

2024年02月27日

买入（首次覆盖）

中海油服（601808.SH）：景气回暖，公司业绩具长期确定性与高增量弹性

——公司深度报告

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

联系人

花雨欣

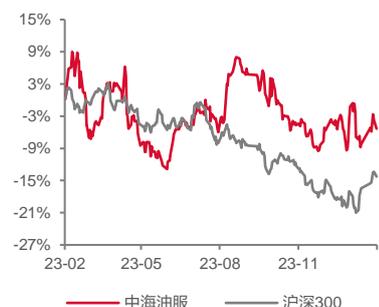
hyx@longone.com.cn

联系人

张磊磊

zjlei@longone.com.cn

数据日期	2024/02/27
收盘价	14.65
总股本(万股)	477,159
流通A股/B股(万股)	296,047/0
资产负债率(%)	49.06%
市净率(倍)	1.68
净资产收益率(加权)	5.70
12个月内最高/最低价	17.45/13.30



相关研究

- 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
- 海油工程（600583）：周期已变，成本技术双驱动造就海工龙头——公司深度报告
- 复盘油价周期，暨2024年油气展望——石油石化行业年度策略

投资要点：

- **海洋油气前景广阔：1) 全球：**2022年全球海域常规油气剩余可采储量占全球34.57%，全球深水油气产量达1010万桶油当量/天，占全球油气产量的6.4%。未来随着深水油气产能的进一步释放，2030年全球深水油气产量有望突破1700万桶油当量/天。**2) 我国：**中国海洋油气开发近10年保持强劲增长势头，CAGR约4.4%，增速接近陆上的两倍。2023年我国海洋原油产量突破6200万吨，已连续四年占全国石油增产量的60%以上。中海油预计2060年我国海洋石油及天然气产量占总产量比重将分别达40%和20%以上。
- **公司股价表现受油价与业绩双重驱动：**我国油服公司盈利能力存明显周期性规律，油价可作为判断趋势拐点的信号指标，同时持续的股价表现离不开公司业绩支撑。当油价回暖时，股价往往在业绩复苏拐点确认之后迎来反弹。当前油价自2020年以来重回中高位，而中海油服因ROE尚未回归此前水平，股价相对平缓，但自2022年下半年以来公司ROE呈增长态势，2023Q3同比上升5.98%，待业绩进一步回归，股价可期有较大程度涨幅。
- **油价——原油价格中枢提升：**供给端，OPEC+主要产油国联合减产，美国工作钻机数恢复与原油增产缓慢；需求端，GDP增长低于趋势水平，同时能源效率提高和车辆电气化使石油需求增长趋缓。整体来看2024-2025年石油供需仍相对偏紧，2023年布伦特原油现货价格平均为82.41美元/桶，EIA预计2024/2025年为82.50/79.50美元/桶。全球油价预计上行空间有限，但较历史油价走势而言未来原油均价中枢提升，将维持中高位区间震荡。
- **业绩——增储上产推动业绩稳定：**源于中海油的收入比例维持在80%左右，国家政策对国内油气公司勘探开发投入有决定性作用，我们认为公司业绩主要传导机制为：油价+政策+中海油经营表现→中海油资本开支→中海油服业绩。**1) 油价端，**原油均价中枢提升；**2) 政策端，**相关政策法规的不断推行，中海油未来勘探开发资本开支有望保持1000亿元以上；**3) 中海油经营端，**中海油桶油成本不断下降，桶油利润将有效助力其上游开发力度；**低负债+优秀现金流**强力支撑公司上游资本开支，有效助力资本开支向中海油服业绩传导。
- **业绩——多措并举助力业绩优化：**分析公司2020-2022年业绩，我们发现大额资产减值、钻井毛利下滑、海外业务欠佳三个因素对业绩产生不良影响。公司对此积极行动：**1) 轻资产重技术，**以租代建，将钻井业务逐步转化到油技业务，减弱周期属性，凭借其较低的固定成本和稳定的毛利率，叠加持续推进技术成果转化，为业绩提供支撑；**2) 钻井业务存较大弹性，**钻井平台工作量和收入逐步恢复，但整体来看本轮油价恢复尚未带动钻井业绩恢复此前水平，未来有较大改善预期；**3) 海外市场业绩有望突破，**公司“1+2+N”市场格局逐步成型，2022年新签海外合同总金额达35.35亿美元新高。当前国际上游勘探开发有望恢复，公司不断积淀，增强国际认可度和客户高质性，海外业务有望实现突破性发展。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为31.87/41.37/51.20亿元，EPS分别为0.67/0.87/1.07，以2024年2月27日收盘价计算，对应PE为21.93x/16.90x/13.65x，看好公司未来业绩确定性及增量性，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动和油价下行风险；地缘政治不稳定风险；上游资本开支不及预期风险；海外业务发展不及预期风险。

盈利预测与估值简表

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入(百万元)	28959.20	29203.00	35,658.90	40,296.89	46,089.74	49,901.73
同比增速(%)	-6.99%	0.84%	22.11%	13.01%	14.38%	8.27%
归母净利润(百万元)	2703.19	313.18	2,352.63	3,187.27	4,137.23	5,119.57
同比增速(%)	8.03%	-88.41%	651.22%	35.48%	29.80%	23.74%
毛利率(%)	23.05%	16.42%	12.28%	16.24%	17.29%	18.70%
每股盈利(元)	0.57	0.07	0.49	0.67	0.87	1.07
ROE(%)	7.0%	0.8%	6.0%	8%	9%	10%
PE(倍)	22.54	228.66	33.63	21.93	16.90	13.65

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2024年2月27日收盘）

正文目录

1. 综合海上油服公司，油价+业绩驱动市场表现	5
1.1. 中海油旗下综合油田服务供应商	5
1.2. 市场持续复苏，创收降本抬升业绩	6
1.3. 公司股价表现受油价与业绩双重驱动	7
1.3.1. 公司股价复盘	7
1.3.2. 公司股价表现受国际油价波动影响	8
1.3.3. 业绩影响或造就股价表现与油价波动相背离	8
2. 原油价格中枢提升，海洋油气前景广阔	9
2.1. 原油价格有望继续维持中高位震荡	9
2.2. 海洋油气资源发展前景广阔	13
3. 背靠大树——增储上产推动业绩稳定	15
3.1. 中海油服业绩主要传导机制	15
3.1.1. 全球：油价→油公司上游资本开支→油服公司业绩	15
3.1.2. 中海油服业绩主要由控股股东资本开支驱动	16
3.1.3. 中海油服：油价+政策+中海油经营表现→中海油资本开支→中海油服业绩	17
3.2. 政策：能源安全问题提升增储上产重视度	18
3.3. 中海油：公司经营表现保障勘探开发景气度	21
4. 行则将至——多措并举助力业绩优化	22
4.1. 坚持由重资产向轻资产重技术转移	23
4.1.1. 轻资产转型，降本增利	23
4.1.2. 周期属性减弱，业绩保障增强	24
4.1.3. 突破技术封锁，市场地位显著	25
4.2. 景气回暖，钻井业务提供业绩弹性	27
4.2.1. 全球钻井日费及使用率上行	27
4.2.2. 钻井业务有望提供可观业绩复苏	28
4.3. 稳步推进，海外表现有望实现突破	30
5. 盈利预测与估值	33
盈利预测	33
公司估值	34
6. 风险提示	34

图表目录

图 1 中海油服股权结构	5
图 2 中海油服主要业务	5
图 3 中海油服业务分布	6
图 4 中海油服营业收入及其同比增速	6
图 5 中海油服归母净利润及其同比增速	6
图 6 中海油服营收及成本同比增速	7
图 7 中海油服期间费用率	7
图 8 中海油服股价和市值	7
图 9 中海油服相对收益变化与油价波动情况	8
图 10 国外油服公司 ROE 与股价变动关系复盘（%，美元，美元/桶）	9
图 11 国内油服公司 ROE 与股价变动关系复盘（%，元，美元/桶）	9
图 12 Brent 油价走势经历六个阶段	10
图 13 OPEC 产量（百万桶/天）	10
图 14 OPEC 剩余产能（百万桶/天）	10
图 15 俄罗斯及沙特石油产量（百万桶/天）	11
图 16 全球原油产量与钻机数量	11
图 17 美国原油产量与钻机数量	11
图 18 三机构预测 2024 年全球原油需求增量（万桶/天）	12
图 19 原油供需预期（百万桶/天）	12
图 20 EIA 油价预测（美元/桶）	12
图 21 全球不同类型油气产量当量（亿吨）	13
图 22 全球深水油气产量（万桶油当量/天）	13
图 23 中国油公司深水油气业务分布	14
图 24 2022 年及 2060 年我国海洋油气产量占比	14
图 25 斯伦贝谢业绩表现与油价关系	15
图 26 哈里伯顿业绩表现与油价关系	15
图 27 中海油服业绩表现与油价关系	16
图 28 石化油服业绩表现与油价关系	16
图 29 中海油占中海油服收入比重达 80% 以上（亿元）	16
图 30 中海油贡献收入与其上游资本支出高度相关	17
图 31 中海油上游资本支出将直接作用于中海油服业绩表现（亿元）	17
图 32 中海油服业绩传导	17
图 33 我国原油产量仍未回归历史峰值	18
图 34 我国原油依存度仍保持高位	18
图 35 我国天然气依存度处 40% 以上	18
图 36 中海油油气产量保持强劲增长（百万桶油当量）	20
图 37 中海油勘探开发资本开支有望保持 1000 亿元以上（亿元）	20
图 38 中海油勘探开发资本开支预测	21
图 39 中海油桶油成本不断下降（美元/桶油当量）	21
图 40 近年中海油桶油成本构成（美元/桶油当量）	21
图 41 中海油净利润与原油价格强关联	22
图 42 中海油每桶油利润居于高位	22
图 43 中海油充足现金流支撑上游资本开支（亿元）	22
图 44 中海油资产负债率存较强优势（%）	22
图 45 中海油服近三年归母净利润变动原因分析（亿元）	23
图 46 固定资产为中海油服主要减值损失来源（亿元）	23

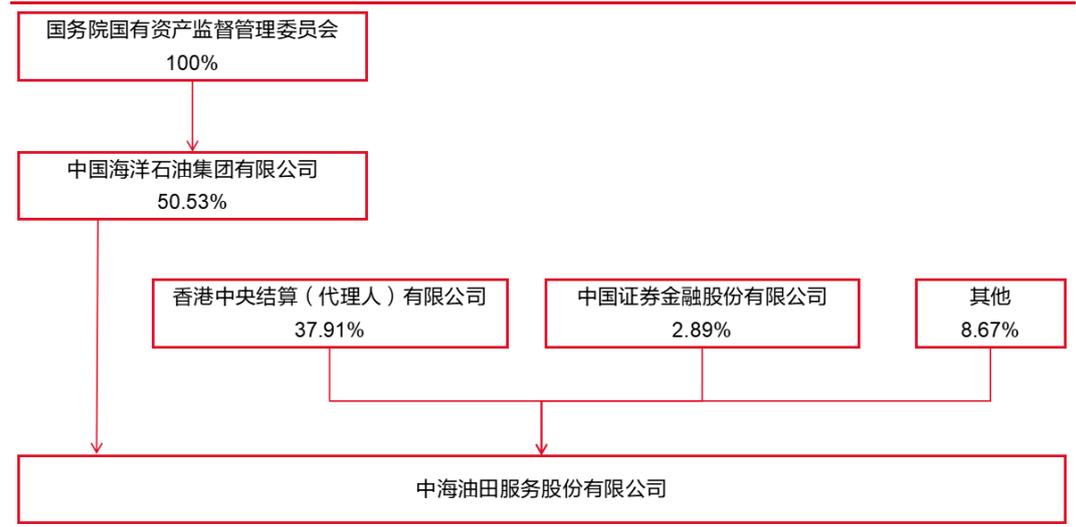
图 47 剔除资产减值损失因素后利润波动放缓（亿元）	23
图 48 中海油服固定资产占比不断下降（%）	24
图 49 油技板块收入比重逐步增长（%）	24
图 50 油技业务固定成本占比低（亿元，%）	24
图 51 中海油服分业务营业收入（亿元）	25
图 52 中海油服分业务毛利率（%）	25
图 53 国内油服公司研发支出（亿元）	25
图 54 中海油服各业务板块全球市占率	25
图 55 中海油服钻井平台梯队完整	26
图 56 中海油服自升式、半潜式钻井平台规模均行业第一	26
图 57 Welleader 旋转导向系统	27
图 58 Drilog®随钻测井系统	27
图 59 “海经”拖缆采集系统	27
图 60 “海经”拖缆控制与定位系统的水鸟装备	27
图 61 全球半潜式钻井平台（>7500ft）平均日费及利用率	28
图 62 全球钻井船（>7500ft）平均日费及利用率	28
图 63 南亚自升式钻井平台（361-400IC）平均日费及利用率	28
图 64 中东自升式钻井平台（361-400IC）平均日费及利用率	28
图 65 中海油服钻井服务使用率逐步恢复	29
图 66 中海油服钻井平台作业日数	29
图 67 钻井板块收入有改善预期	29
图 68 中海油服钻井平台	30
图 69 半潜式钻井平台日费高且使用率不断提高	30
图 70 主要油公司资本开支（亿美元）	30
图 71 中海油服业务覆盖区域广泛	31
图 72 中海油服海外新签合同额（亿美元）	31
图 73 中海油服“1+2+N”市场格局逐步成型	32
图 74 中海油服海外营收占比呈复苏态势	33
图 75 中海油服海外业务毛利率逐渐回升	33
表 1 相对收益整体受到国际油价的波动影响明显	8
表 2 2022 年不同类型油气技术剩余可采储量	13
表 3 国际石油公司主导的十大深水油气项目	14
表 4 国内外综合油服公司业绩滞后油价波动时间	16
表 5 近年来国家保障能源安全相关政策及相关会议	19
表 6 中海油“七年行动计划”对应规划目标	19
表 7 中海油服自 2022 年以来钻井业务取得成果	26
表 8 主要油公司 2023 年资本开支完成情况（百万美元）	31
表 9 中海油服近期重要海外项目	32
表 10 公司主要业务毛利拆分（单位：百万元）	33
表 11 可比公司估值表	34
附录：三大报表预测值	36

1.综合海上油服公司，油价+业绩驱动市场表现

1.1.中海油旗下综合油田服务供应商

中海油服隶属于中海油，股权结构稳定。1982年国务院批准中国海洋石油总公司为国家石油公司，享有中国海域对外合作开采油气业务专营权。2001年12月中海油将五家从事钻井油井服务和石油物探的公司合并为中海油田服务有限公司(COSL)，后中海油服于2002年11月和2007年9月分别于香港交易所和上海交易所上市。截至2023年Q3，中海油持有公司50.53%股份，公司向其提供油田服务、装备租赁料及其它辅助服务。

图1 中海油服股权结构



资料来源：公司公告，东海证券研究所

中海油服属油田服务行业，是亚洲近海市场较具规模的综合型油田服务供应商。公司业务贯穿海上石油及天然气勘探，开发及生产各个阶段，主要分为钻井服务、油田技术服务、物探勘察服务及船舶服务四大板块。公司占据中国近海油田技术服务市场大部分份额，拥有和操作我国规模最庞大和功能最广泛的大型装备群，多项服务在中国近海拥有绝对市场优势。同时公司已将服务区域拓展至亚太、中东、美洲、欧洲、非洲、远东六大区域，覆盖全球40多个国家和地区。

图2 中海油服主要业务

钻井服务	油田技术服务	物探与勘察服务	船舶服务	非常规服务
钻井	定向钻井	地球物理	船舶	一体化服务
支持平台	测井	工程勘探		
	钻井完液			
	固井			
	修井			
	增产			
	完井			

资料来源：公司官网，东海证券研究所

图3 中海油服业务分布

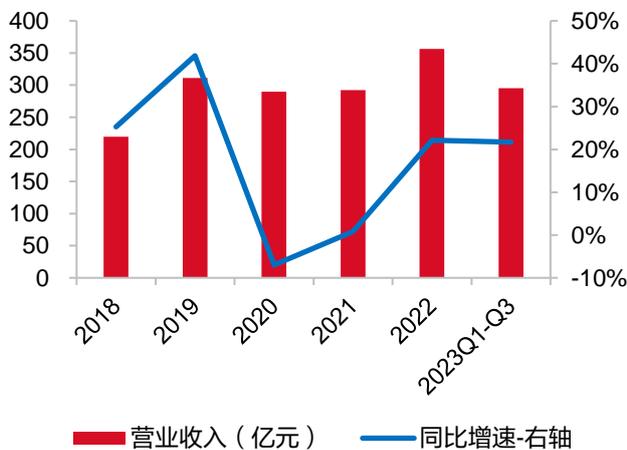


资料来源：公司官网，东海证券研究所

1.2.市场持续复苏，创收降本抬升业绩

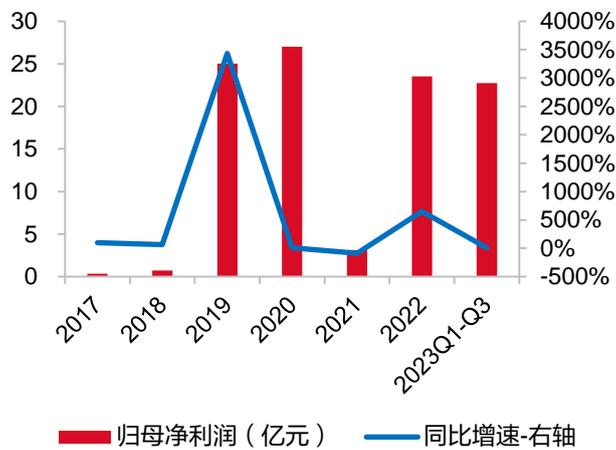
受益行业回暖，公司业绩逐步恢复。中海油服近五年归母净利润于 2021 年出现下滑，主要是由于 2021 年疫情影响装备使用率导致大额计提资产减值准备 20.17 亿元。随着油气资本开支逐步回暖，公司 2022 年营业收入及归母净利润分别同比上升 22.11%和 651.22%，恢复此前水平。2023 年前三季度公司营业收入达 295.07 亿元，归母净利润 22.73 亿元，相较于 2022 年同期继续上升 21.70%和 9.94%。

图4 中海油服营业收入及其同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

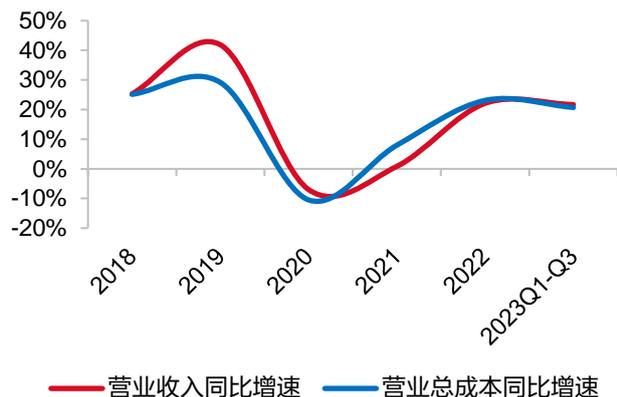
图5 中海油服归母净利润及其同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

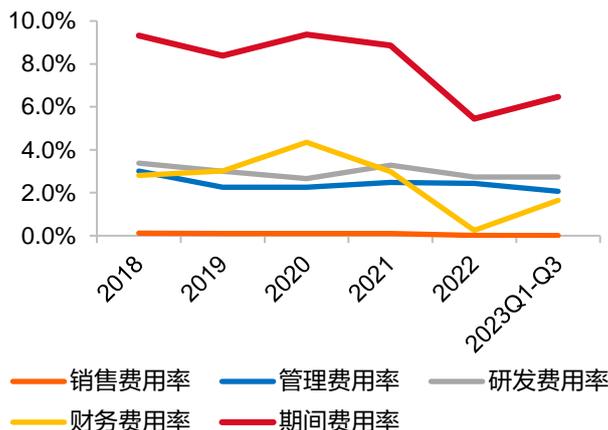
公司致力成本控制，降本增效成果显著。公司自 2018 年以来不断采取提高自有资源利用效率、压缩行政开支、加强设备自修等措施控制成本，2018 年至 2023 前三季度各项费用率不断下降，其中管理费用率自 3.01%下降至 2.07%，销售费用率自 0.12%下降至 0.01%。2023 年前三季度公司期间费用率为 6.47%，处历史较低水平，后续公司有望在行业回暖期持续挖掘降本增效空间，扩展同油价水平下更大盈利空间。

图6 中海油服营收及成本同比增速



资料来源: Wind, 东海证券研究所, 其中 2022 年较 2021 年(剔除和解收入) 相比增幅为 5.6%

图7 中海油服期间费用率



资料来源: Wind, 东海证券研究所

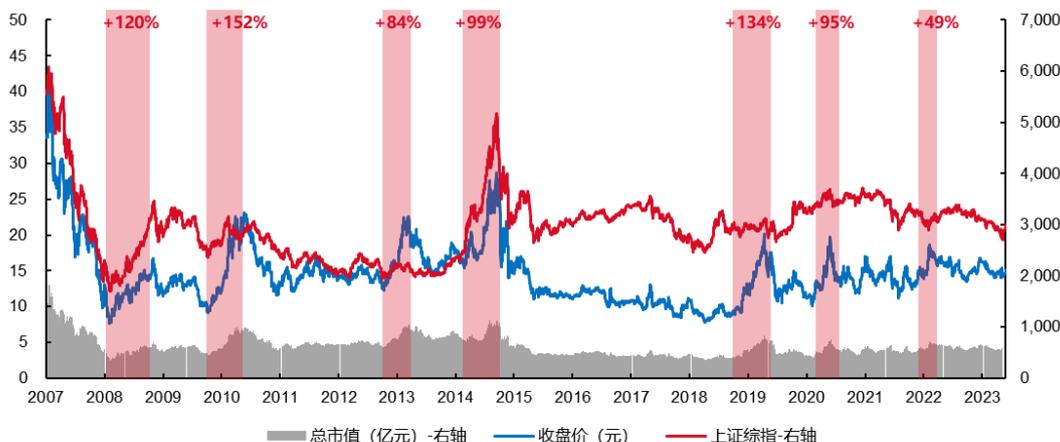
1.3. 公司股价表现受油价与业绩双重驱动

1.3.1. 公司股价复盘

公司上市首日的股价为 33.53 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 43.40 元 (YoY+29.45%), 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 7.60 元上升至 2009 年 7 月 16.72 元 (YoY+120%), 对应市值自 312.56 亿元至 703.29 亿元; 在 2014 年 5 月至 2015 年 6 月期间, 公司股价从 14.43 元升至 28.69 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 10.11 元上升至 19.68 元 (YoY+95%), 市值从 381.28 亿元升至 750 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。2023 年以来公司股价维持在 13-17 元之间, 股价最高涨至 16.99 元, 对应市值 668.65 亿元。当前股价为 14.65 元 (2023 年 2 月 27 日), 2024 年至今股价涨幅 0.21%。

图8 中海油服股价和市值

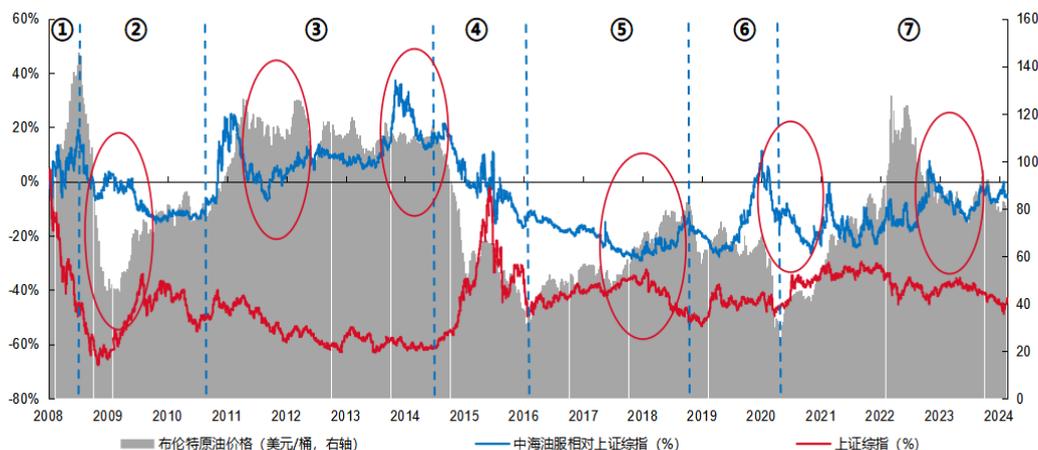


资料来源: Wind, 东海证券研究所, 截止至 2024 年 2 月 27 日

1.3.2. 公司股价表现受国际油价波动影响

中海油服相对收益受到国际油价的波动影响明显。2008-2010 年、2014-2016 年以及 2018-2020 年国际油价暴跌背景下，中海油服相对收益出现下行趋势甚至股价跑输市场；2008 年、2010-2014 年国际油价回到高位时，中海油服获得明显且持续相对收益。2023 年以来，油价进入新的较高运行中枢，公司相对收益处于低估区间。

图9 中海油服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 2024 年 2 月 27 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，但全球金融危机爆发，股市暴跌，期间中海油服有相对收益。
2	2008 年 8 月-2010 年 8 月：	油价剧降后一段时期内中海油服无相对收益。
3	2010 年 9 月-2014 年 6 月：	油价回到高位，行业景气度保持高涨，期间中海油服开始获得明显而持续的相对收益。
4	2014 年 7 月-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，但是中海油服相对收益逐步下降。
5	2016 年 2 月-2018 年 10 月：	油价暴跌后，逐渐回升至高位，行业景气度有修复趋势，但改善缓慢，中海油服相对收益缓慢向好。
6	2018 年 11 月-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 2019Q4 有过一段短暂相对收益但未能持续。
7	2020 年 5 月-至今：	油价逐渐恢复高位，后维持中高位震荡，中海油服相对收益存在改善趋势。

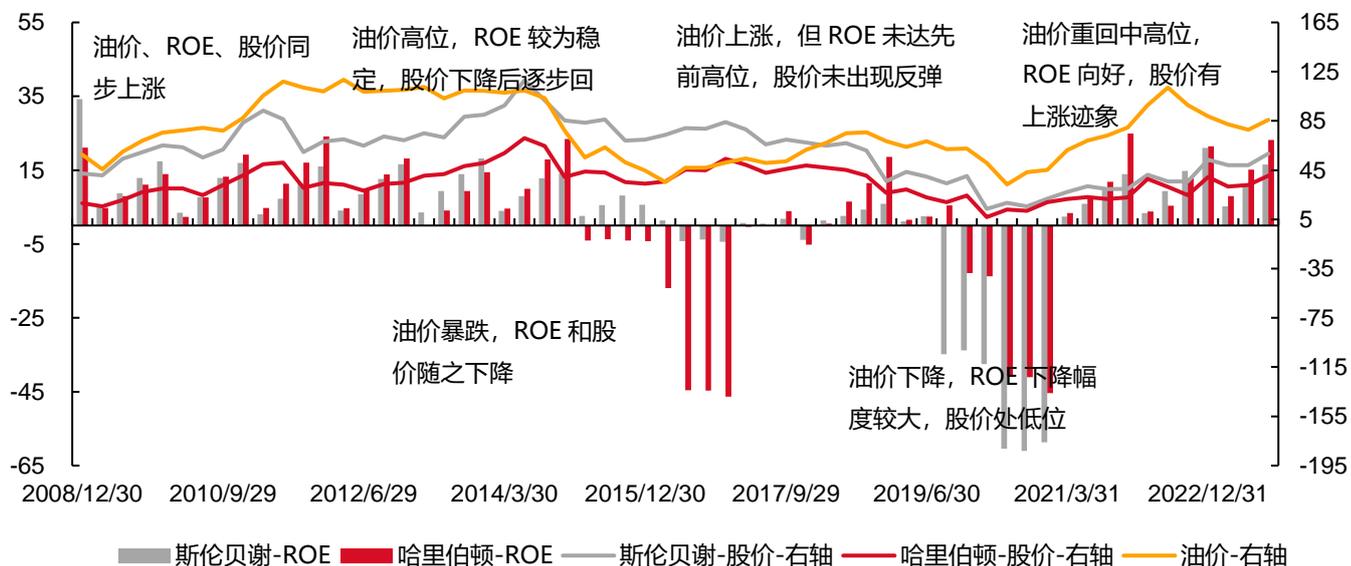
资料来源：东海证券研究所整理

1.3.3. 业绩影响或造就股价表现与油价波动相背离

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，油价可以作为判断趋势拐点的信号指标，同时持续的股价表现离不开公司业绩支撑：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。1）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；2）当油价回暖时，股价往往在业绩复苏拐点确认之后迎来反弹。

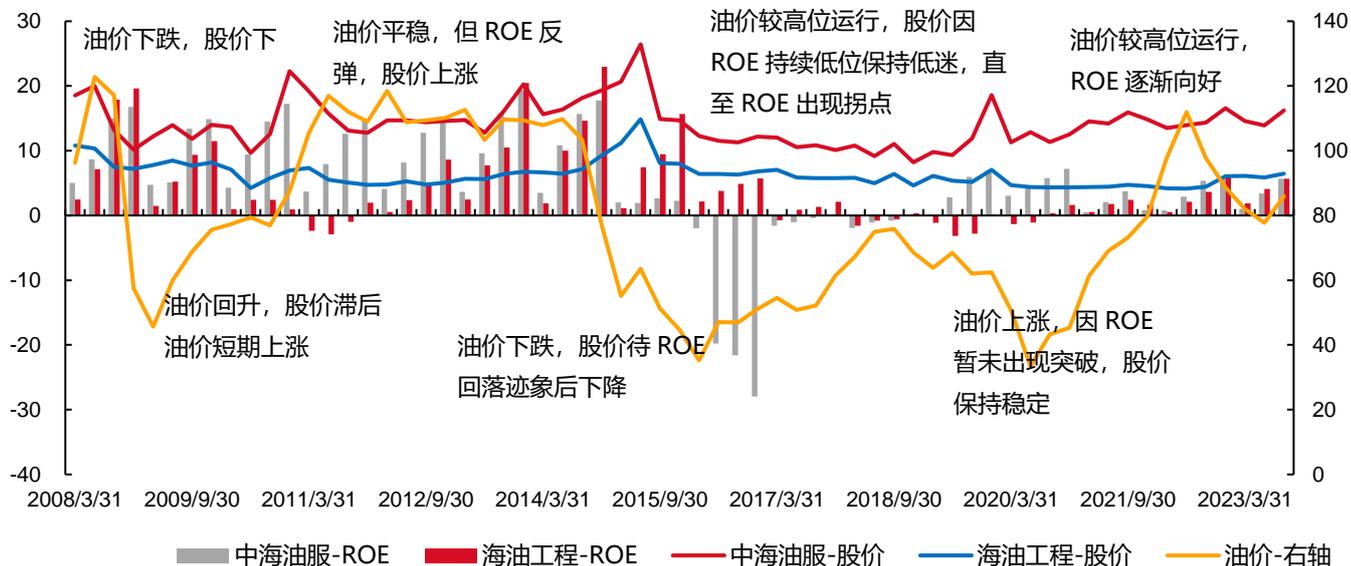
例如 2012-2015 年以及 2017-2020 年，油价高位运行，但中海油服股价直至 ROE 拐点出现开始回升。当前油价处较高位置，国外油服公司 ROE 恢复迅速，股价已出现上升趋势；而中海油服因 ROE 尚未回归此前水平，股价相对保持平缓，但自 2022 年下半年以来，公司 ROE 呈迅速增长态势，2023Q3 中海油服 ROE 同比上升 5.98%，待业绩进一步回归此前高点，股价可期有较大程度涨幅。

图10 国外油服公司 ROE 与股价变动关系复盘（%，美元，美元/桶）



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2023Q3

图11 国内油服公司 ROE 与股价变动关系复盘（%，元，美元/桶）



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2023Q3

2.原油价格中枢提升，海洋油气前景广阔

2.1.原油价格有望继续维持中高位震荡

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 年至今重回高位六个阶段。2023 年布伦特原油现货均价 82.18 美元/桶，2024 年 1 月日均价 79.15 美元/桶，油价保持中高位震荡。

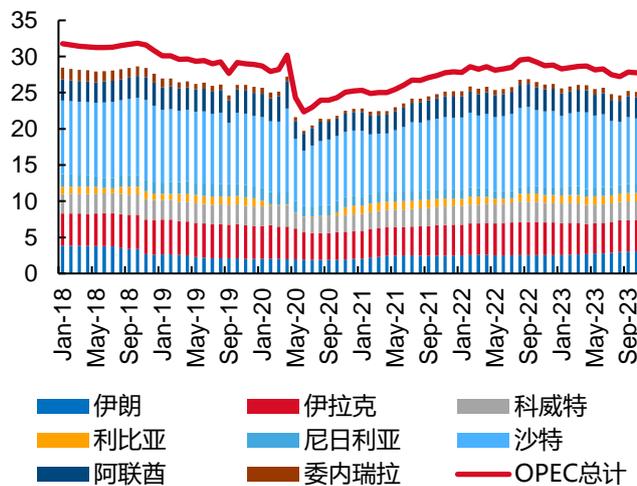
图12 Brent 油价走势经历六个阶段



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2024 年 2 月 26 日

OPEC+主要产油国联合减产下原油供应紧张。沙特（不含凝析油）和俄罗斯的石油产量合计占全球约 20%，2023 年沙特原油产量和俄罗斯石油产量分别为 955 万桶/天和 1076 万桶/天，较上年分别下降 88.58 万桶/天和 21.75 万桶/天。2023 年 OPEC 剩余产能达 367 万桶/天，EIA 预测 2024/2025 将达 448/402 万桶/天。2022 年 10 月以来，OPEC+总计宣布了减产 366 万桶/天，2023 年 7 月份沙特再次单方面减产 100 万桶/天；2023 年 11 月 30 日，OPEC+成员国各自宣布在 2024 年一季度自愿减产，总规模合计 219.3 万桶/日。尽管其成员国间增减产方向并未能完全达成一致，但客观上形成了利益的再分配和均衡，原油供应保持紧张态势。

图13 OPEC 产量（百万桶/天）



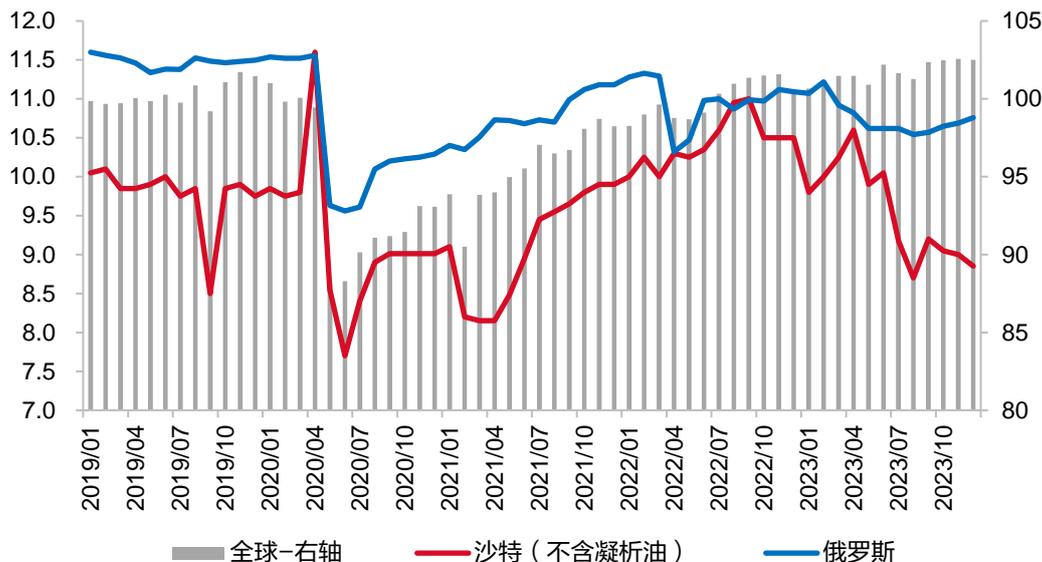
资料来源：EIA，东海证券研究所

图14 OPEC 剩余产能（百万桶/天）



资料来源：EIA，东海证券研究所

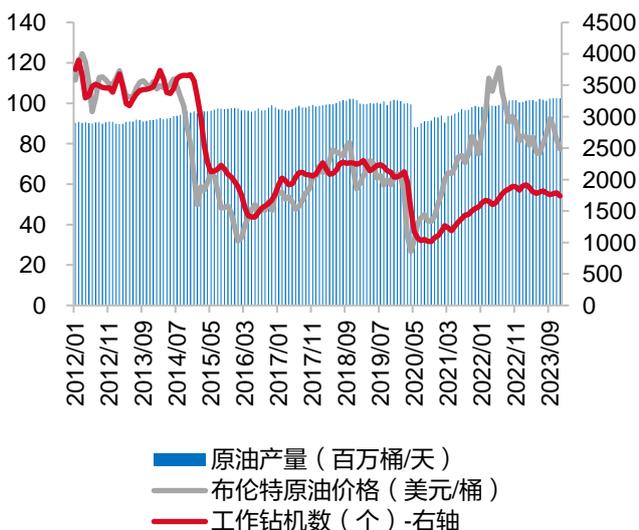
图15 俄罗斯及沙特石油产量（百万桶/天）



资料来源：EIA，东海证券研究所

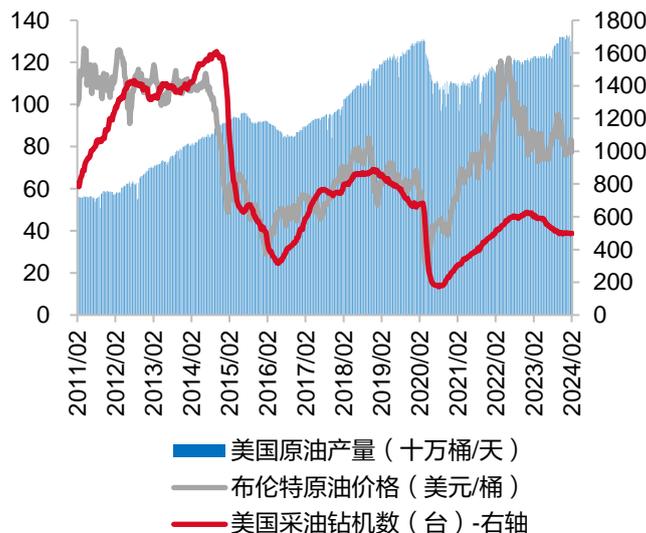
美国工作钻机数与原油增产显现疲软。 1) 从世界及美国钻机数及布伦特原油价格可以看出两者存在极强相关性，从数值来看本轮油价上行钻机数尤其是美国钻机数增长幅度偏低，主要是源于高成本下投资者施压叠加拜登政府政策限制导致美国资本开支仍然谨慎；2) 从美国工作钻机数和美国原油产量的关系：可见上游支出的高景气度体现到原油产量的增长期间约有一年不到的滞后时间，而2020年以来工作钻机数与产量的正相关性，主要源于新冠大流行导致的全球已有产能的迅速停工后又逐步复工，与钻机的相关度不高。由于钻机数始终未出现明显回升，叠加美国优质井开采逐渐减少，美国原油产量的修复相比2016年的修复速度明显减缓，自2023年8月以来才逐步表现强劲。截至2月9日当周，美国原油产量1330万桶/天，相较去年同期增加100万桶/天。

图16 全球原油产量与钻机数量



资料来源：EIA，东海证券研究所

图17 美国原油产量与钻机数量

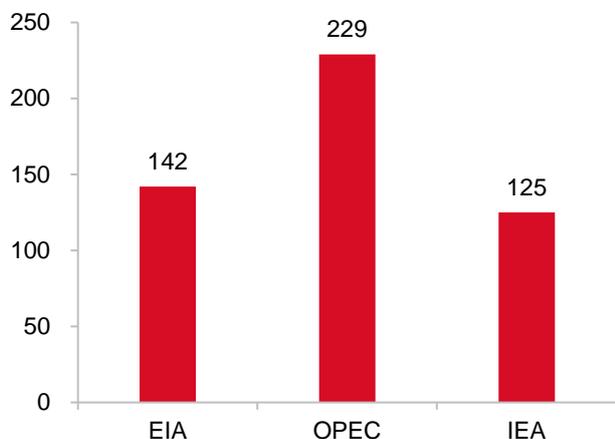


资料来源：EIA，Baker Hughes，东海证券研究所

石油需求增长趋缓，全球石油供需走势仍相对偏紧。 据EIA数据，在中国消费、航空燃油和石化原料需求复苏的带动下，2023年世界石油需求保持一定增长，达101百万桶/天，较上年增长达183万桶/天。EIA、OPEC和IEA分别预计2024年全球石油需求增长

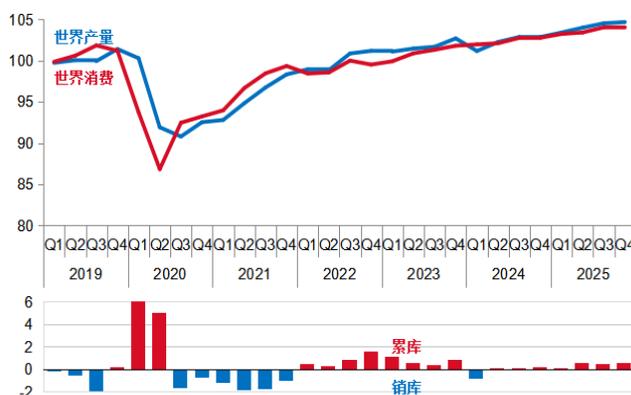
142/229/125 万桶/天，增速放缓，其中 IEA2024 年需求增量仅为 2023 年强劲增长的一半，主要是由于 GDP 增长低于趋势水平，同时能源效率的提高和车辆的电气化抑制了石油的使用。关于全球石油供需走势，根据 EIA 预计 2024-2025 年均保持相对供需偏紧态势，将对全球油市构成一定支撑。

图18 三机构预测 2024 年全球原油需求增量 (万桶/天)



资料来源：EIA，东海证券研究所

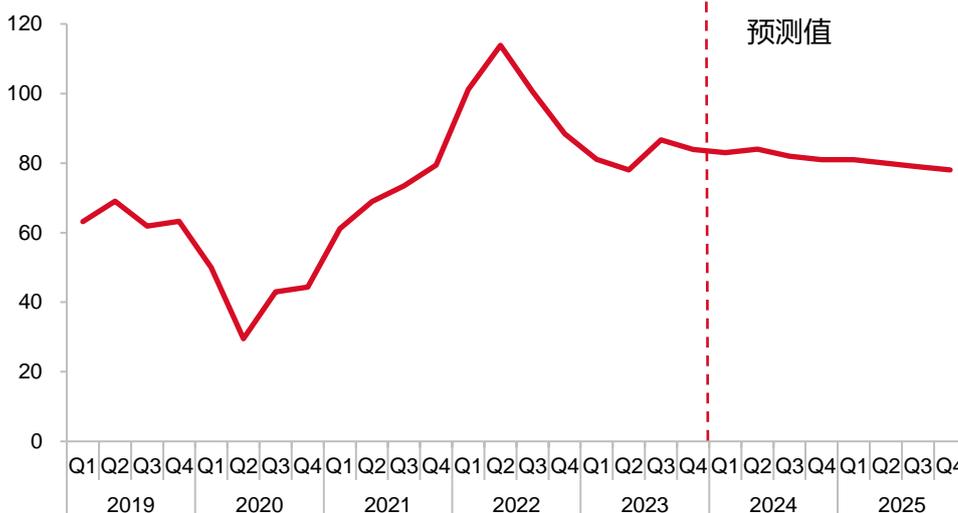
图19 原油供需预期 (百万桶/天)



资料来源：EIA，东海证券研究所

预计 2023 年原油价格维持中高位区间震荡。2023 年布伦特原油现货价格平均为 82.41 美元/桶，EIA 最新预计 2024 年布伦特原油现货价格平均为 82.50 美元/桶，2025 年为 79.50 美元/桶，其指出近期中东地缘政治的不确定性或将给未来短期内的原油价格带来上行波动。OIES 指出在 OPEC+进一步减产的支持下，布伦特原油价格预计将在 2024 年 Q1 反弹至 83.3 美元/桶，Q2 和 Q3 将保持在 80 美元/桶的水平，同时最新预测 2024 年布伦特原油均价至 82.1 美元/桶，并从整体来看全球油价预计上行空间有限，但相较历史油价走势而言未来原油均价中枢提升，将维持中高位区间震荡。

图20 EIA 油价预测 (美元/桶)



资料来源：EIA，东海证券研究所

2.2.海洋油气资源发展前景广阔

海洋油气储量高,为未来勘探开发重点。2022 年全球油气技术剩余可采储量有所下降,海域常规油气表现良好,剩余可采储量油气当量 1501.3 亿吨,占全球 34.57%,与 2021 年相比,油气当量增加了 16.5 亿吨,增幅达 1.11%。2022 年,全球新钻探井发现资源量的 75% 位于水深 200 米以深的海域,全球深水超深水领域共获 21 个大中型油气田发现,可采储量同比增幅达 86.42%。同时全球前十大油气发现中有 9 个位于海域,均属超深水油气资源,平均水深超过 1700 米。这 9 个深水发现,保守估算 2P 可采储量(证实储量+概算储量)合计超过 73 亿桶油当量,占十大发现 2P 可采储量的 80% 以上。

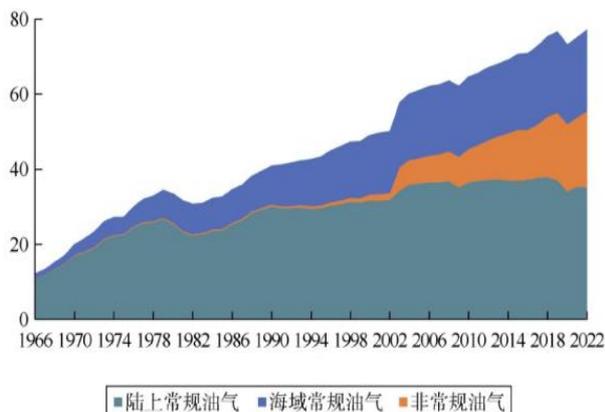
表2 2022 年不同类型油气技术剩余可采储量

		陆上常规油气	海域常规油气	非常规油气	合计
2022	原油(十亿吨)	99.72	57.65	80.74	238.11
	天然气(千亿立方米)	851.1	1095.2	376.5	2322.8
	油气当量(十亿吨)	171.59	150.13	112.53	434.25
2021	原油(十亿吨)	101.17	56.89	80.86	238.92
	天然气(千亿立方米)	852.3	1084.5	388.1	2324.9
	油气当量(十亿吨)	173.14	148.48	113.63	435.25
2022 相对 2021 变化量	原油(十亿吨)	-1.45	0.76	-0.12	-0.81
	天然气(千亿立方米)	-1.2	10.7	-11.6	-2.1
	油气当量(十亿吨)	-1.55	1.65	-1.1	-1
2022 相对 2021 变化率(%)	原油	-1.43	1.34	-0.15	-0.34
	天然气	-0.14	0.99	-2.99	-0.09
	油气当量	-0.90	1.11	-0.97	-0.23

资料来源: CNKI, 东海证券研究所

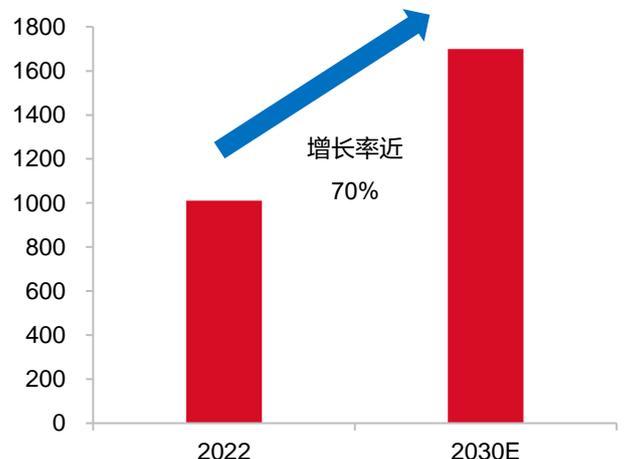
勘探力度加大,海洋油气产量再创新高。据 Rystad Energy 的数据,2022 年全球海上钻井 311 口,预计 2023 年将继续增长 11%,达 377 口,其中深水和超深水预计分别同比增长 20% 和 40% 以上。截至 2023 年 4 月底,全球浮式钻井平台市场利用率为 85%,同比增加 6pct;深水钻井平台利用率达 93%,同比增加 4pct。勘探力度加大下产量再创新高,2022 年全球深水油气产量达 1010 万桶油当量/天,占全球油气产量的 6.4%。未来随着深水油气产能的进一步释放,2030 年全球深水油气产量有望突破 1700 万桶油当量/天,较 2022 年大幅增长近 70%,全球油气供应中深水比例将达 10%。

图21 全球不同类型油气产量当量(亿吨)



资料来源: CNKI, 东海证券研究所

图22 全球深水油气产量(万桶油当量/天)



资料来源: 中国石油新闻中心, 东海证券研究所

国际石油巨头引领深水油气发展。以埃克森美孚、bp、壳牌、道达尔能源、雪佛龙、挪威国家石油公司和埃尼石油公司为代表的七大国际石油巨头是最早参与深水油气勘探的石油公司。截至 2022 年底，深水油气产量已占 7 家公司油气总产量的 20%以上。1990 年-2022 年在全球水深 400 米以深的风险探井中，合计 74%的勘探发现可采储量与七大国际油公司直接相关，35%的深水油气发现直接归属七大国际油公司。

表3 国际石油公司主导的十大深水油气项目

国际石油公司主导的深水大项目	发现井公司
Stabroeke block	埃克森美孚、中国海油、赫斯
Gorgon Project	埃克森美孚
Block 58(Suriname)	阿帕奇公司
Leviathan	诺贝尔能源
Abadi	国际石油开发帝石控股公司
Browse	伍德赛德、bp、雪佛龙、壳牌
Yakaar	bp、科斯莫斯
OML 118(Bonga Fields)	壳牌、埃克森美孚、埃尼、道达尔能源
OML 133(Erha and Bosi)	埃克森美孚、壳牌、bp
Ormen Lange	壳牌、艾奎诺、埃克森美孚、bp

资料来源：CNKI，东海证券研究所

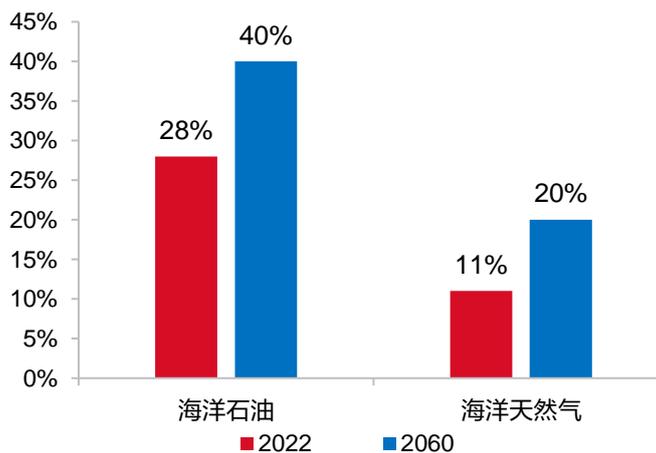
我国积极探索海洋油气领域。中国海洋油气开发近 10 年保持强劲增长势头，年均复合增长率约 4.4%，同期陆上油气增速仅为 2.4%。2022 年中国海洋原油、天然气产量分别达 5973 万吨、205 亿立方米，分别占国内原油、天然气总产量的 28%和 11%。2023 年我国原油产量达 2.08 亿吨，同比增产 300 万吨以上，海洋原油大幅上产成为关键增量，产量突破 6200 万吨，连续四年占全国石油增产量的 60%以上。中海油预计 2060 年我国海洋石油及天然气产量占比将分别达 40%和 20%以上。

图23 中国油公司深水油气业务分布



资料来源：CNKI，东海证券研究所

图24 2022 年及 2060 年我国海洋油气产量占比



资料来源：中海油《2060 展望》，东海证券研究所

相较其他油田而言，深水油气资源具有多重优势：

1) 单井产量：全球油气领域平均单井累计产量不到 100 万桶油当量，而深水平均单井累计产油达 1200 万桶油当量，单井累计产气达 4300 万桶油当量；

2) 品质性：伍德麦肯兹根据近期新发现深水油田已开发情况与其他相比，发现深水原油品质相对较好，主要以轻质和中质原油为主；

3) 经济性：全球典型深水开发项目的桶油盈亏平衡成本已从 2014 年的 75 美元/桶下降至目前的 40-50 美元/桶左右，标普全球指出当前全球 299 个商业化开发的深水项目，平均内部收益率为 24%，其中 83% 的项目内部收益率高于 15%，总体回报经济性强劲；

4) 环保性：当前全球商业化开发的油气田范围 1 和 2 的平均碳排放强度为 23 千克二氧化碳当量/桶油当量；2022-2023 年，全球排名前 15 位的深水油气生产国的深水油气开发平均碳排放强度仅为 15 千克二氧化碳当量/桶油当量。

3. 背靠大树——增储上产推动业绩稳定

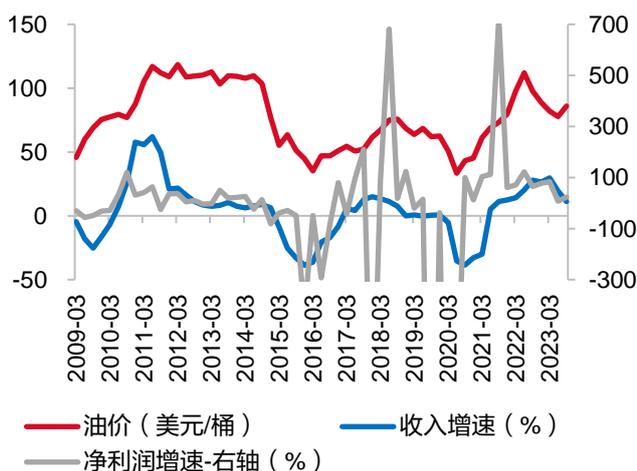
3.1. 中海油服业绩主要传导机制

3.1.1. 全球：油价→油公司上游资本开支→油服公司业绩

油价至业绩传导具有时滞性。当油价上涨时，每桶油利润提升，油公司上游勘探开发活动意愿增强，上游资本开支提升，油服公司工作量增加，从而提升经营业绩；当油价下降时，油公司上游资本开支投入放缓也会造成油服行业景气度下滑。由于油价先作用于油公司资本开支，再作用于油服公司业绩，因此对油服公司而言油价至业绩传导具有一定时滞性。

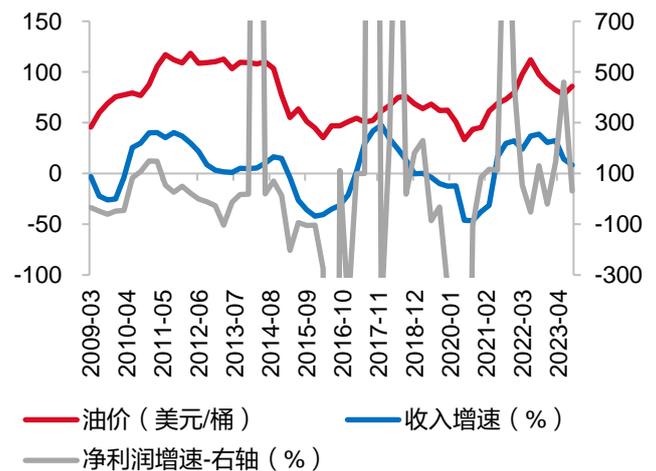
海外综合类油服公司：油价下行阶段收入同比增速转负时滞约为 0.5-1.5 年左右；油价上行阶段较慢，时滞约为 1-1.5 年，2009Q1、2016Q1 以及 2020Q2 油价见底时，海外综合类油服公司收入同比增速转正时点均分别接近于 2010Q2、2017Q1、2021Q2；净利润方面，油价下行阶段净利润约滞后 0.5-1 年受到明显影响，而油价上涨后净利润恢复约需要 0.5-1.5 年左右。

图25 斯伦贝谢业绩表现与油价关系



资料来源：公司公告，东海证券研究所

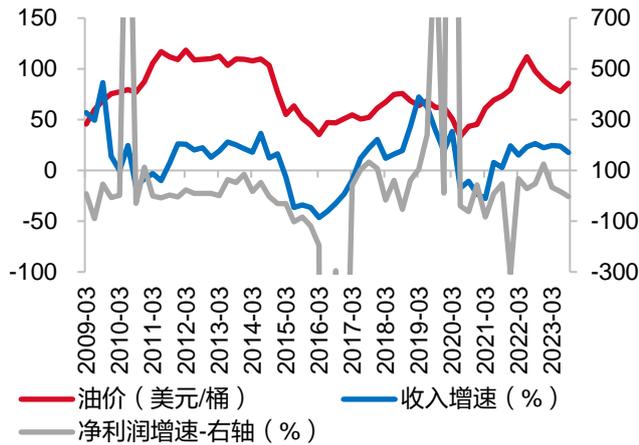
图26 哈里伯顿业绩表现与油价关系



资料来源：公司公告，东海证券研究所

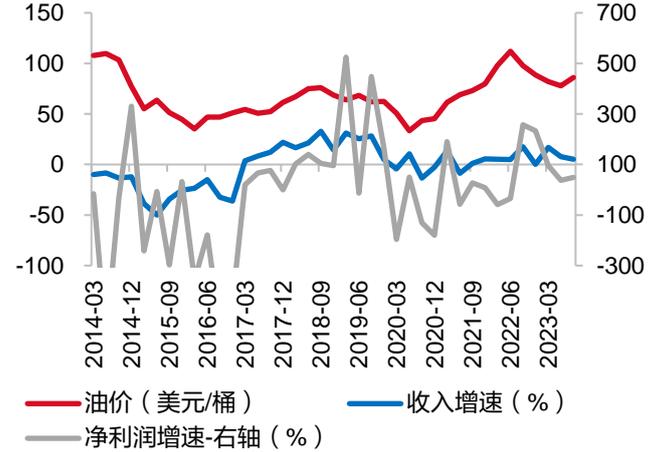
国内综合类油服公司：油价下行阶段国内综合类油服公司收入约滞后 1-2 年同比增速转负，油价上涨阶段收入同比增速转正滞后 1-2.5 年，历史三次油价见底时，中海油服收入直至 2011Q3、2017Q2、2021Q2 开始上升；净利润方面，油价下行 0.5-2 年之后国内综合类油服公司同比增速转负，油价上涨 0.5-1 年左右净利润同比增速转正且逐步恢复。

图27 中海油服业绩表现与油价关系



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图28 石化油服业绩表现与油价关系



资料来源：公司公告，东海证券研究所

表4 国内外综合油服公司业绩滞后油价波动时间

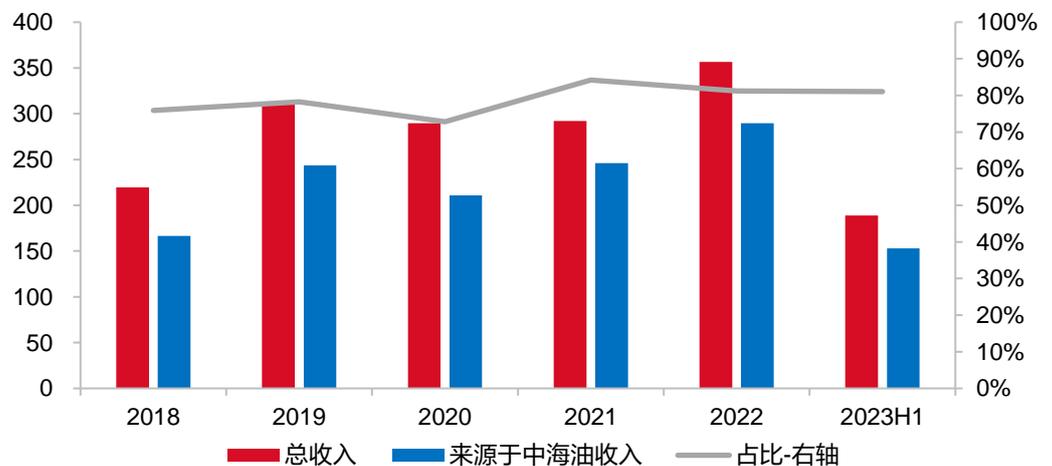
公司类型	油服公司	营业收入		净利润	
		油价上行	油价下跌	油价上行	油价下跌
海外综合油服公司	斯伦贝谢	1-1.5年	0.5-1.5年	0.5-1.5年	0.5-1年
	哈里伯顿	1-1.5年	0.5-1年	0.5-1.5年	0.5-1年
国内综合油服公司	中海油服	1-2.5年	1-2年	0.5-1年	0.5-2年
	石化油服	1年	1.5年	1年	1.5年

资料来源：彭博、Wind，东海证券研究所

3.1.2.中海油服业绩主要由控股股东资本开支驱动

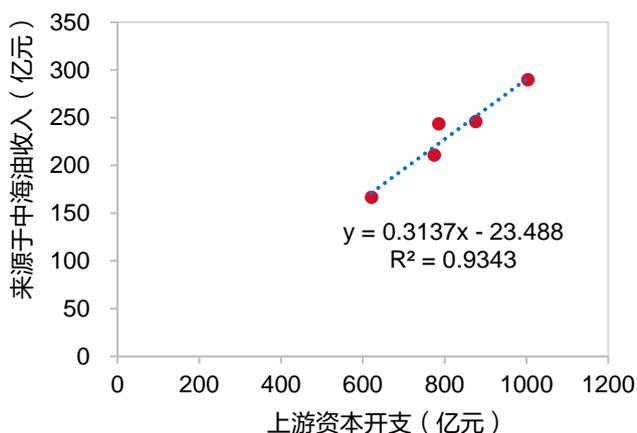
中海油勘探和开发资本支出直接作用于中海油服业绩表现。中海油为公司直接控股股东，同时也为公司第一大客户，占公司总收入比重维持在80%左右，2023年H1公司来源于中海油的收入达152.95亿元，占总收入比例达81.04%。根据测算，公司来源于中海油的收入与中海油上游资本支出波动高度相关，每增长10亿元资本支出，中海油贡献收入将增长约3亿元。中海油为公司主要收入来源，同时该份收入与中海油上游资本支出波动高度相关，因此中海油上游资本开支将直接作用于公司业绩表现。

图29 中海油占中海油服收入比重达80%以上（亿元）



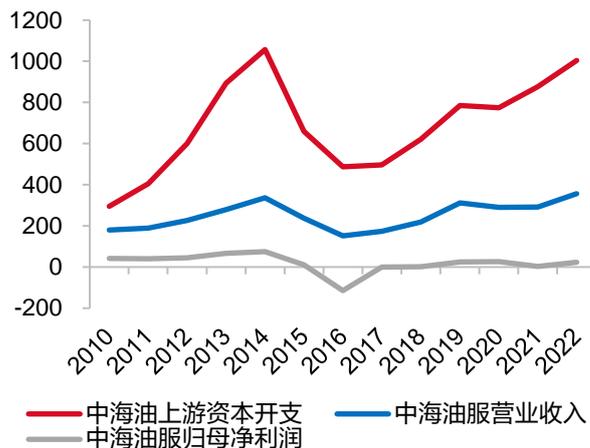
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图30 中海油贡献收入与其上游资本支出高度相关



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图31 中海油上游资本支出将直接作用于中海油服业绩表现 (亿元)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

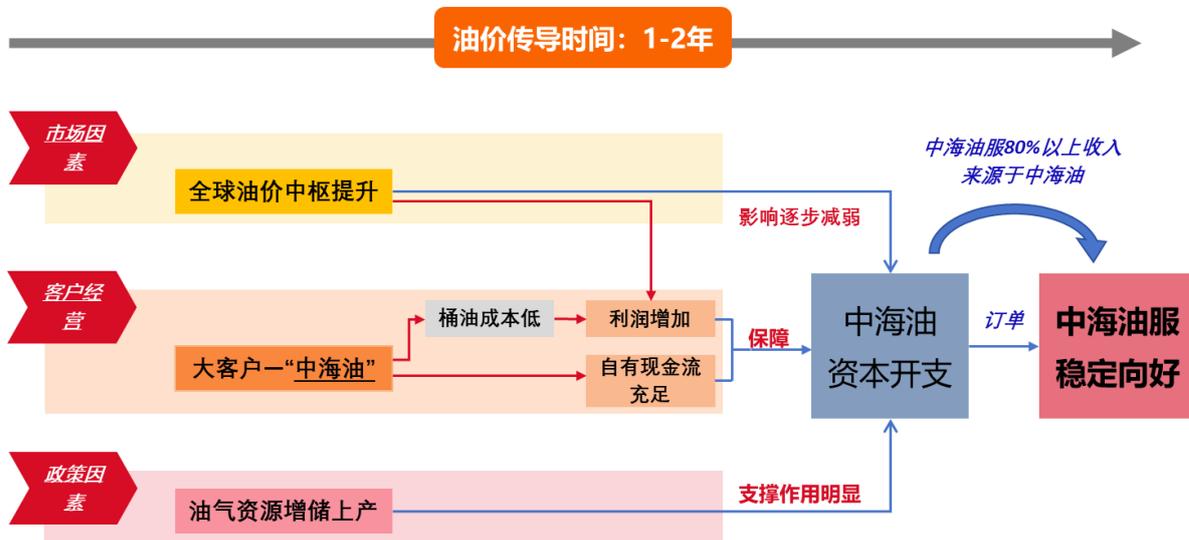
3.1.3.中海油服：油价+政策+中海油经营表现→中海油资本开支→中海油服业绩

1) 市场化背景下油公司增大资本开支主要基于**油价**提升背景下，油公司勘探开发投入增多从而为油服行业带来高景气业绩；

2) 根据国内综合性油服公司与国际相比较,可以发现在 2018 年油价再次出现下跌时,斯伦贝谢和哈里伯顿收入和净利润均出现较大幅度下滑,而中海油服和石化油服业绩相较国际油服公司受油价波动影响偏弱。主要是源于国内三桶油均为国企,国家方针政策对于国内油公司勘探开发投入有决定性作用。自 2018 年油气勘探开发行业首次提出“七年行动计划”以来,国家增储上产政策决心不改, **政策**对于国内油公司资本开支以及油服公司业绩形成有力支撑；

3) 此外中海油作为公司控股股东和第一大客户,中海油服业绩很大程度上取决于中海油的资本开支。而除国家政策有效推动中海油加大上游勘探开发外, **中海油自身经营情况**也决定其是否具备维持高资本开支的能力,良好的经营情况进一步保障中海油服业绩的稳定性与确定性。

图32 中海油服业绩传导

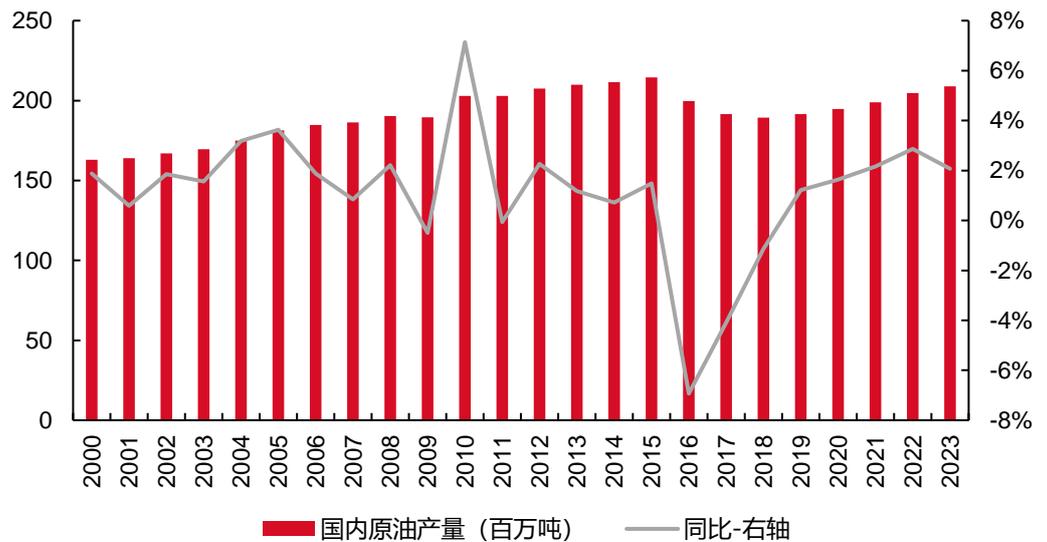


资料来源：东海证券研究所

3.2.政策：能源安全问题提升增储上产重视度

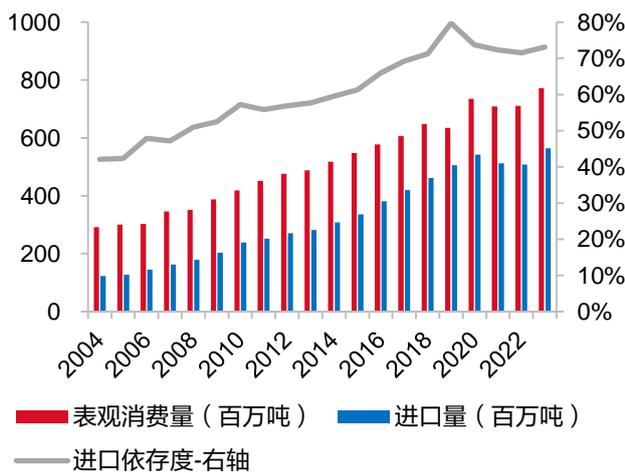
我国能源进口依存度高。我国原油产量自 2015 年达到峰值 2.15 亿吨后因油价波动而下降，2023 年原油产量逐步提升至 2.09 亿吨，国内原油 2 亿吨长期稳产的基本盘进一步夯实。我国油气表观消费量处上升趋势，2012-2022 年我国原油表观消费量 CAGR 为 4.1%，天然气为 9.6%，在资源禀赋限制下，我国原油和天然气增产速度低于需求增速致使能源对外依存度保持较高水平，2023 年我国原油进口依存度为 73.08，天然气依存度达 42.46 原油和天然气为国家重要战略资源，当前形势下过于依赖国外将会威胁到我国的能源安全。

图33 我国原油产量仍未回归历史峰值



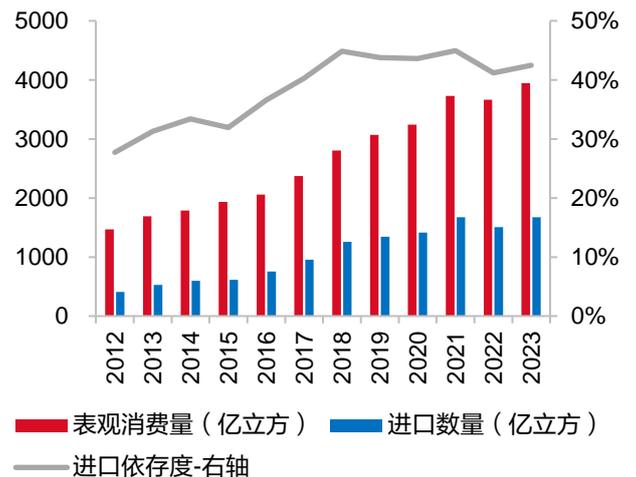
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图34 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35 我国天然气依存度处 40%以上



资料来源：Wind，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。近年我国持续推出文件加大油气勘探开发和增储上产力度，十四五期间继续强化能源安全，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，并多次在文件及相关会议中提及“要切实把握能源饭碗牢牢地端在自己手里”方针。2024 年全国自然资源工作会议要求，加大勘探开发和增储上产力度，提高

战略性矿产资源保障能力，加强绿色勘查开发，优化海外矿产资源勘查开发合作。相关政策法规的不断推行体现增储上产战略在我国具有明显持续性和必然性。

表5 近年来国家保障能源安全相关政策及相关会议

时间	政策法规及相关会议	内容
2021.1	《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
2021.10	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，多元开展国际油气合作，不断提升保供能力
2021.11	《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
2022.1	《“十四五”现代能源体系规划》	增强能源供应链稳定性和安全性，加大国内油气勘探开发，坚持常非并举、海陆并重，积极扩大非常规资源勘探开发，加快页岩油、页岩气、煤层气开发力度
2022.3	《2022年能源工作指导意见》	强调以保障能源安全稳定供应为首要任务，着力增强国内能源生产保障能力，切实把能源饭碗牢牢地端在自己手里
2022.10	二十大报告	深入推进能源革命，加强煤炭清洁高效利用，加大油气资源勘探开发和增储上产力度
2022.12	中央经济工作会议	加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，加快规划建设新型能源体系
2023.3	国企改革三年行动的经验总结与未来展望	增强重要能源资源托底作用，推进重要能源、矿产资源国内勘探和增储上产
2023.4	2023年能源工作指导意见	把能源饭碗牢牢地端在自己手里为目标，着力增强能源供应链的弹性和韧性，提高安全保障水平
2024.1	全国自然资源工作会议	加大勘探开发和增储上产力度，提高战略性矿产资源保障能力

资料来源：国务院、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

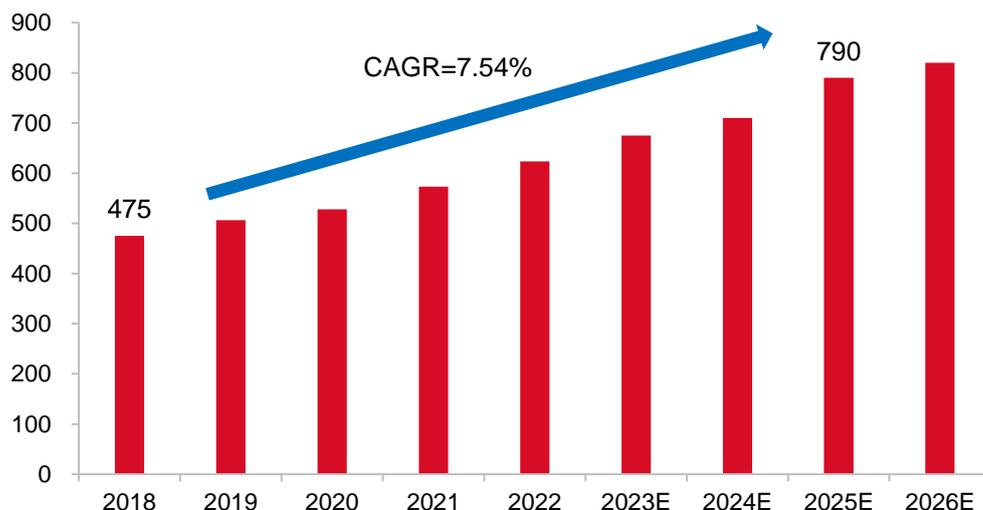
中海油坚定落实“七年行动计划”，油气产量保持强劲增长。2018年油气勘探开发行业第一次提出“七年行动计划”，三桶油均披露增储上产对应规划方案，其中中海油计划七年原油和天然气产量CAGR为3.30%、15.22%。此后中海油大力提升油气勘探开发力度，全力推进高效勘探和油气增储上产，2018-2022全年油气净产量CAGR为7.1%。根据2024年战略指引，2025年公司油气净产量目标中值为790百万桶，优于此前七年行动计划目标值730百万桶，未来中海油增储上产决心不变，为上游油服行业带来持续高景气。

表6 中海油“七年行动计划”对应规划目标

	2018	2025E	CAGR
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：公司公告，东海证券研究所

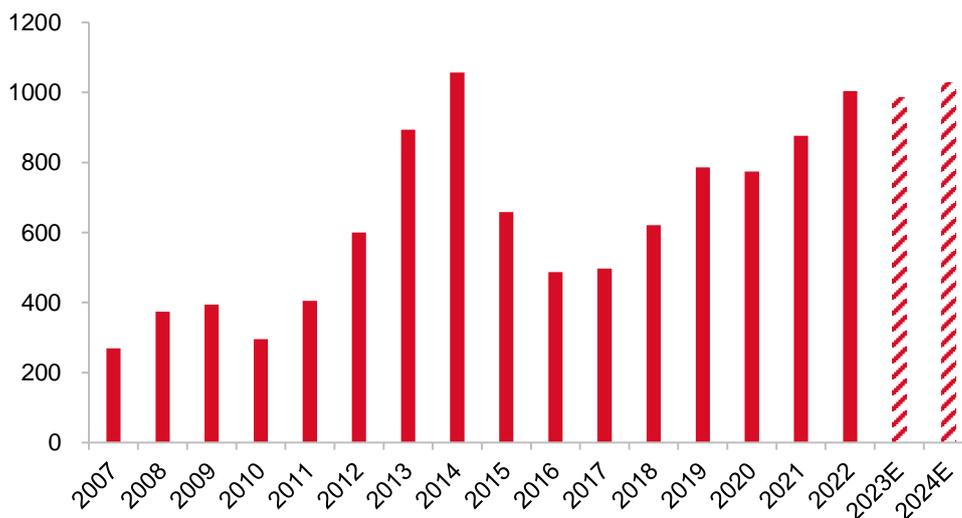
图36 中海油油气产量保持强劲增长（百万桶油当量）



资料来源：公司公告，东海证券研究所，注：预测值均为区间中值

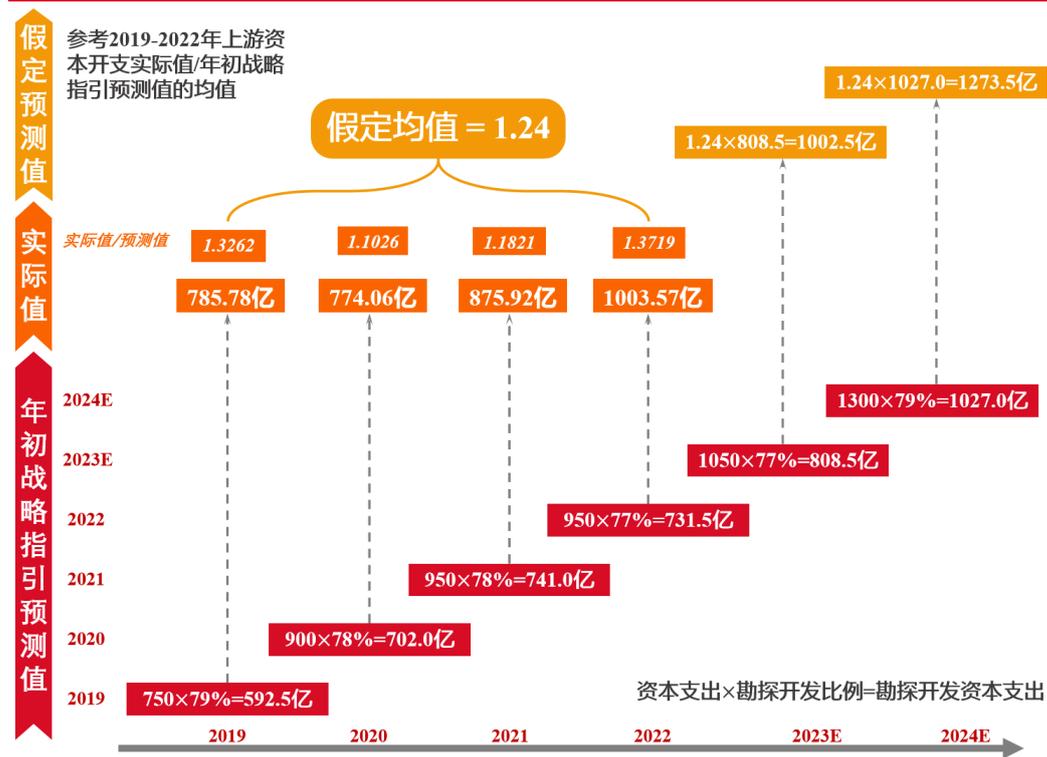
中海油勘探开发资本开支有望保持 1000 亿元以上。自 2021 年以来在高油价催动下，国内油公司均积极响应加大勘探开发力度，2022 年中海油勘探开发资本开支同比上升 14.6%。2023 年初资本开支预测中值为 1050 亿元，其中勘探开发占比 77%，约为 808.5 亿元；2024 年资本开支预测中值为 1300 亿元，勘探开发占比 79%，较此前高基数进一步提升。而 2019-2022 年中海油勘探开发资本开支实际值均大于年初战略指引预测值，实际值与年初预测值的比例均值为 1.25，按该均值测算 2023 年/2024 年中海油上游资本开支实际值约为 1007/1279 亿元。1 月 25 日，中国海油发布 2024 年经营策略和发展计划称，2023 年资本支出预计达人民币 1280 亿元，预计在 2024 年资本支出预计将达 1250 亿-1350 亿元人民币，考虑到上游资本开支占比为 77%，基本符合我们的预期。中海油资本开支持续保持高位，预计后续中海油勘探开发仍维持向好状态，中海油服业绩大有保障。

图37 中海油勘探开发资本开支有望保持 1000 亿元以上（亿元）



资料来源：公司公告，东海证券研究所，注：2023 年及 2024 年为测算值

图38 中海油勘探开发资本开支预测

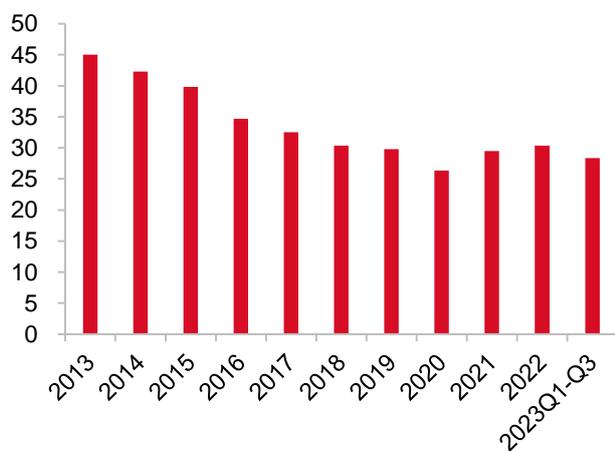


资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.3.中海油：公司经营表现保障勘探开发景气度

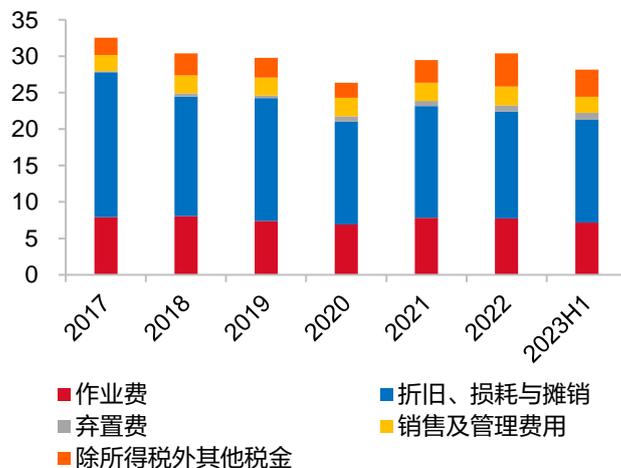
成本：中海油桶油成本优势不断巩固，资本开支受油价影响波动小。中海油始终坚持降本增效，桶油成本自2013年起不断下降，2020年下降至26.34美元/桶油当量，较2013年降幅达41.49%，其中作业费下降43.67%。2021年及2022年桶油成本略有回升主要是新油田投产、大宗商品价格上升以及人民币对美元贬值所致。2023年前三季度中海油桶油成本达28.37美元/桶油当量，同比下降6.3%，油价保持中高位水平下桶油成本继续回归低位，公司成本优势进一步巩固，低成本优势使得中海油上游资本开支水平受油价波动影响小。

图39 中海油桶油成本不断下降（美元/桶油当量）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图40 近年中海油桶油成本构成（美元/桶油当量）

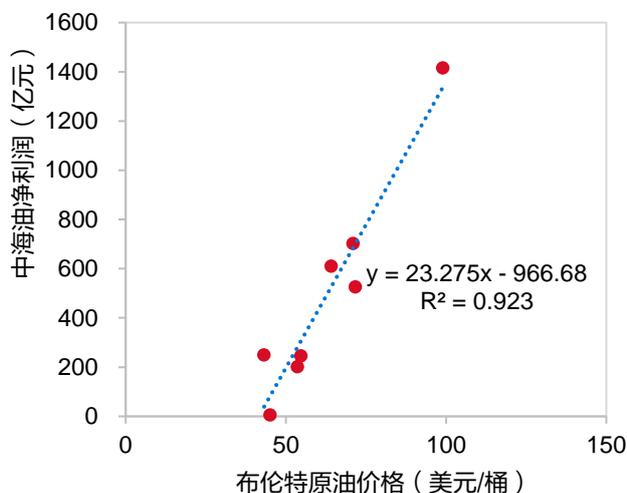


资料来源：公司公告，东海证券研究所

利润：油价中高位水平下，利润增厚助力上游开发力度。中海油作为油公司，其桶油实现价格与布伦特原油价格波动基本呈现高度一致，2023年前三季度中海油桶油实现价格为

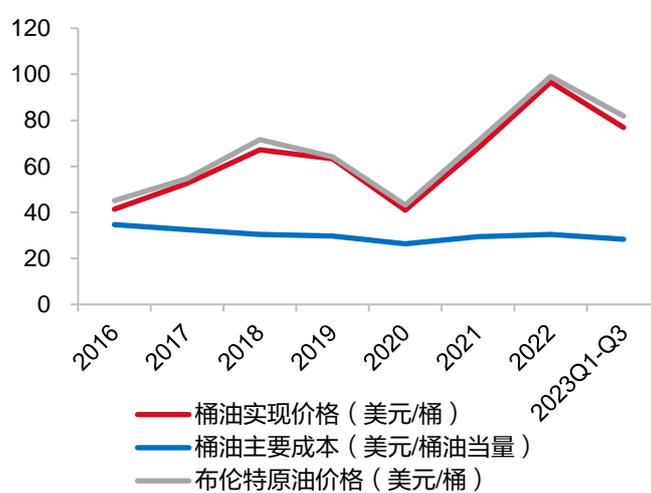
76.84 美元/桶，每桶油利润约为 48.47 美元/桶，居于历史高位。我们认为未来油价将维持中高位区间震荡，根据中海油净利润与布伦特原油价格强关联性，预计当油价上涨 10 美元/桶，将会增厚中海油约 233 亿元的利润，叠加中海油桶油成本维持低位，其每桶油利润得以保障，优异的业绩表现将有效助力其上游开发力度。

图41 中海油净利润与原油价格强关联



资料来源：公司公告，东海证券研究所

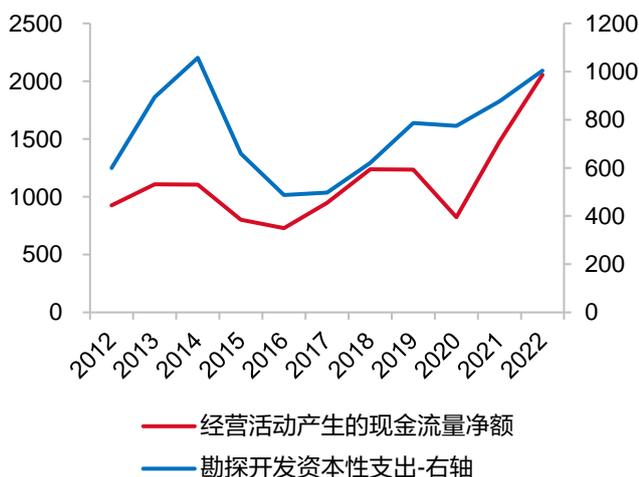
图42 中海油每桶油利润居于高位



资料来源：公司公告，东海证券研究所

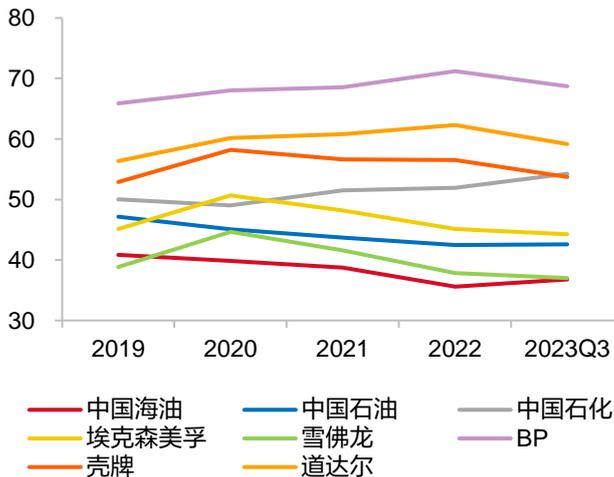
现金流：中海油充足现金流支撑上游资本开支。近年中海油经营活动产生的现金流量净额基本维持在 1000 亿元以上，2023 年前三季度为 1590.45 亿元，同比减少 4.70%，小幅下降但仍处较高水平。公司保持良好现金流的同时资产负债率相较中石油、中石化及国际五大石油公司表现最佳，当前已下降至 36%左右。低负债率下充足的现金对上游资本开支有较强支撑作用。

图43 中海油充足现金流支撑上游资本开支（亿元）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图44 中海油资产负债率存较强优势（%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

4.行则将至——多措并举助力业绩优化

中海油服近年业绩主要受三因素影响。将公司 2020-2022 年业绩进行分析，我们发现主要是大额资产减值计提、钻井业务毛利大幅下滑以及海外业务表现欠佳三个原因对业绩造成影响，尤其是 2021 年致使公司归母净利润出现-88.41%的下滑。公司对此积极采取措施，

由重资产向轻资产重技术转移；钻井业务受景气回暖及公司战略影响存业绩弹性；海外市场稳步推进，业绩表现有望突破。在国内增储上产政策带来稳定业绩基础上，公司多措并举助力业绩进一步优化。

图45 中海油服近三年归母净利润变动原因分析（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023H1
营业总收入	311.4	289.6	292.0	356.6	188.7
毛利	58.5	66.8	47.9	43.8	28.8
主要业务					
油田技术服务	39.8	38.3	44.2	46.2	--
钻井服务	12.7	29.8	0.3	-2.6	--
船舶服务	3.1	2.2	2.9	0.0	--
物探和工程勘察服务	2.8	-3.6	0.5	0.1	--
分地区					
中国大陆	59.1	45.2	51.4	45.6	--
国外	-0.7	21.5	-3.5	-1.8	--
加：资产减值损失	-2.5	-14.7	-20.2	-0.2	0.0
归母净利润	25.0	27.0	3.1	23.5	13.4

图注：红色为利润正向影响因素，蓝色为反向影响因素。
 高毛利支撑净利润；国外业务毛利小幅提升；计提减值恢复；
 钻井毛利提升支撑；计提大额资产减值；钻井业务国外业务毛利大幅下滑；钻井业务船舶物探业务毛利下滑。

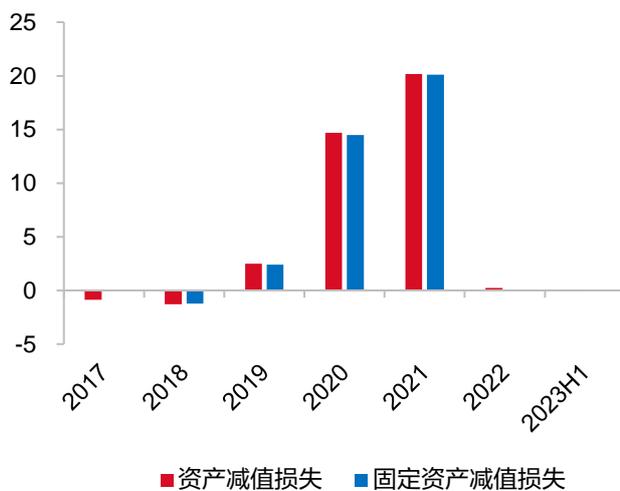
资料来源：Wind，东海证券研究所，注：红色为利润正向影响因素，蓝色为反向影响因素

4.1. 坚持由重资产向轻资产重技术转移

4.1.1. 轻资产转型，降本增利

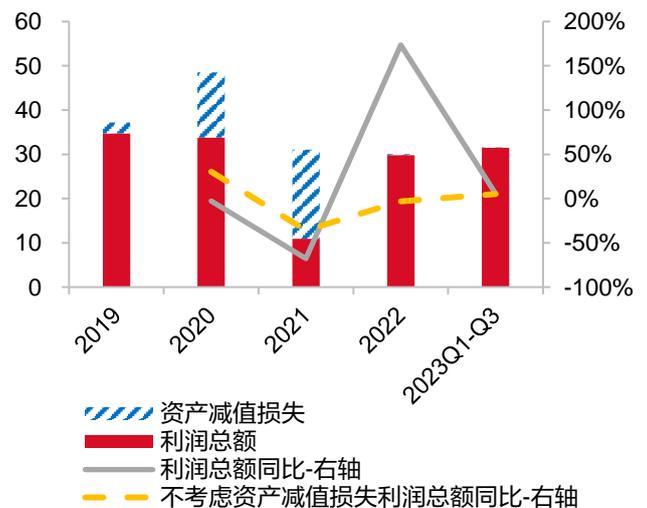
此前中海油服重资产属性明显，业绩易受资产减值损失扰动。中海油服作为综合类油服公司前期需依托产能扩张取得快速发展，在行业内公司中具备明显的“重资产”属性。“重资产”属性下，当行业景气下降时易造成设备资产严重过剩，设备大额减值损失会对公司业绩表现造成影响。例如 2020 年和 2021 年因大型装备使用率和作业价格尚未恢复，分别确认大额固定资产减值损失 14.48 亿元和 20.11 亿元。若不考虑资产减值损失，公司近五年利润总额波动放缓，因此“重资产”属性为影响公司业绩表现重要原因。

图46 固定资产为中海油服主要减值损失来源（亿元）



资料来源：公司公告，东海证券研究所，注正数为损失

图47 剔除资产减值损失因素后利润波动放缓（亿元）

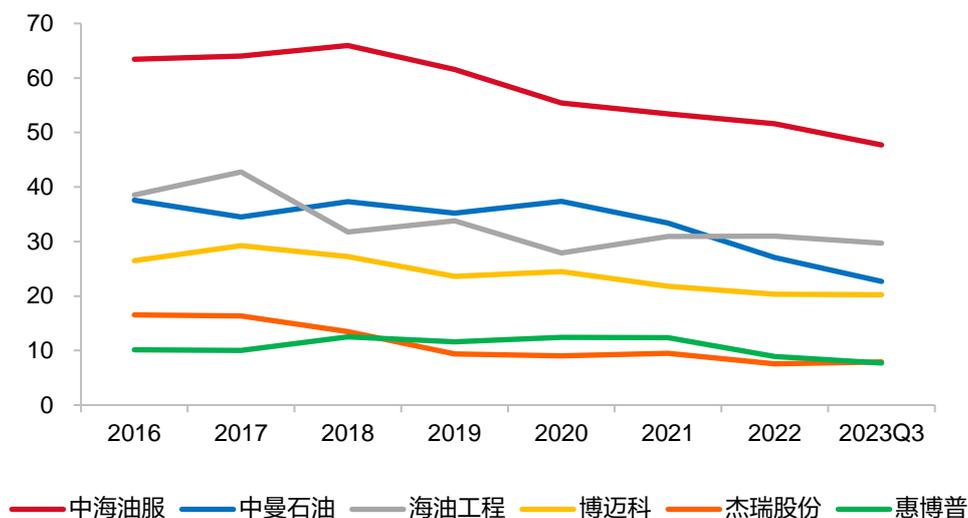


资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司坚持执行“轻资产”战略。近年来，中海油服坚持执行“轻资产”发展思路，逐步以租代建，此前中海油服在我国主要油服企业中固定资产占比最高，2018 年固定资产占比

高达 65.96%，后逐年下降，2023 年 Q3 已下降至 47.72%，降幅达 27.65pct，“轻资产”战略有望保障公司资产减值损失波动性减弱。

图48 中海油服固定资产占比不断下降（%）

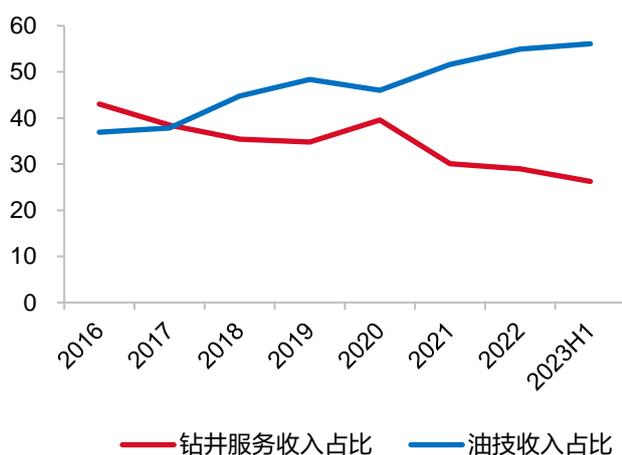


资料来源：公司公告，东海证券研究所

4.1.2. 周期属性减弱，业绩保障增强

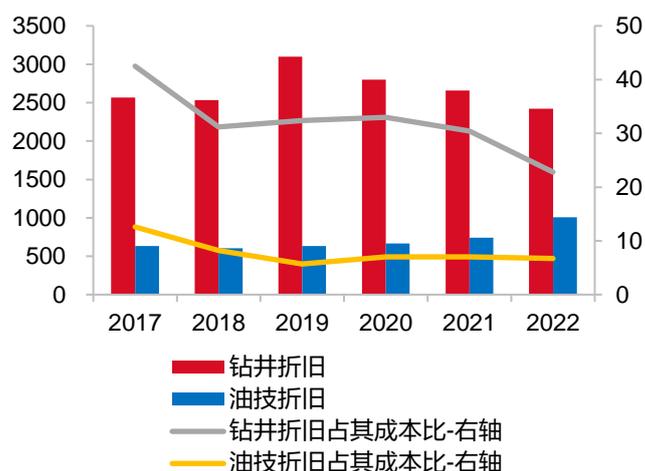
油技服务板块占比提升，利于成本管控。公司“轻资产”战略还体现在从周期属性强的钻井业务逐步转化到油技业务，截至 2023 年 H1 公司油技业务占总收入比重已达 56.1%。油技业务轻资产属性强，固定成本占比低，2022 年油技业务折旧占其成本比重为 6.7%，而钻井业务为 22.8%，油技业务占比提升有效避免因行业景气及工作量下滑，收入受损但固定成本存在导致业绩下滑情形。

图49 油技板块收入比重逐步增长（%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

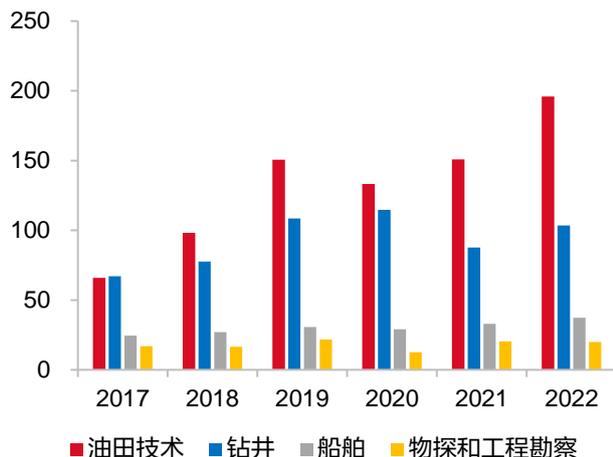
图50 油技业务固定成本占比低（亿元，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

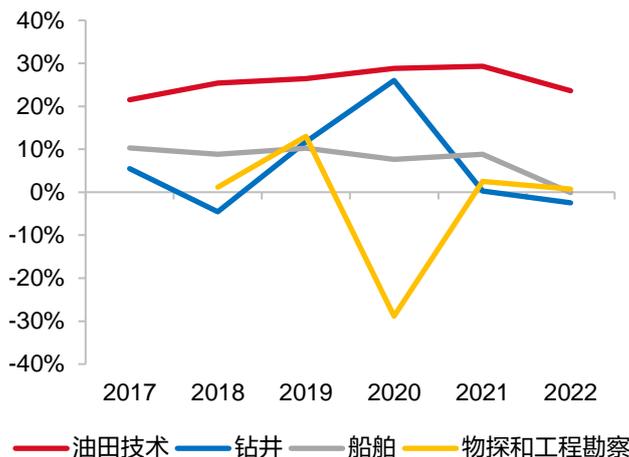
油技服务有力支撑公司毛利率。油田技术服务除周期属性弱以外，也是公司重要业绩来源。2017-2022 年油技服务收入 CAGR 达 24.35%，2023 年 H1 油技服务贡献收入达 105.88 亿元，同比继续提升 40.99%。油技板块随公司技术发展毛利率不断创新高，近年来基本保持稳定在 20%以上，2022 年毛利率为 23.6%，同时油技板块受油价波动影响较弱，为公司业绩的重要支撑。

图51 中海油服分业务营业收入（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图52 中海油服分业务毛利率（%）

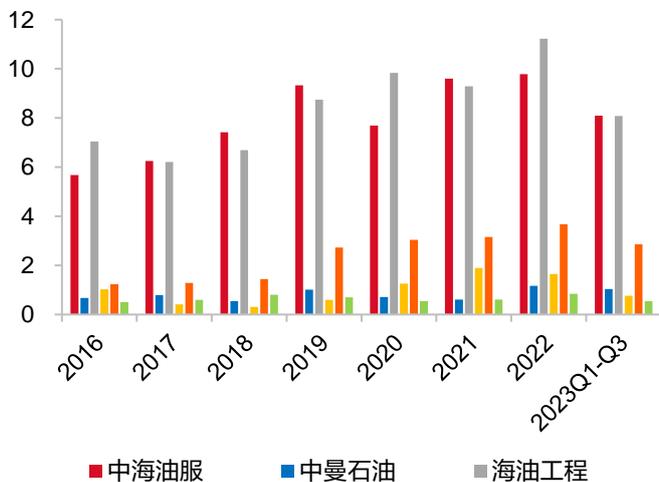


资料来源：Wind，东海证券研究所

4.1.3.突破技术封锁，市场地位显著

研发费用持续投入，技术成果转化持续推进，市场地位实现飞跃。除“轻资产”战略外，中海油服积极践行“重技术”策略，持续投入研发费用，中海油服2023年前三季度研发费用合计为8.09亿元，同比继续上升21.70%，处行业内领先地位。此外公司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，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。

图53 国内油服公司研发支出（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

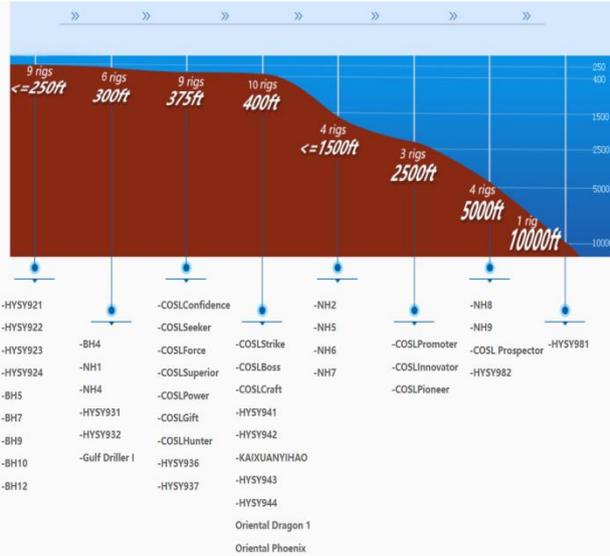
图54 中海油服各业务板块全球市占率



资料来源：公司官网，东海证券研究所

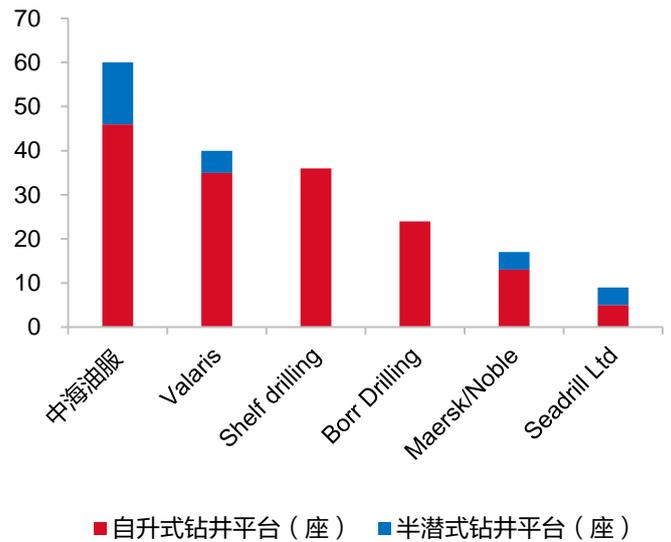
钻井服务：全球垂直龙头地位显著。截至2023年H1，公司共运营、管理60座钻井平台，自升式钻井平台和半潜式钻井平台规模位居全球第一，钻井平台梯队完整，可为客户提供作业水深15-10000英尺、钻井深度15000-30000英尺的钻探服务，覆盖范围广阔，多项平台创造钻井周期、水深新记录，不断突破技术壁垒，创多个“首次”记录，其中2023年“南海十号”平台圆满完成某高压气井钻完井作业，刷新半潜式钻井平台东海钻井井深纪录。

图55 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56 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：各公司官网，东海证券研究所

表7 中海油服自 2022 年以来钻井业务取得成果

钻井平台	取得成就
“招商海龙 8”	圆满完成我国首口浅水水下采油树系统开发项目钻完井作业
“海洋石油 944”	实现南海西部大位移井井深最深、轨迹躺平段最长的超大位移井完井作业
“挑战者”	刷新渤海油田浅层大位移井最大水垂比纪录
“南海四号”	在南海西部完成页岩油探井压裂测试并获商业油流，标志我国海上页岩油勘探取得重大突破
“海洋石油 982”	承钻我国海上首个深水高温高压气田项目
“南海十号”	圆满完成某高压气井钻完井作业，刷新半潜式钻井平台东海钻井井深纪录
“海洋石油 943”	完成中国海油首个无人平台“新优快”项目作业
“COSLPower”	连续三个季度荣获东南亚某国家石油公司颁发的“全球最佳表现平台”奖
“国硕”	开启东南亚市场深入合作，获得作业合同并正式启动
	于中东市场获得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

资料来源：公司公告，东海证券研究所

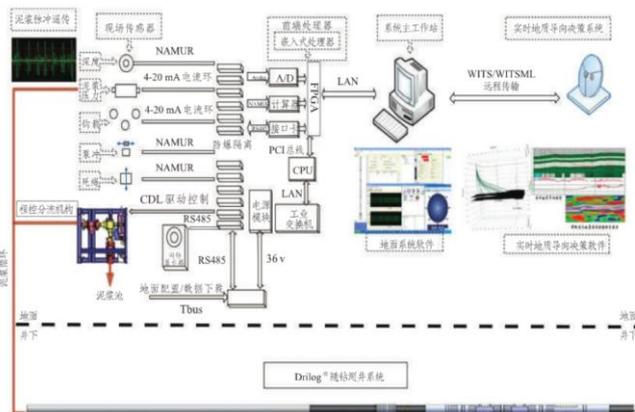
油技服务：自主研发打破国外垄断。中海油服稳步推进关键核心技术研发，自主技术创新成果转化持续推进，在测井、钻完井液、定向井、固井、完井等板块突破技术垄断，填补国内技术空白。其中在定向钻井领域，公司自研“璇玑”旋转导向钻井系统 Welleader 及随钻测井系统 Drilog® 技术打破长期以来被国际油服巨头垄断局面，成为中国第一家、全球第四家同时拥有这两项技术的公司，代表当今世界钻井技术发展的最高水平，并被评选为 2023 年全国油气勘探开发十大成果之一。当前“璇玑”系统实现海上规模化应用，累计作业超 1600 井次，进尺超 150 万米，一次入井成功率达 95%。

图57 Welleader 旋转导向系统



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图58 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，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，其中我国自主研发的海洋地震勘探拖缆采集装备“海经”系统，顺利完成 3000 米以深超深水海域油气勘探作业，通过现场数据处理，成功完成首张由我国自主装备测绘的 3000 米深水三维地质勘探图，使我国成为全球第三个掌握全套海洋地震勘探拖缆采集装备的国家。

图59 “海经”拖缆采集系统



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图60 “海经”拖缆控制与定位系统的水鸟装备



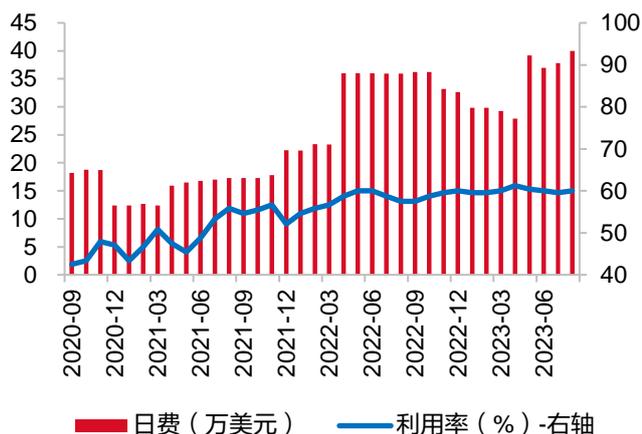
资料来源：公司官网，东海证券研究所

4.2.景气回暖，钻井业务提供业绩弹性

4.2.1.全球钻井日费及使用率上行

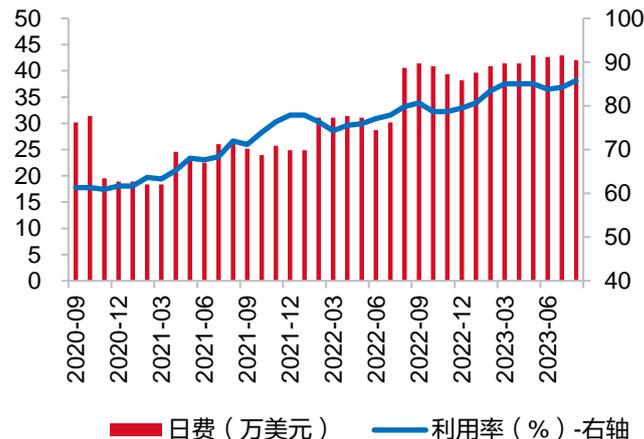
根据 S&P Global 数据，全球半潜式钻井平台 (>7500ft) 平均日费于 2023 年 5 月出现快速增长，后保持在 35 万美元以上水平；钻井船 (>7500ft) 平均日费也于 2022 年 8 月出现大幅上涨，当前维持在 40 万美元左右；南亚与中东自升式平台 (361-400IC) 平均日费当前均保持在 10 万美元以上，处历史较高位。自 2022 年以来油服景气度逐渐回升，新签钻井合同日费逐步提升。随着此前已签订的日费较低的钻井合同完成，平均日费出现明显上升。此外，全球钻井船利用率呈上升趋势，南亚及中东自升式钻井平台利用率也均位于 90% 以上，钻井需求正逐步恢复，行业盈利能力有望改善。

图61 全球半潜式钻井平台 (>7500ft) 平均日费及利用率



资料来源：S&P Global，东海证券研究所

图62 全球钻井船 (>7500ft) 平均日费及利用率



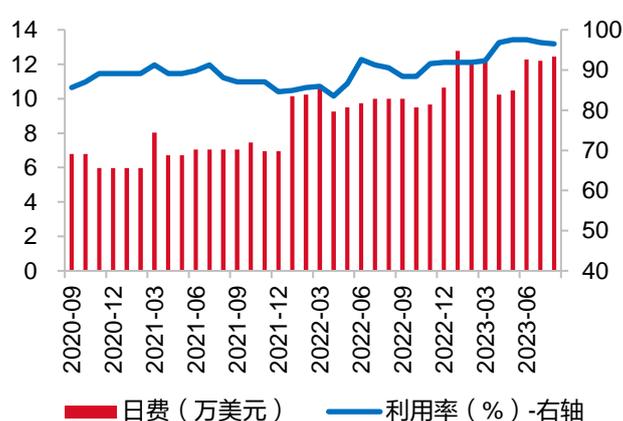
资料来源：S&P Global，东海证券研究所

图63 南亚自升式钻井平台 (361-400IC) 平均日费及利用率



资料来源：S&P Global，东海证券研究所

图64 中东自升式钻井平台 (361-400IC) 平均日费及利用率

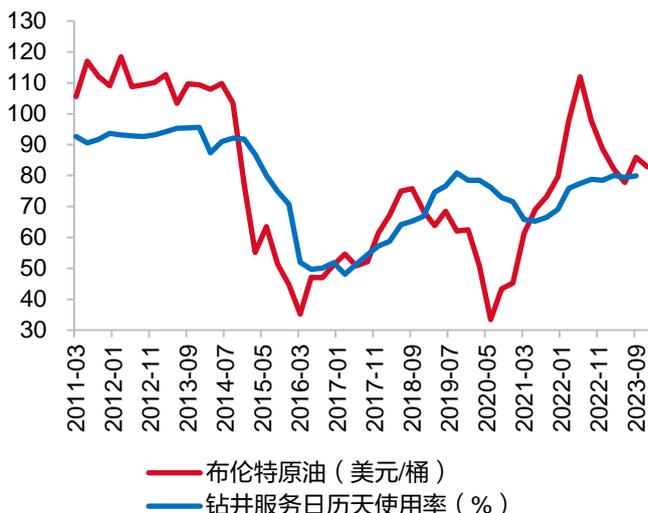


资料来源：S&P Global，东海证券研究所

4.2.2. 钻井业务有望提供可观业绩复苏

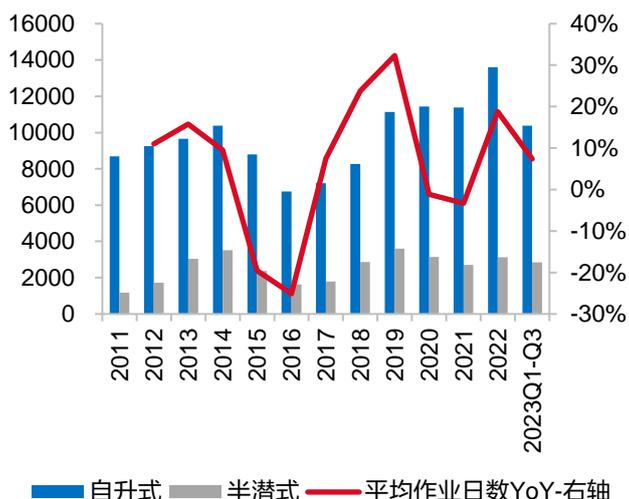
中海油服钻井平台工作量逐步恢复，但较此前油价水平下仍有较大回升空间。根据中海油服钻井服务日历年使用率与油价表现，可以看出油价传导公司钻井业务使用率具有一定滞后性。自2020年以来油价由低点逐步恢复高位，公司工作量和工作效率直至2022年出现较大提升，2022年和2023前三季度中海油服钻井平台作业日数分别上升18.8%和7.4%，钻井平台日历年使用率分别上升9.4pct和1.1pct。公司此前在当前油价水平下的平台日历年使用率均为90%以上，较当前（数据更新至2023年11月）实际值79.9%仍有较大回升空间。

图65 中海油服钻井服务使用率逐步恢复



资料来源: Wind, 公司公告, 东海证券研究所

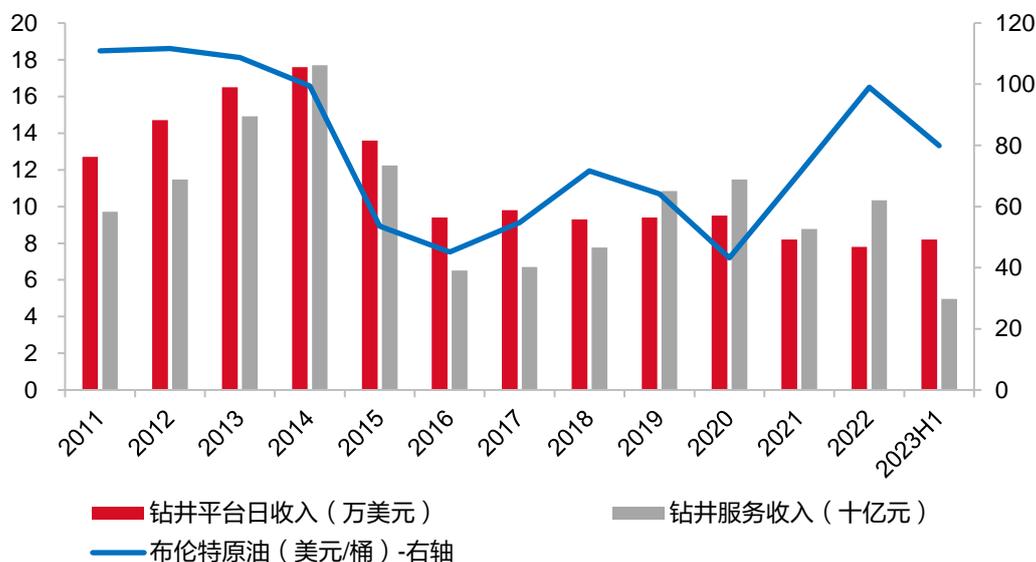
图66 中海油服钻井平台作业日数



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

中海油服钻井板块收入有改善预期。中海油服日费收入及钻井板块收入受油价影响较大, 2022 年公司钻井平台日收入为 7.8 万美元, 钻井业务总收入为 103.46 亿元, 分别同比上涨 -4.88%和 17.85%。2023 年上半年钻井业务收入进一步回升, 但整体来看本轮油价的恢复尚未带动钻井板块业绩恢复同等油价位下业绩水平, 我们认为油价传导至钻井板块时点将至, 公司日费及工作量将不断向好, 钻井板块收入有较大改善预期。

图67 钻井板块收入有改善预期



资料来源: Wind, 公司公告, 东海证券研究所

半潜式钻井平台有望为公司带来业绩新增量。半潜式钻井平台日费收入较自升式有明显优势, 2023 年前三季度半潜式及自升式平台日费收入分别为 12.3 万美元和 6.9 万美元。自 2021 年以来公司半潜式钻井平台使用率不断提升, 截至 2023Q3 其可用天使用率同比上升 13.2pct, 再创历史新高, 随着未来“深蓝探险”号平台国内作业以及“兴旺号”北海作业开始, 半潜式平台利用率有望进一步提升, 其高日费收入将为公司钻井业务带来业绩新增量。

图68 中海油服钻井平台

上图：自升式钻井平台（海洋石油 945）

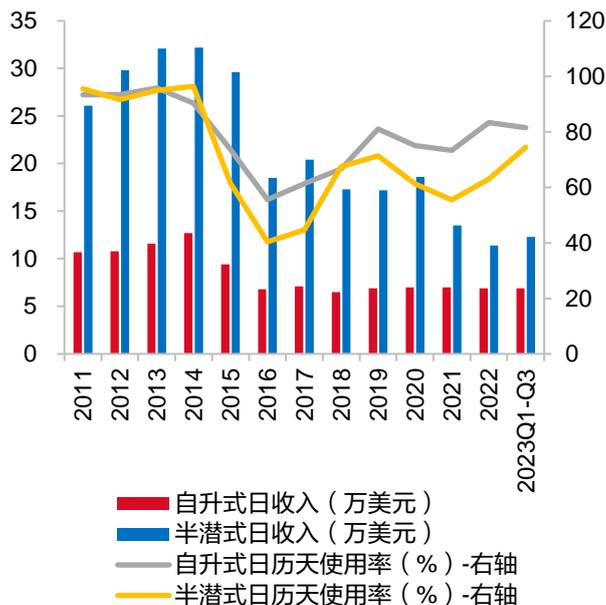


下图：半潜式钻井平台（海洋石油 982）



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图69 半潜式钻井平台日费高且使用率不断提高

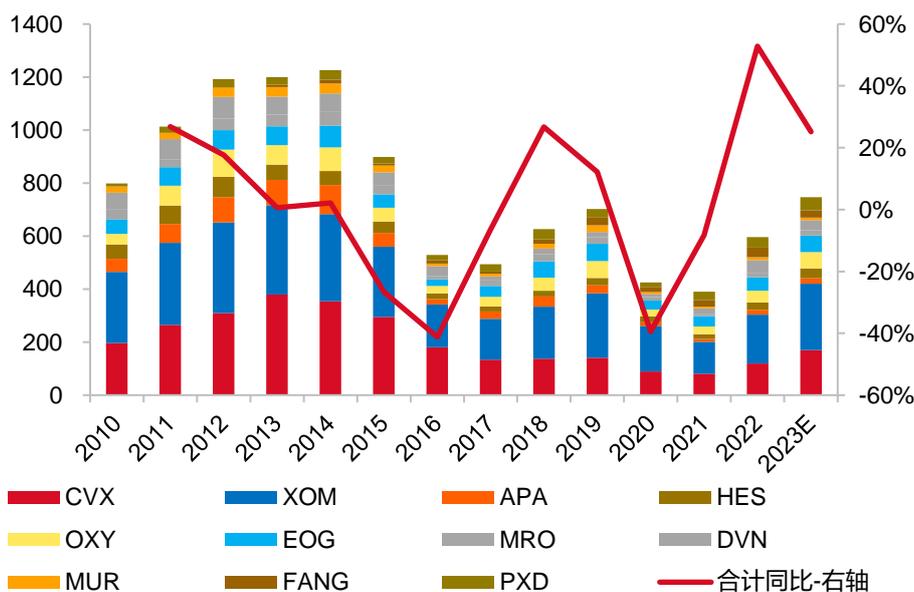


资料来源：公司公告，东海证券研究所

4.3.稳步推进，海外表现有望实现突破

国际油公司资本开支有所恢复。2022 年 11 家全球主要油公司资本开支合计增速达 52.83%。而根据各公司 2023 年已宣布的资本开支计划来看，2023 年资本开支合计增速约为 25.22%，仍保持增长态势。将各公司三季报公布的已投入的资本开支合计额与全年资本开支计划相比，大部分企业完成度已达 60%-80%之间，从三季度实际发生资本开支数额看，除 Devon Energy、Marathon Oil 外，其余均同比上升。

图70 主要油公司资本开支（亿美元）



资料来源：彭博，各公司公告，东海证券研究所

表8 主要油公司 2023 年资本开支完成情况（百万美元）

公司	2023E	2023Q1-Q3	前三季度资本开支完成度	前三季度合计同比
Hess	3700	2664	72.00%	37.89%
Diamondback Energy	2660-2700	3245	120.19%	60.72%
Apache	2000-2100	1771	84.33%	2.31%
Pioneer Natural Resources	4600-4950	3557	71.86%	22.44%
Murphy Oil	875-1025	822	80.20%	0.00%
Occidental Petroleum	5400-6200	4276	68.97%	43.63%
EOG Resources	5800-6200	4663	75.21%	28.17%
Devon Energy	3600-3800	3027	79.66%	-29.67%
Marathon Oil	1900-2000	1358	67.90%	-19.83%
Chevron	15000-17000	11468	67.46%	40.90%
EXXON MOBIL	20000-25000	15691	62.76%	24.29%

资料来源：各公司公告，东海证券研究所，注：完成度均以资本开支计划顶端数额计算

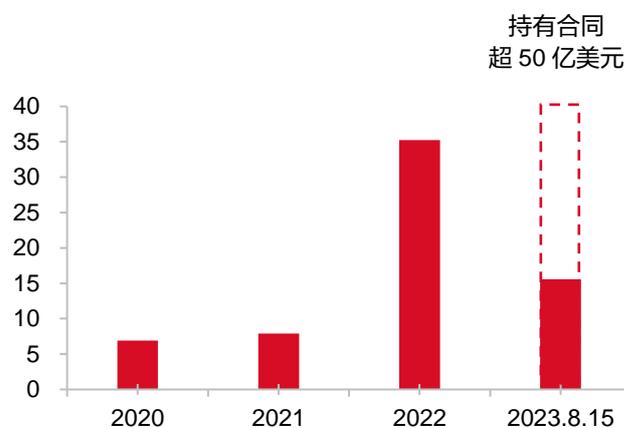
中海油服“1+2+N”市场格局逐步成型。中海油服业务广泛遍布全球各地，且不断加快国际业务布局，深入践行“一带一路”倡议和国际能源合作，赢得客户认可。公司近年来海外市场不断扩大，2022 年新签海外合同总金额创历史之最，达 35.35 亿美元。截至 2023 年 8 月 15 日，海外锁定合同金额超 15 亿美元，持有海外合同额超 50 亿美元，新增乌干达、加拿大、泰国等服务地域，以及埃克森美孚、Ithaca 等高端客户。公司以国内市场为基本盘、以中东、东南亚为两翼的“1+2+N”市场格局逐步成型，将带动海外区域良性发展。

图71 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72 中海油服海外新签合同额（亿美元）



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图73 中海油服“1+2+N”市场格局逐步成型



资料来源：公司官网，东海证券研究所

海外市场取得重大突破。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。后2023年公司前后与挪威和墨西哥分别签署多个含固定期限和选择期最长五年的钻井平台服务合同（固定期限47亿元）和陆地一体化技术服务合同（9亿元），标志着中海油服钻井服务及技术服务管理能力和服务质量被国际一流石油公司全面认可。

表9 中海油服近期重要海外项目

日期	合作方	内容	金额
2022/10/24	中东一流石油公司	钻井平台服务长期合同	140亿元
2023/9/1	挪威两家国际石油公司	签署多个含固定期限和选择期最长五年的钻井平台服务合同	47亿元
2023/10/10	墨西哥某大型石油公司	陆地一体化技术服务合同	9亿元
2024/1/23	印尼某客户	签订自升式钻井平台3年固定期限加2年可选期作业合同	2.1亿美元
2024/1/26	墨西哥某公司	物探工程勘察业务获得首个北美合同	--

资料来源：公司公告，公司官网，东海证券研究所

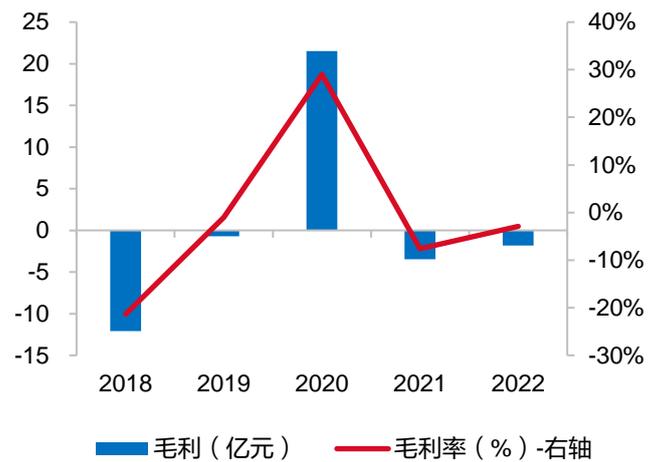
中海油服海外业绩预计将进入复苏期。公司2021年及2022年海外业务毛利率表现不佳，主要是由于1)国际石油公司对于油气勘探开发投入依然保持审慎，国际油田服务竞争依旧激烈，公司海外部分大型装备的作业价格和使用率处于低位；2)疫情等因素导致近年来海外业务进度停滞，固定成本增加但收入未得到确认。当前随着疫情形势好转，油价中高位水平下国际上游勘探开发活动也有望恢复，同时公司技术不断积淀增强国际认可度和客户高质性，公司海外业务有望实现突破性发展。

图74 中海油服海外营收占比呈复苏态势



资料来源：Wind，东海证券研究所

图75 中海油服海外业务毛利率逐渐回升



资料来源：Wind，东海证券研究所

5.盈利预测与估值

盈利预测

钻井板块：我们认为油价传导至钻井板块时点将至，公司日费及工作量将不断向好，钻井板块收入有较大改善预期，半潜式钻井平台日费收入较自升式有明显优势，其利用率有望进一步提升，高日费收入将为公司钻井业务带来业绩新增量。我们假设未来3年自升式钻井平台利用率为80%/82%/84%，日收入为50/52/54万元，除2023年9月购买四座JU2000E平台外无新增；半潜式平台利用率为80%/83%/86%，日收入为90/120/140万元，年均新增1座平台。

油田技术服务板块：油田技术服务板块在公司收入占比不断提升，且毛利率保持较高水平，是未来公司业绩主要贡献来源。且公司技术不断提升，在测井、钻完井液、定向井、固井、完井等板块突破技术垄断，分包费用不断下降，国内外有望获得可观订单。油技板块与上游勘探开发资本开支息息相关，假设以国内上游资本开支以及考虑到技术进步测算公司油技板块收入未来3年分别同比增长12%/11%/4%。

船舶服务板块和物探勘察板块：公司船舶服务板块积极在新形势下拓宽船舶服务领域发展路径，行业景气回升背景下日收入和船队使用率有望上行，假设船舶服务板块收入未来3年分别同比增长10%/11%/11%；公司物探勘察板块整体市场比较固定，多项自主研发装备实现商业化生产应用，假设物探勘察板块收入未来3年分别同比增长2%/3%/3%。

表10 公司主要业务毛利拆分（单位：百万元）

		2022	2023E	2024E	2025E
钻井服务	销售收入	10346	12142.51	14951.73	17296.25
	成本	10602	11413.96	13755.59	15566.63
	销售收入增长率	17.85%	17.36%	23.14%	15.68%
	毛利率	-2.47%	6.00%	8.00%	10.00%
油田技术服务	销售收入	19,600	22,029.13	24,501.20	25,405.70
	成本	14,978	16,521.84	18,130.88	18,292.10
	销售收入增长率	29.93%	12.39%	11.22%	3.69%
	毛利率	23.58%	25.00%	26.00%	28.00%
船舶服务	销售收入	3725	4097.50	4548.23	5048.53

	成本	3728	3851.65	4229.85	4644.65
	销售收入增长率	12.64%	10.00%	11.00%	11.00%
	毛利率	-0.08%	6.00%	7.00%	8.00%
	销售收入	1,988	2,027.76	2,088.59	2,151.25
物探和工程勘察服务	成本	1,974	1,966.93	2,005.05	2,065.20
	销售收入增长率	-2.17%	2.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	0.70%	3.00%	4.00%	4.00%
	销售收入	35,659	40,296.89	46,089.74	49,901.73
合计	成本	31,282	33,754.38	38,121.37	40,568.58
	销售收入增长率	22.11%	13.01%	14.38%	8.27%
	毛利率	12.27%	16.24%	17.29%	18.70%

资料来源：Wind，东海证券研究所

公司估值

考虑到油服公司市场表现主要由油价和公司业绩决定，我们认为当前油价中枢提升且有望维持中高位震荡，公司业绩一方面受国家增储上产政策及中海油勘探开发力度保障，具备确定性及持续性；另一方面公司多措并举，在资产转型、技术积累和市场开发多方面助力业绩进一步优化。公司作为综合性油服公司，订单稳定，业绩稳定性强叠加行业景气向上赋予业绩弹性，我们认为可以给予较高估值，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 31.87/41.37/51.20 亿元，EPS 分别为 0.67/0.87/1.07，以 2024 年 2 月 27 日收盘价计算，对应 PE 为 21.93x/16.90x/13.65x。我们选取 4 家国内油服行业的代表企业作为可比公司，根据 Wind 一致预期计算 2023-2025 年行业平均 PE 为 11.49x/9.26x/7.73x。看好公司未来业绩确定性及增量性，首次覆盖给予“买入”评级。

表11 可比公司估值表

代码	简称	2024/2/27	市值 (亿元)	市盈率 PE				EPS (元/股)			
		收盘价 (元)		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
603619.SH	中曼石油	19.54	78.16	14.85	8.95	6.44	5.19	1.26	2.18	3.03	3.77
600968.SH	海油发展	3.28	333.42	12.54	11.62	10.40	8.78	0.24	0.28	0.32	0.37
600583.SH	海油工程	6.16	272.36	17.17	13.22	10.33	8.54	0.33	0.47	0.60	0.72
002353.SZ	杰瑞股份	29.25	299.48	12.15	12.17	9.88	8.42	2.19	2.40	2.96	3.48
	行业平均		245.85	14.18	11.49	9.26	7.73	1.00	1.33	1.73	2.08
HAL.N	哈里伯顿	34.91	310.73	21.23	11.99	10.23	8.82	1.73	2.92	3.42	3.95
SLB.N	斯伦贝谢	48.56	695.74	24.53	17.08	13.67	11.60	2.39	2.91	3.55	4.18
BKR.O	贝克休斯	29.84	298.66	35.65	20.13	14.42	11.57	-0.61	1.91	2.07	2.57
	美股可比公司均值		435.05	27.14	16.40	12.77	10.66	1.17	2.58	3.01	3.57
601808.SH	中海油服	14.65	550.20	24.20	21.93	16.90	13.65	0.49	0.67	0.87	1.07

资料来源：Wind，东海证券研究所（截止至 2024 年 2 月 27 日收盘）

6.风险提示

1) 宏观经济波动和油价下行风险：宏观经济波动或将影响全球油气需求，进而油价存在下行风险。油价对油服公司具有传导作用，油价下行将抑制油公司勘探开发活动，从而对公司业绩造成影响；

2) 地缘政治不稳定风险: 近期中东地区地缘政治存不稳定因素, 或会对全球油气供需产生影响, 进而导致国际能源价格产生剧烈波动, 并传导至油服行业影响公司盈利水平;

3) 上游资本开支不及预期风险: 油服公司业绩与油公司上游资本开支相关性极大, 上游勘探开发的资本支出将影响油服公司订单状况, 进而影响公司业绩;

4) 海外业务发展不及预期: 国际石油公司对于油气勘探开发投入依然保持审慎, 国际油田服务竞争依旧激烈, 海外部分大型装备作业价格和使用率的变化会对公司业绩造成影响。

附录：三大报表预测值

利润表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	35,659	40,297	46,090	49,902
%同比增速	22%	13%	14%	8%
营业成本	31,281	33,754	38,121	40,569
毛利	4,378	6,543	7,968	9,333
%营业收入	12%	16%	17%	19%
税金及附加	49	50	58	64
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	6	6	7	8
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	872	985	1,127	1,220
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	978	1,167	1,335	1,445
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	88	707	675	615
%营业收入	0%	2%	1%	1%
资产减值损失	-23	-266	-266	-266
信用减值损失	-49	-25	-25	-25
其他收益	315	336	385	416
投资收益	304	343	393	425
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	65	0	0	0
资产处置收益	2	2	2	3
营业利润	3,000	4,018	5,254	6,534
%营业收入	8%	10%	11%	13%
营业外收支	-18	133	133	133
利润总额	2,981	4,150	5,387	6,666
%营业收入	8%	10%	12%	13%
所得税费用	488	830	1,077	1,333
净利润	2,493	3,320	4,310	5,333
%营业收入	7%	8%	9%	11%
归属于母公司的净利	2,353	3,187	4,137	5,120
%同比增速	651%	35%	30%	24%
少数股东损益	140	133	172	213
EPS（元/股）	0.49	0.67	0.87	1.07

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.49	0.67	0.87	1.07
BVPS	8.24	8.78	9.50	10.42
PE	33.63	21.93	16.90	13.65
PEG	0.05	0.62	0.57	0.58
PB	2.01	1.67	1.54	1.41
EV/EBITDA	12.46	8.55	7.16	5.96
ROE	6%	8%	9%	10%
ROIC	4%	6%	7%	8%

资产负债表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,121	6,230	10,243	15,367
交易性金融资产	5,106	5,106	5,106	5,106
应收账款及应收票据	14,198	14,913	17,035	18,424
存货	2,576	2,980	3,540	3,941
预付账款	158	236	229	203
其他流动资产	1,951	3,764	3,733	3,768
流动资产合计	28,110	33,230	39,886	46,809
长期股权投资	988	988	988	988
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	39,818	39,740	38,860	37,750
无形资产	688	538	388	238
在建工程	0	0	0	0
递延所得税资产	50	68	68	68
其他非流动资产	7,531	6,602	6,572	6,556
资产总计	77,184	81,166	86,761	92,410
短期借款	5,935	5,935	5,935	5,935
应付票据及应付账款	10,833	11,720	13,321	14,102
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	1,033	1,114	1,258	1,339
应交税费	570	645	737	798
其他流动负债	2,920	2,679	2,827	2,920
流动负债合计	21,292	22,093	24,078	25,094
长期借款	2,365	2,365	2,365	2,365
应付债券	12,022	12,022	12,022	12,022
递延所得税负债	346	377	377	377
其他非流动负债	1,261	1,737	1,737	1,737
负债合计	37,286	38,594	40,580	41,595
归属于母公司的所有者权益	39,331	41,872	45,310	49,729
少数股东权益	567	700	872	1,085
股东权益	39,898	42,572	46,182	50,814
负债及股东权益	77,184	81,166	86,761	92,410

现金流量表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	6,900	8,921	9,705	10,784
投资	99	0	0	0
资本性支出	-4,110	-5,204	-4,616	-4,616
其他	277	-446	393	425
投资活动现金流净额	-3,734	-5,650	-4,223	-4,191
债权融资	-3,168	-221	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付股利及利息	-866	-1,532	-1,469	-1,469
其他	-834	459	0	0
筹资活动现金流净额	-4,868	-1,295	-1,469	-1,469
现金净流量	-1,445	2,109	4,013	5,125

资料来源：携宁，东海证券研究所，2024年2月27日

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)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 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)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089