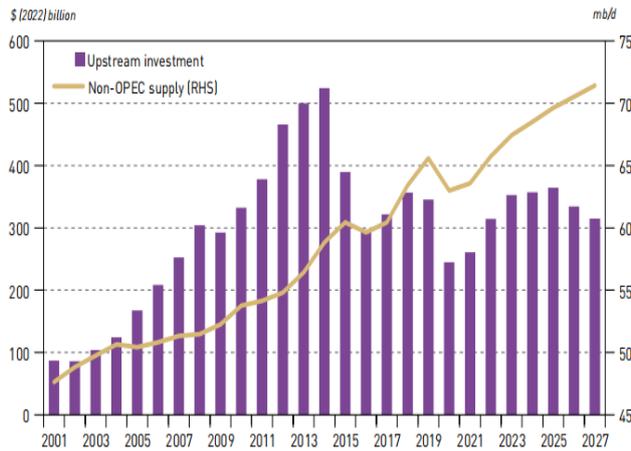
资料来源：IHS，东海证券研究所

图31 长期与石油相关上游投资需求为 9.5 万亿美元



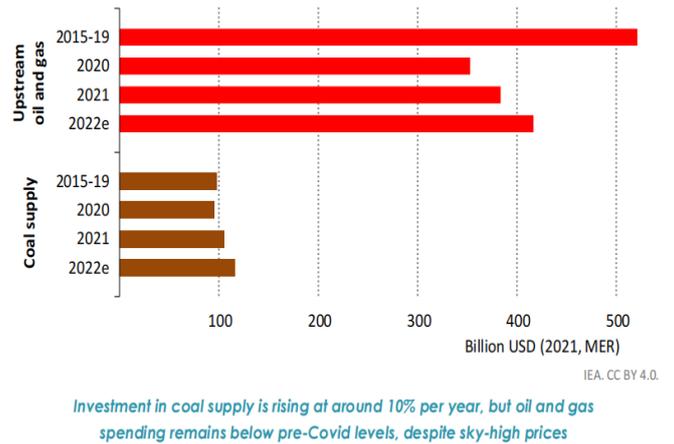
资料来源：OPEC，东海证券研究所

图32 长期看全球上游资本开支增长趋于稳定



资料来源：Rystad Energy，OPEC，东海证券研究所

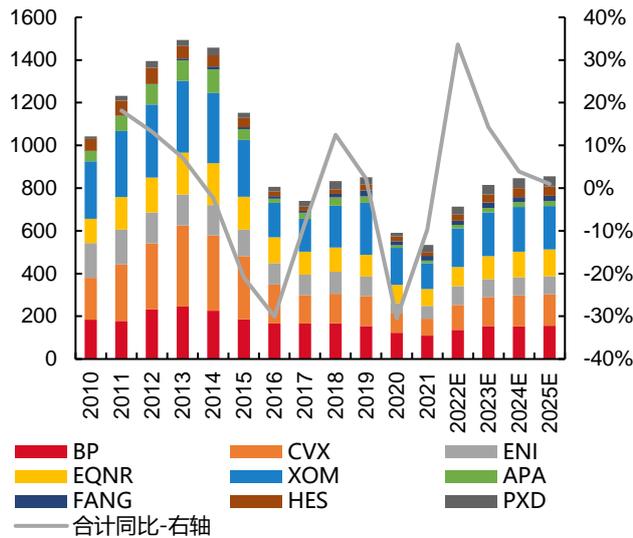
图33 IEA 预测全球上游油气投资



资料来源：IEA，东海证券研究所

国际主要石油公司与国内三桶油均加大勘探开发资本开支。2020 年由于减产协议破裂以及疫情影响，国际油价暴跌甚至出现负油价，石油公司根据形势调整资本开支，油服行业景气度明显回落。自 2021 年以来在高油价催化下，石油公司均积极响应加大勘探开发力度。2022 年中石油、中石化和中海油预计勘探开发资本开支合计 3397 亿元，同比增加 1.72%，预计后续国内油气勘探开发会继续强化；国际主要石油公司 2022 年勘探开发支出预计上涨 33.63%，近期国际石油公司公布的 2023 年的资本开支计划也给出较为积极的信号，其中 BP 将目标资本支出从先前 140-160 亿美元区间调整为 140-180 亿美元，并持续到 2030 年；道达尔预计资本开支计划将达 160-180 亿美元，其中 45 亿美元将会用于新油气项目的开发，2022 年其实际实现资本开支超计划约 15 亿美元；埃克森美孚表示资本开支将同比增长 9%；雪佛龙计划资本开支为 169 亿美元，其中集团公司上游 115 亿美元，子公司上游 19 亿美元。资本开支计划向好，油服行业业绩有所保障。

图34 国际主要石油公司上游 E&P 有望反弹



资料来源：彭博，东海证券研究所

图35 三桶油加大勘探开发资本开支



资料来源：公司公告，东海证券研究所

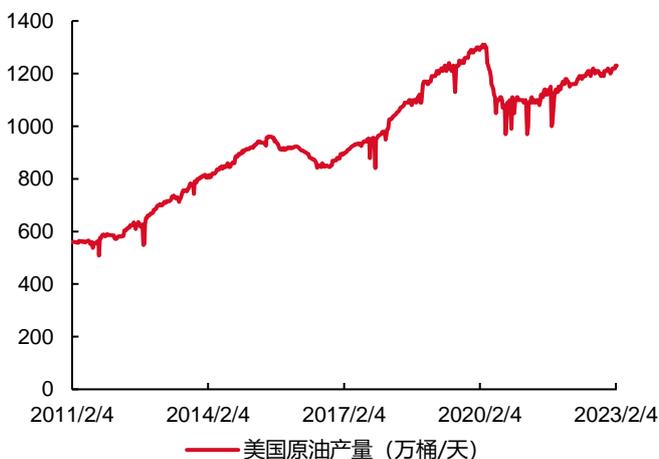
表10 国际主要石油公司 2023 年资本开支计划（单位：亿美元）

	2022	2023	同比
埃克森美孚	220	240	9%
道达尔	163	170	4%
bp	150	160	7%
壳牌	248	250	1%
雪佛龙	150	169	13%

资料来源：BP，标普全球大宗商品调查，CNBC，东海证券研究所

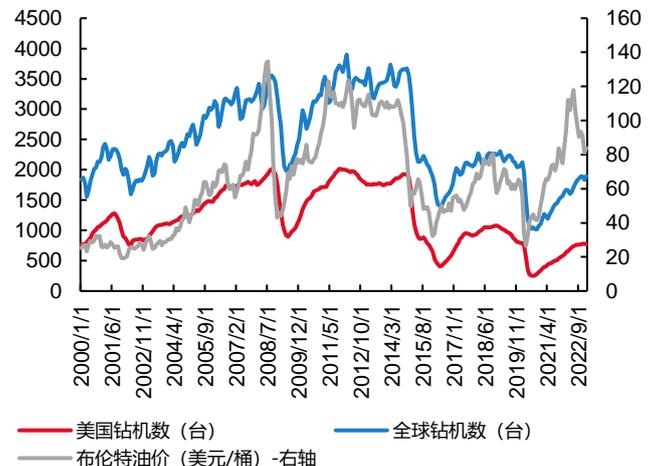
美国工作钻机数与原油增产显现疲软。本轮美国原油产量的修复相比 2016 年的修复速度明显减缓，一方面因为美联储强硬加息，对经济增速以及刚性的原油需求造成打击；另一方面随着美国优质井开采逐渐减少，单井产量快速下滑。同时美国钻机数量和新钻井数量回升缓慢，根据历史数据原油价格与钻机数呈明显正相关，然而本轮油价上行钻机数尤其是美国增长幅度偏低，主要是源于高成本下投资者施压叠加拜登政府政策限制导致美国资本开支仍然谨慎。

图36 美国原油产量自 2022 年下半年以来基本稳定



资料来源：EIA，东海证券研究所，截止至 2023 年 2 月 10 日

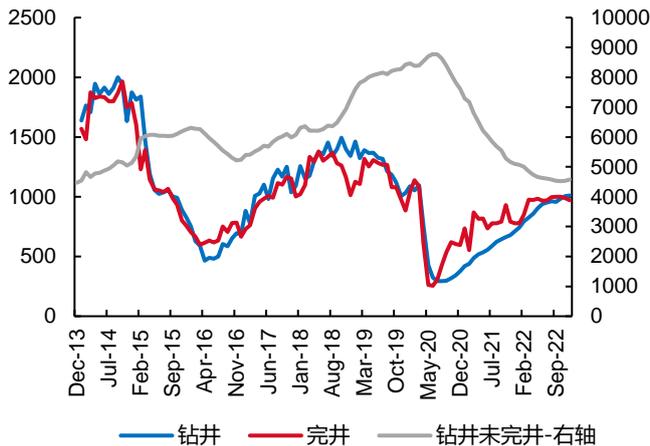
图37 美国钻机数量增长提升缓慢



资料来源：Baker Hughes，东海证券研究所，截止至 2023 年 1 月

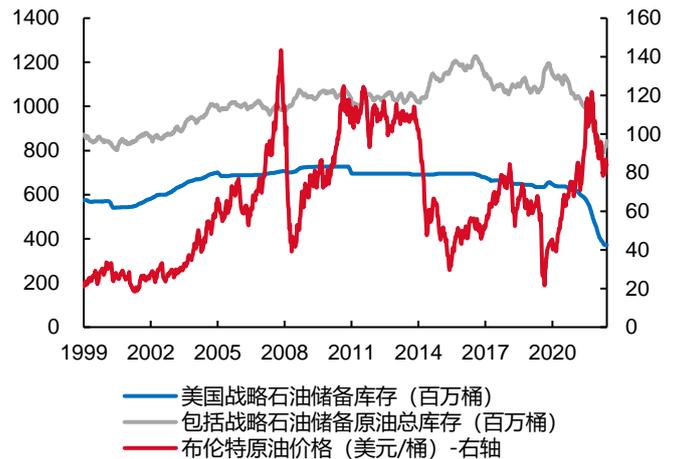
美国有望提升上游资本开支。油气井通常在开始钻井后的6个月内完井，但一些油气井由于产量限制、经济等因素无法在正常的时间内完成，随着完井平均时间的增加，已钻未完井（DUC）的数量随之增加。疫情期间美国积累大量DUC库存，最高可达8392个。随着原油价格回升，美国完井依赖于DUC的释放，在提高产量的同时展示资本纪律，2022年10月美国DUC下降至4521个达历史低点。美国战略石油储备库存及原油总库存也创历史新低，2月15日美国拜登政府宣布计划从战略石油储备中出售更多石油，预计交付时间为4月至6月，为保障国家能源供应及安全，同时生产效率提高下盈亏平衡价格下降，预计美国将进一步提升上游资本开支，改善增产动能。

图38 美国 DUC 数量创历史新低（个）



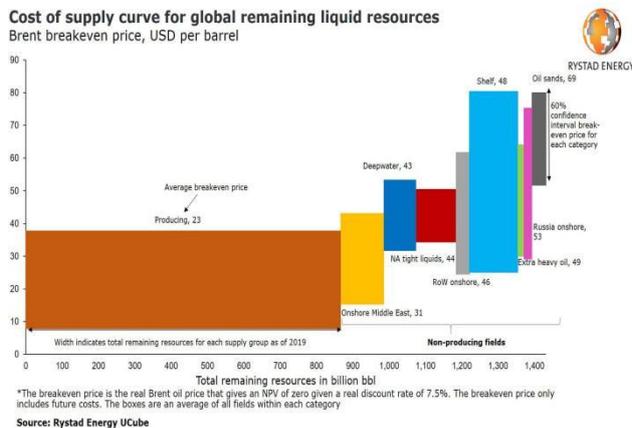
资料来源：EIA，东海证券研究所，截止至 2022 年

图39 美国原油库存及战略石油储备库存达历史低点



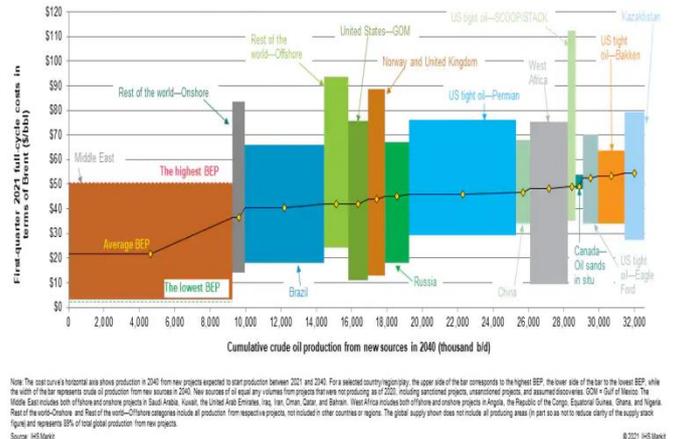
资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2023 年 2 月 10 日

图40 2020 年 Rystad 表示石油生产成本降低



资料来源：Rystad Energy，东海证券研究所

图41 2021 年标普全球表示盈亏平衡价格下降



资料来源：标普全球大宗商品洞察，东海证券研究所

3.成本领先、技术驱动巩固油服业绩持续性

3.1.景气回暖，显现业绩改善初迹象

行业景气度有所回暖。下表为上市的8家油服公司所在的五大子板块2021A及2022H1的收入和盈利水平。物探板块：陆上较为低迷，海上有所上涨；钻井板块：21年整体表现不

佳，22 年业绩有所恢复；油技板块：各公司收入提升，毛利率表现较佳；特种作业、工程建设板块：收入持续提升，毛利率保持平稳。2022H1 除物探服务外，其余板块整体业绩均有所改善。

表11 2021A 及 2022H1 油服行业各项业务业绩水平：上（亿元）

业务	指标	合计	中海油服	石化油服	杰瑞股份	海油工程	博迈科	惠博普	石化机械	潜能恒信
物探服务	收入	21A	67.12	20.32	46.63					0.17
		YoY	14.07%	62.40%	1.40%					-50.56%
	22H1	23.74	8.58	15.12						0.04
		YoY	-9.42%	4.68%	-16.00%					
毛利率	21A	4.51%	2.52%	5.17%						64.77%
	22H1	0.53%	-	0.56%						-
钻井服务	收入	21A	418.61	87.79	330.82					
		YoY	-8.33%	-23.40%	-3.30%					
	22H1	214.2	47.84	166.36						
		YoY	6.75%	9.91%	5.90%					
毛利率	21A	3.61%	0.31%	4.49%						
	22H1	7.09%	-	7.09%						

资料来源：Wind，东海证券研究所

表12 2021A 及 2022H1 油服行业各项业务业绩水平：下（亿元）

业务	指标	合计	中海油服	石化油服	杰瑞股份	海油工程	博迈科	惠博普	石化机械	潜能恒信
油技服务	收入	21A	253.49	150.85	32.08	70.56				
		YoY	11.77%	13.20%	17.50%	6.47%				
	22H1	126.47	75.1	12.02	39.35					
		YoY	25.90%	24.63%	4.50%	37.17%				
毛利率	21A	29.98%	29.33%	19.27%	36.25%					
	22H1	30.85%	-	18.74%	34.57%					
特种作业服务	收入	21A	94.62		93.84			0.78		
		YoY	8.80%		9.20%			-23.19%		
	22H1	43.21		42.93				0.28		
		YoY	8.87%		8.90%				0.24%	
毛利率	21A	8.61%		8.45%				28.75%		
	22H1	6.62%		6.49%				25.27%		
工程建设服务	收入	21A	532.48	33.07	167.15	13.2	197.95	40.81	10.79	69.51
		YoY	13.42%	13.30%	6.60%	30.00%	10.82%	58.22%	60.12%	11.88%
	22H1	280.45	17.27	83.26	5.13	117.34	15.63	6.59	35.23	
		YoY	23.43%	12.38%	5.80%	69.80%	57.06%	-21.70%	66.47%	11.81%
毛利率	21A	11.53%	8.82%	8.35%	23.83%	10.55%	10.70%	39.73%	17.00%	
	22H1	9.58%	-	7.61%	22.78%	7.85%	10.40%	26.79%	14.45%	

资料来源：Wind，东海证券研究所

工作量提升明显。2021 年全球上游勘探开发投入增长缓慢，油价上涨还未及时传导至油服市场，行业复苏动能弱，工作量总体表现不佳。自 2022 年以来油服公司工作量和工作效率提升明显，行业景气度逐步恢复，未来业绩有所保障。

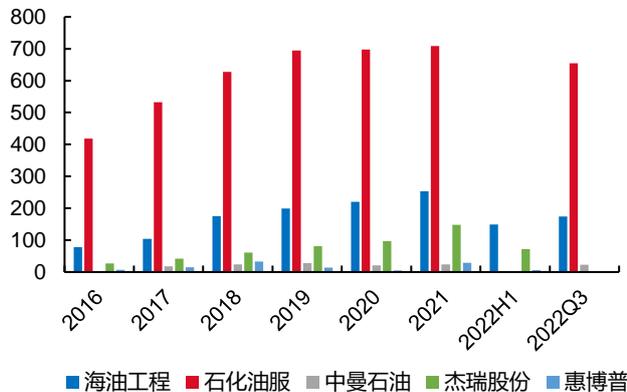
表13 2021A 及 2022H1 主要油服公司工作量情况

中海油服	2021A	YoY	2022Q3	YoY
钻井服务-作业日数（天）	14082	-3.30%	12326	22.20%
钻井服务-可用天使用率	71.90%	-3.10%	84.70%	15.30%
工程建设-作业日数（天）	30223	0.20%	39963	8.10%
石化油服	2021A	YoY	2022H1	YoY
物探-地震采集（平方千米）	22390	-33.55%	9680	13.51%
钻井-进尺（万米）	915	-1.80%	487	3.20%
钻井-钻井周期（天）	-	-12%	26.51	-11.60%
特种作业-井下作业（井次）	7123	14.40%	3463	4.70%
海油工程	2021A	YoY	2022Q3	YoY
钢材加工量（万结构吨）	24	-10%	9.94	89%
安装等海上作业投入（万船天）	2.22	41%	0.79	32%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

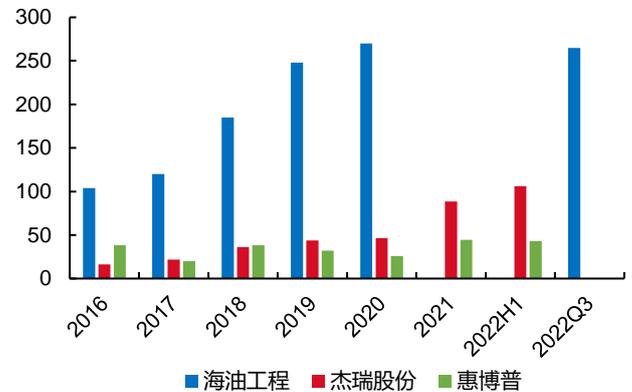
订单支撑业绩回升。各油服公司近年来年新增订单均处较高位置且保持稳定，海油工程、石化油服、中曼石油、杰瑞股份、惠博普 2021 年新增订单同比上升分别为 15%、2%、11%、52%、480%。各年在手订单充足，海油工程截至 2022Q3 新增订单 174.26 亿元，同比上升 15.51%，在手订单 265 亿元，随着订单的逐步落地，业绩回升确定性强。

图42 主要油服公司各年新增订单（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

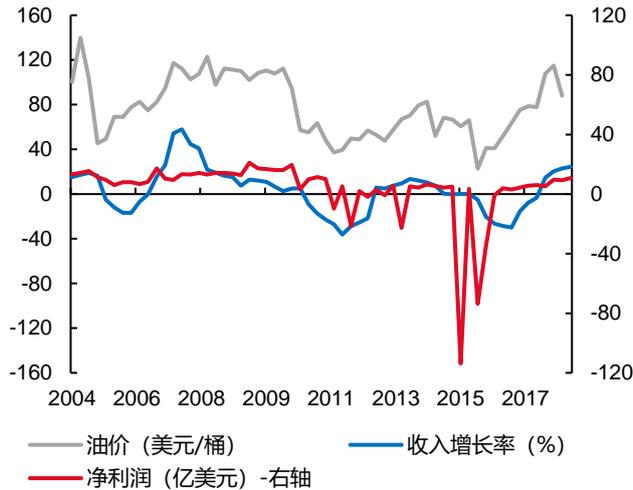
图43 主要油服公司各年在手订单（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

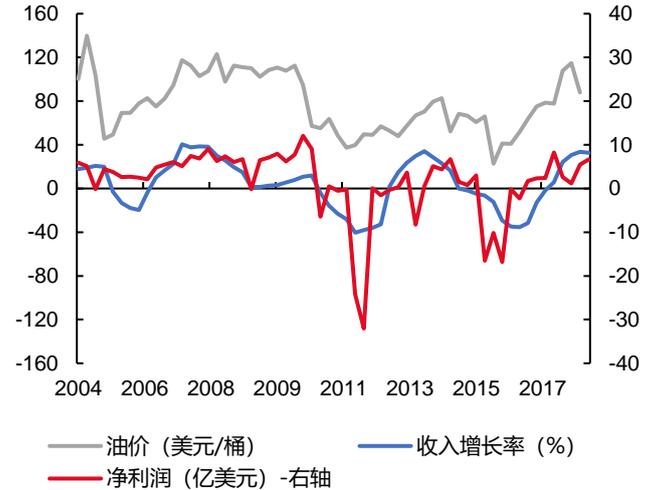
景气传导业绩具有时滞性，且各板块时滞性表现不同。海外综合类油服公司，油价下行阶段收入时滞约为 0.5-1 年左右；油价上行阶段较慢，时滞约为 1.5-2 年，2008 年 Q4、2016 年 Q1 以及 2020 年 Q1 油价见底，收入增速转正时点均分别接近于 2010 年 Q2、2017 年 Q1、2022 年 Q1；净利润方面，油价下行阶段净利润约滞后 1-2 个季度开始同比下降，而油价上涨后上涨净利润恢复约需要 1 年左右。

图44 斯伦贝谢业绩表现与油价关系



资料来源: Wind, 东海证券研究所

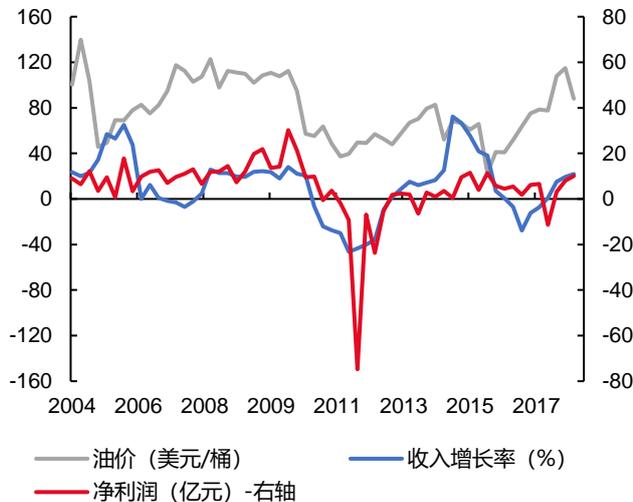
图45 哈里伯顿业绩表现与油价关系



资料来源: Wind, 东海证券研究所

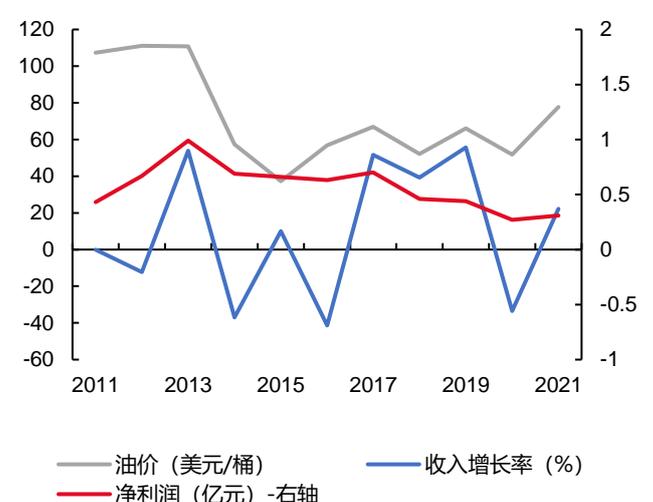
国内国有油服综合公司: 油价下行阶段约滞后 1-2 年收入同比增速为负, 油价上涨阶段收入的同比增速滞后 1.5~3 年, 历史三次油价见底收入直至 2011 年 Q4、2017 年 Q3、2022 年 Q1 开始上升; 净利润方面, 油价下行 0.5 年之后受到明显影响, 油价上涨 1.5 年左右开始回升。**民营油服综合公司:** 收入与净利润波动与油价近乎同时作出反应, 几乎不存在时滞性。

图46 中海油服业绩表现与油价关系



资料来源: Wind, 东海证券研究所

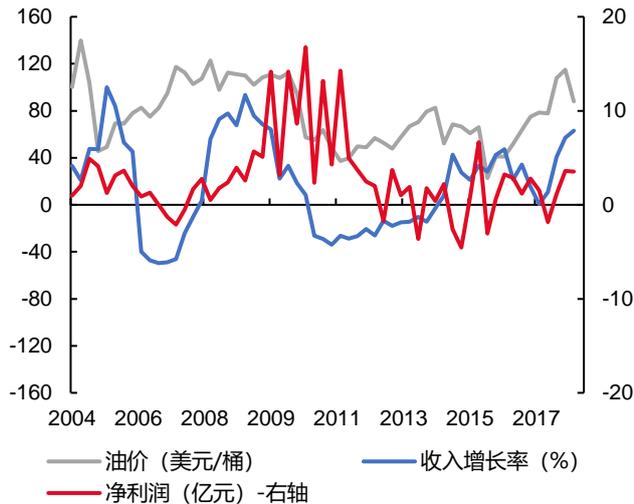
图47 中曼石油业绩表现与油价关系



资料来源: Wind, 东海证券研究所

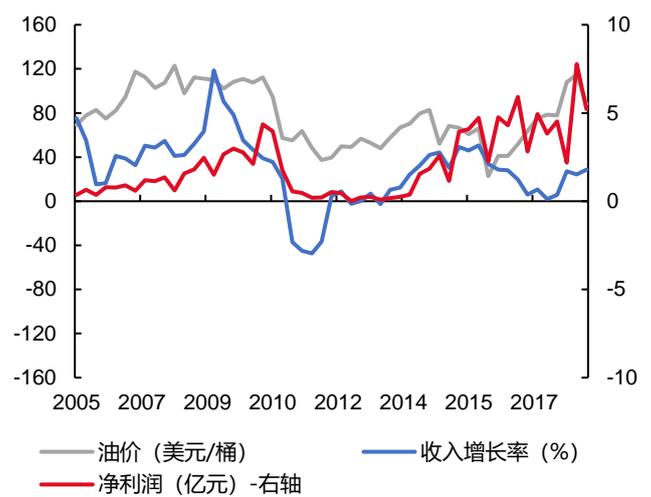
工程类油服公司: 2008 年 Q4、2016 年 Q1 油价低点时收入反弹时点分别为 2011 年 Q3、2018 年 Q3, 油价上涨阶段收入的同比增速约 2.5 年滞后期, 油价下行阶段反应在营收的滞后期约为 0.5-2 年; 净利润约于 2010、2015 年明显下降、于 2011、2017 年明显回升, 油价上涨及下行阶段时滞性均为 2 年左右。**设备类油服公司:** 从收入来看, 油价下行阶段, 收入滞后 2 个季度开始下跌, 油价上行时 0.5-1.5 年后收入增长率转正。从净利润来看, 油价上涨期约滞后 1-2 年, 下行期约滞后 1 年。

图48 海油工程业绩表现与油价关系



资料来源：Wind，东海证券研究所

图49 杰瑞股份业绩表现与油价关系



资料来源：Wind，东海证券研究所

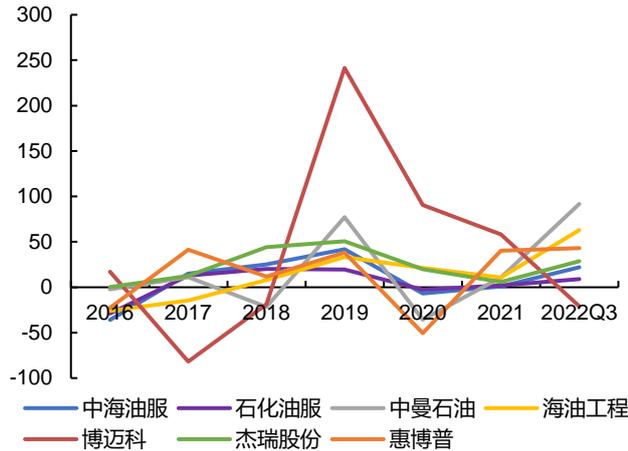
业绩传导时期已到，整体经营改善明显。经历 2020 年营业收入同比下滑业绩不佳后，除博迈科以外各油服公司自 2021 年以来营收同比增速转正且稳步上升，2022 年 Q3 毛利率达自 2016 年以来历史高值，其中中曼石油、惠博普、杰瑞股份 2022 年 Q3 营收同比升至 92%、43%、29%，中曼石油和惠博普净利率自 2021 年由负转正大幅改善，杰瑞股份净利率已超 20%，符合民营综合油服公司和设备类油服公司业绩表现滞后期较短的规律。国有综合油服公司如中海油服营收同比增速由 2020 年-6.99%升至 2022 年 Q3 的 21.95%，工程类油服公司如海油工程 2022 年 Q3 营收同比增速已达 63%，随着 2020 年以来油价持续上涨，业绩传导时期已到，当前业绩已出现拐点，未来业绩表现得以支撑。

表14 油服行业业绩滞后油价波动时间总览

公司类型	油服公司	营业收入		利润	
		油价上行	油价下跌	油价上行	油价下跌
综合国有油服	中海油服 石化油服	1.5-3 年	1-2 年	1.5 年	0.5 年
综合民营油服	中曼石油	几乎不存在时滞性			
油服工程	海油工程 博迈科	2.5 年	0.5-2 年	2 年	
油服设备	杰瑞股份 惠博普	0.5-1.5 年	2 季度	1-2 年	1 年

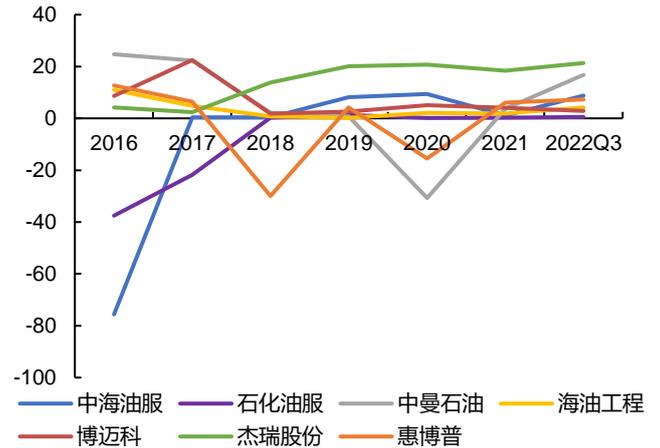
资料来源：东海证券研究所

图50 主要油服公司各年营业收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图51 主要油服公司各年净利率 (%)

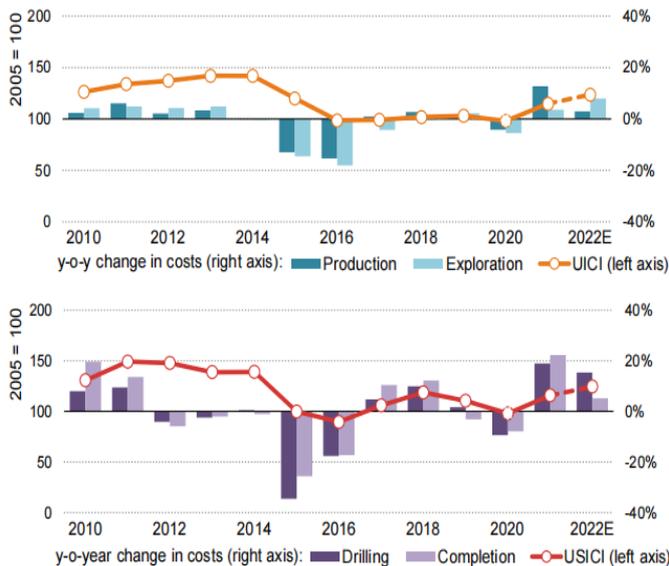


资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.2.降本增效，树立领先竞争强优势

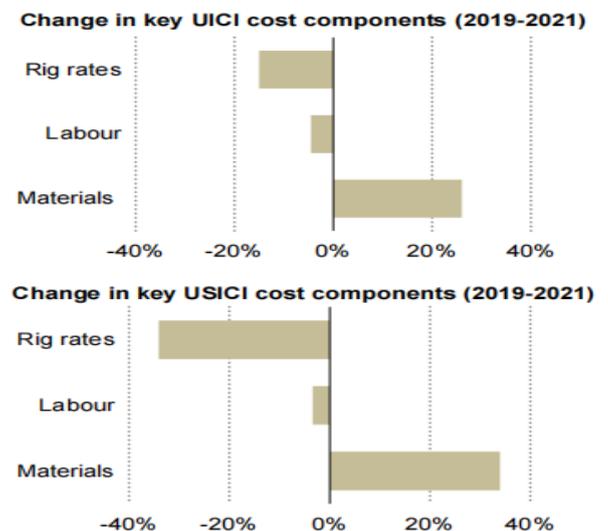
近年上游成本支出上升，主要为原材料成本的增加。虽长期来看上游成本将逐步下降，但自 2020 年以来，疫情封锁、俄乌冲突等严重影响上游生产勘探供应链，通货膨胀推高原材料、燃料成本。IEA 指出由于持续的供应链压力、关键材料供应瓶颈以及价格上涨专业劳动力和服务市场紧张，近年行业成本压力将加剧，其中上游成本增长主要来自于原材料价格的上涨。

图52 上游成本指数 UICI (顶部) 和上游页岩成本指数 USICI (底部)



资料来源: IEA, 东海证券研究所

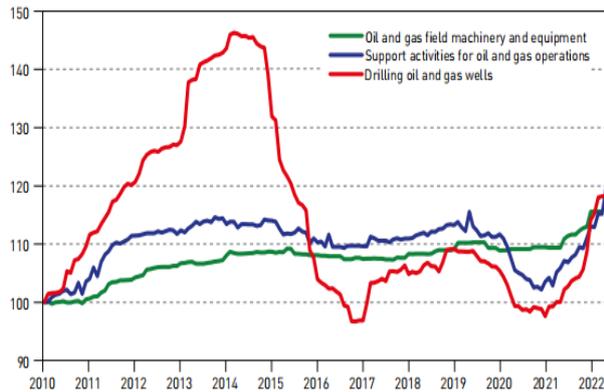
图53 上游成本增长主要来自于原材料



资料来源: IEA, 东海证券研究所

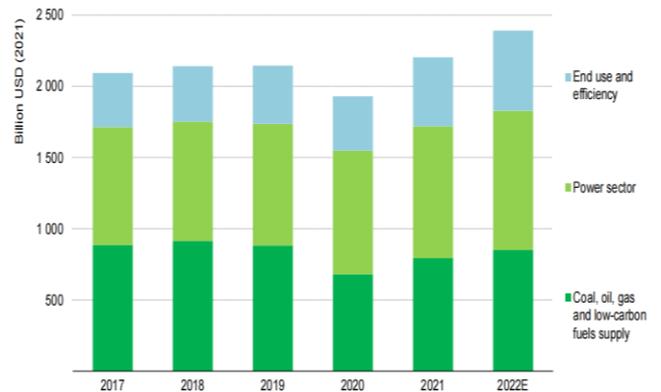
上游行业成本通胀侵蚀资本开支。2014 年油价暴跌下催化多家油服公司提高生产效率以节约成本。根据 OPEC 《World Oil Outlook 2022》数据，2015-2016 年美国钻探成本大幅下降，并在 2021 年底之前保持相对稳定。但在通胀背景下 2021 年美国钻探成本再次上涨超过 10%，同时油服设备和在产井运营成本同步攀升。成本的大幅上升将导致资本开支实际效果或存在折扣，自 2020 年以来成本通胀已推动上游成本上升 25% 以上。

图54 美国生产者成本指数 (2010年1月=100)



资料来源: OPEC, 东海证券研究所

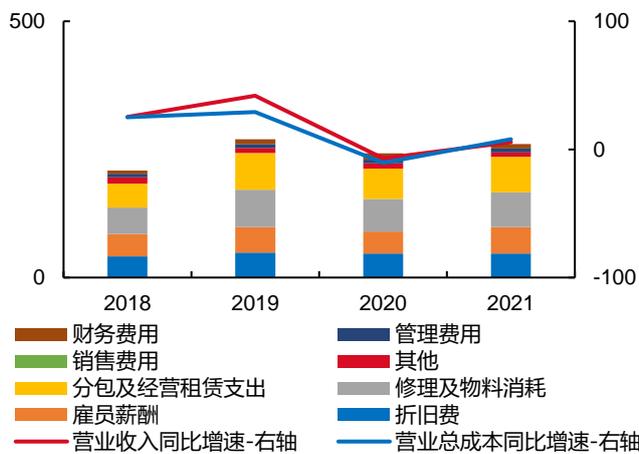
图55 近一半的资本开支增长与更高的成本有关



资料来源: IEA, 东海证券研究所

国内油服行业致力成本控制, 增强资本开支至产量传导有效性。国内油服公司持续开展降本增效, 自 2018 年以来在工作量增长、大宗商品涨价推高公司项目原材料等成本, 以及疫情防控增加公司费用刚性支出背景下, 国内油服公司通过提高自有资源利用效率、压缩行政开支、加强设备自修等有效的成本控制工作, 多家油服公司成本增速低于收入增速。后续各油服公司有望将在行业回暖期持续挖掘降本增效空间, 随着经营好转有望实现与以往同期油价水平下更高的盈利。

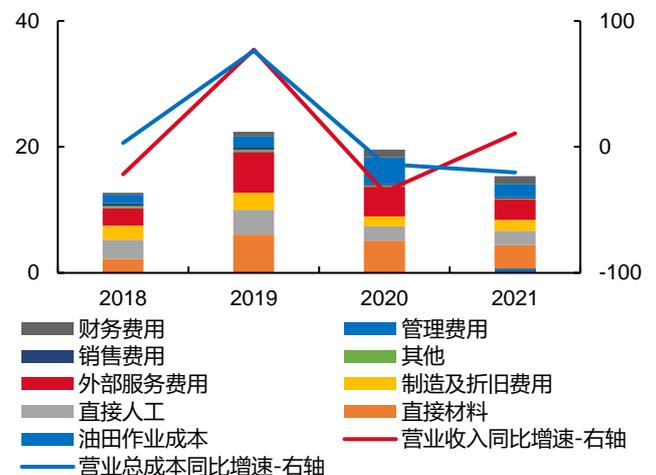
图56 中海油服成本构成及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

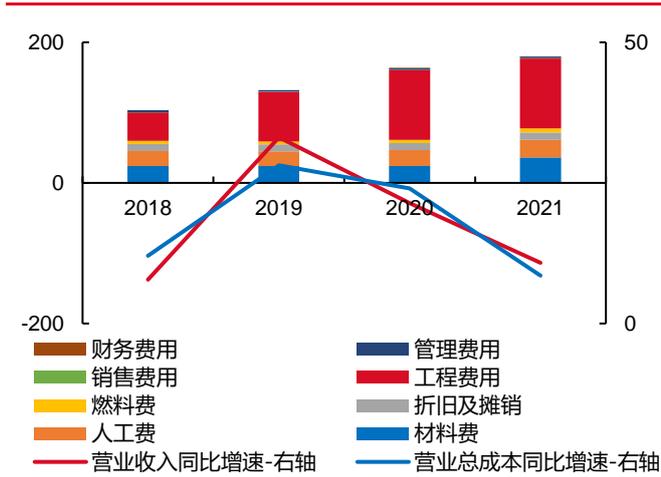
注: 2021 年收入同比增速剔除 2020 年诉讼和解收入

图57 中曼石油成本构成及同比增速 (亿元, %)



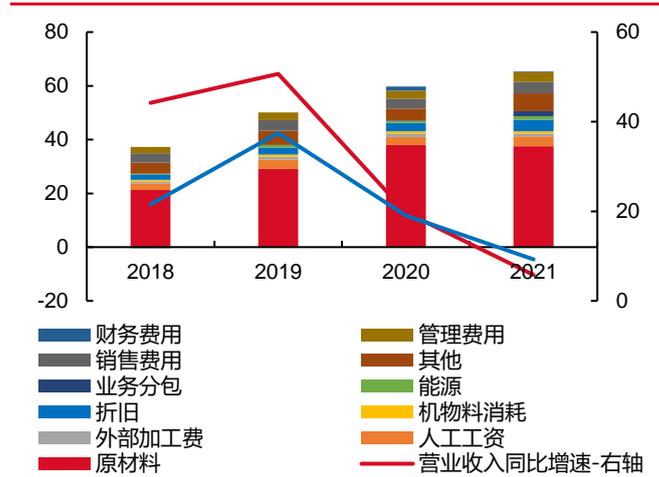
资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图58 海油工程成本构成及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

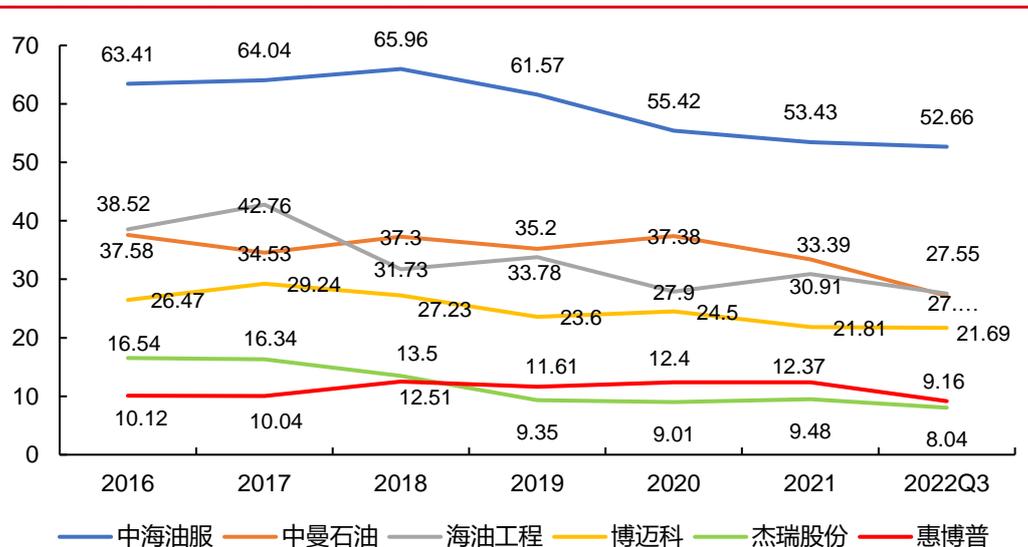
图59 杰瑞股份成本构成及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

国内油服公司坚持执行“轻资产”战略，有望进一步改善成本。油服公司前期需依托产能扩张取得快速发展，“重资产”模式下易造成设备减值损失占成本比重大，更造就当行业景气下降时设备资产严重过剩，因此近年来国内油服公司逐渐向“轻资产”转移。不同类型油服公司中，综合类油服固定资产占比最高，中海油服 2018 年固定资产占比高达 65.96%，2022 年 Q3 已下降至 52.66%；工程类油服次之，海油工程、博迈科固定资产比重目前已维持在 30%以下；设备类油服固定资产比重相对较轻，目前已降至 10%以下，“轻资产”战略下资产减值损失占营收比重下降，进一步加强国内油服行业成本优势。

图60 国内油服公司坚持向轻资产转移（%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

表15 油服公司的资产减值损失占营业收入比重（%）

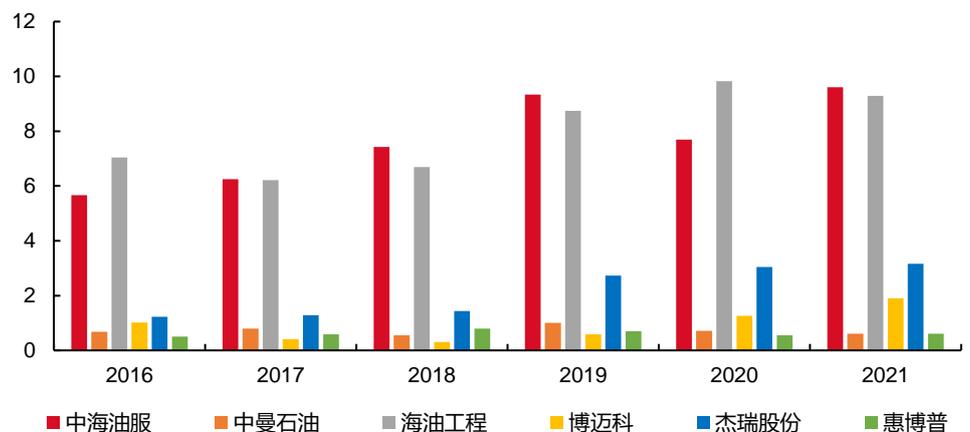
分类	公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
综合类	中海油服	4.28	7.97	2.81	3.02	4.35	2.99	-0.27
	石化油服	1.11	1.2	0.76	1.35	1.76	1.24	0.8
	中曼石油	1.17	2.44	2.41	2.79	7.62	6.84	2.68
工程类	海油工程	-1.75	3.45	-0.65	-0.09	0.67	0.23	-0.46
	博迈科	6.73	-17.72	-6.54	1.2	-1.46	-0.05	5.21
设备类	杰瑞股份	-3.66	2.82	-0.75	-0.06	1.77	0.24	-4.74
	石化机械	1.78	2.38	1.43	1.92	2.37	1.91	0.93
	惠博普	-0.33	6.68	1.15	2.89	11.55	3.68	-5.29

资料来源：Wind，东海证券研究所

3.3. 技术进步，把握持续发展高质量

技术和效率的不断提升为业绩护航。除“成本领先”外，国内油服公司积极践行“技术驱动”，持续投入研发费用，研发能力不断增强。中海油服研发支出自2016年5.67亿上升至2021年9.6亿；海油工程研发支出同样超9亿，始终保持高位。油服公司自身技术的进步促成对外分包需求的降低，中曼石油外部服务费因技术服务对外分包需求减少而降低；海油工程船舶分包费明显下降为公司提高自有船舶利用率所致。

图61 国内油服公司研发支出（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

表16 国内油服公司对外分包需求降低

	2018	2019	2020	2021
中海油服-分包及经营租赁支出	46.46	71.77	58.93	68.61
中曼石油-外部服务费	2.79	6.49	4.73	3.26
海油工程-工程服务费	40.28	70.22	99.2	99.67
其中：陆地建造工程分包费	32.9	54.49	78.58	84.49
船舶分包费	5.58	11.47	12.94	7.07

资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.3.1.中海油服：打破技术封锁，进击全球龙头

技术成果转化持续推进，市场地位实现飞跃。中海油服践行技术驱动发展战略，持续加大关键核心技术攻关力度，力促研发成果向生产力转化，2021 年新增专利数达 130 件，其中新增发明专利数 63 件。随着技术的不断提升，中海油服各业务板块在全球市占率逐年提升，快速拉近与世界前三大油服公司的距离。

表17 中海油服各业务市场占有率排名上升

业务	2016	2020
物探业务	6	4
电缆测井和定向井	7	4
钻完井液	10	4
固井	4	3

资料来源：国资报告，东海证券研究所

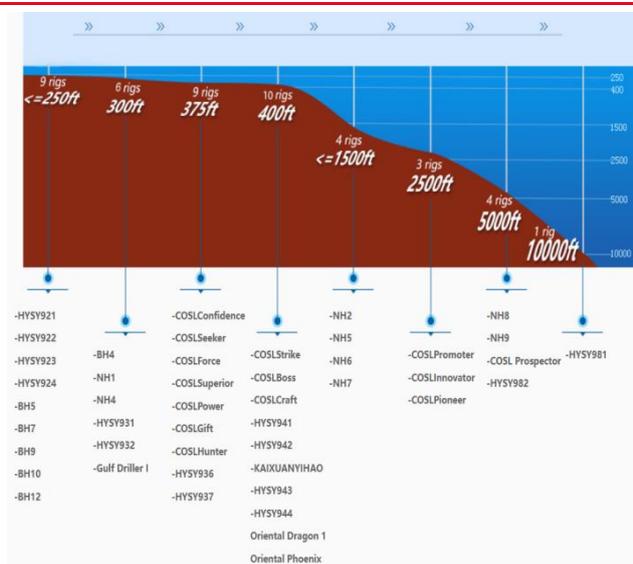
表18 中海油服技术转化成果显著

技术成果	2019	2020	2021
新增专利数（件）	97	84	130
其中：发明专利数（件）	38	38	63
省部级科技奖励（项）	8	6	4
行业协会科技奖励（项）			19

资料来源：公司公告，东海证券研究所

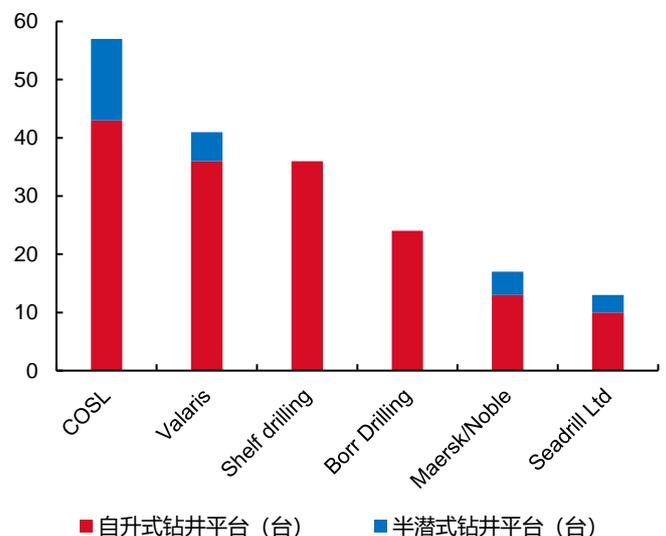
钻井服务：龙头地位显著。中海油服是中国最大的海上钻井承包商，也是国际知名钻井承包商之一。截至 2021 年底，共运营、管理 57 座钻井平台，自升式钻井平台和半潜式钻井平台规模位居全球第一。中海油服钻井平台梯队完整，可为客户提供作业水深 15-10000 英尺、钻井深度 15000-30000 英尺的钻探服务，多项平台创造钻井周期、水深新记录。2022 年 11 月中海油服自研北斗位置参考系统在海洋石油 982 安装测试成功，表明我国北斗海洋高精度定位应用技术趋于成熟，深水动力定位钻井平台不再受限于国外定位技术。

图62 中海油服钻井平台梯队完整



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图63 中海油服自升式、半潜式钻井平台规模均行业第一



资料来源：公司公告，东海证券研究所

表19 中海油服 2021 年钻井平台取得成果

钻井平台		主要成就
国内	“海洋石油 921”	圆满完成“新优快”项目任务，有效推动钻完井技术进步，提升钻完井工作质量和效率
	新型半潜式钻井平台“深蓝探索”	国内首次采用单列多功能钻塔系统的钻井平台，综合作业提效 35%
	“南海七号”	刷新中国海油最短钻井周期纪录，圆满完成国产水下井口系统海试作业
	“南海八号”	成功创造了古近系层位近四十年来首次连续三筒取心作业的新纪录
	“海洋石油 982”	刷新平台的作业水深纪录，自研北斗位置参考系统安装测试成功
国外	“COSLStrike”	实现连续 12 年安全生产无事故
	“东方凤”	顺利抵达阿联酋，客户验船后出征中东
	“COSLPioneer”	在欧洲大陆架顺利开钻，开始为客户提供钻井服务
	“COSLHunter”	在美洲首次完成双油管生产管柱下入作业，超预期完成钻完井作业目标
	“COSLGift”	圆满完成中东客户作业并位某单井 16" 井眼作业，打破该作业区块 30 年的 16" 井眼钻进纪录

资料来源：公司公告，东海证券研究所

油技服务：自主研发打破国外垄断。中海油服稳步推进关键核心技术研发，自主技术创新成果转化持续推进，在测井、钻完井液、定向井、固井、完井等板块突破技术垄断，填补国内技术空白。在定向钻井领域，公司自研旋转导向钻井系统 Welleader 和随钻测井系统 Drilog® 两项技术打破长期以来被国际油服巨头垄断局面，并在渤海和陆地多个油田成功应用，成为中国第一家、全球第四家同时拥有这两项技术的公司，代表当今世界钻井技术发展的最高水平。

表20 2021 年中海油服油技服务践行技术发展

油技服务	取得成就
“璇玑”旋转导向及随钻测井系统	具备全规格现场作业能力，装备规模较 2020 年实现翻番，入井成功率持续提升达到国际先进水平，成功进入海外市场形成持续作业能力
大直径旋转井壁仪器	创造了仪器下井最深、井温最高、单井次取芯数量最多新纪录
低渗压裂自主一体化技术	完成 11 井次探井压裂作业，南海某井压裂测试增产倍比近 12 倍
高温高压测井 ESCOOL 系统	作业量翻番，有效落实渤海潜山裂缝型油气藏的评价，并完成客户高难度作业
自主研发测井设备 MUIL	成功开启中东市场销售，进军美洲陆地钻完井液服务市场并成功获得服务订单
自主研发随钻四极子声波成像测井仪	首次完成海上应用
自研多元热流体增效、热化学复合增效等多元复合技术	在海上油田成功实施，油井最高日产油为措施前 5-8 倍
深水水泥头	首次应用成功，实现深水关键设备的国产化替代
表层喷射钻进作业	实现深水喷射零突破
7 英寸定向射孔枪作业技术	填补了国内技术空白
自研高温高压防腐水泥浆体系	突破南海高温高压大斜度井技术瓶颈，创新固井技术及工艺成功破解世界级难题
超高温高压封隔器和井下安全阀	8 种结构设计及制造已完成，初步实现高端完井工具的国产化替代

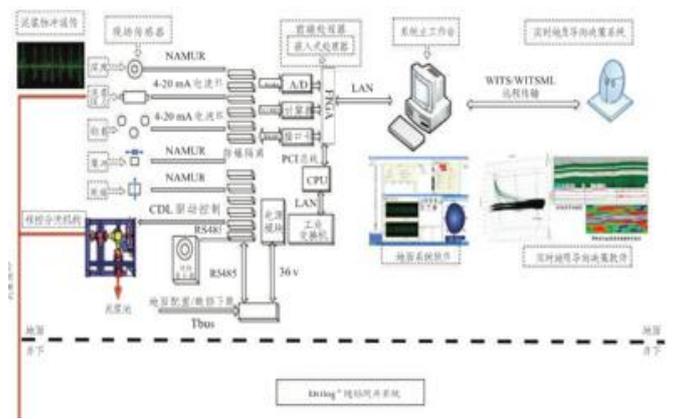
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图64 Welleader 旋转导向系统



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图65 Drilog®随钻测井系统



资料来源：公司官网，东海证券研究所

船舶服务及物探采集和工程勘察服务：技术效益夯实业绩稳步提升。中海油服在新形势下拓宽船舶服务领域发展路径,深度挖掘设备产能,大力发展绿色装备,为船舶推广使用 LNG 清洁能源发挥了示范引领作用;物探采集和工程勘察服务领域多项自主研发装备实现商业化生产应用,产量及效率均实现重大突破。其中 2022 年中海油服自研“海燕”罗经乌和自研首套 OCS 系统性能达到甚至超过国际先进水平,为我国油气勘探实现突破提供强有力的装备支撑。2021 年中海油服两项服务收入增幅达 13.3%和 62.4%。

表21 2021 年中海油服船舶服务及物探采集和工程勘察服务取得成就

业务	主要项目	取得成就
船舶服务	新增 6 艘 LNG 动力船舶	较传统船型节能近 30%，为船舶推广使用 LNG 清洁能源发挥示范引领作用
	完成“深海一号”的湿拖作业和锚链回接作业	
物探采集和工程勘察	自研“海亮”拖缆采集装备和“海途”拖缆综合导航系统	实现商业化生产应用,填补了我国在该领域装备技术空白,使我国自主研发海洋地震拖缆采集装备技术达到国际先进水平
	物探船“海洋石油 718”	打破投产十二年来国内作业单月产量最高纪录
	物探船“海洋石油 720”	在南美海域连续开展多个三维地震采集项目,优质安全高效、绿色环保
	双船地震采集项目	迄今为止国内物探拖缆作业难度最高的项目,两艘物探船联合完成,作业时效高达 95%
	中国海油首支海底节点 OBN 作业船队	公司具备超百米水深 OBN 地震采集作业能力,形成了一套成熟的 OBN 技术服务体系
	自研高精度“罗经乌”	各项性能指标达到甚至超过国际先进水平
	自研首套 OCS 系统	基于分布式计算的地震处理系统,8 节点并行速度较国外同类型软件提升 10-15 倍,运用并行分选技术运行速度是目前国外同类型软件的 28 倍

资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.3.2.海油工程：匠心锻造重器，实力跻身一流

海油工程是中国唯一一家集海洋石油、天然气开发工程和液化天然气工程于一体的大型工程总承包公司,是亚太地区领先的海洋油气工程 EPCI (设计、采办、建造、安装) 总承

包商，拥有 EPCI 全产业链。公司在山东、广东等地拥有大型海洋工程制造基地，形成跨越南北、功能互补的场地布局，扎实推进项目建设，技术研发取得积极进展。

图66 海油工程拥有 EPCI 全产业链



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图67 海油工程海洋工程制造基地



资料来源：公司官网，东海证券研究所

表22 海油工程近三年主要研发情况

年份	成果	数量
2021	国家重大专项和公司级科研项目	7
	主要装置国产化实现	4
	主要应用课题	4
2020	主要装置国产化实现	3
	关键技术突破	4
	技术成果转化	31
	“三新三化”成果转换	129
2019	工程方案优化	81
	主要研发项目	4
	主要应用课题	2
	主要装置国产化实现	4
	全年运行研发课题	75

资料来源：公司公告，东海证券研究所

深水工程：突破发展。海油工程经过长期深水技术攻关和深水项目经验积累，尤其是近年来围绕陵水 17-2、流花 16-2、流花 29-1 等深水油气工程项目大力进行深水技术攻坚，推动公司深水能力和核心竞争力取得突破性发展。全球首个十万吨级半潜式生产储油平台“深海一号”已投产，实现 3 项世界级创新，运用 13 项国内首创技术，攻克了 10 多项业界难题，深水能力实现从 300 米到 1500 米的飞跃；亚洲最深导管架“海基一号”建成安装，标志着我国深水超大型导管架成套关键技术和安装能力达到世界一流水平。“深海一号”和“海基一号”的完成填补了国内超大型深水项目技术空白，深水能力迈出重要步伐。

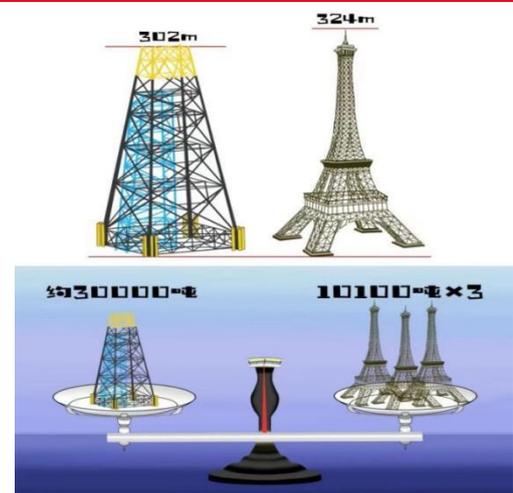
表23 海油工程深水项目不断取得突破

油技服务	取得成就
陵水 17-2 深水大气田	建造工期较国际惯例缩短一年，实现 3 项世界首创技术和 13 项国内首创技术，标志着公司初步形成了 1500 米级超深水油气田工程能力
流花 16-2 油田群工程	我国首个自营深水油田群，完成 15 万吨级 FPSO 和数套水下生产系统建造、立管、软管安装以及相关海底管道和脐带缆铺设作业，掌握全水下开发模式工程能力
流花 11-1/4-1、陆丰 15-1 等超 300 米深水固定式平台	超大型导管架设计建造，首次大量使用 S420 级高强度钢
陆丰 14-4 油田	攻克水下 300 米海管铺设中存在的巨型可移动沙坡沙脊世界级难题，且通过浮托法高效率完成重达 1.5 万吨的上部组块安装确保了海上安装提前完成
流花 21-2 油田	标志着油田群全面投产

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图68 “深海一号”能源站

资料来源：公司官网，东海证券研究所

图69 “海基一号”导管架

资料来源：海油工程公众号，东海证券研究所

LNG 工程：扎实推进。海油工程在巩固提升传统海洋工程能力基础上，抓住全球油气行业发展大趋势，加快向清洁能源业务转型升级，LNG 工程等清洁能源项目建设扎实推进，总承包综合能力持续提升。2018 年以来公司连续承揽漳州、宁波、龙口、唐山等地大型 LNG 工程项目，在手 LNG 合同不断增长，2021 年珠海 LNG 二期和唐山 LNG 二阶段项目合计金额超过 53 亿元，将为公司清洁能源业务收入增长提供有力支持，其中亚马尔项目创造了世界 LNG 工程建造的奇迹，“海工制造”成功跻身国际 LNG 核心工艺模块建造“第一梯队”。

表24 海油工程 LNG 项目建设扎实推进

项目名称	累计实施进度
北美壳牌 LNG 模块化建造项目	0.68
香港海上液化天然气接收站项目	0.79
天津 LNG 二期接收站工程项目	0.53
唐山 LNG 项目接收站一期工程项目	0.62
唐山 LNG 项目接收站二阶段工程项目	0.15
广东珠海 LNG 扩建项目二期工程 EPC 项目	待开工
福建漳州 LNG 接收站及储罐项目	0.9
龙口南山 LNG 一期工程接收站项目	0.37

资料来源：公司公告，东海证券研究所

注：截止至 2021 年 12 月 31 日

图70 加拿大 LNG 项目



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图71 香港 LNG 项目



资料来源：公司公告，东海证券研究所

FPSO 工程：抢占市场。全球 FPSO 市场基本被 SBM、BW、Modec 垄断，海油工程立足自主创新不断加大 FPSO 领域科技投入，相继承揽国内外多个大型 FPSO 项目，在 FPSO 总包管理领域积累丰富的项目经验和技術，已成为 FPSO 市场主要参与者、竞争者。排水量相当于 5 个“辽宁舰”航母的 35 万吨级巴油 P67/P70 FPSO，开创中国企业自主集成世界级 FPSO 的先河；2020 年中国最大作业水深 FPSO “海洋石油 119”交付启航，我国大型 FPSO 高端制造能力全产业链技术获得新的突破；我国建造规模最大、智能化程度最高的圆筒形 FPSO “企鹅 FPSO”于 2022 年 11 月交付；我国自主建造的亚洲首艘圆筒形 FPSO 已完成第二船 7 个船体分段吊装作业，标志着海油工程已全面掌握所有船型 FPSO 建造及集成总装技术。

表25 海油工程 FPSO 项目实施情况

交付时间	FPSO 项目	作业地点	优势
2018	P67	巴西	最大载重 30 万吨，世界最大吨位级 FPSO
2019	P70	巴西	
2020	海洋石油 119	流花 16-2 油田	国内最大作业水深 FPSO
2022	壳牌企鹅 FPSO	英国企鹅油田	中国建造的最大圆筒形 FPSO
在建	亚洲首艘圆筒形 FPSO	流花 11-1/4-1	世界第七艘圆筒形 FPSO
在建	P79	巴西	第三份巴西 FPSO 合同

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图72 中国建造的最大圆筒形 FPSO



资料来源：海油工程公众号，东海证券研究所

图73 亚洲首艘圆筒形 FPSO 建造再提速



资料来源：海油工程公众号，东海证券研究所

核心技术不断攻关，研发成果向生产力转化。海油工程成功突破深水半潜式生产平台关键技术、水下生产系统工程技术、单点系泊系统和深水钢悬链线立管系统等部分关键核心技术，为流花、陵水区域等重大工程项目顺利实施提供了有力技术支撑，巩固公司在工程类油服公司先行者的市场地位。其中 LNG 储罐环/立缝自动焊接创一次合格率 99.8% 的行业记录，1500 米级超深水钢悬链立管（SCR）S-lay 安装技术、高压注气压缩机成套技术等 319 项技术成果在各级工程项目中推广应用创造经济效益 3.39 亿元。

表26 海油工程 2021 年核心技术屡获突破

核心技术	成果
深水半潜式平台关键技术	公司在多种主流深水开发模式上取得重要突破，部分海洋工程技术实现了从 300 米到 1500 米的跨越，为流花、陵水等重大工程项目顺利实施提供了有力技术支撑
深水 FPSO 技术	
水下生产系统工程技术	
单点系泊系统	
深水钢悬链线立管系统	先后在漳州、唐山 LNG 项目成功应用，焊接一次合格率达到 99.8%，显著提升了公司 LNG 储罐建造过程中的焊接效率
LNG 储罐环/立缝自动焊接技术	
超深水钢悬链立管（SCR）S-lay 安装技术	
高压注气压缩机成套技术	在各级工程项目中得到推广应用，创造经济效益

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图74 LNG 储罐自动焊接技术应用于唐山 LNG 项目



LNG 储罐自动焊接技术成功应用于唐山 LNG 项目现场

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图75 超深水钢悬链线立管安装技术



1500 米级超深水钢悬链线立管（SCR）S-lay 安装技术

资料来源：公司公告，东海证券研究所

数字化、绿色化为公司转型方向。在智能化发展的时代，中海油服持续加大力度推动数字化工作。2018 年海油工程建成国内首个海洋工程数字化技术中心；我国首个海洋油气生产装备智能制造基地——天津智能化制造基地于 2022 年 6 月正式投产，打造集海洋工程智能制造、油气田运维智慧保障以及海工技术原始创新研发平台等功能为一体的综合性基地。此外公司积极践行绿色低碳战略，2021 年中国海上第一个“绿色油田”曹妃甸 6-4 油田成功投产，引入岸电工程实现污水零排海，预计每年将减少燃油主机原油消耗 1.1 万吨，年均节约能源约 1.6 万吨标煤，相当于减少二氧化碳排放 4 万吨。进一步提高我国海工装备作业效率和低碳管理。

图76 渤中 29-6 在天津智能化制造基地点火开工



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图77 曹妃甸 6-4 项目成功投产



资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.3.3. 民营油服公司：科技开创时代，优势成就未来

杰瑞股份：杰瑞股份近五年研发投入已累计达 15 亿元，截至 2021 年累计拥有有效授权专利 871 件，其中发明专利 128 件，拥有 6 个省级以上创新平台，全球 8 大研发基地，通过自主研发填补国内多项技术空白，创造多项行业第一，包括全球范围内**功率最大的**涡轮压裂车，**全球首个**电驱压裂成套装备和页岩气开发解决方案，**全球首创**的智能输砂设备，**世界首创**的双混合超大功率固井车，**世界最大**的一万马力电驱压裂拖车，**世界最大功率**的 7000 型高压柱塞泵，**国内首套** 6MW 级燃气轮机发电机组等，**国内首套**国六奔驰双车载连续油管设备。其中涡轮装备斩获 2022 年世界石油大奖最佳完井技术奖；涡轮压裂、电驱压裂解决方案及移动式发电一体化解决方案亮相水力压裂技术领域中最具权威性的 HFTC 展会现场；新一代涡轮压裂设备开创页岩气等非常规能源压裂增产新时代。

中曼石油：中曼石油深耕科技进步，2022 年取得诸多成就，夏 203 井同区块取心作业首次实现单井 24 桶，三开作业提前 52 天顺利完钻，**领先**新疆油田公司同区块成绩；4 月国内首例井下油管电动穿孔作业秋 3 井顺利完工，国内**首次**采用油管内电动打孔技术替代射孔和机械打孔技术；7 月由中曼 9 队承钻的 YK29-20H2 井在四开钻进期间单日进尺达到 145 米，刷新 SCP 延 113-133 区块施工以来水平段**最高日进尺纪录**；科技含量更高、适用于钻探 10000 米左右深井和超深井的 TDS750 顶驱已完成全部设计优化，至此中曼顶驱家族 6 个型号的自动化顶驱**全部达到量产条件**。

惠博普：作为国际化的油气资源开发及利用综合解决方案服务商，惠博普始终致力于为全球客户提供高效、清洁的能源及能源生产方式。近十多年以来在二氧化碳捕集、回收利用等方面取得了跨越式发展，先后成功承担多个国内外工程和装备制造项目。2021 年 11 月惠博普与业主签订我国**首个**百万吨级 CCUS 项目的分包合同，2022 年 1 月**再次**中标中海油二氧化碳封存示范工程项目的分子筛脱水装置，进一步提升公司的市场竞争优势，为惠博普未来在 CCUS 业务领域的发展打下坚实基础。

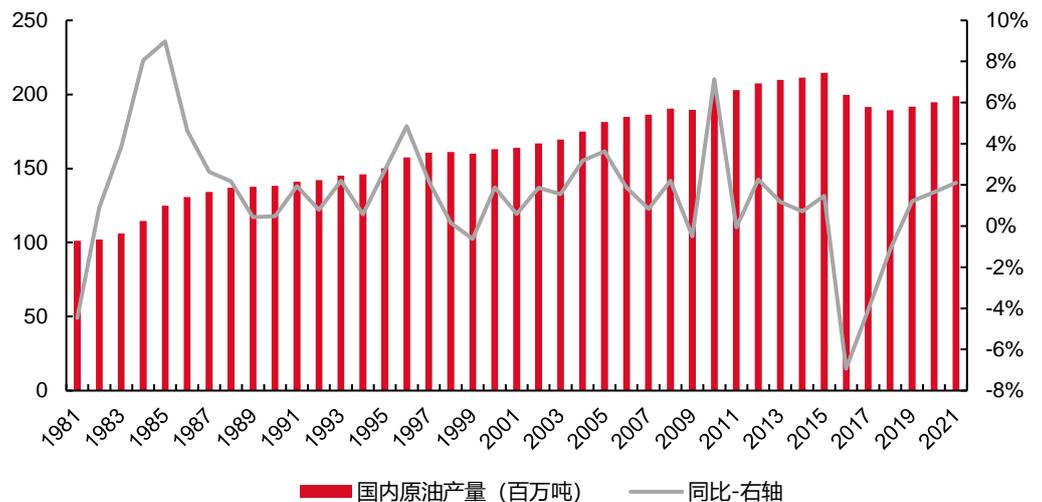
通源石油：通源石油的定位为做非常规油气开发的龙头，聚焦射孔、旋转导向和水力压裂来建设三条核心产品线。**射孔技术**目前市场分布在北美和国内的油气开发热点地区，技术处于国际领先地位，填补我国在页岩气射孔系统工程自主研发和应用方面的空白，其中“油气井复合压裂射孔方法及装置”获得加拿大发明专利授权，为集团公司海外通源战略的实施提供强有力的技术支撑。2021 年公司圆满完成足 203H2-1 井的泵送射孔技术服务项目，总射孔簇数创我国深层页岩气井新纪录；**旋转导向和水力压裂技术**在国内处于领先地位，在国内市场应用效果十分显著，近年来工作量逐年提升。

4.国内政策支持叠加海外合作深化，油服行业迎来布局新机遇

4.1.能源安全问题提升增储上产重视度

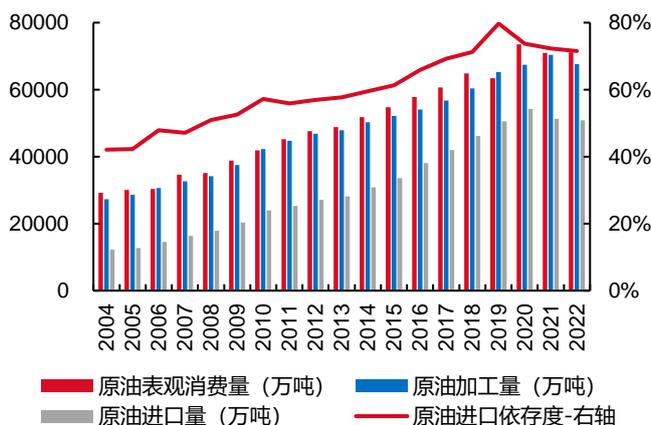
我国能源进口依存度高。我国原油产量自 2015 年达到峰值 2.15 亿吨后因油价波动而下降，至 2022 年仍未突破 2 亿吨。然而我国原油及天然气表观消费量逐年上涨，2012-2022 年我国原油表观消费量复合增速 4.1%，天然气表观消费量复合增速 9.6%，增产速度低于需求增速致使能源对外依存度逐年提升，2022 年我国原油进口依存度为 71.49%，天然气依存度此前接近 50%，国家能源安全形势严峻。

图78 2022 年国内原油产量仍未突破 2 亿吨



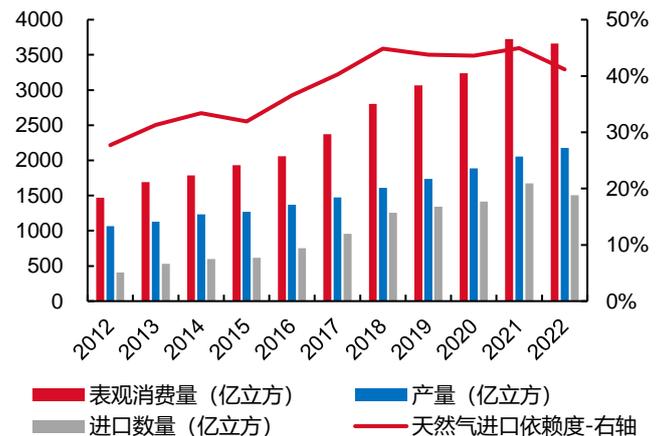
资料来源：Wind，东海证券研究所

图79 我国原油依存度仍保持高位



资料来源：Wind，东海证券研究所

图80 我国天然气依存度不断上升

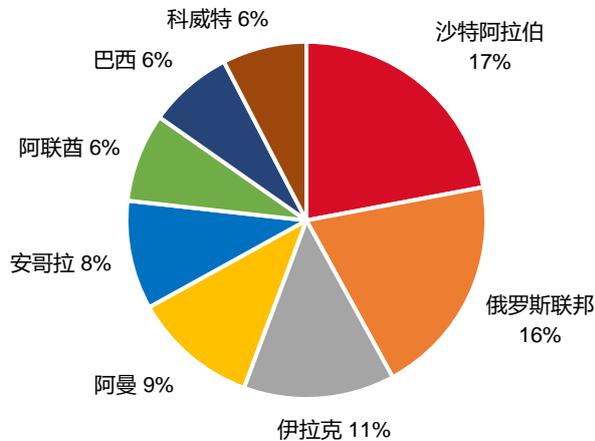


资料来源：Wind，东海证券研究所

中东地缘政治格局演变增加我国能源安全不稳定性。2021 年我国原油主要进口国中沙特阿拉伯占比最高，为 17%，其次为俄罗斯联邦、伊拉克、阿曼等国，中东地区国家是我国原油重要来源国，霍尔木兹海峡是输送我国能源的大动脉。我国天然气进口来源中中东国家

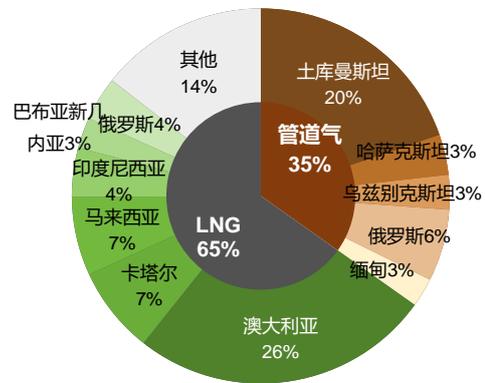
也占据较大比重。因此中东政治格局演变会对我国能源供应产生重要影响，国内能源供应安全问题不容乐观。

图81 我国原油最大进口国为沙特阿拉伯



资料来源：海关总署，东海证券研究所

图82 我国天然气主要进口来源国



资料来源：EIA，东海证券研究所

推进增储上产为保障国家能源安全必然选择。2014年习近平总书记提出“四个革命，一个合作”的能源安全新战略，随后政府以能源安全新战略为指导，近年持续推出文件加大油气勘探开发和增储上产力度，2022年3月《“十四五”现代能源体系规划》指出加大国内油气勘探开发，石油产量力争2022年回升到2亿吨水平并较长时期稳产，天然气产量力争2025年达到2300亿立方米以上；《2022年能源工作指导意见》鼓励加快油气先进开采技术开发应用，巩固增储上产良好势头。2022年原油产量未达目标，推进增储上产战略具有持续性、长期性。

表27 近年来保障能源安全相关政策或事件

时间	政策法规/事件	内容
2017	《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
2017	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	改革促进行业持续健康发展， 大幅增加探明资源储量 ，不断提高资源配置效率
2018	《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》	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
2018	三桶油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	《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
2019	国家能源局电视电话会议	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
2019	国家能源委员会会议	李克强总理指出要 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
2020	《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
2020	《关于加快推进天然气储备能力建设实施意见》	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LNG接收站和重点地区规模化LNG储罐

2020	《关于做好2020年能源安全保障工作的指导意见》	加强渤海湾、鄂尔多斯、塔里木、四川等重点含油气盆地勘探力度；推动东部老油气田稳产，加大新区产能建设力度；加快页岩油气、致密气等非常规油气资源勘探开发力度
2020	《新时代的中国能源发展》	大力提升油气勘探开发力度
2021	《石油和化学工业“十四五”发展指南及2035年远景目标》	增强油气保障能力被列为“十四五”期间石化行业重要任务之首
2021	《推进资源型地区高质量发展“十四五”实施方案》	建立安全可靠的资源能源储备、供给和保障体系：加大石油、天然气、铜、铬、钨、稀土、晶质石墨等战略性矿产资源勘查
2021	国资委会议	石油石化和管网企业要 增产增储 ，加大油气勘探开发，积极发展页岩气、煤层气，提高管网运行效率，多元开展国际油气合作，不断提升保供能力
2022	《“十四五”现代能源体系规划》	加大国内油气勘探开发 ，坚持常非并举、海陆并重；石油产量稳中有升，力争2022年回升到2亿吨水平并较长时期稳产；天然气产量快速增长，力争2025年达到2300亿立方米以上
2022	《2022年能源工作指导意见》	加快油气先进开采技术开发应用， 巩固增储上产良好势头 ，坚决完成2022年原油产量重回2亿吨、天然气产量持续稳步上产的既定目标

资料来源：国务院，发改委，自然资源部，国家能源局，中国政府网，央视新闻，东海证券研究所

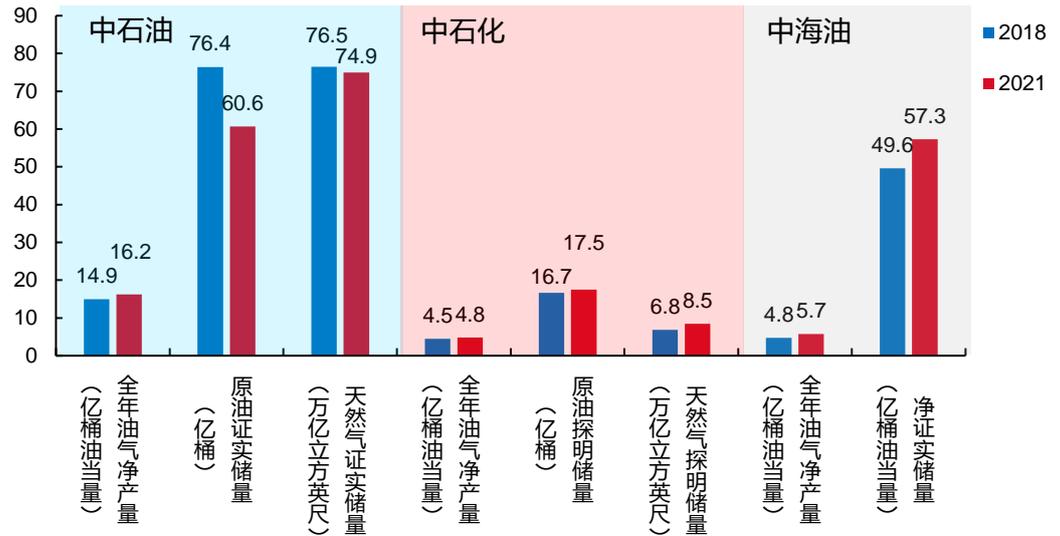
三桶油坚定落实“七年行动计划”。2018年在政策导向下三桶油确立国内勘探开发业务“优先发展”的战略定位，后均披露“七年行动计划”对应规划方案，其中中石油和中海油计划七年原油和天然气产量CAGR分别为0.69%、4.61%和3.30%、15.22%。此后三桶油坚定落实“七年行动计划”，大力提升油气勘探开发力度，全力推进高效勘探和油气增储上产。中石油、中石化、中海油2018-2021全年油气净产量CAGR为2.9%、2.1%和6.4%。2022年三桶油上调资本支出，尤其是勘探开发资本性支出，为上游油服行业带来高景气。

表28 中石油、中海油“七年行动计划”对应规划目标

公司	内容	2018	2025E	CAGR
中石油	原油产量（亿吨）	1.01	1.06	0.69%
	天然气产量（亿立方）	1094	1500	4.61%
	原油可采储量（亿吨）	9.3	16.3	8.35%
	天然气可采储量（万亿立方米）	2.1	4.2	10.41%
	年风险投资（亿元）	10	50	25.85%
中海油	原油产量（百万桶油当量）	384	482	3.30%
	天然气产量（百万桶油当量）	92	248	15.22%
	计划探明储量（亿桶）	49.6	99.2	10.41%

资料来源：各公司公告，东海证券研究所

图83 “七年行动计划”下三桶油产量及储量变化

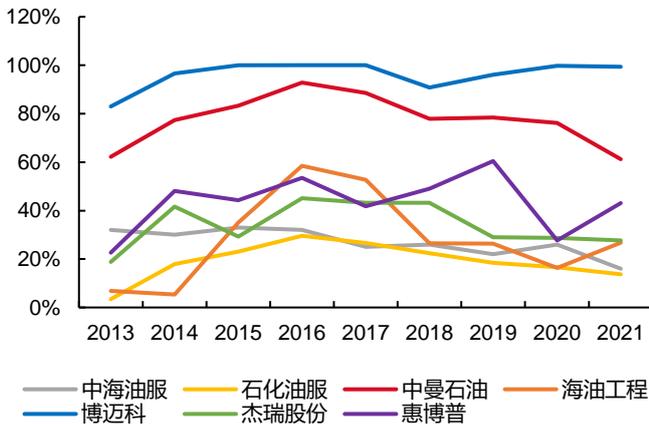


资料来源：各公司公告，东海证券研究所

4.2. 国际能源合作推进高质量发展新阶段

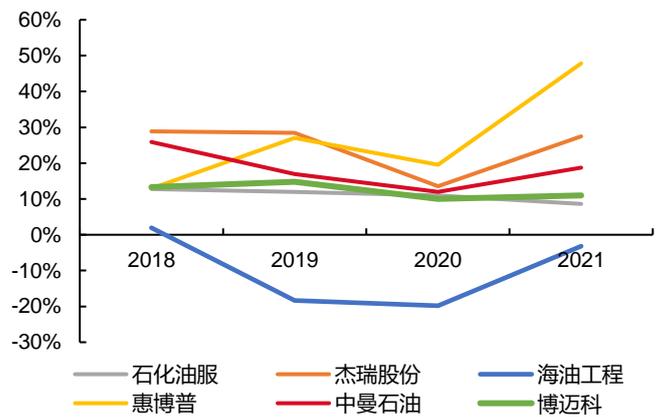
油服公司海外业务预计将进入复苏期。我国各油服公司深入践行“一带一路”倡议和国际能源合作，积极创新与国际石油公司的合作模式与机制，打造合作共赢、共谋发展新局面。但疫情等因素导致近年来海外业务停滞，海外营收占比及海外业务毛利率均产生一定程度波动。当前随着疫情形势好转，叠加增储上产导向以及技术积淀增强国际认可度，各油服公司海外业务呈现复苏态势。

图84 各油服公司海外营收占比呈复苏态势



资料来源：Wind，东海证券研究所

图85 各油服公司海外业务毛利率逐渐回升



资料来源：Wind，东海证券研究所

中阿合作不断深化。国家主席习近平于2022年12月7日至9日对沙特进行了国事访问，双方强调将推进并巩固双方在石油领域的合作。阿拉伯地区油气资源丰富，是中国石油和天然气的主要来源，也是我国的“一带一路”重要组成部分，国内油服公司凭借多年的专业且严谨的经营，在中东地区收获了一批长期稳定的合作伙伴，近两年更是连续斩获多项大单，未来有望进一步深化油服领域合作，上游油气开发合作预计将更加紧密，我国油服行业将会持续受益。

表29 自 2021 年以来国内油服在中东地区的主要项目

时间	项目	施工方	甲方	金额 (亿美元)	期限	备注
2021	测井设备 MUIL	中海油服	中东			
2021	7 艘自升式钻井平台大额作业合同	中海油服	沙特阿美			首次承接沙特阿美作业
2022.9	其中：国智钻井平台改造项目	中海油服	沙特阿美		5	国内首个全环节沙特阿美改造项目
2022.10	其中：COSLBOSS 钻井平台	中海油服	沙特阿美			
2023.1	其中：振海 6 号改造项目	中海油服	沙特阿美		5	刷新沙特阿美适应性改造项目工期记录
2022	三座平台高端作业项目	中海油服	中东		5+2	
2022	VirtualMud 软件应用	中海油服	中东		长期	
2022	中东固井项目	中海油服	中东			
2022.10	一流国际石油公司项目	中海油服	中东	19	长期	
2022	10 串 MUIL 仪器销售合同	中海油服	沙特国家石油技术公司			多功能超声成像仪实现新用户突破
2021	Marjan P1 Gosp-4 项目	海油工程	沙特阿美	1	短期	提高沙特 Marjan 海上油田的产量
2021	卡塔尔 NFA 项目	海油工程	卡塔尔能源		基本完成	
2021	10 部修井机合同	石化油服	科威特石油	3.6	5+1	
2022	14 部开发井钻修井机和 1 部深井钻机项目	石化油服	科威特石油	8.3	5+1	
2022	钻头贸易合同	石化油服	科威特	0.2765		
2022	6 部非常规气井钻机合同	石化油服	沙特阿美	5.3	短期	
2022	S84 三维采集项目	石化油服	沙特阿美	0.58	延期一年	
2021	沙特市场工程订单	中曼石油	沙特阿美	1.6		2021

资料来源：各公司公告，东海证券研究所

4.2.1. 国有油服公司稳步推进海外业务

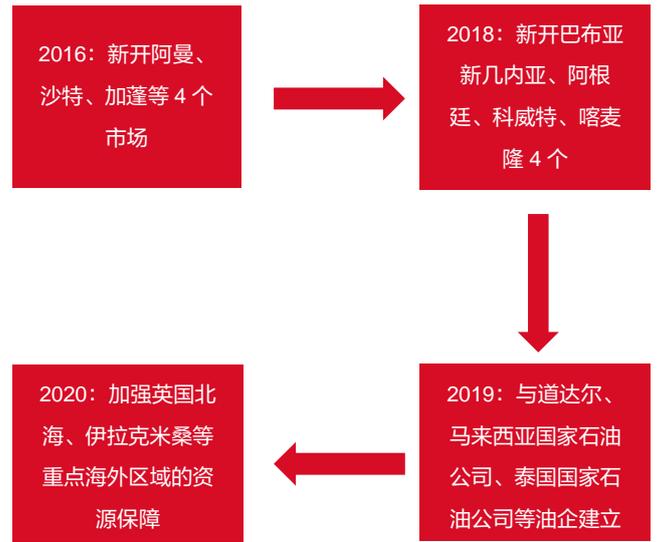
中海油服：海外市场取得重大突破。中海油服业务广泛遍布全球各地，且不断加快国际业务布局，深入践行“一带一路”倡议和国际能源合作，赢得客户认可。据了解中海油服目前已在沙特、马来西亚、伊拉克、乌干达以及墨西哥接连拿下多笔海外订单。2022 年 10 月中海油服公告与中东地区一流国际石油公司签署多份钻井平台服务长期合同，合同金额总计约人民币 140 亿元，接近公司 2022 年上半年营收，项目实施后公司在中东地区的海外业务服务将形成“全方位融入阿拉伯湾、全方位缔结共同体”市场格局，这标志着中海油服与国际石油公司在油气田勘探开发各领域的深化合作进入新阶段，也标志着中海油服国际化运营管理能力和服务质量被国际一流石油公司全面认可。

图86 中海油服业务覆盖区域广泛



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图87 中海油服不断开拓海外市场



资料来源：公司公告，东海证券研究所

表30 中海油服近年来主要海外合作项目

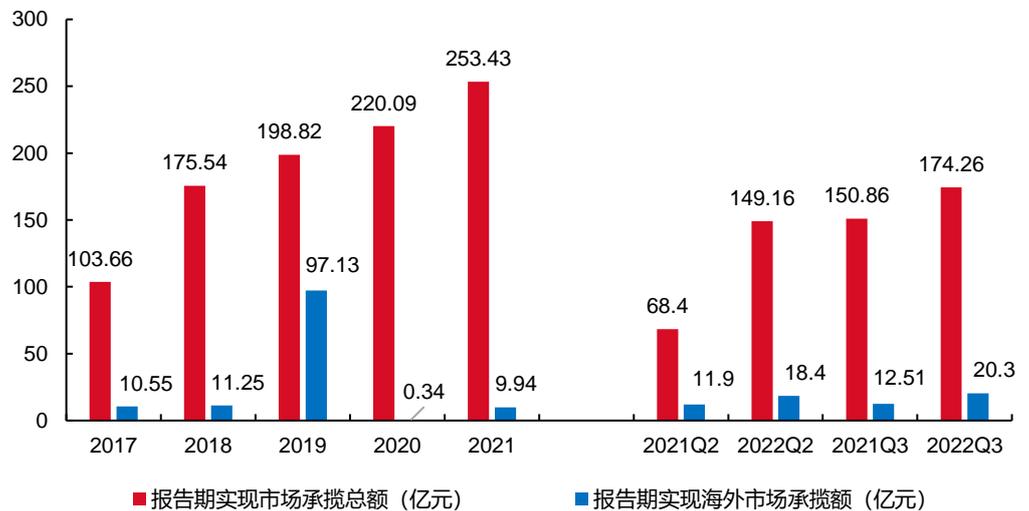
时间	地区	对外合作
2017	墨西哥湾	固井、泥浆业务实质性进入
2018	沙特	获沙特阿美钻井服务合同， 实现高端市场重大突破
2018	澳新	重回市场，斩获钻井服务合同
2019	巴西	斩获三维项目
2019	西非加蓬	海洋石油 760 完成深水二维地震采集项目， 优异表现赢得客户认可
2019	印尼	COSLPOWER 海域探井重点作业高效完成，继续巩固扩大了公司与 SAKA 的良好合作
2019.5	马来西亚	顺利完成 VESTIGO 公司（马来西亚国家石油公司全资子公司）井筒弃置一体化项目作业， 该技术在马来西亚属首例，进一步加深与马来西亚国家石油公司的合作关系
2020	亚洲	获得亚洲区块新一轮电缆测井服务合同；中标亚洲固井钻完井液一体化服务合同和两年固井服务合同
2021	墨西哥	海洋石油 936 平台承钻墨西哥海洋工程钻井公司 YAXCHE-C 项目，实现了单井钻井周期 21 天，作业效率始终保持在 99.8% 之上， 创造了墨西哥湾钻井周期最短、时效最高等多项作业纪录，平台首次斩获泛美能源公司作业合同
2021	美洲	“招商海龙 7”在北美地区为新客户启动首口井钻井作业；“COSLHunter”在北美地区的钻井作业顺利完成；“COSLConfidence”顺利通过美洲客户合同启动检查；“COSL3”高效作业获美洲客户书面表扬
2022.12	乌干达	中国首套 8000 米静音型自动化石油钻机“LR8001”顺利完成连钻作业，即将服务乌干达首个大型油田开发建设项目， 标志中海油服钻完井一体化服务即将正式迈进非洲油田服务市场
2022.12	印尼	压裂作业量创历史新高，预计全年完成压裂作业 25 井次，与 2021 年相比作业量大幅增长 733% ；船舶项目组荣获印尼国油 2022 年度“ HSSE 最佳表现奖 ”；钻井项目组获马来西亚国家石油公司“ 全球最佳表现平台 ”
2022.6	印尼	自主研发钻井中途油气层测试仪（EFDT）-测压取样光谱组分分析技术搭配 RTC 专家实时支持系统，创造光谱组分在印尼的首次连续成功作业纪录， 获印尼国油 5 年内在裸眼测井领域的第一封表扬信
2022.6	印尼	自研压裂液体系“Easy Flow”水力压裂作业后测试压裂后产油量达 1089 桶/天，为甲方预期的 5.8 倍， 该井被列为印尼国家石油 2022 年度典型水力压裂增产案例

2022.10	中东	与中东地区一流国际石油公司签署多份钻井平台服务长期合同，合同金额总计约人民币 140 亿元
2023.1	沙特	振海 6 号沙特阿美适应性改造项目历时 73 天,较最初计划工期提前 71 天，大幅刷新沙特阿美适应性改造项目工期纪录

资料来源：中海油服公众号，公司公告，东海证券研究所

海油工程：海外项目持续推进施工步伐。海油工程近年来相继承揽巴西 P67/P70 FPSO、壳牌企鹅圆筒形 FPSO 并成功交付，逐渐成为全球市场参与者；积极拓展模块化建造海外市场，承揽并实施俄罗斯 Yamal、澳大利亚 Gorgon、澳大利亚 Ichthys 等一批大型 LNG 模块化建造项目，其中 Yamal 项目合同金额达到百亿元人民币，项目高质量运营和按期交付奠定了公司在全球模块化建造市场地位。北美壳牌 LNG 模块化建造项目正在实施，合同金额约 50 亿元人民币，截至 2022 年第三季度已成功交付 19 个模块，标志着全球首例一体化建造 LNG 模块化工厂交付过半，创造北美壳牌 LNG 全球场地中进度最快、质量最高、完工状态最好的成绩，海油工程 LNG 高端模块化建造能力已稳居国际行业第一梯队。

图88 海油工程海外市场承揽额有望稳步提升



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图89 FPSOP70 超级储油卸油轮



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图90 加拿大 LNG 项目首次实现一体化建造



资料来源：公司公告，东海证券研究所

4.2.2. 民营油服公司不断开拓海外市场

杰瑞股份：深耕北非、中东、北美市场。杰瑞股份已帮助北非打破多项技术壁垒，在中东油气田市场深耕十余年时间，为该市场提供数百台套油气田设备，对于推动“一带一路”沿线国家能源建设具有重要战略意义。北美市场也是杰瑞股份一直以来重点发展的海外战略市场，其新一代压裂技术及设备在竞争激烈的北美市场上脱颖而出，自2019年以来在北美已实现5套涡轮压裂整套车组的销售，截止2023年1月底杰瑞涡轮压裂设备累计在美国页岩气井场完成10.9万小时的压裂作业，“中国智造”赢得北美高端主流市场的认可。

表31 杰瑞股份为国家“一带一路”战略的落地、国际合作的持续加深助力

地区	对外合作
北非	2021年1月由杰瑞自主研发制造的井架连续油管作业半挂车发往阿尔及利亚，彻底打破欧美国家对其长期技术垄断
	2021年6月签署阿尔及利亚天然气去瓶颈项目合同，继突尼斯气处理项目之后在北非油气市场再次赢得国际一流业主的认可
中东	6月在阿联酋市场斩获首个油气上游天然气处理项目
	11月成功中标科威特 KOC JPF-5 项目，合同金额超 27 亿元，创下杰瑞股份油气市场单笔合同金额最高纪录
	2022年7月第四次与中东合作自主研发设计增产船设备 2022年向伊拉克顺利交付七台电驱往复压缩机组
北美	2021年签署合同金额超4亿元的涡轮压裂整套车组大单
	2022年6月再获超2亿元涡轮压裂整套车组大单
	2022年3月杰瑞35MW移动式燃气轮机发电机组在美国顺利交付，代表“中国智造”在美国新能源压裂领域开启新篇章

资料来源：杰瑞股份公众号，东海证券研究所

中曼石油：发扬“铁血之旅”精神发展海外市场。2022年3月中曼28队在伊拉克 zubair 油区刷新最快井间搬迁纪录，得到斯伦贝谢、ENI 高度赞扬；6月子公司与哈里伯顿签订伊拉克马季努油田钻井项目合同，进一步巩固中曼石油与哈里伯顿的合作关系，在国际市场再次展示出强劲的竞争实力；7月中曼伊拉克钻井20队被哈利伯顿评为“伊拉克全国安全文化最佳示范钻井队”，在国际市场上进一步树立中曼钻井品牌形象；8月中曼沙特阿美项目修井45队通过验收顺利开钻，拉开了征战沙特高端钻修井服务市场的序幕；11月中曼装备与俄罗斯某知名钻井承包商签订12台顶驱大单合同，标志着中曼顶驱继打入伊拉克、沙特等海外市场后又一重要突破，对中曼顶驱在海外实现弯道超车具有重要意义。

惠博普：逐步获得国际市场青睐。2017年8月惠博普确认为伊拉克 Garraf 油田三期原油井间集输 EPCC 项目的中标单位，该项目合同金额为约合人民币4亿元，是公司首次参与国际一线石油公司的服务项目，对公司国际 EPC 业务发展具有重要意义，自此公司进一步加快全球业务布局；2018年巴基斯坦 NASHPA1247 项目顺利投产，巴基斯坦总理对公司给予高度评价，为公司进军巴基斯坦油气工程市场打下坚实基础；2018年8月公司再次中标埃塞俄比亚天然气集输及处理 EPCC 项目，合同金额约合人民币10.20亿元，进一步巩固公司在非洲区域的市场开发成果，该项目是我国“一带一路”重点项目，是着力践行中非产能合作的优质油气项目。

图91 中曼石油被哈利伯顿评为“最佳示范钻井队”



资料来源：中曼石油公众号，东海证券研究所

图92 惠博普巴基斯坦 NASHPA1247 项目



资料来源：惠博普公众号，东海证券研究所

5.小结

对油服行业股价表现进行复盘：股价表现主要受油价主导，但是持续的表现离不开业绩支撑。公司业绩进入上升期时，股价往往随之上涨；公司业绩进入下滑期，股价往往在复苏拐点确认之后迎来反弹。

对于油价而言，目前看法：多因素影响下预计 2023 年原油价格维持区间震荡，预计布伦特原油现货价格或在 60-90 美元/桶区间运行。相较历史油价走势而言油价中枢提升，油价处较高位将直接提高石油公司收入和利润，进而影响石油公司的资本开支计划，一定程度上保障了未来油服行业的景气度。

对于业绩而言，一方面是自 2020 年油价上涨以来，油服公司工作量、订单数均有显著提升，油价上涨对业绩传导滞后期当前已到，业绩拐点已出现，股价有望迎来反弹；另一方面行业低谷时期，国内油服公司均发生内生性改善，不断降本增效、轻资产化，技术和装备领先支撑高质量发展以及开拓海外市场布局新机遇，叠加国内能源对外依存度不断加大下增储上产政策力度不减，未来即使油价未出现大幅上升，业绩表现也有望较历史同样油价水平下更优异。

对油服行业市销率进行复盘估值，当前国内油服公司整体估值均处十二余年历史低位，保持在 1X-3X 之间，其中海油工程自 2022 年以来市销率已低于国外油服行业平均值。以国外及国内行业 PS 平均值对标的进行估值，叠加未来收入有望上涨，多家油服公司股价较当前预期涨幅超 20%，海油工程表现极为优秀，市值有望重回 700 亿元，看好油服行业长期价值修复空间。

投资标的推荐。1)整体估值明显低位，提升空间巨大的公司；2)海外市场潜力较大的公司；3)技术处国际先进水平的公司，如海油工程、中海油服、中曼石油、杰瑞股份。

6.风险提示

1. 地缘政治不稳定，导致国内商品、服务出口受政策抑制，或导致国际能源价格产生剧烈波动，抑制国际上游资本开支，并传导至国内影响企业盈利水平；
2. 国内通胀高企，劳动参与率下降，国内生产成本不断攀升；国内需求低迷，影响到相应企业的利润；
3. 美联储加息节奏超预期，海外通胀高企，海外需求修复不及预期。

表32 推荐标的估值表

证券代码	证券名称	总市值（亿元）	EPS 摊薄（元）			PE		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600583.SH	海油工程	297.12	0.08	0.31	0.37	55.12	21.62	18.07
601808.SH	中海油服	602.10	0.07	0.61	0.77	228.54	25.85	20.52
603619.SH	中曼石油	76.40	0.17	1.31	2.08	90.65	14.56	9.16
002353.SZ	杰瑞股份	317.74	1.66	2.14	2.67	24.16	14.48	11.59

资料来源：东海证券研究所，截止至 2023 年 2 月 24 日，盈利及估值预测采用 Wind 一致预期

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8621) 20333619
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8610) 59707105
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089