

石油石化 行业周专题

投资建议： 强于大市（维持）

上次建议： 强于大市

油服市场受益于资本开支增长表现高景气

油服行业景气回升

油服行业受益于油气上游资本开支增长景气回升，全球海上钻机数至 2022 年底较 2021 年初增加了 35%。亚太区域海上钻机数在全球占比稳定在 30%至 40%高位，其次是中东区域。拉美区域巴西和圭亚那海上油田增量可期：巴西 Mero 和 Búzio 油田以及圭亚那 Stabroek 区块或将使两国石油日产量至 2028 年分别增长至 400 万桶和 120 万桶。全球海上油气投资至 2027 年底或将达到 2330 亿美元，其中一半增量或将来自亚太和拉美区域。

钻井平台日费和使用率稳步提升

随着海上钻井市场供需趋紧，平台日费和使用率持续上升：2023 年全球自升式平台和浮式平台总数分别增加了 3.28%和 2.76%。2023 年 12 月自升式平台和半潜式平台日费均值分别约 9.8 万美元和 31 万美元，较年初分别增长 12%和 24%。自升式平台和钻井船钻机使用率在 2023 年达到了 80%以上，半潜式平台钻机使用率增长至 60%以上。高油价叠加低现金平衡成本或将增强石油企业投资长周期海上油气项目，油服行业或将受益。

三大油服国际业务占比上升

斯伦贝谢、贝克休斯和哈利伯顿国际区域营收总和均超过了北美地区，其中亚洲和拉美区域营收有显著上升：斯伦贝谢和贝克休斯 2023 年在中东/亚洲营收分别为 110 亿美元和 58 亿美元，分别占全球营收的 33%和 38%。两公司 2019-2023 年拉美区域营收 4 年 CAGR 分别为 9.97%和 13.29%，远高于其他区域营收增速。

技术板块利润率领先

斯伦贝谢和贝克休斯钻井板块营收占比较其他板块更大，但是技术板块展现出更高的利润率。斯伦贝谢井施工板块收入占比是 41%，息税前利润率是 19%；技术板块收入占比仅有 13%，息税前利润率高达 36%。贝克休斯技术板块利润率高出钻井板块约 5pct。斯伦贝谢的数字业务的核心技术是云端协作平台 Delfi，系统可以应用于油田开发的各个阶段，数字业务营收在 2021-2025 年 CAGR 或将达到 50%。

投资建议：关注国内油气上游投资稳定增长的机会

国内油服公司受益于上游投资稳定增长，毛利率在 2019-2021 年新冠疫情期间表现相对稳定。随着上游探勘开发资本支出持续增长，油服公司盈利或将改善。建议关注：多项油田核心技术打破国外垄断的海上油服公司中海油服；具备国内海上油气工程承包优势的大型工程总承包公司海油工程；具备覆盖海洋石油各主要环节多元化服务能力的海油发展；以及国内最大的石油工程和油田技术服务提供商之一的油服公司石化油服。

风险提示：全球宏观经济下行风险；国际原油和天然气价格大幅波动风险；新增原油和天然气项目投产不及预期风险；不利天气风险。

相对大盘走势



作者

分析师：郭荆璞

执业证书编号：S0590523070003

邮箱：jgguo@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《石油石化：紧抓上游资源与消费降级两条主线》2024.02.07
- 2、《石油石化：天然气在 2024 年会延续供应趋紧的局面吗？》2024.01.08

正文目录

1. 油服行业景气回升	3
1.1 海上钻机数逐渐恢复	3
1.2 平台日费与使用率稳步提升	4
2. 国际油服主营构成趋势	5
2.1 国际业务占比显著上升	5
2.2 技术板块利润率领先	6
3. 投资建议：关注国内油气上游投资稳定增长的机会	7
4. 风险提示	8

图表目录

图表 1：全球海上钻机数（座）及同比增速（%）	3
图表 2：分区域海上钻机数占比（%）	3
图表 3：Búzio 和 Mero 项目将为巴西石油产量贡献增量（百万桶/日）	4
图表 4：Stabroek 区块油气发现加速圭亚那石油产量增长（百万桶/日）	4
图表 5：全球海上平台总数（座）	5
图表 6：全球海上钻机日费（美元）	5
图表 7：全球海上钻机使用率（%）	5
图表 8：斯伦贝谢按区域营收（百万美元）以及按区域收入占比（%）	6
图表 9：贝克休斯按区域营收（百万美元）以及按区域收入占比（%）	6
图表 10：斯伦贝谢 2022 年营收和利润情况（百万美元）	7
图表 11：贝克休斯 2022 年营收和利润情况（百万美元）	7
图表 12：2010 年以来国内油服公司毛利率情况和布伦特油价（美元/桶）	8
图表 13：2010 年以来国际油服公司毛利率情况和布伦特油价（美元/桶）	8
图表 14：三桶油资本支出情况（亿元）	8
图表 15：全球上游海上勘探开发资本支出持续增长（十亿美元）	8

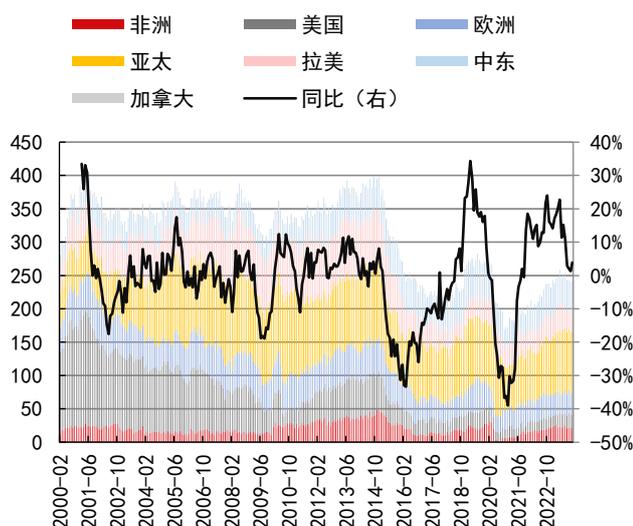
1. 油服行业景气回升

1.1 海上钻机数逐渐恢复

2015 年全球油气上游资本开支在国际油价大幅下跌的行情下（布伦特和 WTI 油价中枢由 100 美元下跌至 40 美元/桶）同比减少了 30%，全球海上油田钻机数同期减少了 26%至 274 座。油服作业量与资本开支相关度较高，在 2020 至 2021 年上一轮油气低资本开支的尾声，全球海上钻机数也触底至 170 座左右。

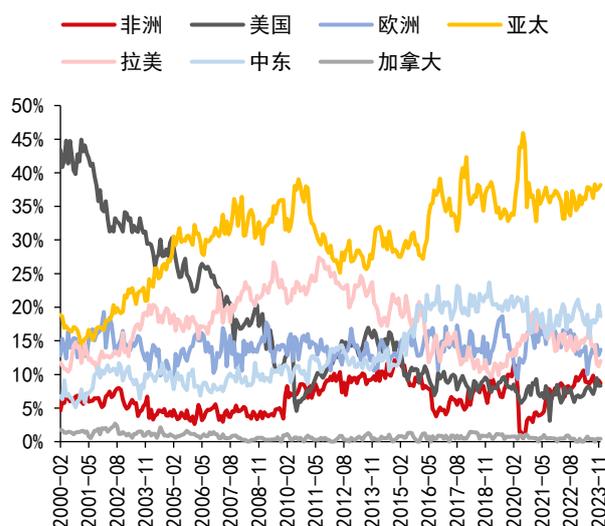
2022 年油气行业迎来了新一轮资本开支周期，全球油气上游资本开支同比增加了 39%，增速远高于 2010-2014 年上一轮高资本开支周期。叠加地缘政治事件的影响，国际油价在 2022 年上半年突破了 100 美元/桶的历史高位，海上钻机数至 2022 年底较 2021 年初增加了 35%，接近同期资本开支增速。S&P Global 预测全球海上油气投资或将在 2027 年底达到 2330 亿美元，其中一半的增量或将来自亚太和拉美区域。

图表1：全球海上钻机数（座）及同比增速（%）



资料来源：贝克休斯，国联证券研究所

图表2：分区域海上钻机数占比（%）



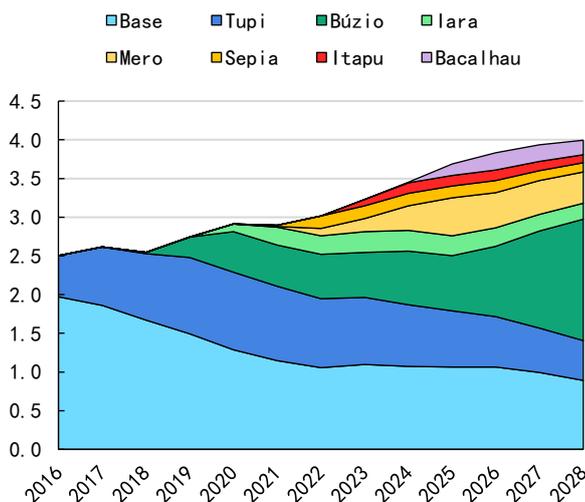
资料来源：贝克休斯，国联证券研究所

分区域看，亚太区域海上作业自 2005 年起表现出高市场份额：亚太海上钻机数在全球占比稳定在 30%至 40%；紧随其后的是中东市场，海上钻机数占比在 20%左右。中国、印度和澳大利亚海洋油气储量较大，新兴市场日益增长的能源需求也促进着海上钻井市场份额的增长：亚太新兴市场国家正经历着高速城市化和经济增长，能源需求增速较快，中国海油（CNOOC）、印度石油天然气公司（ONGC）、伍德赛德（Woodside）和必和必拓（BHP）等亚洲石油天然气企业近年加大了海洋油气，特别是深水和超深水的油气勘探开发力度。

拉美地区海上油田盈亏平衡油价和碳排放强度低，是国际石油公司资产组合中重要组成部分：截至 2023 年底拉美海上钻机数约 30 座，在全球占比是 12%，其中

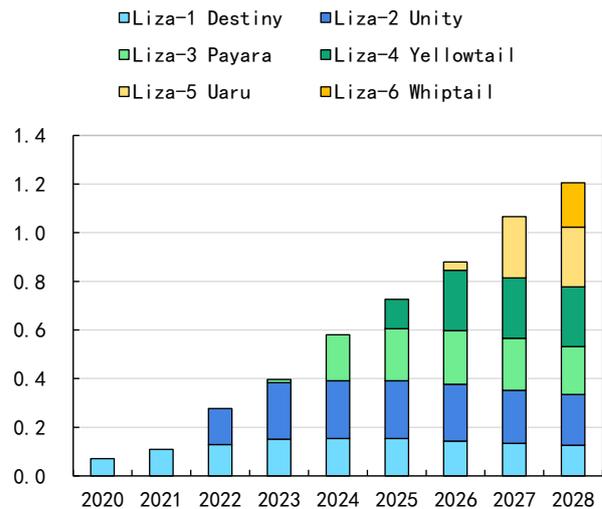
巴西和圭亚那海上区块是勘探开发的焦点。巴西 Mero-3 和 Atlanta FDS 项目预计在 2024 年投产，或将给巴西石油产量带来 23 万桶/日的增量；圭亚那 Stabroek 区块 Lisa-3 期 Payara 项目在 2023 年底投产，日产量峰值可达 22 万桶/日。根据 IEA 预测，巴西石油至 2027 年底或将新上线总计 15 艘 FPSO，Mero 和 Búzio 油田产量增长或将使巴西石油日产量至 2028 年增长至 400 万桶。圭亚那 Stabroek 区块 Lisa 4-6 期项目的陆续投产或将使圭亚那石油总产量至 2028 年增长至 120 万桶/日。

图表3: Búzio 和 Mero 项目将为巴西石油产量贡献增量 (百万桶/日)



资料来源: IEA, 国联证券研究所

图表4: Stabroek 区块油气发现加速圭亚那石油产量增长 (百万桶/日)



资料来源: IEA, 国联证券研究所

1.2 平台日费与使用率稳步提升

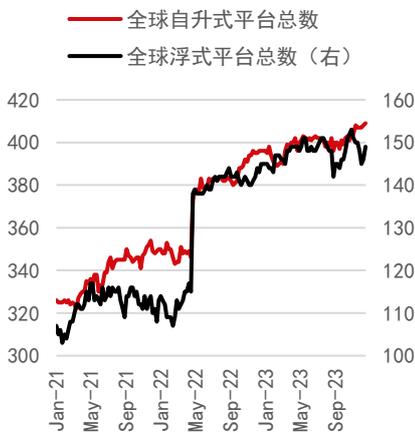
随着全球海上钻井市场逐渐回暖，上游客户倾向于提前锁定可获得的钻机平台以及签署期限更长的订单合同，全球海上钻机日费和使用率在市场供需趋紧的情况下稳步上升。2023 年初至年末全球自升式平台和浮式平台总数分别增长了 3.28% 和 2.76%，平台钻机使用率较 2022 年也有大幅增长：自升式平台（IC>350ft）和钻井船（>7500ft）钻机使用率在 2023 年达到了 80% 以上，半潜式平台（>7500ft）使用率也增长至 60% 以上。

钻机日费在延续多年下跌行情后自 2022 年起开始回升，截至 2023 年底，日费基本恢复至 2017-2018 年的水平：自升式平台日费在 2023 年 12 月均值约 9.8 万美元，较年初增长约 12%；半潜式平台日费在 2023 年 12 月均值约 31 万美元，较年初增长约 24%。

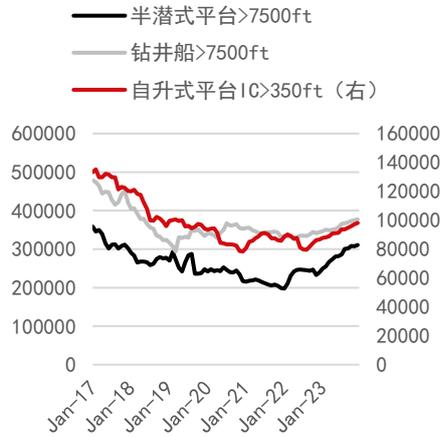
近年海上油气开采成本在持续下降，而石油市场供需趋紧的局面持续和地缘政治风险升级对大宗商品价格具有支撑性。全球约 85% 未开发的海洋油藏资源的盈亏平衡油价在 70 美元/桶以下，高油价叠加低现金平衡成本或将增强石油企业投资长周期海洋油气项目的信心，海洋油气资本开支或将在 2024 年出现较强的复苏，油

服行业受益于资本开支增长或将表现高景气。

图表5：全球海上平台总数（座）



图表6：全球海上钻机日费（美元）



图表7：全球海上钻机使用率（%）



资料来源：RigLogix，国联证券研究所

2. 国际油服主营构成趋势

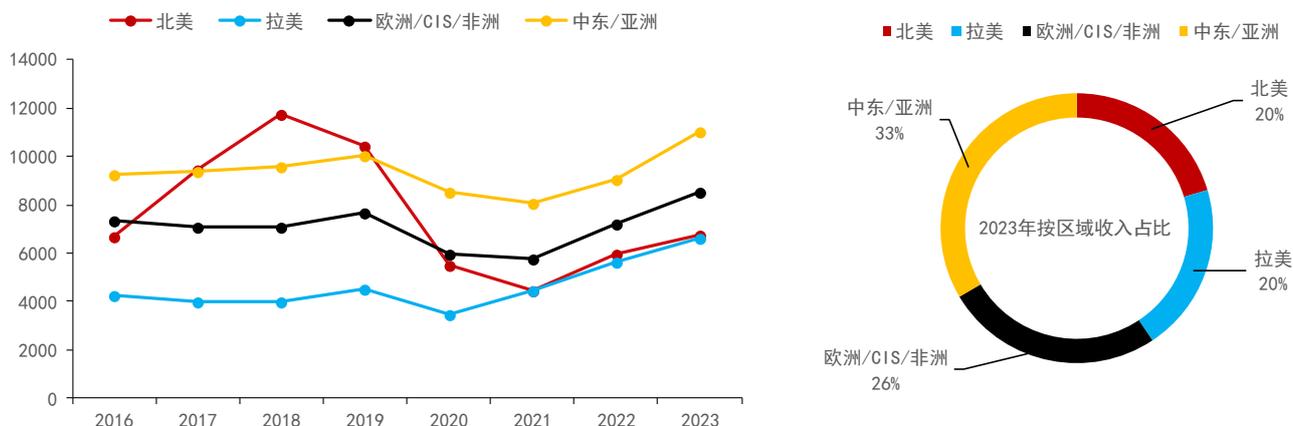
我们分析了斯伦贝谢、贝克休斯和哈利伯顿 2016-2023 年主营构成情况，三大国际油服公司国际区域营收总和均超过了北美地区，其中仅哈利伯顿北美营收远超其他区域，斯伦贝谢和贝克休斯近年北美区域营收占比在下降，国际业务占比显著上升。尽管钻井板块营收在国际油服主营构成中占比最大，利润率最高的却是技术相关板块，数字技术业务在斯伦贝谢主营利润率中领先其他主营业务。

2.1 国际业务占比显著上升

斯伦贝谢和贝克休斯北美营收占比在 2023 年均降至 30% 以下，近年中东、亚洲和拉美区域的营收有显著上升，其中在中东和亚洲的营收自 2019 年后领先其他区域：斯伦贝谢 2023 年在中东/亚洲营收是 110 亿美元，占比是 33%；贝克休斯 2023 年在中东/亚洲营收是 58 亿美元，占比是 38%。

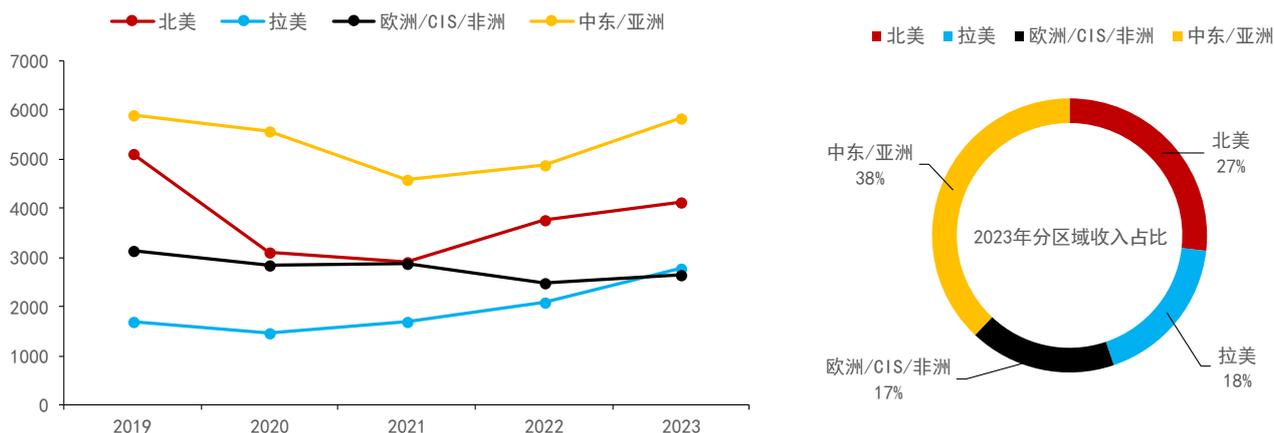
拉美区域营收增速在各区域领先：斯伦贝谢拉美地区营收在 2019-2023 年的 4 年 CAGR 是 9.97%，而在北美地区是-10.42%；贝克休斯拉美地区营收同期 CAGR 为 13.29%，在北美地区是-5.19%。

图表8：斯伦贝谢按区域营收（百万美元）以及按区域收入占比（%）



资料来源：斯伦贝谢历年年报整理，Bloomberg，国联证券研究所

图表9：贝克休斯按区域营收（百万美元）以及按区域收入占比（%）



资料来源：贝克休斯历年年报整理，Bloomberg，国联证券研究所

2.2 技术板块利润率领先

根据 2022 年投资者日指引材料，斯伦贝谢主营业务收入在 2021-2025 年间 4 年 CAGR 可能超过 15%，而技术板块的数字业务营收 2021-2025 年 CAGR 或将达到 50%。2022 年年报显示尽管钻井相关业务在主营中的占比高达 41%，技术板块数字化业务的息税前利润率（EBIT margin）却远高于钻井板块，达到 36%。贝克休斯 2022 年主营业务中技术板块的营收低于钻井板块约 53 亿美元，而两个板块利润仅相差 6600 万美元，技术板块利润率高出钻井板块约 5pct。

斯伦贝谢数字化业务的核心技术是云端协作平台 Delfi：Delfi 在 2022 年 9 月开始应用，是以人工智能技术和数据模型自动化为基础的数字孪生系统，系统可以应用在油田开发的各个阶段，包括油藏建模、钻探监控、优化钻井方案以及多部门协同工作。

图表10：斯伦贝谢 2022 年营收和利润情况（百万美元）

	主营业务收入 revenue	税前利润 pretax income	收入占比 % revenue	息税前利润率 EBIT margin
数字化与集成 digital & integration	3725	1357	13%	36%
油藏动态 reservoir performance	5553	881	20%	16%
井施工 well construction	11397	2202	41%	19%
生产系统 production systems	7862	748	28%	10%
其他 eliminations & other	-446	-177		
总计 total	28091	5011		

资料来源：斯伦贝谢年报整理，国联证券研究所

图表11：贝克休斯 2022 年营收和利润情况（百万美元）

	主营业务收入 revenue	营业利润 operating income	收入占比 % revenue	息税前利润率 EBIT margin
油田服务和设备 oilfield services & equipment	13229	1201	63%	9%
工业和能源技术 industrial & energy technology	7926	1135	37%	14%
总计 total	21155	2336	100%	

资料来源：贝克休斯年报整理，国联证券研究所

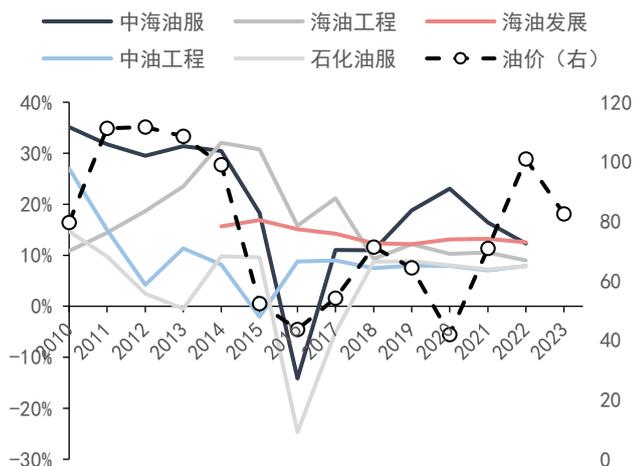
3. 投资建议：关注国内油气上游投资稳定增长的机会

我们整理了 2010 年以来国内油服公司和国际油服公司毛利率情况：国际油服公司的毛利率在高油价时期达到 15%-25% 区间，在低油价时期维持在 5% 以上；国内油服公司毛利率在高油价时期达到 30% 以上，而在低油价时期出现跌入负毛利率区间的情况。国际油服公司整体毛利率与油价波动相关度较高，2016 年通用电气（GE）石油与天然气部门与贝克休斯合并导致当年公司毛利率与油价波动反向；国内油服公司毛利率整体与油价波动相关度不大，且在 2019-2021 年新冠疫情时期表现相对稳定。

国内油气对外依存度分别为 70% 和 43%，从能源安全角度看油气自给率上升空间较大。2019 年国家能源局在“大力提升油气勘探开发力度工作推进会”上提出了“石油企业要落实增储上产主体责任，完成 2019-2025 七年行动方案”工作要求。目前七年行动计划已经执行 5 年，期间石油企业持续加大上游勘探开发力度，石油产量止跌回升，天然气产量平稳增长。未来两年国内油气上游资本开支或将持续增

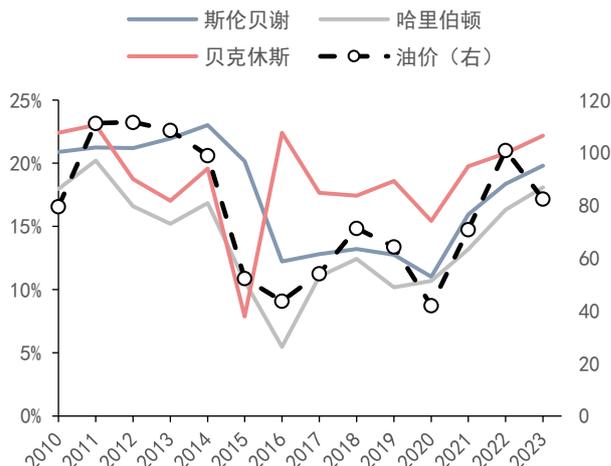
长，国内油服公司或将受益于资本开支增长盈利获得改善。我们建议关注多项油田核心技术打破国外垄断的海上油田服务公司中海油服；具备国内海上油气工程承包优势的大型工程总承包公司海油工程；具备覆盖海洋石油各主要环节多元化服务能力的能源技术服务公司海油发展；以及国内最大的石油工程和油田技术服务提供商石化油服。也是国内最早的海洋油气勘探工程及技术服务提供商石化油服。

图表12：2010年以来国内油服公司毛利率情况和布伦特油价（美元/桶）



资料来源：公司年报整理，国联证券研究所

图表13：2010年以来国际油服公司毛利率情况和布伦特油价（美元/桶）



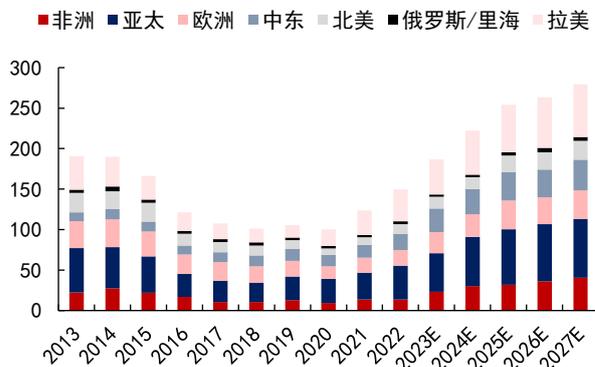
资料来源：公司年报整理，国联证券研究所

图表14：三桶油资本支出情况（亿元）



资料来源：公司年报整理，国联证券研究所

图表15：全球上游海上勘探开发资本支出持续增长（十亿美元）



资料来源：中海油服，HIS Markit，国联证券研究所

4. 风险提示

全球宏观经济下行风险；国际原油和天然气价格大幅波动风险；新增原油和天然气项目投产不及预期风险；不利天气风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼
无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼