



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

资源开采与油田服务双轮驱动，高成长民营企业迎新机

—中曼石油(603619.SH)公司深度报告

2024年1月15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

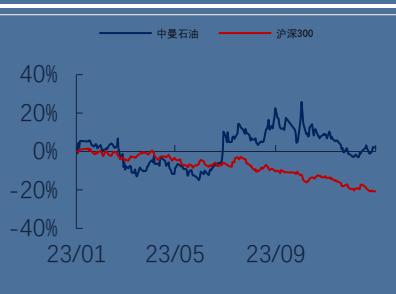
公司研究

公司深度报告

中曼石油(603619)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元) 18.93
52周内股价波动区间(元) 23.32-15.77

最近一月涨跌幅(%) 2.05

总股本(亿股) 4.00

流通A股比例(%) 100.00

总市值(亿元) 75.72

资料来源：聚源，信达证券研发中心

中曼石油：资源开采与油田服务双轮驱动，高成长民营企业迎新机

2024年1月15日

本期内容提要：

◆**油气板块：勘探开发方兴未艾，油气产量高速增长。**公司受益于国家矿权改革，实现了业务转型、进军上游的战略目标，且是改革至今鲜有的成功典范。自2021年以来勘探开发业务收入保持高速增长，三大区块开发已取得实质性进展。新疆温宿区块原油产量逐步释放，同时公司正在推进扩产规划，2024-2025年计划产量分别为65、80万吨/年；坚戈区块目前已和TOG公司签订千万元合约，开发进度加快，并即将并入上市公司贡献业绩；岸边区块也已启动建设进行1井开钻，未来或将为公司贡献产量。2022年公司原油产量43万吨，未来产量增速可期，叠加三个油田都具有成本低、储量丰富的优势，公司抗油价波动能力和盈利能力可观。

◆**钻井服务及装备：景气复苏带动板块业绩好转。**钻井服务方面，公司拥有各类钻机59台套，2022年公司全年运行钻机40台，受疫情停工影响的闲置钻机已大幅减少。目前中曼石油的钻井工程主要市场在海外，尤其集中在中东地区，2023年7月与伊拉克BECL签订了3.90亿美元的钻井工程服务合同，将对公司2024-2028年经营业绩产生积极影响。装备制造方面，公司智能产品研制顺利，并开始市场推广，公司已形成“勘探开发-工程服务-装备制造”一体化全业务链的模式。

◆**行业趋势：油价与油服迎来景气共振周期。**我们认为，未来海外及国内经济或将迎来双重修复，原油需求仍保持增长态势；美国石油开采面临资源劣质化和成本通胀双重压力，以沙特为首的OPEC+维持高油价意愿强烈，原油供给偏紧的格局并未改变；叠加美国长期的战略储备原油补库需求，我们预计油价或将持续处于中高位水平。而在较长时期的中高油价水平预期和信心下，上游资本开支或将实现进一步增长。与此同时，油服行业产能出清或已告一段落。油服行业产能利用率、服务价格已逐步提升，未来或将进一步迎来景气上行周期。

◆**盈利预测与投资评级：**在油价和油服景气双重共振下，公司原油销售业务和钻井工程服务业务有望迎来量价齐升。尤其是中曼石油作为国内首家获得常规油气田采矿权的公司，未来有望实现油气产量快速提升，在高油价下带动公司业绩快速增长。我们预测2023-2025年公司归母净利润分别为9.20、11.48和13.72亿元，同比增速分别为82.8%、24.8%、19.5%，EPS分别为2.30、2.87和3.43元/股。最新收盘价对应的PE分别为8.23、6.60、5.52，PB分别为2.46、1.81、1.37。无论是从油服可比标的还是从资源型可比标的来看，公司均明显低估。我们认为中曼石油具备较好的发展潜力，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

◆**股价催化剂：**油价长期维持中高位水平以及进一步上涨；国内外产量持续高速增长；公司获得新订单。

◆**风险因素：**经济衰退风险；油价波动风险；新能源加大替代传统能源风险；海外项目执行风险；汇率风险；跨市场选取可比公司风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,762	3,065	3,756	4,563	5,287
增长率 YoY %	11.2%	74.0%	22.5%	21.5%	15.9%
归属母公司净利润 (百万元)	74	503	920	1,148	1,372
增长率 YoY%	115.2%	580.3%	82.8%	24.8%	19.5%
毛利率%	32.4%	45.8%	46.4%	46.7%	47.4%
净资产收益率 ROE%	3.7%	21.9%	29.9%	27.4%	24.9%
EPS(摊薄)(元)	0.18	1.26	2.30	2.87	3.43
市盈率 P/E(倍)	102.35	15.04	8.23	6.60	5.52
市净率 P/B(倍)	3.80	3.29	2.46	1.81	1.37

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年1月15日收盘价

目 录

一、中曼石油：受益矿权改革，成功实现从油服依附向资源自主的战略转型	7
1.1 公司概况	7
1.1.1 发展历程.....	7
1.1.2 股权结构.....	7
1.1.3 管理层专业人才聚集，不断完善治理体系	8
1.2 财务分析	8
二、勘探开发：利润核心，勘探成果丰硕、产量持续释放.....	11
2.1 温宿区块	11
2.2 坚戈区块	13
2.3 岸边区块	14
三、钻井服务及装备：传统优势，景气复苏带动板块业绩好转.....	15
3.1 钻井服务：海外订单出现明显改善.....	15
3.2 装备制造：智能化发展，国际市场拓展成效显著	19
四、行业趋势：油价与油服迎来景气共振周期	20
4.1 油气开采：油价或将长期处于中高位	20
4.2 油田服务：景气上行通道已经开启	27
五、盈利预测与估值.....	30
盈利预测重要假设	30
估值与投资评级	30
风险因素	32

表 目 录

表 1：董事会成员个人经历	8
表 2：坚戈区块生产经营状况.....	14
表 3：中曼石油特色技术列示.....	16
表 4：近两年中曼石油新增重大合同情况.....	18
表 5：可比上市公司相对估值.....	31

图 目 录

图 1：中曼石油国内外市场拓展历程	7
图 2：子公司在国内分布	7
图 3：子公司在国外分布	7
图 4：中曼石油股权结构.....	8
图 5：公司 2014-2023Q3 营业收入及 2023-2025 年收入预测	9
图 6：公司 2014-2023Q3 归属于母公司所有者的净利润	9
图 7：中曼石油 2017-2022 年营业收入按项目分类（亿元）	9
图 8：中曼石油 2017-2022 年毛利按项目分类（亿元）	9
图 9：中曼石油 2016-2022 年毛利按地区分类（亿元）	9
图 10：中曼石油 2017-2022 年毛利率按项目分类（%）	9
图 11：中曼石油 2014-2023Q3 年期间费用率	10
图 12：中曼石油 2014-2023Q3 年现金流量（亿元）	10
图 13：中曼石油 2014-2023Q3 年资产负债情况（亿元）	10
图 14：三大区块原油储量情况（万吨）	11
图 15：温宿区块 377 平方千米的三维地震采集处理区域.....	11
图 16：2019-2025 年温宿区块原油产量统计及预测（万吨）	12
图 17：温宿区块 2021Q1-2023Q4 每季度原油产量（万吨）	12
图 18：中曼石油与国内外油气公司桶油成本对比（美金/桶）	12
图 19：坚戈区块区域分布图	13
图 20：增资完成后坚戈区块股权结构图	14
图 21：岸边油田区域位置图	14
图 22：岸边油田探井井位图	14

图 23: 收购完成后岸边区块股权结构图	15
图 24: 中曼石油钻井工程服务发展历程	16
图 25: 公司过去项目钻井周期	17
图 26: 中曼石油 2017-2022 年钻井工程服务营收 (亿元) 和毛利率 (%)	17
图 27: 中曼石油 2018-2023 年前三季度钻井工程服务板块新签订单金额 (亿元)	17
图 28: 各公司钻井板块毛利率对比	18
图 29: 2021 年中曼石油钻井工程服务板块营收结构	18
图 30: 中曼石油 2019-2021 年钻井工程服务在各国的毛利率水平 (%)	18
图 31: 2019-2023 单季新签钻井项目合同数量 (项)	19
图 32: 2019-2023 单季新签钻井项目合同金额 (亿元)	19
图 33: 钻机装备示意图	19
图 34: 中曼石油装备制造部分产品列示	20
图 35: 中曼石油 2017-2022 年装备板块营收 (亿元) 和毛利率 (%)	20
图 36: 中曼石油 2019-2023 年前三季度装备板块新签订单金额 (亿元)	20
图 37: 国际油价走势 (美元/桶)	21
图 38: 美国 40 家上市油企资本开支与现金流的比例 (%)	22
图 39: 2020-2023 年美国页岩油生产和钻采成本 (美元/桶)	22
图 40: 美国页岩油产区水平井平均长度 (英尺)	22
图 41: 美国页岩油产区水平井每英尺对应的前 12 个月石油产量 (桶/英尺)	22
图 42: 美国 Permian 地区产量即将达峰 (百万桶/天, %)	22
图 43: 美国原油产量结构及未来预测 (万桶/天)	22
图 44: 美国页岩油产量变化 (万桶/天)	23
图 45: EIA 不同情境下对于美国原油产量的长期预测 (百万桶/天)	23
图 46: 俄罗斯原油产量与产能 (万桶/天, 万桶/天)	23
图 47: 俄罗斯石油对各地区出口情况 (万桶/天)	23
图 48: OPEC+目标产量与实际产量 (万桶/天)	24
图 49: IEA 对 OPEC+剩余产能测算 (万桶/天)	24
图 50: IMF 预测沙特财政平衡油价 (美元/桶)	24
图 51: 布伦特油价与沙特石油出口收入 (美元/桶, 百万 SAR)	24
图 52: 2024 年减产配额较 2023.10 实际产量水平变化 (万桶/天)	25
图 53: 三大机构月报公布的全球原油需求情况 (万桶/天)	25
图 54: 三大机构月报公布的全球原油需求同比 (万桶/天)	25
图 55: 2022 年全球终端用油消费占比 (万桶/天)	26
图 56: 2010-2060 年全球新能源汽车销售渗透率	26
图 57: 2010-2060 年全球原油分产品需求变化测算 (万桶/天)	26
图 58: 美国原油战略库存 (万桶)	26
图 59: 油价传导路径	27
图 60: 上游油气投资总额和上游油气投资年度变化情况 (十亿美元)	28
图 61: 海外油服公司资本开支 (亿美元)	28
图 62: 全球陆上活跃钻机数 (台)	29
图 63: 美国陆上钻井日利润 (美元/天)	29
图 64: 海上钻井装备利用率 (%)	29
图 65: 海上自升式钻井平台日费 (美元/天)	29
图 66: 海上半潜式钻井平台日费 (美元/天)	29

投资聚焦

我们认为，中曼石油的核心推荐价值在于高油价下的油气产量增长逻辑：

当前，中曼石油及其母公司控股三个油田区块，新疆温宿区块、哈萨克斯坦坚戈区块和岸边区块。其中，新疆的温宿区块和哈国的坚戈区块已经在产，岸边区块正在开发建设。

新疆温宿区块：上市公司 100%控股，计划到 2025 年实现产量 80 万吨。

哈萨克斯坦坚戈区块：上市公司将间接持有 48%权益，目前年产量在 10 万吨左右，未来产量计划持续增长。

哈萨克斯坦岸边区块：待装入上市公司后，公司将持股 87%，未来产量计划持续增长。

同时，我们认为，未来海外及国内经济或将迎来双重修复，原油需求仍保持增长态势；美国石油开采面临资源劣质化和成本通胀双重压力，以沙特为首的 OPEC+维持高油价意愿强烈，原油供给偏紧的格局并未改变；叠加美国长期的战略储备原油补库需求，我们预计油价或将持续处于中高位水平。

高油价叠加产量增长或将为公司创造较大盈利增长弹性。

一、中曼石油：受益矿权改革，成功实现从油服依附向资源自主的战略转型

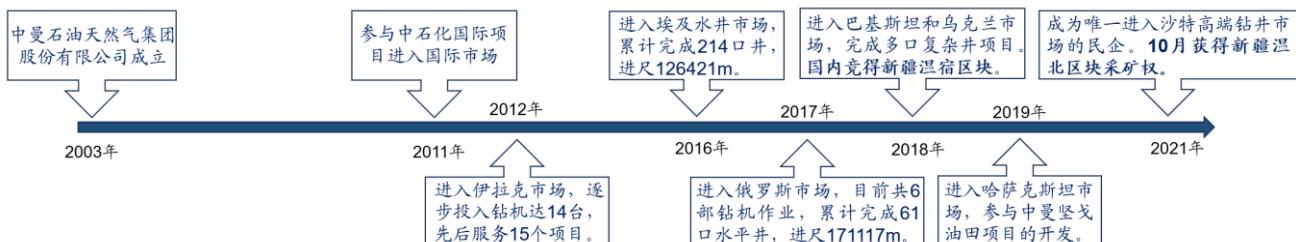
1.1 公司概况

1.1.1 发展历程

中曼石油天然气集团股份有限公司成立于 2003 年，是一家专注于石油、天然气领域的国际知名综合性油气公司。公司自 2011 年起实施“走出去”国际化战略，深耕“一带一路”国家，提供油气工程服务和石油装备产品，海外业务规模保持快速增长。2017 年 11 月 17 日，中曼石油在上海证券交易所挂牌上市。上市以来，公司积极向油气上游拓展，目前已成功实现向油气资源型企业的战略转型，是首家通过国内石油天然气新增探明储量报告评审备案和获得常规油气区块采矿许可证的民营企业。

中曼石油是上海市高新技术企业，拥有各类发明专利、实用新型专利和软件著作权共计 326 项。主要经营石油天然气勘探开发、油气工程技术服务、高端油气装备制造等业务，同时积极拓展相关的高技术、高附加值业务，具有一体化优势。

图 1：中曼石油国内外市场拓展历程



资料来源：公司官网，中国能源报，人民网，信达证券研发中心

公司业务涉及资源开采和油田服务及配套的装备制造两大领域。油气业务方面，2018年以来积极参与国家油气改革，打破上游垄断，发挥集团一体化优势，向勘探开发业务转型取得成功，跻身油气资源型企业的行列。油田服务业务遍及国内各大油田，主要客户包括中石油、中石化、延长石油和斯伦贝谢等国际知名的石油公司和油服公司。在海外市场，公司业务遍及中东、中亚、北非、欧洲等地的多个国家，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。

图 2: 子公司在国内分布



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 3: 子公司在国外分布

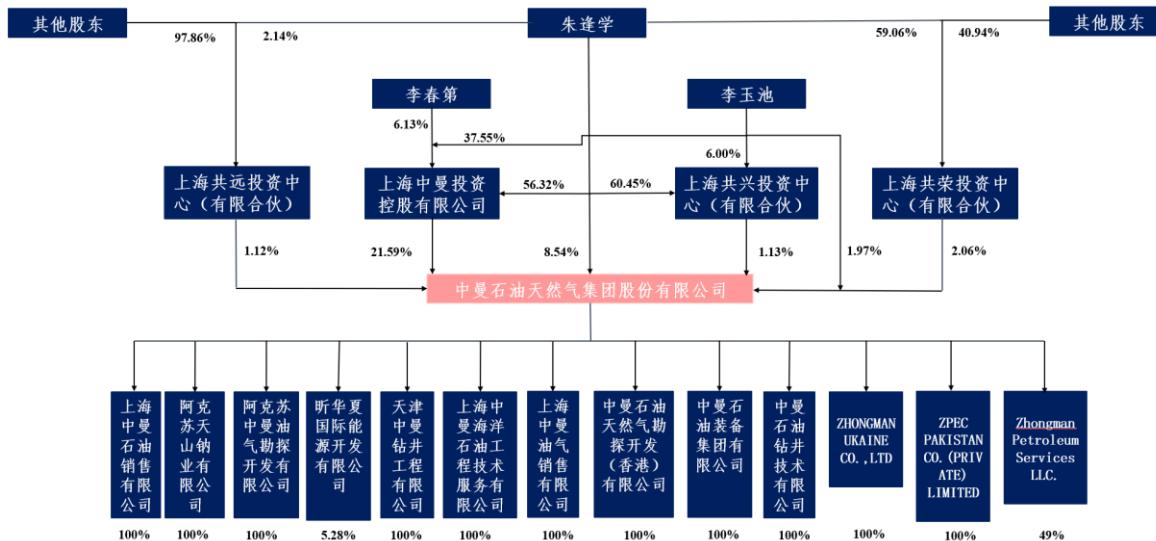


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.1.2 股权结构

公司最大股东是中曼投资控股，持有公司 21.59%的股份。实际控制人是朱逢学和李玉池，直接和间接持有公司 32.77%的权益。同时共远投资、共荣投资、共兴投资分别持股 1.12%、2.06%、1.13%。

公司总部位于上海，子公司分布在国内多地，位于阿克苏、天津、江苏等地。除在国内市场有长期深耕之外，公司钻井工程服务业务在海外市场占有率较高，在伊拉克、俄罗斯、巴基斯坦、埃及、沙特等地都有业务拓展。

图 4：中曼石油股权结构


资料来源：万得，信达证券研发中心，截止 2023/12/31

1.1.3 管理层专业人才聚集，不断完善治理体系

中曼石油管理层结构紧密，管理制度严谨，每位高层在各个领域进行深造，具备可靠的专业知识背景，而且有多年在大型油气企业一线及中曼石油任职的工作经验，熟悉了解行业整体趋势和公司的业务情况，积极响应国家号召和政策引领，对公司的内部情况和外部环境有着深刻的认识和准确的把握，带领集团攻克关键问题，取得了突出成果。管理层兢兢业业，不断优化内部管理，带领集团进行国际市场开拓，发展的质量和效益明显提升，核心竞争力得到显著增强。

表 1：董事会成员个人经历

姓名	职务	个人简介
李春第	董事长，董事	硕士研究生学历，曾任中原石油勘探局钻井二公司副经理，中原石油勘探局多种经营管理处处长，中原石油勘探局钻井三公司经理，中原石油勘探局局长，现任中曼石油天然气集团股份有限公司董事长兼总经理，湖北同相天然气有限公司董事长。
朱逢学	副董事长，董事	本科学历，现兼任上海中曼投资控股有限公司执行董事、中曼石油天然气集团股份有限公司副董事长、上海优强石油科技有限公司董事长、上海中曼钻井投资有限公司执行董事、上海中曼钻机投资有限公司执行董事等职务。
左文岐	独立董事	在职研究生学历，教授级高级工程师。曾任中石化华北石油局副局长、局长，中石化上海海洋石油局局长、上海石油天然气有限公司副董事长，现任中曼石油天然气集团股份有限公司独立董事。
杜君	独立董事	博士研究生学历，教授级高级工程师，拥有企业法律顾问执业资格。曾任瑞智石油服务公司副总经理、总法律顾问，中国石油长城钻探工程公司总经理助理、总法律顾问，现任中曼石油天然气集团股份有限公司独立董事。
谢晓霞	独立董事	大专学历，高级会计师。曾任中石化中原石油勘探局国际公司副总会计师，现任中曼石油天然气集团股份有限公司独立董事，中国石化上海工程公司项目财务经理。
李世光	董事	大专学历，曾任中原油田销售公司豫东分公司科员等职务，现任湖北同相天然气有限公司董事，公司董事兼副总经理。
陈庆军	董事	本科学历，曾任中原石油勘探局印尼石油分公司副总经理、中原石油勘探局沙特分公司项目经理，公司副总经理，现任中曼石油天然气集团股份有限公司第二届董事会董事兼总经理。

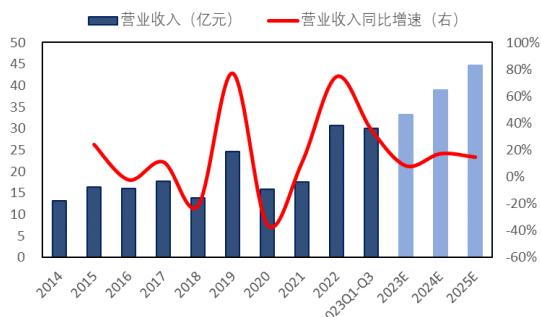
资料来源：公司公告，同花顺，信达证券研发中心

1.2 财务分析

产量增长及油价高企共同助力公司业绩持续提升。2021 年前公司主营钻井工程服务和装备制造，2018 年后公司俄气巴德拉项目基本收尾，利润出现明显下降，2020 年受疫情影响，公司收入和利润大幅下降。2021 年后公司上游区块开始贡献利润。2022 年，公司新疆温 7 区块上产，受益于俄乌冲突催化下的高油价，利润实现大

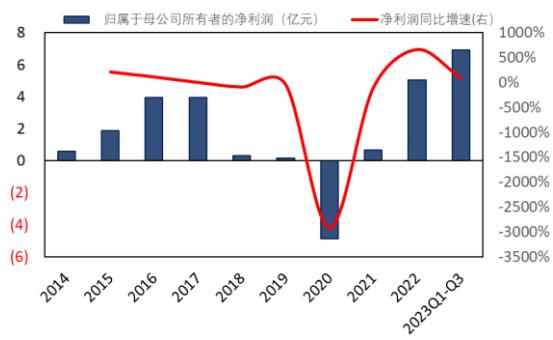
幅提升。2023 年前三季度，随着新疆油田区块产量持续提升，公司实现归母净利润已超过 2022 年全年水平。

图 5：公司 2014-2023Q3 营业收入及 2023-2025 年收入预测



资料来源：公司公告，募集说明书，信达证券研发中心

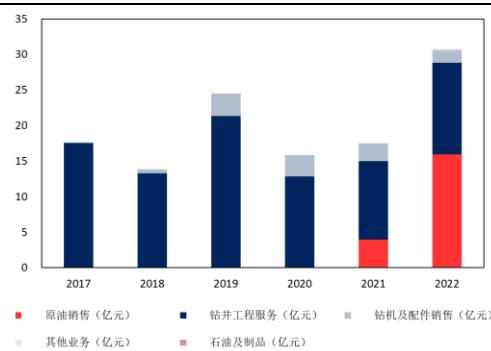
图 6：公司 2014-2023Q3 归属于母公司所有者的净利润



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

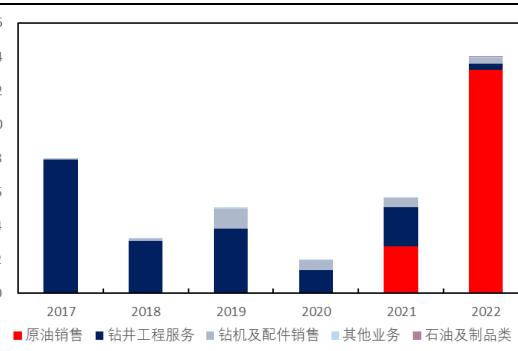
原油产销业务为公司利润贡献主力。公司前期以钻井工程业务为主，2021 年后涉足原油产销业务。从收入来看，截至 2022 年，公司原油销售业务和钻井工程服务业务分别占比 52% 和 42%。从毛利来看，2022 年公司原油销售板块毛利率达到 80% 以上，而钻井工程服务则不到 3%。从国内外来看，公司利润从国外钻井服务业务转为国内油气产销业务。

图 7：中曼石油 2017-2022 年营业收入按项目分类（亿元）



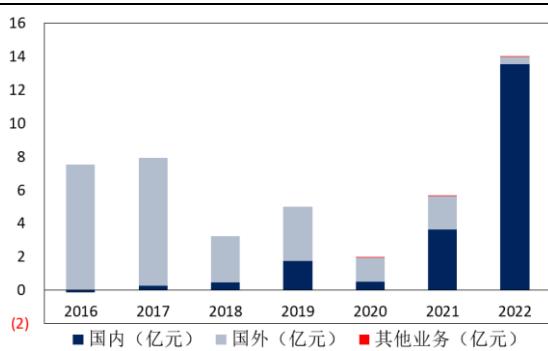
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：中曼石油 2017-2022 年毛利按项目分类（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

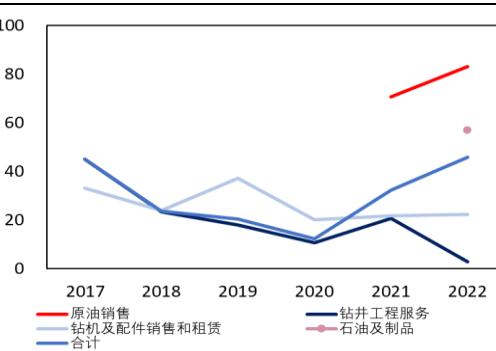
图 9：中曼石油 2016-2022 年毛利按地区分类（亿元）



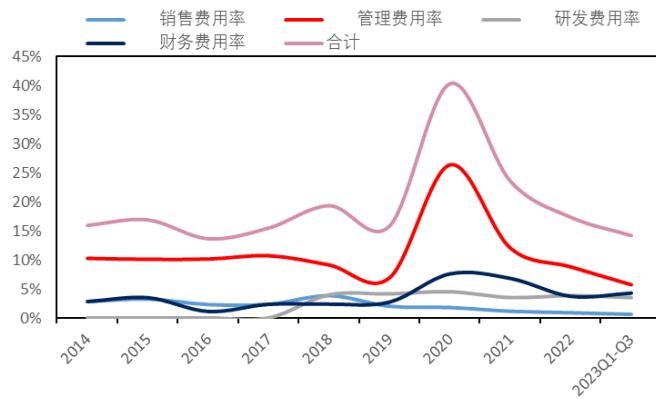
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司期间费用率逐渐回落到历史水平。2020 年，公司管理费用率和财务费用率出现大幅提升，其中管理费用主要是疫情影响下较多项目停工所致，财务费用主要是俄罗斯货币卢布持续贬值，公司汇兑损失增加以及利息支出增加所致。2021 年后，公司期间费用率逐步回落到 15% 以下。

图 10：中曼石油 2017-2022 年毛利率按项目分类（%）

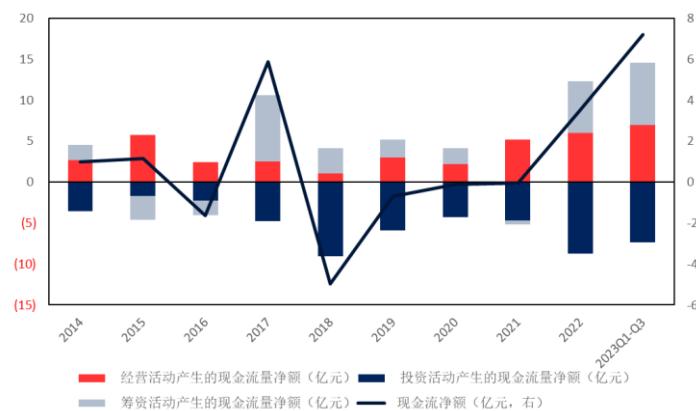


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：中曼石油 2014-2023Q3 年期间费用率


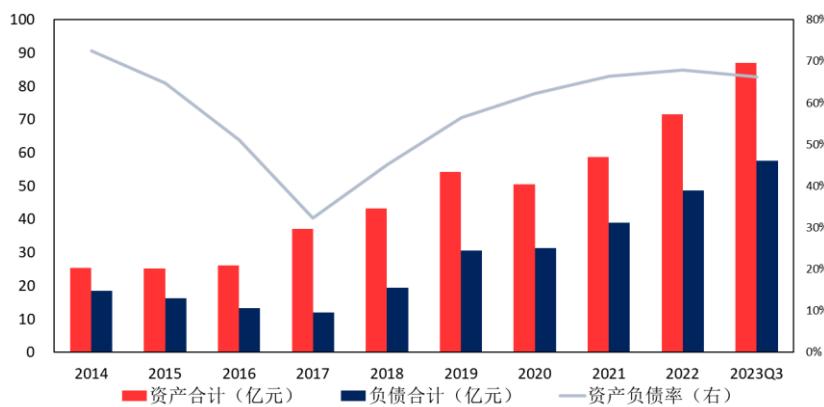
资料来源：万得，信达证券研发中心

公司现金流快速改善。2017 年公司上市，获得大额现金融资。2018 年公司开始涉足上游油气勘探开发领域，竞得新疆温宿区块探矿权，投资支出大幅提升。2022 年后，油价中枢在高位运行，公司温宿部分区块投产，经营活动现金流大幅提升，叠加借款现金增加，净现金流较为充裕。

图 12：中曼石油 2014-2023Q3 年现金流量（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

业务向上游勘探开发领域拓展推动公司资产负债率走高。2018 年及之后公司资产负债率持续抬升，2022 年达到约 67.88%，公司加强上游勘探开发业务投入是导致负债率走高的主要原因。2023 年 Q3，公司资产负债率为 66.22%，比 2022 年下降 1.67 个百分点，未来资产负债率有望继续下降。

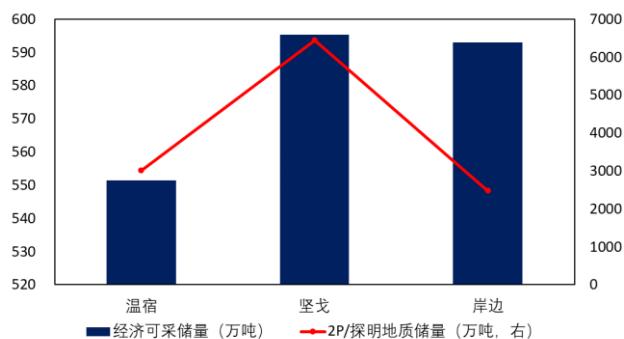
图 13：中曼石油 2014-2023Q3 年资产负债情况（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、勘探开发：利润核心，勘探成果丰硕、产量持续释放

公司以钻井工程服务起家，随后布局并打通产业链上下游。国内方面，公司于新疆竞购获得温宿油气区块；国外方面，公司于哈萨克斯坦收购了岸边油气区块，参股了坚戈油气区块。2021年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区已经逐步稳产增产，并贡献收入。2022年公司勘探开发业务销售收入15.95亿元，较2021年增长294.03%。2023年公司获得伊拉克油田开发及作业资质，伊拉克油田开发及作业资质是公司后续参与伊拉克油气区块勘探开发的前提条件，有助于公司在伊拉克获得优质油油气田投资开发的机会，有利于不断扩大和完善公司油气勘探开发板块业务布局，为公司长期稳定发展注入新动能。

图 14：三大区块原油储量情况（万吨）

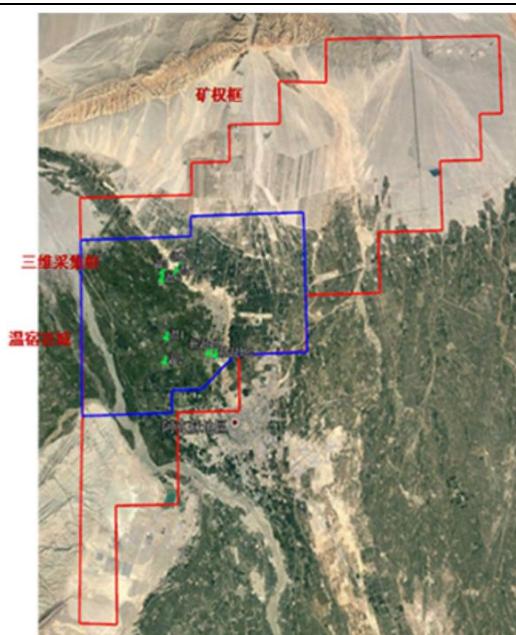


资料来源：公司公告，信达证券研发中心，注：海外项目采用2P地质储量，温宿项目采用探明地质储量。

2.1 温宿区块

为进一步贯彻落实《自然资源部关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（试行）》，积极推进油气探矿权竞争出让，自然资源部于2018年在新疆维吾尔自治区国土资源交易中心首次挂牌出让5个石油天然气勘查区块探矿权，中曼石油成功以8.66亿元竞得新疆温宿区块1086.26平方公里探矿权，成为国内第一家通过挂牌方式获得常规石油天然气探矿权的民营企业。公司随后完成了一期377平方公里即约1/3勘查面积的三维地震工作，在温宿区块陆续钻探数百口探井、评价井，发现4个勘探有利目标区域，分别为温北油田温7区块、温北油田红11区块、红旗坡油田红6区块和赛克鼻状构造区。

图 15：温宿区块377平方千米的三维地震采集处理区域



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

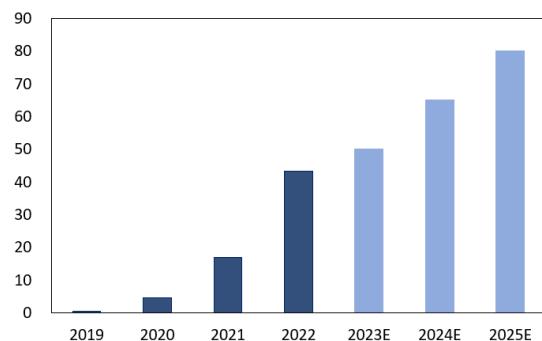
2020年9月9日，中曼新疆塔里木盆地温北区块获得自然资源部下发的储量批复，该区块探明原油地质储量3011万吨、探明溶解气地质储量3.04亿立方米，探明天然气地质储量4.49亿立方米。

2021年10月19日，中曼石油收到国家自然资源部颁发的“新疆塔里木盆地温北区块油气采矿许可证”，成为国家推行油改气体制改革后国内首家获得常规石油天然气区块采矿许可证的民营企业。

2022年公司温宿项目原油产量为43.40万吨，完成全年产量目标的112.70%。

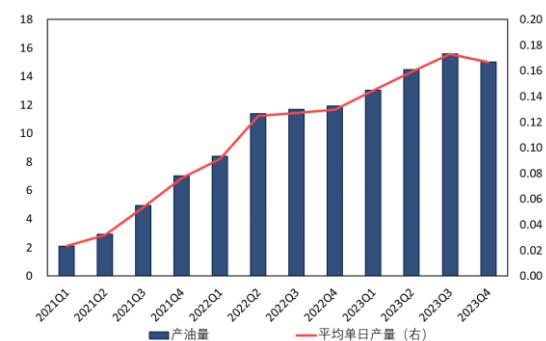
2023年公司温宿项目原油产量达到58.08万吨，完全全年产量目标的116.16%。

图 16：2019-2025 年温宿区块原油产量统计及预测（万吨）



资料来源：公司募集说明书，信达证券研发中心

图 17：温宿区块 2021Q1-2023Q4 每季度原油产量（万吨）



资料来源：公司募集说明书，公司公告，信达证券研发中心

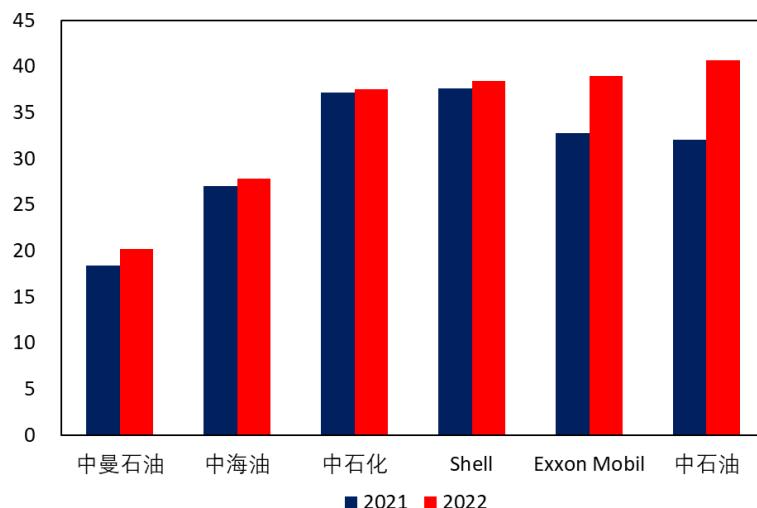
1) 温北油田温 7 区块

温宿区块温北油田温 7 区块油田建设项目总投资额为 18.58 亿元，温北油田温 7 区块含油面积 8.39 平方公里，探明原油地质储量 3011 万吨，技术可采储量 644.71 万吨，经济可采储量 551.39 万吨；探明溶解气地质储量 3.04 亿立方米，技术可采储量 0.72 亿立方米，经济可采储量 0.59 亿立方米；新增含气面积 2.23 平方公里，探明天然气地质储量 4.49 亿立方米，技术可采储量 3.6 亿立方米，经济可采储量 2.64 亿立方米。

2022-2023 年布油价格持续在 70 美元/桶以上波动，按照上述经济可采储量，平均每桶售价 70 美元来估计推算，公司在温 7 区块开采原油收入累计约 200 亿元，平均每桶售价 50 美元来估计推算，公司在温 7 区块开采原油收入累计约 140 亿元，即使油价波动，经济效益仍十分可观。

温宿项目油藏埋深浅，温北油田温 7 区块油藏埋深 1100-1800m，开发成本低。2022 年，中曼石油的桶油成本约为 20 美金/桶，较国内外知名油气公司，具备显著的成本优势。

图 18：中曼石油与国内外油气公司桶油成本对比（美金/桶）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心，注：这里桶油成本指作业费用+折旧摊销+税金

2) 温北油田红 11 区块

2020 年，公司在温北油田红 11 区块部署探井红 26 井。根据测井解释成果和现场录井显示，红 26 井累计含油气储层 22 层 67.4 米，并在潜山震旦系碳酸盐岩地层获得新层系油气突破，共 2 层 45.5 米，试油获得成功，日产原油 23 吨，不含水。红 26 井获得的油气突破将红 11 区块与温 7 区块原油含油气面积连为一体，进一步扩大了温北油田红 11 区块的含油面积和温北油田储量规模。

3) 柯柯牙油田

柯柯牙油田是 2022 年发现的新区块，是阿克苏油田主体区块温 7 区块向东北方向扩边勘探的成果。2023 年温宿项目的勘探工作以 F1 断裂上下盘柯柯牙油田勘探与评价为主，兼顾 F2 断裂带、F3 断裂带、F4 断裂带和老龙口构造带，2023 年共完钻 58 口探井和评价井，探井成功率 89.66%，在南华系、震旦系、寒武系、第三系均取得了高产油气流，显示了较好的资源前景。目前柯柯牙油田 F1 断裂带上盘探明石油地质储量为 1092.38 万吨，最终的储量数据将在公司编制完成储量报告并向自然资源部申报后确定。

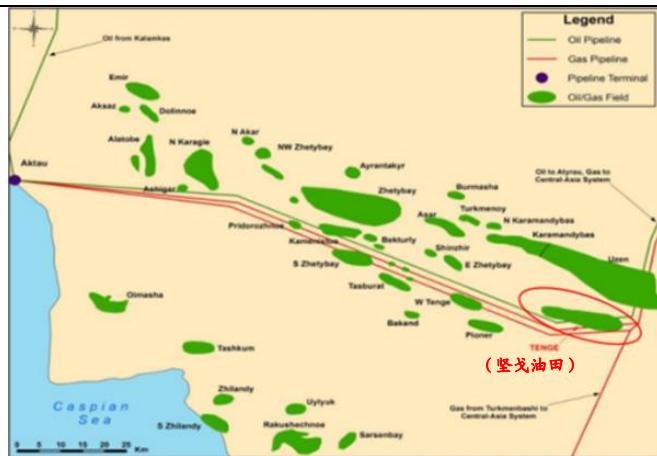
4) 红旗坡油田红 6 区块和赛克鼻状构造区

正在勘探评价过程中。下一步公司计划加快红旗坡油田探井和评价井钻探及试油试采工作。

2.2 坚戈区块

坚戈项目位于哈萨克斯坦境内西南部，属于中小型油气田，矿权面积 154 平方千米。坚戈油气田周边约有 25 个大型和中型的油气田，该区域具有哈国最发达的油气基础设施，距离最近的输油管线 13 公里、输气管线 12 公里。按照 SPE-PRMS 标准计算，2P 原油地质储量为 6441.4 万吨，2P 原油经济可采储量为 595.28 万吨；2P 天然气地质储量为 218 亿方。

图 19：坚戈区块区域分布图



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司于 2018 年 12 月、2019 年 6 月、2022 年 9 月分别增资 1.2 亿人民币、3000 万美元、4662.42 万美元参股坚戈区块，增资完成后上市公司将实现对坚戈项目的控制，经计算得可间接持有坚戈区块 48% 权益。2023 年 12 月 12 日，公司公告上述交易已通过哈萨克斯坦能源部审批，并在昕华夏迪拜所在地完成了股权变更手续，昕华夏迪拜已取得了最新的公司章程及股权登记证明。本次股权变更完成后，中曼海湾持有昕华夏迪拜 51% 股权，间接控制坚戈区块，昕华夏迪拜成为公司控股子公司，纳入公司合并报表范围。

坚戈区块为在产油田，由 TOG 公司持有并运营。该区块原油销售分为内销和外销，外销原油是通过管道外输到俄罗斯波罗的海 Ust-Luga 港口，适用 Ural 原油价格；内销原油采用哈萨克斯坦国内市场价格，低于国际油价，但内销税费远低于外销税费。

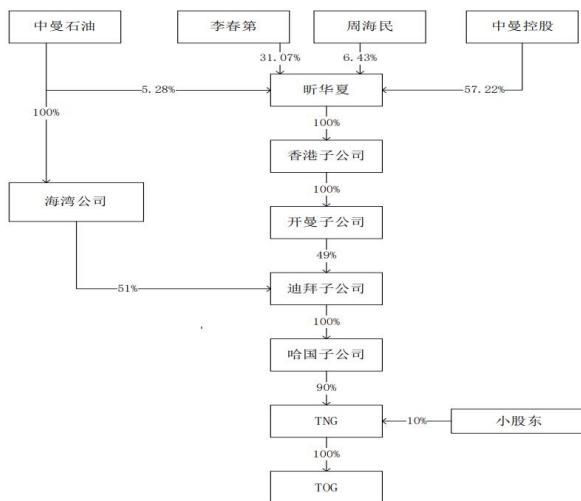
2022年公司全资孙公司 Petro 公司成功中标 TOG 坚戈油田修井工程服务项目，合同金额为 2627 万元。公司自有油服团队进入坚戈区块，有利于加快坚戈油田上产开发进度，尽快提升坚戈油田产量，进一步降低油田开采成本。截至 2023 年 12 月 31 日，坚戈项目在产井 27 口，日产油 540.50 吨，日产伴生气和天然气 8.67 万方。**2023 年项目累计产油 10.06 万吨。**

表 2：坚戈区块生产经营状况

	产量 (万吨)	销量 (万吨)	收入 (万元)	收入 (万坚戈)	售价 (美元/桶)	Ural 价格 (美元/桶)	Brent 价格 (美元/桶)
2021 年	8.95	8.82	20205.80	1365256.78	49.58	68.83	69.81
2022 年 1-7 月	3.65	3.88	9239.06	624260.50	47.69	84.21	105.91

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，信达证券研发中心

图 20：增资完成后坚戈区块股权结构图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3 岸边区块

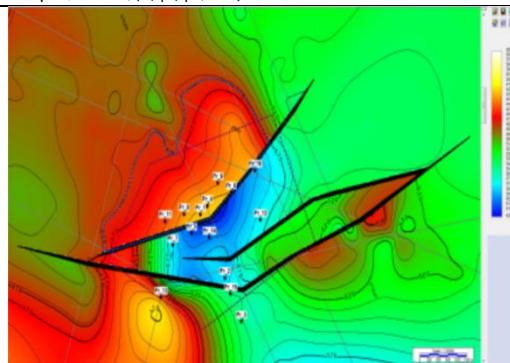
岸边区块位于哈萨克斯坦阿特劳州，区域内拥有完善的油气基础设施，距哈国最大的炼油基地阿特劳市东南直线距离约 200 公里，距哈国最大的油田田吉兹油田以北约 20 公里，扩边后矿权面积 90.54 平方千米。岸边区块风险较小，已发现油藏埋深浅，仅为 400-600 米，储层为高孔高渗储层。经 PRMS 原油储量评估，岸边区块 2P 原油地质储量 2523.20 万吨，3P 原油地质储量 2795.06 万吨。岸边区块已在盐上上白垩统赛诺曼阶发现工业油流，根据三维地震资料的初步分析，岸边区块盐上新发现油藏构造，储量有进一步增加的空间。

图 21：岸边油田区域位置图



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 22：岸边油田探井井位图



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2022 年 6 月，中曼石油拟收购 NS 公司（Neftserv Dmcc）持有的 TOGHI 公司 87% 股权，从而间接持有岸边 87% 权益（目前仍未合并到上市公司）。此次股权转让交易金额为 2007 万美元。价款支付分为 3 个阶段：

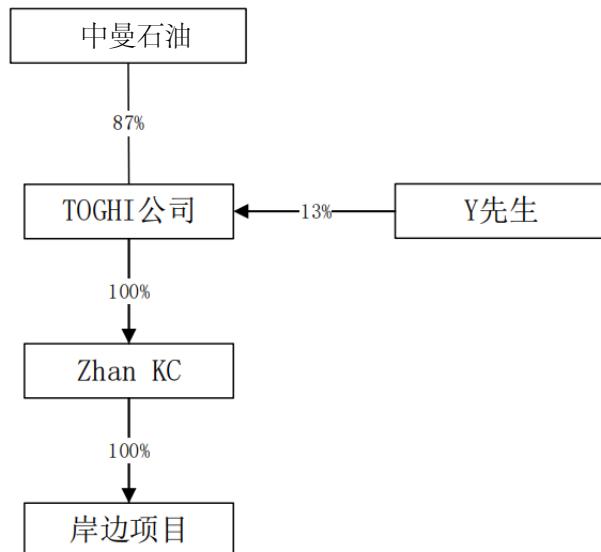
第一期：自股权转让协议生效之日起 10 个工作日内，中曼石油向 NS 公司支付股权转让款的 10%；

第二期：在 ZHAN KC 所持岸边区块矿权获得延期、TOGHI 公司股权变更获得哈国能源部审批通过并完成股权转让登记注册后 10 个工作日内，中曼石油向 NS 公司支付股权转让款的 40%；

第三期：在岸边区块油田开发方案获得批准后 2 年内，中曼石油向 NS 公司支付剩余股权转让款。

岸边区块非在产油田，公司于 2023 年启动建设，完钻 3 口新井。2023 至 2024 年计划钻探开发井 182 口，开发井投资 5330 万美元，地面投资 4821 万美元，共需开发投资 1.015 亿美元。

图 23：收购完成后岸边区块股权结构图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三、钻井服务及装备：传统优势，景气复苏带动板块业绩好转

3.1 钻井服务：海外订单出现明显改善

公司自成立以来致力于全球钻井工程一体化大包服务。工程服务主要涵盖钻井、测井、录井、固井、完井、钻井液以及定向井等井筒技术一体化服务。目前公司拥有各类钻机 59 台套，除了部分钻机在新疆油田区块作业外，公司主要市场是中东、俄罗斯、北非、南亚等，客户主要是沙特阿美、壳牌、马石油、BP、振华石油、卢克石油、俄罗斯石油、斯伦贝谢、中石油等国际、国内知名石油公司及油服公司。2022 年公司全年运行钻机 40 台，闲置钻机已大幅减少。

图 24：中曼石油钻井工程服务发展历程

2011	参与中石化国际项目进入国际市场；国内长庆油田项目获甲方嘉奖。
2012	进入伊拉克市场，逐步投入钻机达14台，先后服务15个项目，共198口井、进尺660903m；伊朗雅达多个钻井项目运作良好。
2013	在香港建立分支机构。西库尔纳油区钻井工程运作良好，获甲方嘉奖。
2014	西库尔纳油田项目中曼23队在WQ2-197钻井施工中一举刷新8项钻井指标；俄气项目施工表现优异获甲方嘉奖。
2015	中曼马油项目、西库尔纳油田项目、巴德拉油田项目进展顺利、表现优异；带独立悬架的100HP车装钻机荣获成都市科技进步奖。
2016	进入埃及水井市场，累计完成214口井，进尺126421m。优质高效完成俄气二期合同。
2017	进入俄罗斯市场，目前共6部钻机作业，累计完成61口水平井，进尺171117m。
2018	进入巴基斯坦和乌克兰市场，圆满完成多口复杂井项目。伊拉克马基努项目、俄气巴德拉项目、科威特SIBA项目表现优异。
2019	进入哈萨克斯坦市场，参与中曼坚戈油田项目的开发。中曼装备集团昆仑公司被授予“院士（专家）创新工作站”。
2020	海外订单40余个，首次获得中东市场EPCI总承包项目，海外收入占比首次接近60%。国内玛湖项目表现优异，获甲方嘉奖。
2021	进入沙特市场，目前有3台钻机进行水井和修井作业；同时完成了科威特的资审，为下一步开拓科威特市场做好准备。
2022	中曼钻井成功进入利比亚市场；中曼油服伊拉克Eriell项目固井团队受到甲方表彰。



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司在钻井服务方面具备两个优势：

1) 公司在多年的发展进程中形成了一系列具有特色和先进水平的钻井技术，有能力完成高难度的钻井工程项目。自成立来，公司多次成功在恶劣自然条件下完成钻井，并在超深井、复杂井和平井等方面也有一定的经验技术积累。公司曾为中石油塔里木分公司完成 7000 米以上超深井，建井周期 243 天，创同区块建井周期最短记录。曾在伊拉克巴德拉油田的钻井周期从 300 多天逐步缩短到 180 多天，国际著名油服公司在此地区完成两口井的钻井周期都将近 500 天。曾在俄罗斯项目施工中逐步形成了永冻层低温钻井液体系、油基钻井液体系、永冻层固井水泥浆体系等技术，俄油肯斯克恰谢里区块水平井钻井周期由第一口井 33.66 天缩短至最快的 12.13 天，建井周期由第一口井 45.49 天缩短至最快的 20 天。公司为唯一在俄罗斯诺瓦泰克项目沼泽地区从事钻井工程大包的中国企业，平均完井周期为 32.3 天。以上复杂项目经验为后续进一步开拓沙特高端市场、覆盖优质客户奠定了良好的硬件和技术基础。

表 3：中曼石油特色技术列示

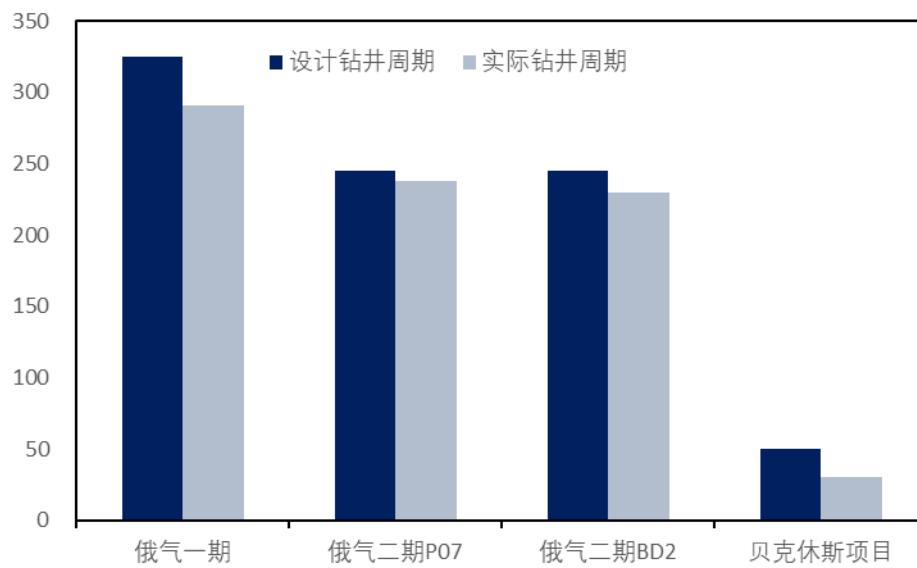
技术名称	详情
山前构造超深井钻井技术	塔里木油田钻井工程面临地质构造和地层压力体系复杂、深部岩层发育等难点。团队采用激进式钻井参数设计、Power-V、优选复合钻头（狮虎兽）、异型齿钻头、合理利用高压喷射、钻完井液纳米技术等，完成的第一口井克深 13-2 井完成井深 7483m，建井周期 243 天，创同区块建井周期最短记录。
深层复杂井钻井技术	深层复杂井具有井筒高温高压、地层压力纵向多变、井身结构复杂、井控风险高、可钻性差等多种难题。中曼石油先后在塔里木、准噶尔及伊拉克巴德拉等地区完成 50 余口深层复杂井，以钻井速度快、处理复杂精准著称。
长水平段砾石岩储层水平井技术	超长水平段水平井，井眼清洁要求高、摩阻大、易垮塌、下套管困难，中曼石油通过精心施工、精密对策，采用先进的水平段减阻防塌工艺，在新疆玛湖油田、内蒙苏里格气田、甘肃庆阳等地，完成了水平段 2000m 以上的水平井 10 余口。
极地极寒环境钻井技术	俄油项目施工地气候严寒，各油区均有厚度不等的永冻层。团队通过对施工中遇到的工程技术难题进行科研攻关，逐步形成了永冻层低温钻井液体系、油基钻井液体系、永冻层固井水泥浆体系等技术，在实际应用中取得了良好的效果，解决了负向大位移、长斜井段、大摩阻扭矩水平井钻进问题。钻井周期大大缩短。
沙漠大尺寸水井钻井技术	中曼埃及项目自 2016 年进入埃及水井市场，埃及水井项目的钻井作业区块位于撒哈拉大沙漠腹地，气候干燥炎热，自然条件异常恶劣。截至到现在，累计完成 214 口井，进尺 126421m。
极地沼泽环境钻井技术	俄罗斯诺瓦泰克项目位处沼泽地区，地表条件复杂。目前已完成 12 口水平井，平均完井周期为 32.3 天，中曼石油也是唯一在该地区从事钻井工程大包的中国企业。
大斜度大位移定向井钻井技术	大斜度大位移定向井，携砂困难、摩阻大、易托压、井下易垮塌，历来是卡钻风险极大的井型。中曼石油从 2010 年以来，在国内鄂尔多斯盆地、准噶尔盆地、塔里木山前区块、国外伊拉克格拉夫油田等区域，应用井眼清洁技术、旋转导向技术、纳米封堵防塌技术等，完成了 60° 以上大斜度井 100 余口。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2) 在一定的经验和技术积累下，公司钻井周期通常较合同约定时间更短。俄气一期钻井工程项目上，公司平均施工周期约 290 天，较合同约定的 325 天缩短了近 11%。公司在贝克休斯某项目上实际建井周期仅 30 天，

较设计周期 50 天提前了 40%。

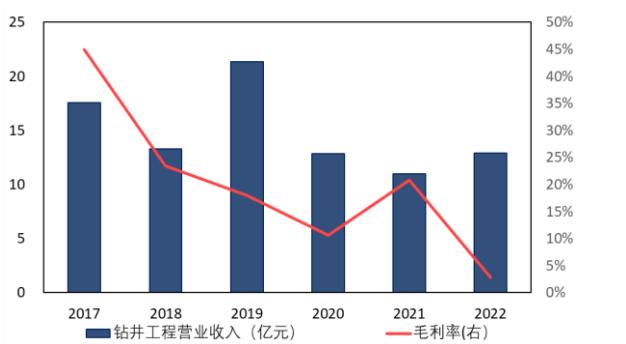
图 25：公司过去项目钻井周期



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

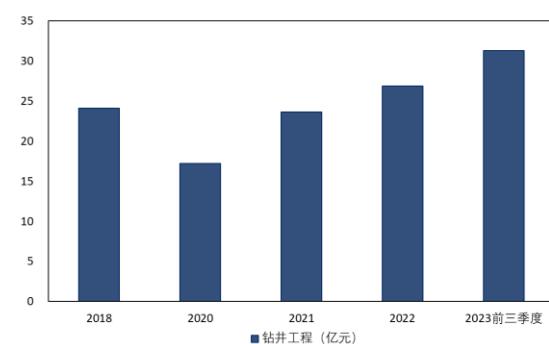
公司的钻井板块毛利率在经历了行业不景气阶段的低水平之后，当前已开始进入复苏上行阶段。由于公司前几年长期服务的俄罗斯天然气工业股份有限公司在伊拉克的巴德拉项目于 2018 年二季度结束，使公司从巴德拉项目获得的收益相比 2017 年大幅减少。加之新增项目尚处于客户的开拓、项目启动与业务磨合期，收入与盈利的体现尚需一定的时间，使得 2018 年毛利率同比大幅下滑。2019 年，由于大包项目增多，材料费及分包费（第三方服务费）大幅提升，导致公司毛利率也仍有下滑。2021 年，公司钻井板块业绩呈疫后复苏，2022 年，钻井服务需求进一步复苏，但前期受影响的停工设备陆续复工导致折旧摊销大幅提升，同时公司当年以执行 2021 年签订的沙特阿美大包合同为主，沙特为公司新开拓市场，前期启动和配套费用较多导致沙特项目毛利率较低，2022 年公司毛利率降至历史低点。2023 年以来，随着前期低毛利合同占比下降，公司在钻井板块的毛利率有望企稳回升。叠加公司新签订单额不断提升，未来业绩有望持续好转。

图 26：中曼石油 2017-2022 年钻井工程服务营收（亿元）和毛利率（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

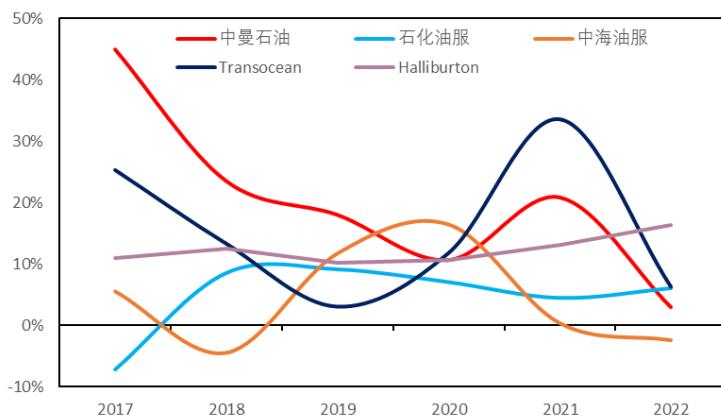
图 27：中曼石油 2018-2023 年前三季度钻井工程服务板块新签订单金额（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司钻井服务毛利率处于行业中上水平。2019 年以前，受俄气伊拉克巴德拉项目影响（项目钻井作业日费达 8.6 万美金/天，对比同期公司作为贝克休斯分包商的项目作业日费为 3.1 万美金/天），公司钻井毛利率远超国内外同行。2019 年后，公司钻井服务毛利率仍高于国营油服企业，我们认为主要得益于海外市场定价和成本优势。与海外同行对比，公司盈利能力也依然具备一定的竞争优势。

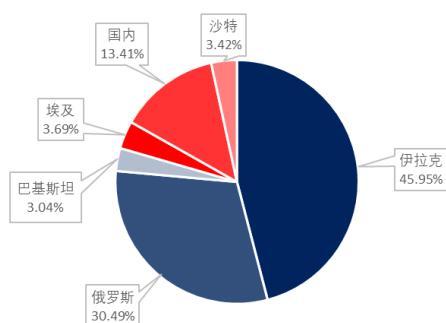
图 28: 各公司钻井板块毛利率对比



资料来源：万得，信达证券研发中心，注：Transocean 和 Halliburton 使用公司整体毛利率，其他均为钻井板块毛利率

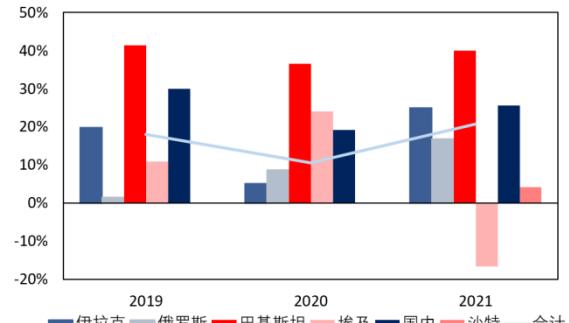
中曼石油的钻井工程服务主要市场在海外。公司海外钻井工程业务主要集中在伊拉克、俄罗斯等地，从 2021 年开始公司进入沙特市场。2021 年埃及市场毛利下降是因为业主缩减投资业务量，固定成本费用仍在发生所致，虽然工作量减少，但公司在埃及市场业绩优异，知名度和品牌逐渐建立，下一步将以埃及市场为支点优化市场布局，大力拓展北非市场。

图 29: 2021 年中曼石油钻井工程服务板块营收结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 30: 中曼石油 2019-2021 年钻井工程服务在各国的毛利率水平 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 4: 近两年中曼石油新增重大合同情况

业主名称	国家	合同金额	合同有效期	签署时间
Basra Energy Company Limited	伊拉克	27.96 亿元	4.5 年	2023 年 7 月 16 日
沙特阿拉伯国家石油公司	沙特阿美	3.22 亿元	3+1 年	2021 年 9 月 30 日
Schlumberger Middle East S.A.	伊拉克	1.58 亿元	3 年	2021 年 8 月 31 日
沙特阿拉伯国家石油公司	沙特阿美	7.87 亿元	5+2 年	2021 年 3 月 28 日
伊拉克巴士拉石油公司	伊拉克	4.52 亿元	2+1 年	2021 年 3 月 14 日

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

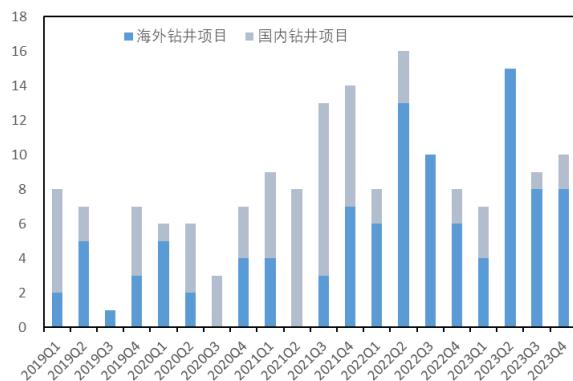
2023 年中曼石油合计签订钻井服务合同 41 个（海外 35 个，国内 6 个），2023Q4 订单较少，2023Q3 新签合同金额合计约 31.32 亿元，同比+43.93%，其中海外合同金额 28.14 亿元，同比+190.40%。

2023 年 7 月 16 日，中曼石油与 Basra Energy Company Limited 签订了钻井工程服务合同，合同金额预计约 3.90 亿美元（约合 27.96 亿人民币），约占公司 2022 年度营业收入的 91.45%，约占公司 2022 年钻井工程板块业务营业收入的 216.82%。本次合同签订有利于进一步加深与 BECL 公司的合作关系，进一步巩固了公司在伊拉克市场的品牌优势，将对公司 2024-2028 年经营业绩产生积极影响。

同时，2023 年公司获得科威特石油公司综合钻井服务短名单承包商资质，有利于公司发挥油服工程一体化和高

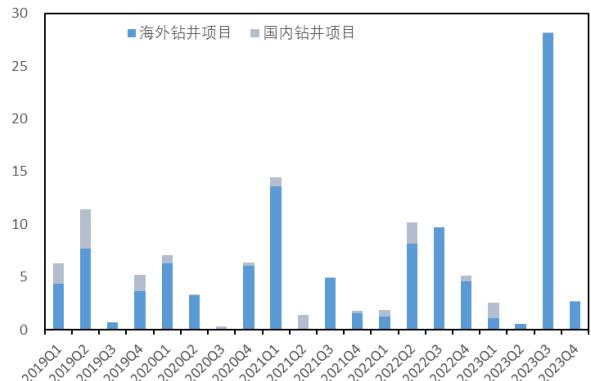
端智能化石油装备协同的竞争优势，优化海外油服工程市场布局，对公司进一步开拓中东市场具有战略意义。

图 31：2019-2023 单季新签钻井项目合同数量（项）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 32：2019-2023 单季新签钻井项目合同金额（亿元）



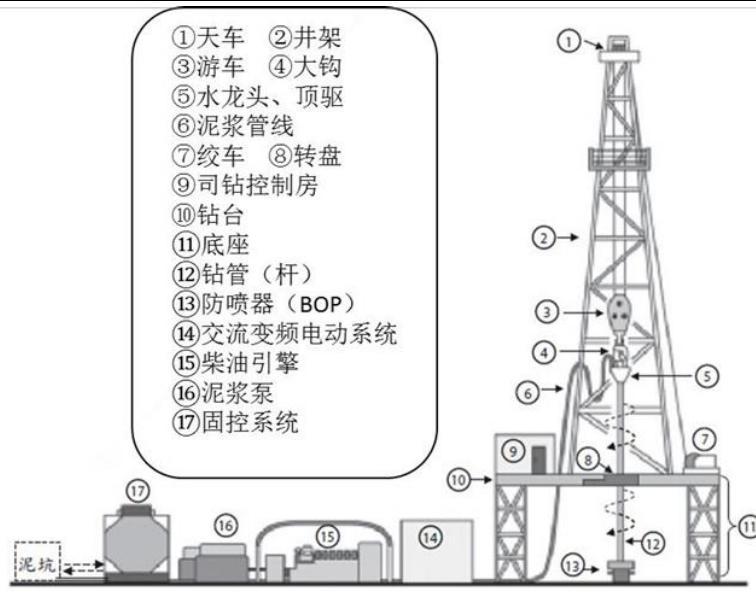
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 装备制造：智能化发展，国际市场拓展成效显著

中曼石油的全资子公司中曼石油装备集团有限公司位于上海临港新城重装备区，专业从事石油钻采设备设计、制造、销售、租赁和技术服务，是上海市高新技术企业。下辖上海临港和四川成都两大制造基地，拥有上海中曼装备分公司、四川昆仑石油设备制造有限公司、四川中曼电气工程技术有限公司、上海致远租赁有限公司、四川中曼铠撒石油科技有限公司、伊拉克技术服务分公司、石油装备研究院等 6 家公司和 1 个科研单位。

钻机装备制造个性化较强，通常采用以销定产模式。钻机装备制造通常是通过参与招标、展销会等方式获取业务机会并根据客户的需求生产设备。由于设备技术工艺复杂、个性化程度高，属于专有设备，采用以销定产的模式经营。钻机装备制造业务中，钻机装备制造商通常还负责为客户完成设备的安装、调试、使用培训以及后续维护保养工作并收取相应报酬。

图 33：钻机装备示意图

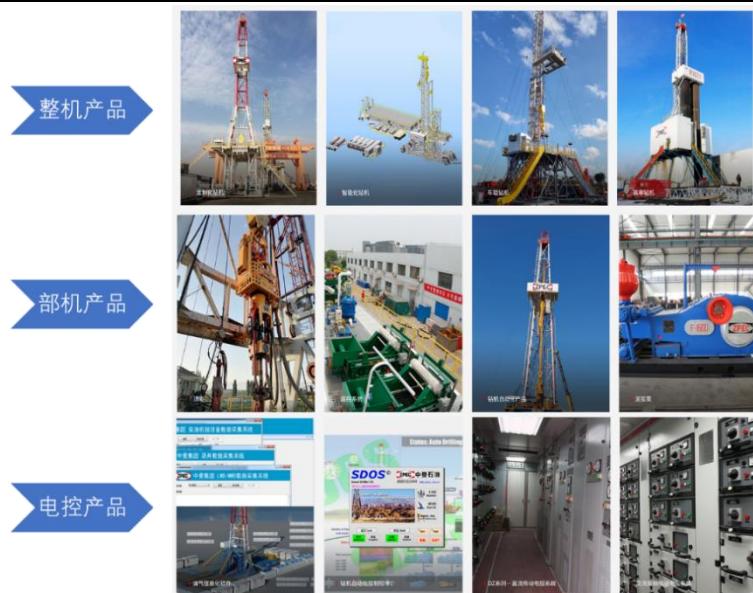


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司钻井装备板块的主要产品包括整机、核心钻机部件以及电控系统。板块产品涵盖了从钻机整机到顶驱、泥浆泵、自动猫道等关键部件一系列完善的产品体系，主要高端石油装备远销中东、欧洲、北美、俄罗斯等海外市场。除销售外，公司还提供顶驱、网电设备和钻机等租赁服务，目前已经与中曼钻井、吐哈钻井公司、准东钻井公司、克拉玛依钻井公司、安东石油、新疆贝肯、庆阳吉顺、延安腾天和陕西宝春公司等公司进行租赁

合作业务。

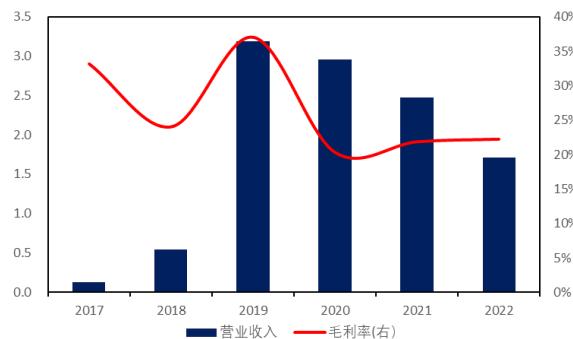
图 34：中曼石油装备制造部分产品列示



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

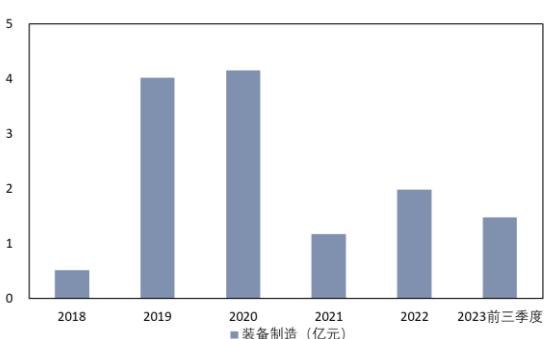
钻井装备板块毛利率稳定，智能化产品推广可期。2019 年，公司装备板块优化市场营销网络，境外市场实现钻机和修井机整机销售，全年业绩和新签订单同比大幅增长，后续随着订单签订需求放缓，公司板块营收也出现了一定下降，但毛利率稳定保持在 20-25%区间。近几年，公司加大对智能化产品研发力度，并开始市场推广，同时公司高附加值产品的销售网络已经覆盖到了中东、非洲、泛俄地区的主要产油国市场，2023 年前三季度，公司新签订单 1.48 亿元，同比+74.12%。

图 35：中曼石油 2017-2022 年装备板块营收（亿元）和毛利率（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 36：中曼石油 2019-2023 年前三季度装备板块新签订单金额（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、行业趋势：油价与油服迎来景气共振周期

4.1 油气开采：油价或将长期处于中高位

过去 2 年，油价维持在 70 美元/桶以上，呈现宽幅震荡：

2022 年上半年，俄乌冲突爆发，加拿大、美国、英国和澳大利亚先后宣布禁止进口俄罗斯石油，欧盟正式宣布对俄罗斯进行第六轮制裁，包括 2022 年 12 月禁止海运进口俄罗斯原油，2023 年 2 月禁止海运进口俄罗斯成品油，地缘政治危机使油价一度冲高至 120 美元/桶以上。

货币超发叠加能源价格上涨导致美国甚至全球通胀率高涨，美联储加息幅度和加息频率提升，引发市场对于经

济衰退的担忧，2022年下半年原油价格单边下跌。

2023年上半年，在美联储继续加息、欧美银行业危机叠加OPEC+持续减产等多方因素影响下，市场进入供需相持阶段，原油价格在70-80美元/桶区间波动。

2023年7月，沙特已实施100万桶/天的强势额外减产，加剧原油供应紧张，同时成品油消费特别是美国汽油消费进入旺季，油价企稳回升。

2023年10月以来，受OPEC+减产政策不及预期、需求走弱、原油期货多头头寸获利了结等空头因素交织影响，油价出现下行。

综合过去油价回顾，我们认为，在市场对原油需求持续担忧的情绪下，本轮油价推升的本质在于供给端，即过去资本开支不足和资源劣质化引发的当前的原油供给弹性有限，从而使得以沙特为首的OPEC+能够通过调控剩余产能对油价产生更大的边际影响。对于未来油价展望，我们认为，美国石油开采面临资源劣质化和成本通胀双重压力，以沙特为首的OPEC+维持高油价意愿和能力仍没有弱化，原油供给偏紧的格局并未发生根本性改变，油价高位支撑仍然存在。

图 37：国际油价走势（美元/桶）

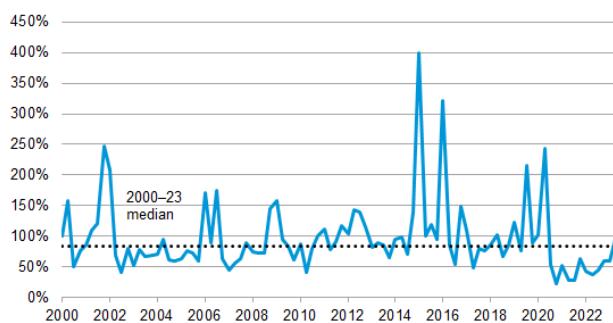


资料来源：万得，信达证券研发中心

供给方面：

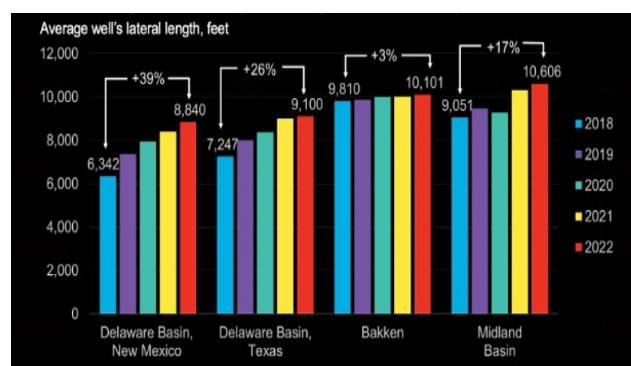
美国原油产量未来增速或将放缓。根据2024年石化年度投资策略《景气周期下石化产业链上游及油服板块投资机遇》分析，截止2023Q2，美国上市油企资本开支不断提升，经营现金流再投资比例升至95%，较2021-2022年(50%以下)明显提升，但考虑成本通胀挤压实际投资水平，且受资源枯竭制约影响，我们认为美国原油产量增速或将放缓。根据彭博，2022年美国二叠纪盆地水平井长度较2018年增长了20-30%至3000米以上，但单位水平长度对应的页岩油生产效率却出现了下降。从盆地生命周期来看，页岩油生产盆地累计采出程度达到约50%时，产量在此前后或将达峰，而Goehring & Rozencwajg预计美国最大的二叠纪产区或将在2024Q4累计采出程度达到50%。据EIA在2023.12预测，2024年美国原油增量仅为19万桶/天，或将较2023年100万桶/天以上的产量增幅大幅下降。

图 38: 美国 40 家上市油企资本开支与现金流的比例 (%)



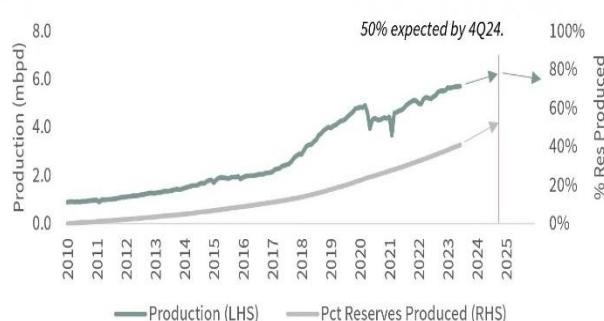
资料来源: EIA, Evaluate Energy, 信达证券研发中心

图 40: 美国页岩油产区水平井平均长度 (英尺)



资料来源: 彭博, Enverus, 信达证券研发中心

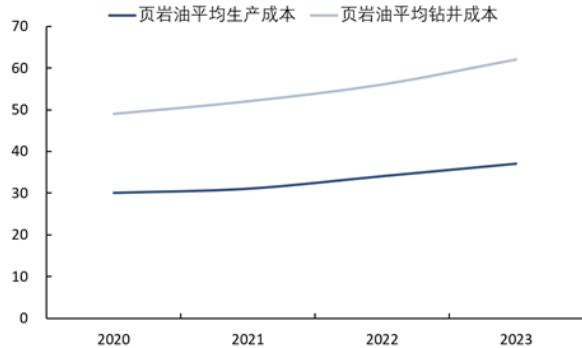
图 42: 美国 Permian 地区产量即将达峰 (百万桶/天, %)



资料来源: EIA, G&R Models, 信达证券研发中心

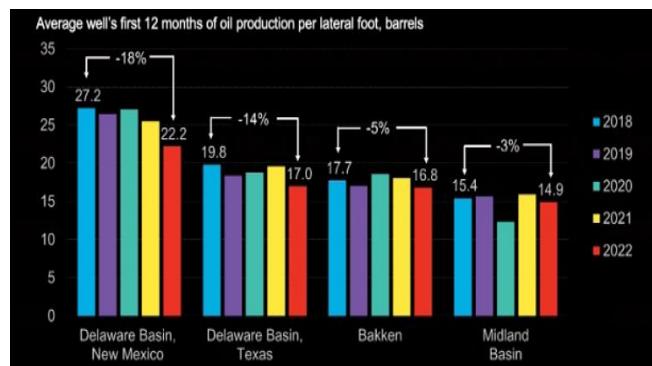
美国原油长期增长存在天花板。2023 年, 受老井衰减加速以及新井产量增幅有限影响, 美国页岩油月度产量增幅已经逐步下降至负数。根据 EIA 最新预测, 美国原油产量或将在 2028-2030 年达峰, 达峰产量为 1330-1340 万桶/天, 较 2022 年 1183 万桶/天仅增加约 150-160 万桶/天。

图 39: 2020-2023 年美国页岩油生产和钻采成本 (美元/桶)



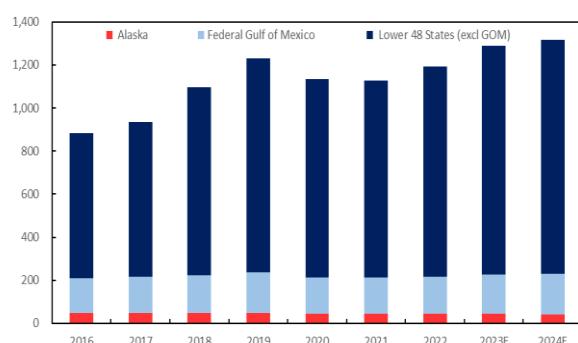
资料来源: Dallasfed, 信达证券研发中心

图 41: 美国页岩油产区水平井每英尺对应的前 12 个月石油产量 (桶/英尺)

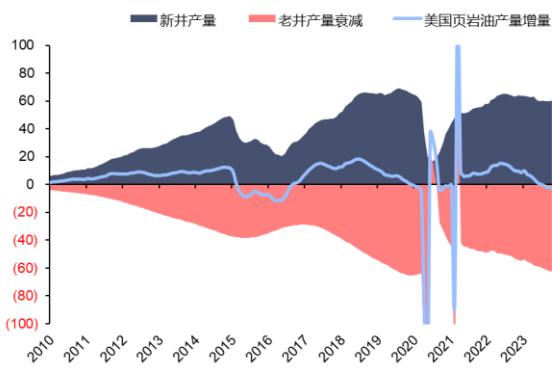


资料来源: 彭博, Enverus, 信达证券研发中心

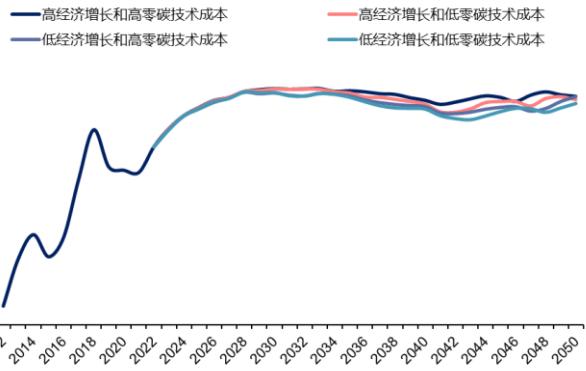
图 43: 美国原油产量结构及未来预测 (万桶/天)



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

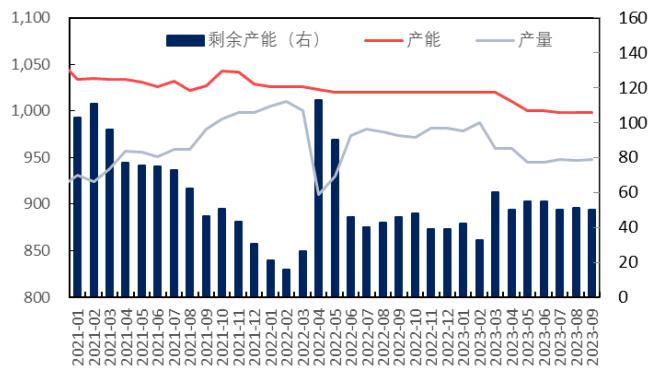
图 44: 美国页岩油产量变化 (万桶/天)


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

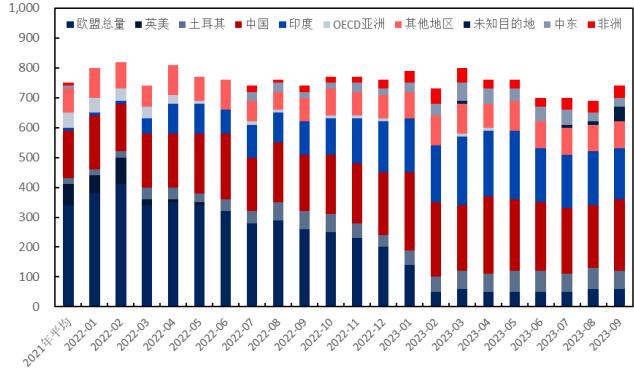
图 45: EIA 不同情境下对于美国原油产量的长期预测 (百万桶/天)


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

俄罗斯近期的主动减产及长期产能瓶颈，或造成供给进一步收缩。俄罗斯计划从 2023 年 3 月至 12 月减产石油 50 万桶/天，同时 2023 年 8 月计划减少石油出口 50 万桶/天，2023 年 9 月计划减少石油出口 30 万桶/天并延长至 12 月。2023 年 11 月，俄罗斯宣布在 2024Q1 再次进行自愿减产，其中原油出口减少 30 万桶/天，成品油出口减少 20 万桶/天。2023 年 11 月，俄罗斯原油产量近 950 万桶/天，较 2 月实际减少近 40 万桶/天；俄罗斯石油出口量（原油+石油制品）为 750 万桶/天。2024Q1，俄罗斯原油出口计划减少 30 万桶/天，成品油出口减少 20 万桶/天。长期看，俄罗斯也面临资本开支不足的问题，并将对其长期产能造成损害。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 9 月的 998 万桶/天，俄罗斯原油产能已经出现了衰减的问题。

图 46: 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

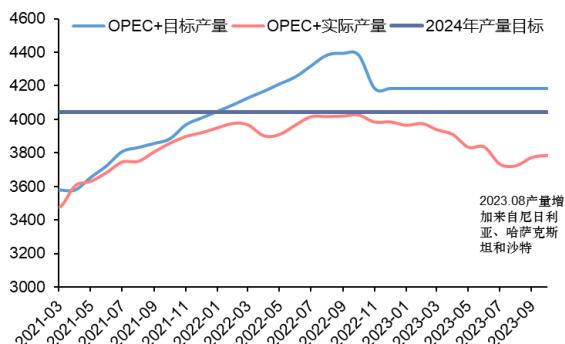
图 47: 俄罗斯石油对各地区出口情况 (万桶/天)


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

本轮减产面临增产能力不足的客观约束，沙特减产挺价意愿较强烈。除沙特外的其他 OPEC+国家受产能上限制约，难以在 2-3 年内实现大幅增产。当前仅沙特、阿联酋拥有较多可自由支配的剩余产能，截至 2023 年 10 月两国剩余产能分别约为 315、95 万桶/天，沙特内部协调能力和油价调控能力有望进一步增强。根据 IMF 预测，沙特未来 2 年财政平衡油价在 80-85 美金/桶，而 2023 年 7 月以来沙特减产 100 万桶/天驱动油价抬升 10 美金/桶所带来的收益远大于增产以量换价的收益，因此沙特减产托底高油价的意愿和可持续性均较为强烈。

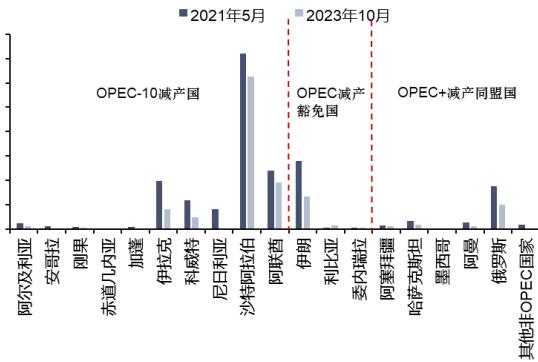


图 48: OPEC+目标产量与实际产量(万桶/天)



资料来源: IEA, OPEC, 信达证券研发中心

图 49: IEA 对 OPEC+剩余产能测算(万桶/天)



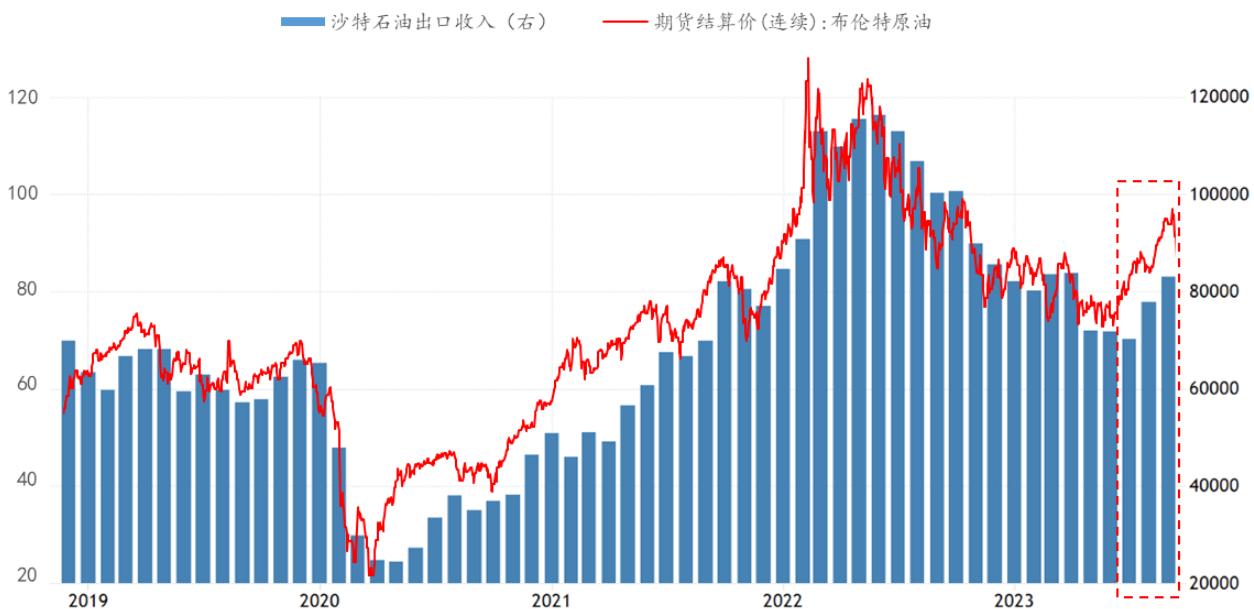
资料来源: IEA, 信达证券研发中心

图 50: IMF 预测沙特财政平衡油价(美元/桶)

	Average 2000–19	2020		2021		2022		Projections		
		2020	2021	2022	2023	2024				
FISCAL BREAK-EVEN OIL PRICE¹										
Oil exporters										
Algeria	102.1	89.6	111.4	109.8	118.3	145.1				
Azerbaijan	51.9	65.7	57.9	67.3	79.7	88.4				
Bahrain	83.2	120.6	131.6	136.5	108.3	96.9				
Iran	85.6	546.5	272.3	268.5	307.4	317.4				
Iraq	75.8	56.6	53.3	70.6	97.7	97.9				
Kazakhstan	...	192.1	183.5	95.5	94.4	99.2				
Kuwait ²	47.0	76.6	69.1	49.0	64.8	63.8				
Libya	71.7	141.7	52.2	68.0	68.2	64.3				
Oman	69.1	86.4	76.7	62.7	54.3	54.8				
Qatar	45.1	49.3	47.0	45.3	45.5	42.2				
Saudi Arabia	80.4	76.3	83.6	87.9	85.8	79.7				
Turkmenistan	...	40.5	32.3	38.4	39.0	41.0				
United Arab Emirates	50.0	51.7	53.0	46.4	56.0	58.3				

资料来源: IMF, 信达证券研发中心

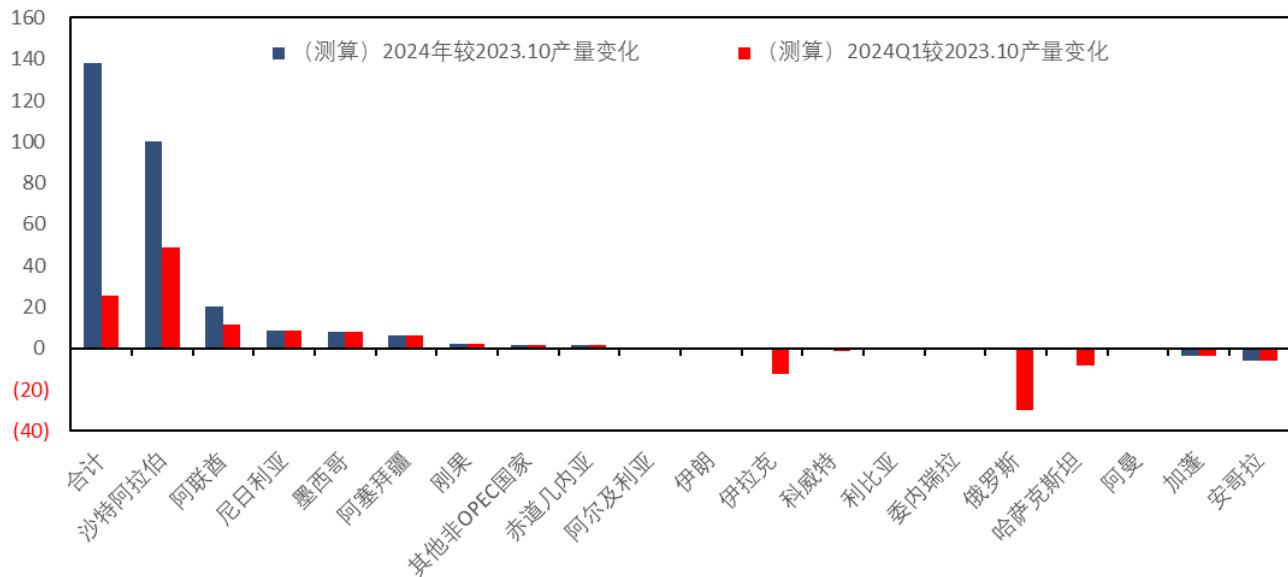
图 51: 布伦特油价与沙特石油出口收入(美元/桶, 百万 SAR)



资料来源: TRADING ECONOMICS, 万得, 信达证券研发中心

2024Q1, OPEC+原油供给仍保持谨慎。2023年11月30日,第36届OPEC+部长级会议结束。我们测算,2024Q1,相比于2023.10产量,OPEC+各国减产退出规模从原来的138万桶/天缩小为26万桶/天。巴西将于2024年加入OPEC+组织,OPEC+对于原油市场的供给调控以及价格边际影响或进一步加强。

图 52: 2024 年减产配额较 2023.10 实际产量水平变化 (万桶/天)

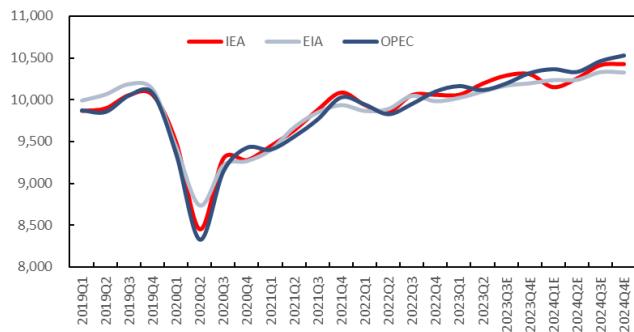


资料来源: IEA, OPEC, 信达证券研发中心, 注: 图中正值表示产量增加, 负值表示产量减少

需求方面:

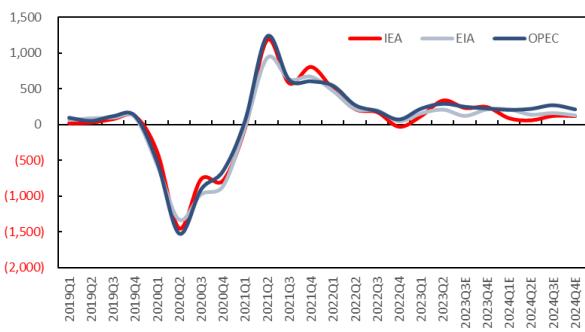
短期内原油需求或仍保持增长态势。当前美国经济表现出了较强韧性,通胀风险和利率矛盾有望在中美新一轮谈判中得到逐步化解;中国经济探底后有望修复,制造业PMI正逐渐回到景气区间,进出口贸易额同比降幅已现收窄,我们预计未来全球宏观经济仍能够对油价产生可持续支撑。根据IEA、EIA和OPEC三机构最新预测,2024年全球原油需求增量将分别为106、134、225万桶/天,仍保持稳定增长。

图 53: 三大机构月报公布的全球原油需求情况 (万桶/天)



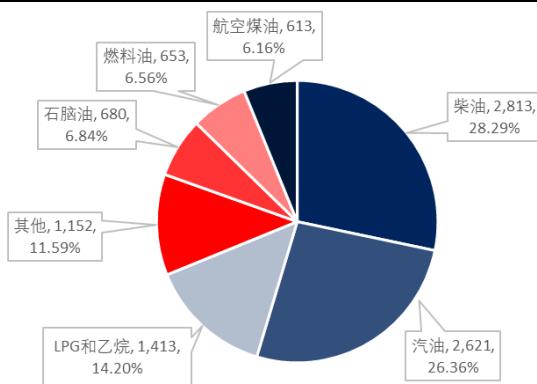
资料来源: IEA, OPEC, EIA, 信达证券研发中心

图 54: 三大机构月报公布的全球原油需求同比 (万桶/天)

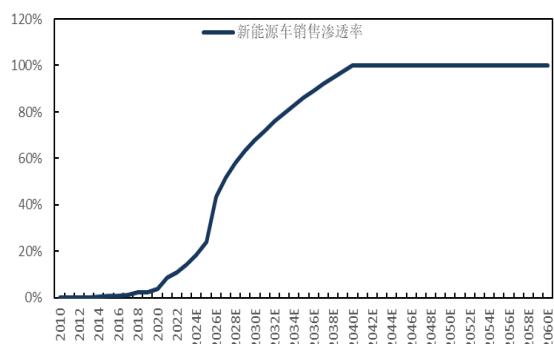


资料来源: IEA, OPEC, EIA, 信达证券研发中心

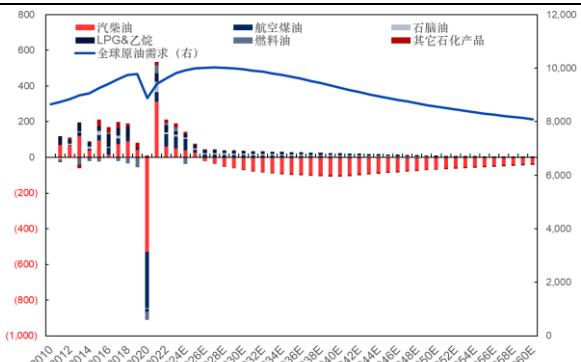
长期来看原油需求达峰尚需时日。交通用汽柴油占据了全球油品消费的半壁江山,主要考虑新能源汽车替代效应的影响。考虑传统能源价格高涨推动新能源汽车渗透加速,我们采用新能源车渗透率按照S型上升的情景假设,对全球汽柴油消费进行预测,得到全球交通用汽柴油需求量将在2025年达峰的预测结论。基于此,以及我们对航空煤油、工业用油、化工用油和其他用油的假设和模型,我们预计全球原油总需求量将在2027年左右达峰,2027年需求达峰量与2022年需求总量之间还存在约400万桶/天的增长空间。

图 55: 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 56: 2010-2060 年全球新能源汽车销售渗透率


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

图 57: 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

托底因素:

美国进入战略补库阶段。根据 IEA 数据, 当前美国 SPR 不到 4 亿桶, 其战略原油库存已下降至历史相对低位。战略原油库存低位也促使美国进入 SPR 补库周期, 美国政府在 2022 年 10 月其补库心理价位 67-72 美元/桶, 2023 年 6 月, 美国能源部官网发布声明表示, 以 73 美元/桶的均价成功完成补库 300 万桶战略石油储备 (SPR) 的招标, 而美国 2023 年 10 月补库心理价位已升至 79 美元/桶, 我们认为美国 SPR 补库周期来临, 其逐步抬升的补库预期价位也有望对油价形成托底支撑。

图 58: 美国原油战略库存 (万桶)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

结论：

产能周期引发大通胀，看好原油等能源资源的历史性配置机会。中长期来看油价将维持中高位，未来3-5年能源资源有望处在景气向上的周期，继续坚定看好本轮能源通胀，继续坚定看好原油等能源资源在产能周期下的历史性配置机会。

展望2024年，海外及国内经济或将迎来双重修复，原油需求仍保持增长态势；美国石油开采面临资源劣质化和成本通胀双重压力，以沙特为首的OPEC+维持高油价意愿强烈，原油供给偏紧的格局并未改变；叠加美国长期的战略储备原油补库需求，我们预计油价或将持续处于中高位水平。

4.2 油田服务：景气上行通道已经开启

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 59：油价传导路径



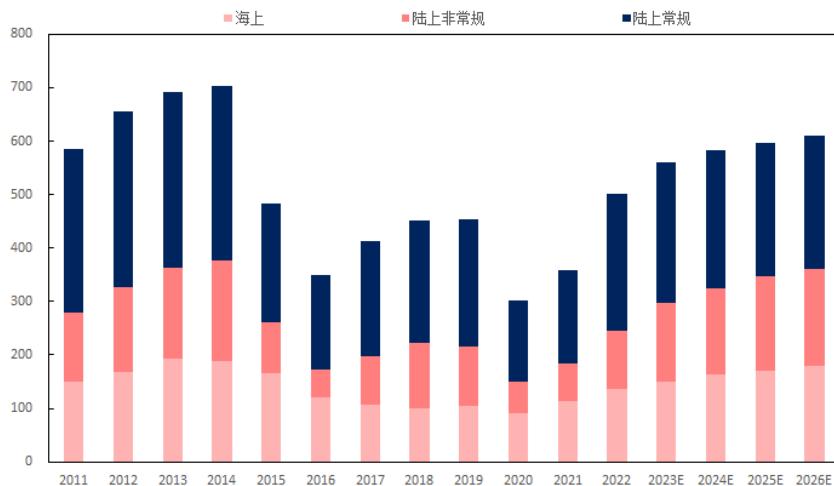
资料来源：信达证券研发中心

油服需求端：

截至2023年9月，新冠疫情影晌逐步减弱，美联储加息或已接近尾声，俄乌冲突对于全球能源贸易格局的影响程度边际递减，油价的影响因素或将更加回归供需基本面的变化，在前述支撑和托底因素的共同作用下，我们认为油价有望在中高位水平保持较长时期，上游资本开支复苏节奏在这样的预期和信心之下或将加快。特别是此前能源转型节奏较快的欧洲油气公司的战略计划已发生调整，BP将其到2030年承诺的减排35-40%缩减至20-30%；壳牌则宣布到2030年前不再进一步减少产量，相反会增加天然气产量。壳牌新任CEO Wael Sawan正重新关注化石燃料业务，并表示：“在未来很长一段时间里，世界都需要石油和天然气。因此，削减油气产量是不明智的。”

我们认为，一方面，石油公司对于油价信心的增强或可能会抵消其对于能源转型带来的对油气需求和资产搁置风险的担忧，选择加大资本开支，维护国际市场供需平衡、实现公司利润的增长；另一方面，资源劣质化、原材料和人工通胀也使得上游有效资本开支被挤压，也就意味着，相比疫情前，如今实现同样的产量增长，或可能需要更大的资本开支。我们认为，在较长时期的中高油价水平预期和信心下，上游资本开支或将实现进一步增长。

图 60：上游油气投资总额和上游油气投资年度变化情况（十亿美元）

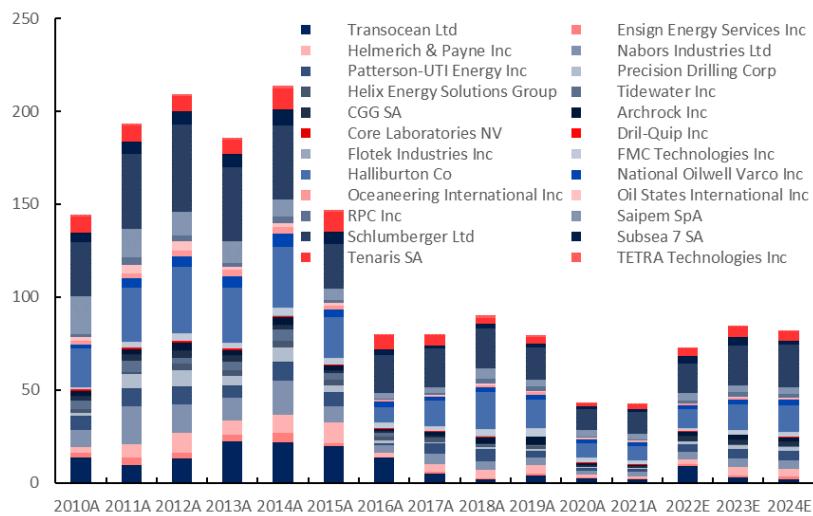


资料来源：IHS，中海油服业绩资料，信达证券研发中心

油服供给端：

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，受益于油价企稳，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。过去几年的油价低位以及行业资本开支大幅下降推动了油服产能陆续出清。

图 61：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

油服跟踪指标或已好转：

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，海上钻井装备利用率从最低点不足 60% 已快速回升至 80% 左右，陆上活跃钻机数已从底部的约 500 台提升至约 750 台。日费方面，2022 年新冠冲击导致油服行业日费触底，至 2023 年 11 月，海上自升式、半潜式钻井平台平均日费回升幅度分别约 23% 和 58%。日利润方面，2023Q3 美国陆上钻井公司 Patterson 和 Nabors 单台钻机日利润已经达到 1.6-1.8 万美金/天的历史高点。我们认为，随着需求回暖和过去产能出清，全球陆上和海上的钻机使用率出现改善、钻井板块日费和日利润触底回升，油服行业拐点或已显现。



图 62：全球陆上活跃钻机数（台）

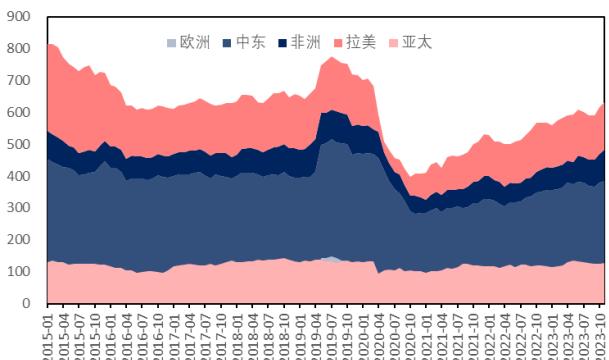


图 63：美国陆上钻井日利润（美元/天）

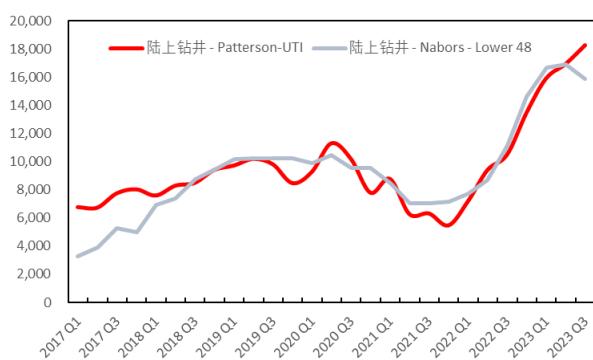


图 64：海上钻井装备利用率 (%)

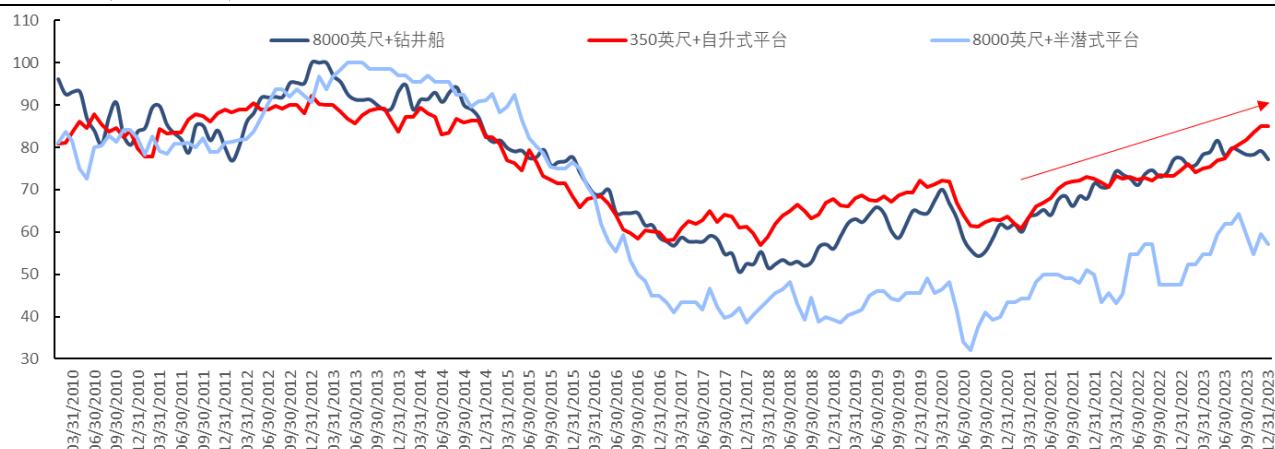
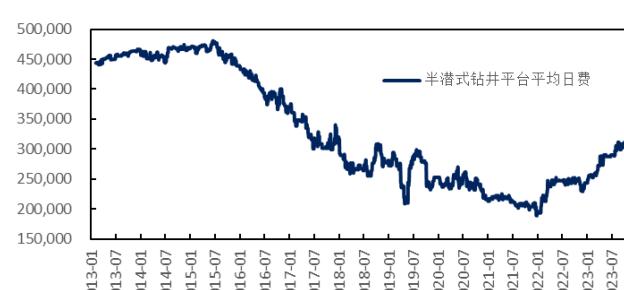


图 65：海上自升式钻井平台日费（美元/天）



图 66：海上半潜式钻井平台日费（美元/天）



我们认为，在较长时期的中高油价水平预期和信心下，上游资本开支或将实现进一步增长。与此同时，油服行业产能出清或已告一段落。油服行业产能利用率、服务价格已逐步提升，未来或将进一步迎来景气上行周期。

五、盈利预测与估值

盈利预测重要假设

(1) 收入:

原油销售板块:

价格: 我们认为未来 3 年内国际原油价格依旧保持较高位置，布伦特油价中枢位于 80-85 美元/桶区间，假设 2023-2025 年公司在国内的原油售价分别为 70、70、65 美元/桶。哈萨克斯坦原油价格挂钩乌拉尔油价，受西方对俄限价影响，假设 2023-2025 年公司在海外的原油售价为 50 美元/桶。

产量: 根据公司募集说明书，2023-2025 年国内新疆温宿区块原油产量计划分别为 50、65、80 万吨。根据《中曼石油关于油田项目勘探开发进展的公告》，2023 年公司国内原油产量为 58.08 万吨，我们假设 2023-2025 年公司国内原油产量分别为 58.08、65、80 万吨。对于海外区块，坚戈项目已在 2023 年 12 月并入上市公司，我们预计岸边项目在 2024 年或将并入上市公司报表，贡献原油产量。

钻井工程服务板块: 随着高油价刺激石油企业增产，油服行业景气度提升，我们预计 2023-2025 年公司钻井板块收入不断提升。

装备制造板块: 随着油服行业景气提升，国内及海外装备需求提升，我们预计未来 3 年公司板块收入不断提升。

(2) 成本:

原油销售板块: 我们预计 2023-2025 年公司桶油作业成本分别为 9、9.1、9.2 美元/桶，桶油折耗成本为 5 美元/桶。

钻井工程服务板块: 该板块营业成本分拆为人工、材料、折旧、外部服务及其他 5 部分，每部分成本均与营收正相关，我们对各成本占营收的比例进行假设和预测。

装备制造板块: 该板块营业成本分拆为原材料、人工及制造费用，其中原材料占比达到近 60%，每部分成本均与营收正相关，我们对各成本占营收的比例进行假设和预测。

估值与投资评级

我们认为，未来海外及国内经济或将迎来共振修复，原油需求仍保持增长态势；美国石油开采面临资源劣质化和成本通胀双重压力，以沙特为首的 OPEC+ 维持高油价意愿强烈，原油供给偏紧的格局并未改变；叠加美国长期的战略储备原油补库需求，我们预计油价或将持续处于中高位水平。而在较长时期的中高油价水平预期和信心下，上游资本开支或将实现进一步增长。与此同时，油服行业产能出清或已告一段落。油服行业产能利用率、服务价格已逐步提升，未来或将进一步迎来景气上行周期。在油价和油服景气双重共振下，公司原油销售业务和钻井工程服务业务有望迎来量价齐升。中曼石油作为国内首家获得常规油气田采矿证的公司，未来有望实现油气产量快速提升，在高油价下带动公司业绩快速增长。

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入将分别达到 37.56、45.63 和 52.87 亿元，同比增速分别为 22.5%、21.5% 和 15.9%。2023-2025 年公司归母净利润分别为 9.20、11.48 和 13.72 亿元，同比增速分别为 82.8%、24.8%、19.5%，EPS 分别为 2.30、2.87 和 3.43 元/股。

我们采用相对估值法对公司进行估值，考虑公司主营为原油产销业务和钻井工程服务业务，我们选取了国内油服公司及国内外石油公司分别作为可比公司进行估值对比。

表 5：可比上市公司相对估值

代码	公司名称	股价(元/ 美元)	总市值(亿 元/亿美元)	EPS			PE				PB				
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600583.SH	海油工程*	6.10	269.70	0.33	0.43	0.56	0.66	18.51	14.13	10.94	9.27	1.18	1.07	0.99	0.91
600339.SH	中油工程	3.01	168.05	0.13	0.19	0.24	0.28	23.32	15.55	12.80	10.94	0.67	0.64	0.62	0.59
601808.SH	中海油服*	15.04	574.00	0.49	0.69	0.92	1.16	30.50	21.80	16.35	12.94	2.08	1.74	1.64	1.53
600968.SH	海油发展	2.91	295.80	0.24	0.29	0.33	0.39	12.24	10.17	8.93	7.54	1.44	1.21	1.09	0.98
002353.SZ	杰瑞股份	28.88	295.69	2.19	2.45	2.97	3.50	13.17	11.78	9.71	8.26	2.30	1.51	1.32	1.15
603727.SH	博迈科	12.39	34.91	0.23	(0.37)	0.38	0.88	54.02	-	32.86	14.10	0.97	1.10	1.07	1.02
油服公司平均值								25.29	14.68	15.27	10.51	1.44	1.21	1.12	1.03
600938.SH	中国海油*	20.91	6127.86	2.98	2.75	2.82	3.03	7.02	7.60	7.41	6.91	1.50	1.47	1.31	1.18
601857.SH	中国石油	7.33	12881.53	0.82	0.94	0.98	1.01	8.98	7.78	7.48	7.26	0.72	0.92	0.85	0.79
COP.N	康菲石油	111.70	1326.33	13.79	9.01	10.32	9.94	8.75	12.40	10.82	11.24	3.01	2.74	2.53	2.35
OXY.N	西方石油	58.06	511.14	9.62	3.92	5.07	5.27	5.31	14.82	11.46	11.01	2.82	2.44	2.16	1.92
资源公司平均值								7.52	10.65	9.29	9.11	2.01	1.89	1.71	1.56
总体平均值								18.18	8.22	12.88	9.95	1.67	1.48	1.36	1.24
603619.SH	中曼石油*	18.93	75.72	1.26	2.30	2.87	3.43	15.04	8.23	6.60	5.52	3.29	2.46	1.81	1.37

资料来源：万得，彭博，信达证券研发中心。标*为信达证券研发中心预测，国内其他引用万得一致预期，国外其他引用彭博一致预期，股价为2024年1月15日收盘价。

我们预测，2023-2025年，公司PE分别为8.23/6.60/5.52倍，PB分别为2.46/1.81/1.37倍。油服方面，我们选取了国营油服公司海油工程、中油工程、中海油服、海油发展及民营油服企业博迈科、杰瑞股份作为可比公司，根据万得一致预期及我们预测，2023-2025年可比公司平均PE分别为14.68/15.27/10.51倍，PB分别为1.21/1.12/1.03倍。油气开采方面，我们选取了中国海油、中国石油、康菲石油和西方石油作为可比公司，根据万得、彭博一致预期和我们预测，2023-2025年可比公司的PE分别为10.65/9.29/9.11倍，PB分别为1.89/1.71/1.56倍。我们认为，无论是从油服可比标的还是从资源型可比标的来看，2023-2025年公司PE都明显低估。我们认为中曼石油具备较大发展潜力，首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

风险因素

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，从而引起油服端需求较差。

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，油价波动导致上游资本开支较为谨慎，对于油服行业景气恢复产生不利影响。

新能源加大替代传统能源风险：能源转型影响石油需求，从而对石油供给产生抑制作用，进而影响油服作业量。

海外项目执行风险：公司可能会受到海外市场政策变化、社会环境变化的影响，导致海外作业进度延迟、作业成本提高。

汇率风险：公司钻井服务业务以海外为主，人民币汇率波动或可能带来一定的汇兑损益。

跨市场选取可比公司风险：选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险。



资产负债表					
	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,848	2,642	3,830	5,186	6,583
货币资金	318	764	1,611	2,499	3,540
应收票据	99	95	20	119	42
应收账款	461	566	788	858	1,052
预付账款	110	322	202	243	278
存货	438	501	603	732	813
其他	422	394	606	735	859
非流动资产	4,045	4,512	4,840	5,114	5,375
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	1,961	1,938	1,938	1,925	1,898
无形资产	53	52	50	49	48
其他	2,031	2,522	2,851	3,140	3,429
资产总计	5,893	7,155	8,671	10,300	11,958
流动负债	2,850	3,027	3,265	3,789	4,118
短期借款	957	835	935	1,035	1,135
应付票据	266	186	240	273	314
应付账款	792	810	925	1,167	1,227
其他	834	1,196	1,165	1,313	1,441
非流动负债	1,055	1,829	2,329	2,329	2,329
长期借款	443	1,122	1,622	1,622	1,622
其他	612	708	708	708	708
负债合计	3,904	4,857	5,595	6,118	6,447
少数股东权益	-1	-2	-4	-6	-9
归属母公司股东权益	1,990	2,300	3,080	4,188	5,519
负债和股东权益	5,893	7,155	8,671	10,300	11,958

重要财务指标					
	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,762	3,065	3,756	4,563	5,287
同比 (%)	11.2%	74.0%	22.5%	21.5%	15.9%
归属母公司净利润	74	503	920	1,148	1,372
同比 (%)	115.2%	580.3%	82.8%	24.8%	19.5%
毛利率 (%)	32.4%	45.8%	46.4%	46.7%	47.4%
ROE%	3.7%	21.9%	29.9%	27.4%	24.9%
EPS (摊薄)(元)	0.18	1.26	2.30	2.87	3.43
P/E	102.35	15.04	8.23	6.60	5.52
P/B	3.80	3.29	2.46	1.81	1.37
EV/EBITDA	12.87	7.23	5.64	4.34	3.30

利润表					
	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,762	3,065	3,756	4,563	5,287
营业成本	1,191	1,662	2,015	2,430	2,781
营业税金及附加	18	140	98	119	137
销售费用	21	29	25	30	35
管理费用	207	270	216	262	304
研发费用	61	117	131	160	185
财务费用	120	116	81	86	81
减值损失合计	-11	0	-15	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0
其他	-6	-32	26	23	26
营业利润	128	698	1,202	1,499	1,791
营业外收支	-2	-11	-2	-2	-2
利润总额	126	687	1,200	1,498	1,789
所得税	52	184	282	352	421
净利润	73	503	918	1,146	1,369
少数股东损益	0	-1	-2	-2	-3
归属母公司净利润	74	503	920	1,148	1,372
EBITDA	578	1,210	1,579	1,871	2,171
EPS (当年)(元)	0.18	1.26	2.30	2.87	3.43

现金流量表					
	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	515	600	1,083	1,491	1,648
净利润	73	503	918	1,146	1,369
折旧摊销	320	390	278	286	299
财务费用	99	79	88	102	106
投资损失	-1	0	0	0	0
营运资金变动	2	-419	-219	-44	-128
其它	21	46	19	2	2
投资活动现金流	-466	-878	-607	-561	-561
资本支出	-548	-847	-552	-552	-552
长期投资	55	-30	-6	-10	-10
其他	27	0	-50	0	0
筹资活动现金流	-53	630	372	-42	-46
吸收投资	0	0	-40	0	0
借款	1,859	2,215	600	100	100
支付利息或股息	-87	-128	-188	-142	-146
现金流净增加额	-11	363	848	888	1,041

信达能源研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，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，中国价格协会煤炭价格专委会委员，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。

石化组：

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

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。

煤炭组：

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。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭、煤矿智能化行业研究。

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月加入信达证券研究开发中心，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，从事能源、节能环保行业的研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

电力公用组：

李春驰，信达能源电力公用联席首席分析师，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，7年行业研究经验，曾供职于兴业研究、兴业证券，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

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，曾从事电力市场化改革、虚拟电厂应用等研究工作。2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研究开发中心，从事天然气、电力行业研究。

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； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。