

中曼石油 (603619.SH)

油服民企转型油气开采, 开启第二成长曲线

优于大市

核心观点

公司主营业务包括钻井工程服务、钻机装备销售与租赁、石油勘探开采, 是国内领先的集油田服务与原油勘探开采一体的民营企业。中曼石油以油田服务业务起家, 从国内走向海外, 依靠人才与技术优势逐步发展壮大; 2018年, 公司成为国内首个通过挂牌交易获得自主油田的民营企业, 2021年起, 公司逐渐由油服赛道拓展至集钻机设备、钻井业务、石油开采于一体的民营企业, 公司原油勘探开采业务开始贡献盈利, 随着公司海内外油田区块的增产, 公司营收利润将持续快速增长。

受益于高油价, 上游油气投资规模巨大, 公司持续拓展海外新业务。油服行业市场规模受油价影响较大, 根据 IHS 预测, 2024 年全球上游油气投资将超 6000 亿美元, 市场空间巨大。公司主创团队早年就职于“三桶油”, 深耕石油行业三十余年, 积累了丰富的技术经验, 公司通过高效完成高难度钻井工程项目、有效缩短工期等优势, 成功斩获海内外油气巨头客户订单。

国内新疆温宿油田快速放量, 公司盈利能力稳步提升。2018年, 公司以 8.6687 亿元竞拍获得温宿区块的探矿权, 是国内首个通过挂牌方式获得常规石油天然气探矿权的民营企业。此后, 公司凭借一体化优势实现“一年发现、两年探明、三年建产”, 2021-2023 年温宿区块的原油产能复合增长率高达 85%, 带动公司盈利水平快速提升, 且公司作业费用与折旧摊销处于行业较低水平, 成本优势突出。未来随着温宿区块产能持续提升, 将带动公司盈利上行。

海外油田区块储采比高, 长期增产空间较大。公司海外油田主要分布在哈萨克斯坦与伊拉克。目前哈国油田已有产出, 合计探明储量近 9000 万吨, 约为国内油田探明储量的 3 倍, 储采比较高, 未来增产空间较大。此外, 今年 5 月公司成功中标伊拉克两区块开发权, 伊拉克油田储量丰富, 具有较高的开发潜力, 未来公司将依托一体化业务布局, 实现对伊拉克油气区块的高效开发利用, 为公司高质量、可持续发展注入新动力。

盈利预测与估值: 随着公司油服板块新增订单落地、现有油田区块的增产推进, 公司未来 3 年将处于快速成长期, 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 46.54/55.38/64.31 亿元, 归母净利润分别为 11.89/14.16/16.98 亿元 (+46.8%/19.1%/20.0%), 每股收益分别为 2.97/3.54/4.25 元。通过多角度估值, 预计公司合理股价为 29.7-32.67 元, 相对目前股价有 23%-35%溢价, 给予“优于大市”评级。

风险提示: 原油价格大幅波动的风险; 项目进展不及预期的风险; 自然灾害频发的风险; 地缘政治风险; 政策风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,065	3,732	4,570	5,469	6,352
(+/-%)	74.8%	21.8%	22.5%	19.7%	16.1%
归母净利润(百万元)	503	810	1120	1336	1586
(+/-%)	661.0%	60.9%	38.3%	19.3%	18.7%
每股收益(元)	1.26	2.02	2.80	3.34	3.97
EBIT Margin	27.6%	31.1%	33.8%	33.4%	33.6%
净资产收益率 (ROE)	21.9%	30.8%	32.8%	30.7%	29.1%
市盈率 (PE)	18.9	11.8	8.5	7.1	6.0
EV/EBITDA	12.5	10.5	9.7	8.4	7.6
市净率 (PB)	4.15	3.63	2.79	2.19	1.75

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究 · 深度报告

石油石化 · 油服工程

证券分析师: 杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人: 张歆钰

021-60375408

zhangxinyu4@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	28.00 - 33.60 元
收盘价	24.24 元
总市值/流通市值	9696/9696 百万元
52 周最高价/最低价	30.24/16.16 元
近 3 个月日均成交额	394.17 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	6
中曼石油：民营油气勘探开发一体化标杆企业.....	6
业务转型成就综合性油气公司，海内外广泛布局.....	7
深耕油气行业 20 余年，人才汇聚，技术领先.....	8
朱逢学、李玉池为公司共同实际控制人，公司股权结构稳定.....	10
传统优势板块：钻井工程服务及装备制造	11
油服业务包括物探、钻完井、测录井、油田生产和油田工程五大服务板块.....	11
钻机装备与钻井工程业务具有准入、资金、信誉、技术等壁垒，呈现寡头竞争.....	13
上游油气投资额决定了油服行业市场规模，油价为关键影响因素.....	14
凭借过硬技术，成功“走出去”并立足于国际油服市场.....	15
营收利润增长板块：油气勘探开发销售	19
国内油气体制改革深入推进，民营油企迎来转型契机.....	19
新疆温宿区块，产量快速增长，带动营收利润增长.....	20
哈萨克斯坦坚戈及岸边区块油气储量丰富，未来增产空间较大.....	23
深耕伊拉克市场多年，中标油气开发合同为油气上产持续助力.....	25
公司作业费用与折旧摊销较低，行业内成本优势突出.....	26
油价判断：布伦特原油价格将维持 80-90 美元/桶区间震荡.....	27
财务分析	30
2021 年起油气勘探开发贡献营收及利润，产量油价齐升，公司盈利持续增长.....	30
公司期间费用率逐渐恢复到历史正常水平.....	32
公司现金流水平大幅提升.....	32
盈利预测	34
假设前提.....	34
未来 3 年业绩预测.....	35
盈利预测的敏感性分析.....	35
盈利预测情景分析.....	35
估值与投资建议	37
投资建议.....	40
风险提示	41
附表：财务预测与估值	45

图表目录

图 1: 中曼石油公司历史沿革	6
图 2: 2012-2023 年公司海内外营业收入占比	6
图 3: 2014-2023 年公司海内外毛利占比	6
图 4: 三大业务协同发展, 打通油气勘探开发销售上下游	7
图 5: 国内子公司分布	8
图 6: 国外子公司分布	8
图 7: 近五年公司各项业务营收占比	8
图 8: 近五年公司各项业务毛利占比	8
图 9: 中曼石油股权结构	10
图 10: 石油开采与生产产业链图示	11
图 11: 国际油服业务各板块规模占比	12
图 12: 油服行业各板块企业情况	12
图 13: 国际油服市场情况	14
图 14: 国内油服市场情况	14
图 15: 原油价格走势 (美元/桶)	15
图 16: 上游油气投资总额 (十亿美元)	15
图 17: 公司在钻井工程业务板块的发展历程	15
图 18: 公司钻井工程板块收入及毛利率 (右轴)	17
图 19: 公司海内外订单金额	17
图 20: 国内外企业钻井板块毛利率情况 (斯伦贝谢采用油田服务整体毛利率)	17
图 21: 公司钻机装备板块收入及毛利率 (右轴)	18
图 22: 公司钻机装备板块订单金额 (右轴) 及数量	18
图 23: 2022 年中国原油供应格局	19
图 24: 2023 年中国原油供应格局	19
图 25: 温宿油田勘探开发进程	20
图 26: 温宿区块 377 平方千米的三维地震采集处理区域	21
图 27: 温宿凸起构造单元划分图	21
图 28: 三大业务协同发展, 打通油气勘探开发销售上下游	21
图 29: 温宿区块温北油田资金投入占比	22
图 30: 温宿油田原油产销量及销售收入	22
图 31: 2019-2025 年温宿区块原油产量统计及预测	22
图 32: 温宿区块 2021Q1-2024Q1 每季度原油产量	22
图 33: 温宿凸起剖面构造	23
图 34: 温北油田温 7 区块已探明储量	23
图 35: 坚戈油田区域位置图	24
图 36: 坚戈油田股权结构图	24
图 37: 岸边油田区域位置图	24

图 38: 岸边油田股权结构图	24
图 39: 公司在伊拉克市场钻井工程板块订单金额 (亿美元)	25
图 40: 2021 年全球探明石油储量占比	26
图 41: 2021 年中东区域探明石油储量占比	26
图 42: 中曼石油近年来作业费用及折旧摊销 (美元/桶)	26
图 43: 中曼石油与国内外油气公司作业费用及折旧摊销 (美元/桶)	26
图 44: OPEC 主要成员国财政平衡油价 (美元/桶)	27
图 45: 主流机构对于原油需求的预测 (百万桶/天)	27
图 46: 公司营业收入情况 (亿元)	31
图 47: 公司归母净利润情况 (亿元)	31
图 48: 公司营收占比 (亿元)	31
图 49: 公司毛利占比 (亿元)	31
图 50: 原油价格走势 (美元/桶)	31
图 51: 公司原油产量情况 (万吨, 不包含对岸边区块的预测)	31
图 52: 2021 年起公司国内石油勘探开发业务贡献利润	32
图 53: 公司细分板毛利率情况 (%)	32
图 54: 公司期间费用率	32
图 55: 公司现金流量情况 (亿元)	33
图 56: 公司资产负债率 (%)	33
表 1: 公司核心高管及技术人员个人经历	9
表 2: 公司相关专利技术	9
表 3: 股权激励: 公司层面考核业绩目标	11
表 4: 钻井工程业务项目简介	12
表 5: 钻井工程服务大包模式与分包模式的差异	12
表 6: 钻井服务与钻机制造行业壁垒	13
表 7: 不同类型油服公司特点及代表企业	14
表 8: 公司钻井工程服务特色技术	16
表 9: 我国主要油气企业国内原油产量情况	1
表 10: 八个成员国自愿减产 220 万桶/天将延长至 2024 年 9 月, 从 2024 年 10 月开始至 2025 年 9 月逐步取消减产	28
表 11: OPEC+ 减产情况 (百万桶/天)	28
表 12: 中曼石油业务拆分 (百万元)	34
表 13: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)	35
表 14: 情景分析 (原油价格上浮 20 美元、上浮 10 美元、中性预测、下浮 10 美元、下浮 20 美元) ..	35
表 15: 公司盈利预测假设条件 (%)	37
表 16: 资本成本假设	37
表 17: 中曼石油 DDM 估值表	37
表 18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	38
表 19: 相对估值表	40
表 20: 公司股东减持明细	42

表 21： 公司股权质押情况 43

公司概况

中曼石油：民营油气勘探开发一体化标杆企业

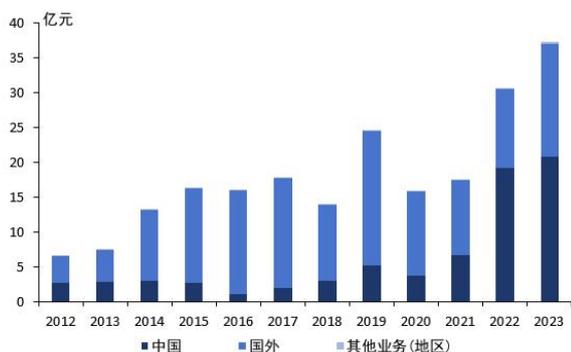
中曼石油天然气集团股份有限公司成立于 2003 年，以钻机设备制造起家，现以发展为一家专注于石油、天然气领域的国际知名综合性油气公司。公司 2011 年起实施“走出去”国际化战略，提供油气工程服务和石油装备产品，海外业务规模保持快速增长。2012 年，中曼石油开始在伊拉克开展石油项目钻探，与美国贝克休斯公司合作在巴士拉南部的西库尔纳油田开展钻井工程业务。2017 年，中曼石油在上交所上市，上市以来，公司积极向油气上游拓展，目前已成功实现向油气资源型企业的转型。2018 年，公司参与国家油气体制改革和海外油气田并购，获得了新疆温宿、哈萨克斯坦坚戈、岸边三个油田权益，并在油气勘探开发中创造了瞩目的成果。2021 年，公司以勘探开发业务的转型升级为突破口，整合勘探开发、工程服务、石油装备制造三大业务板块优势资源，首次实现油气销售端收入放量。2023 年 7 月，公司与伊拉克 BECL 签订了 3.90 亿美元的钻井工程服务合同。2024 年 5 月，公司参与了伊拉克石油部第五（+）轮和第六轮油气区块招标，成功中标获得伊拉克 East Baghdad Field Northern Extension 区块和 Middle Euphrates 区块的开发权。

图1：中曼石油公司历史沿革



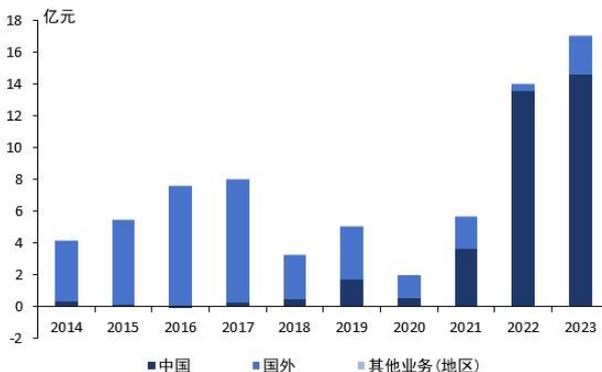
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：2012-2023 年公司海内外营业收入占比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：2014-2023 年公司海内外毛利占比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

业务转型成就综合性油气公司，海内外广泛布局

中曼石油的主营业务涵盖勘探开发、钻井工程、装备制造三大板块，是一家以创建跨国能源公司为企业愿景的石油天然气企业，同时积极拓展相关的高技术、高附加值业务，具有上下游一体化优势，形成了从“钻机设备-钻井工程-油气勘探开发”涵盖上下游的完整产业链，这不仅增强了公司的市场竞争力，还提升了服务的综合性和效率。自2018年以来，公司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，成功向勘探开发业务转型，跻身油气资源型企业的行列，为国家提高石油自足水平和能源安全做出了贡献。

勘探开发板块，公司目前拥有新疆阿克苏温宿油田，哈萨克斯坦坚戈和岸边油田，已初步完成国内外油气区块的布局。温北联合站建成投运，为温宿油田高效开发奠定基础，也为公司地面工程建设积累经验。

钻井工程板块，公司钻井核心业务板块行业领先，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，研发了远程生产指挥系统，运用扭摆系统、水力振荡器、旋转导向系统等新技术，并针对国内外各区块和各类型井制定了相应的施工指南，总结出独有的技术方案，完成了多批高难度井的施工。

装备制造板块，公司致力于高端油气装备的研发与制造，在高端制造和人工智能上不断发力，建立了涵盖从钻机整机到顶驱、泥浆泵、自动猫道等关键部件一系列完善的产品体系，研发制造的高端陆地钻机、海洋钻机及配套部件、电控系统、智能化产品品质优良，诸多关键技术处于国际领先地位。

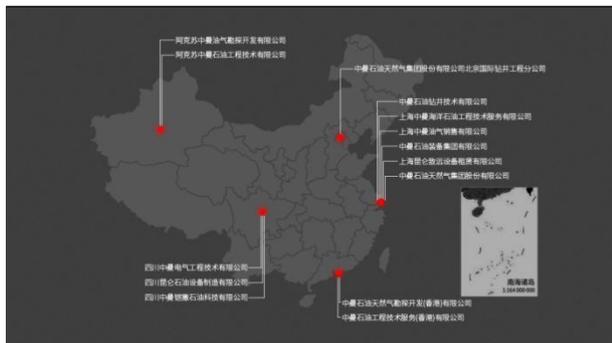
图4：三大业务协同发展，打通油气勘探开发销售上下游



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

领航“一带一路”油气业务，全球布局广泛。公司在国际市场上的广泛布局，特别是在“一带一路”沿线国家的成功经验，为其带来了全球化的视野和业务拓展能力。公司是国内第一家获得自然资源部颁发油气区块探矿权和采矿证的民营企业，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。公司业务遍及国内各大油田以及中东、中亚、北非、欧洲等地的多个国家，公司油气区块涵盖了新疆、哈萨克斯坦、伊拉克等多国家地区；钻井服务及装备的主要客户包括中石油、中石化、英国石油公司、壳牌、俄气、俄油、诺瓦泰克、马来西亚国家石油公司、贝克休斯、斯伦贝谢、威德福等国际知名的石油公司和油服公司。

图5: 国内子公司分布



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

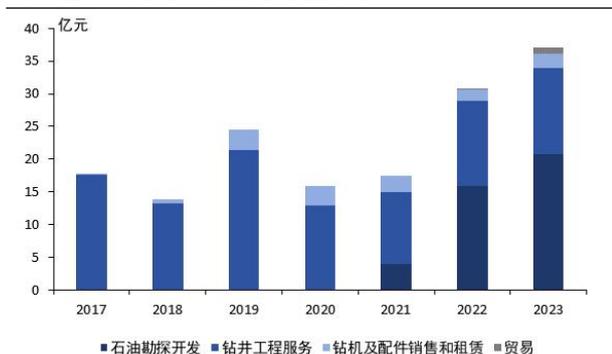
图6: 国外子公司分布



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

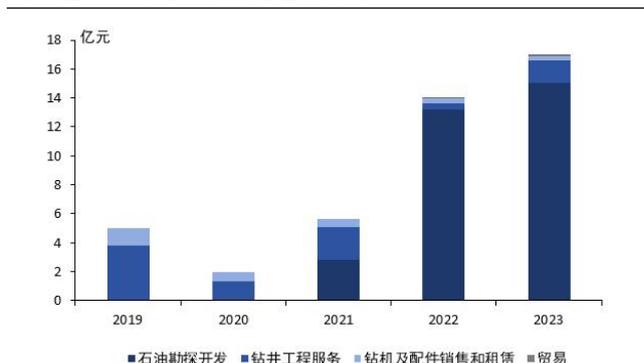
2018年前公司以钻井工程为核心业务,此后公司在原有的扎实基业上积极拓展上下游产业链,2021年起形成了当下勘探开发、工程服务、装备制造三大板块的主营业务模式。公司2017年在上交所挂牌上市,以钻井工程为核心业务,带动钻机装备制造业务协调同步发展。2018-2020年,公司进行了工程市场布局的优化调整,并成功扩展了勘探开发业务。2021年,公司成功整合勘探开发、钻井工程服务、石油装备制造三大业务板块优势资源,强化一体化运作模式。2021年前,公司主营业务中钻井工程服务与设备销售营收及毛利润占比均接近100%。2021年起,公司温宿区块开始放量,石油勘探开发业务在营收与毛利润占比逐年递增,2023年度石油勘探开发营业收入20.69亿元,占比55.45%,石油勘探毛利润为15.04亿元,占比88.16%。2022年,受疫后复工折旧摊销额较大以及公司新增沙特市场处于早期阶段影响,公司钻井服务及设备销售毛利率有所影响,毛利润占比下滑,2023年随着前期低毛利合同占比下降,公司钻井服务毛利润企稳回升。

图7: 近五年公司各项业务营收占比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图8: 近五年公司各项业务毛利占比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

深耕油气行业 20 余年, 人才汇聚, 技术领先

中曼石油拥有一支由油气行业资深专家组成的管理团队,他们均在中石化、中石油等国际知名油企及国际油服公司积累了超过三十载的丰富阅历。他们的专业知识和丰富经验为公司的战略规划和风险管理提供了坚实的支撑,不仅能为公司提供决策基础,还能够精准地制定战略规划,确保公司发展方向的正确性。同时提高了决策效率,为公司的长远发展储备了人才力量,共同助力中曼石油稳健前

行，使其在竞争激烈的市场中脱颖而出，确保公司在充满挑战的行业环境中持续保持领先地位。公司在技术创新和自主知识产权方面的优势，确保了其在提供高质量产品和服务上的领先地位。加之政策支持和资源优势，公司在油气勘探开发领域具备了较强的竞争力和发展潜力。

表1：公司核心高管及技术人员个人经历

姓名	职务	简介
李春第	董事长, 董事	硕士研究生学历，曾任中原油田勘探局钻井二公司副经理，中原油田勘探局多种经营管理处处长，中原油田勘探局钻井三公司经理，中原油田勘探局局长，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，历任陕西恒顺钻井工程服务有限公司副总经理，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、湖北同相天然气有限公司董事、共兴投资执行事务合伙人、共荣投资执行事务合伙人、共远投资执行事务合伙人、上海神开石油化工装备股份有限公司董事。
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。曾任中石化中原油田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, 副总经理	本科学历，曾任中原油田勘探局印尼石油分公司副总经理、中原油田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。
叶吉峰	副总经理, 财务总监	本科学历，曾任中石化国际俄罗斯 UDM 项目首席谈判代表兼合资公司副总经理、中国石化国际石油勘探开发公司发展计划部总经理、中国石化瑞士 Addax 公司财务总监兼 Addax 项目部副总经理、远锋投资（上海）有限公司总经理，现任中曼石油公司副总经理兼财务总监（财务负责人）。
姚桂成	副总经理	硕士研究生学历，曾任上海爱建信托投资有限公司信托经理，上海联合产权交易所股权托管中心业务经理，上海正地投资管理有限公司投资发展部副总经理，联迪恒星电子科技（上海）有限公司法务经理，公司监事会主席，现任中曼石油公司副总经理。
石明鑫	董事会秘书	本科学历，中曼石油公司证券事务代表，现任中曼石油天然气集团股份有限公司董事会秘书。

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

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 423 项。公司秉承“矿产资源+技术创新”的战略原则，形成了较强的创新研发实力和技术优势。公司累计获得国家授权有效专利 345 件，其中发明专利 37 件、实用新型专利 270 件、软件著作权 36 件。技术研发工作涉及勘探开发、钻井工程、智能制造、井下工具、应用软件等多个领域，研发领域涵盖自主创新、技术合作、产学研合作等多个方面，初步形成了集自主研发、技术引进、合作研究、集成创新、引进消化吸收再创新于一体的研发模式，实现了企业从理论研究、技术开发、产品研制到推广应用的良性发展。

表2：公司相关专利技术

专利类型	对应专利名称	专利号
发明专利、发明专利	极寒地区永冻层低水化热低密度水泥浆体系及其制备方法	ZL202210724362.X
实用新型	曲轴安装结构及泥浆泵	ZL202322036914.0
发明专利、发明专利	一种用于重载打捞工具中的液压锚定装置及其使用方法	ZL201910243535.4
发明专利	一种复合型膨胀增稠水泥浆体系及其制备方法	ZL202310001309.1
实用新型	浮箍冲蚀试验装置	ZL202222169513.8
发明专利	一种高压盐水泥浆固井倒浆柱水泥浆体系及其制备方法	ZL202211649945.7
发明专利、发明专利	一种具有油水自动分流功能的流入控制装置	ZL201811135760.8
发明专利	一种钻机管柱自动化处理系统及其工作方法	ZL202211289617.0

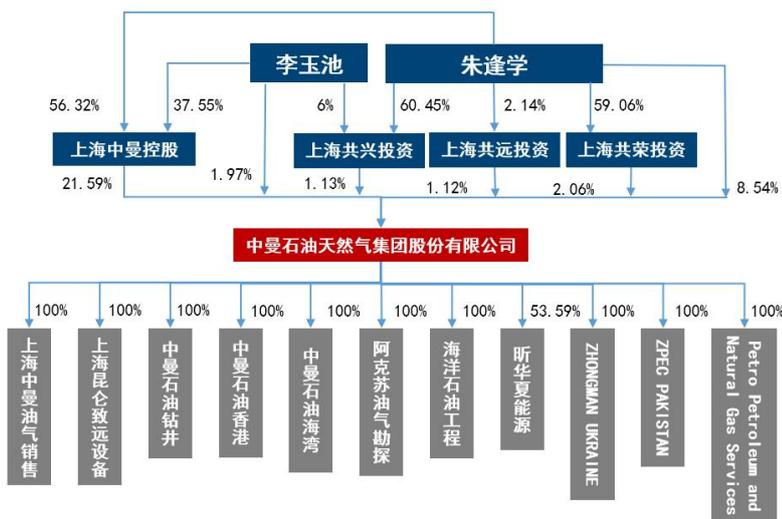
发明专利	一种油基钻井液用纳米封堵剂及其制备方法以及油基钻井液	ZL202110709652.2
发明专利、发明专利	一种适用于石油钻机接、拆钻柱立根的动力鼠洞装置	ZL202010264567.5

资料来源：CNKI，国信证券经济研究所整理

朱逢学、李玉池为公司共同实际控制人，公司股权结构稳定

截至 2024 年 5 月，中曼控股持有公司 21.59% 的股份。公司副董事长朱逢学及其一致行动人李玉池为公司及中曼控股的共同实际控制人，分别直接和间接持有公司 22.62% 和 10.14% 股份。公司全资子公司上海昆仑致远设备租赁主要经营业务为境内设备租赁业务；上海中曼油气销售主要经营石油制品、化工产品、机械设备销售；中曼石油天然气集团（海湾）公司、中曼石油工程技术服务（香港）有限公司是公司部分境外项目签约主体和采购主体，也是海外项目管理中心；ZPEC PAKISTAN CO. (PRIVATE) LIMITED 主要经营巴基斯坦地区的油气勘探、开发以及相关的工程技术服务；控股子公司昕华夏国际能源开发有限公司，主要经营包括坚戈区块在内的国际石油区块的勘探开发业务。

图9：中曼石油股权结构



资料来源：公司年报，WIND，国信证券经济研究所整理

股权激励彰显公司长期发展信心。公司积极实施股权激励政策：公司于 2022 年 6 月审议通过了《关于向 2022 年股票期权激励计划激励对象首次授予股票期权的议案》，向 155 人激励对象实际授予 297.20 万份股票期权，分两期行权（每期行权 50%）。2023 年 8 月 15 日共 136 名对象达成第一个行权期行权条件，共可行权股票数量 1186250 份，此外根据公司年报，2023 年业绩也已达到第二个行权期行权条件，公司实施股权激励政策凸显了公司注重对员工工作积极性与责任感的调动，将有利于提升公司价值，为股东创造更高回报。

表3: 股权激励: 公司层面考核业绩目标

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	公司需满足下列两个条件之一: (1) 2022 年净利润不低于 2.50 亿元; (2) 2022 年原油产量不低于 38.50 万吨。
第二个行权期	公司需满足下列两个条件之一: (1) 2023 年净利润不低于 3.00 亿元; (2) 2023 年原油产量不低于 46.20 万吨。

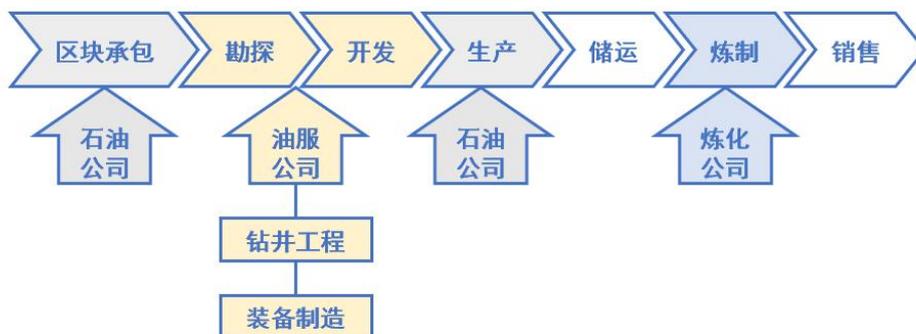
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

传统优势板块: 钻井工程服务及装备制造

油服业务包括物探、钻完井、测录井、油田生产和油田工程五大服务板块

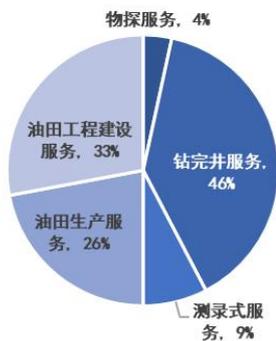
油服行业以油田为主要作业场所, 涵盖了从油气资源勘探到开采的所有工程技术以及解决方案, 包括物探、钻井、测井、录井、固井、完井、井下作业、工程和环保服务、开采油气、修井和增产等一系列技术服务, 以及相关的装备、器材制造等业务。其中物探、钻完井和测录井是采油工程的起始, 主要是寻找油气、证实油气存在以及提供钻井工程服务; 油田生产为采油环节; 油田工程建设主要为油气生产后续的平台建造、管道铺设等总包工程以及生产环节中的安装、维护拆除工作。根据 Bloomberg, 钻完井服务、油田工程建设服务以及油田生产服务为在油服业务中的核心业务板块。

图10: 石油开采与生产产业链图示



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 国际油服业务各板块规模占比



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图12: 油服行业各板块企业情况

物探	钻井完井	测井录井	生产服务	油田工程
潜能恒信		杰瑞股份		如通股份
川庆钻探	中曼石油	中油测井		中油工程
宝莫股份		神开股份		海油工程
		石化油服		石化机械
		中海油服		博迈科

资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

钻井工程是指以勘探开发石油天然气为目的, 在地层中按照事先设计的井眼轨迹, 钻成一定深度的圆柱形孔眼并将套管入井固定, 完成地面与油气层连续通道的工程服务。钻井工程业务具体包括: 钻井、测井、录井、固井、完井、钻井液以及定向井等项目。

表4: 钻井工程业务项目简介

钻井工程业务项目	具体内容
钻井	根据钻井设计的要求, 使用钻井设备在确定的位置上, 钻一个适当直径和深度的井眼并进行永久保护, 使之成为符合设计要求的井筒。钻井作业全部在地面进行, 是一种高度机械化的施工方法。
测井	利用岩层的电学特性、导电特性、声学特性、放射性等地球物理特性测定钻孔内的地质情况以及岩石物理情况, 主要包括注入剖面测井、工程测井、产层评价测井等, 主要作用是测量井下压力、温度、流量和流体密度等。
录井	系统地收集、记录、分析来自井下的各种信息, 如岩屑、岩心等, 并采用技术手段进行综合分析, 以判断地下岩石性质、含油气情况、油气层的位置、厚度、流体性质等, 以实时指导钻井, 避免钻井工程事故发生, 减少工程施工风险, 为科学、快速、优质钻井提供技术支持。
固井	向井内下入套管, 并向井眼和套管之间的环形空间注入水泥的施工。固井的主要目的是保护和支撑油气井内的套管, 封隔油、气和水等地层, 固井一般分为下套管、注水泥、井口安装和套管试压等步骤。
完井	油气井钻成之后在井底建立油气层与油气井井筒之间的连接通道。完井是钻井工作最后一个重要环节, 又是采油工程的开端, 与以后采油、注水及整个油气田的开发紧密相连。一方面要保证油、气入井的阻力最小, 另一方面也要有效地分隔油、气、水层, 防止层间的相互干扰, 还要防止井壁垮塌, 确保油井长期生产。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

钻井工程的合作方式包括分包和大包两种主要模式。大包模式下, 由于油服企业需要进行项目的现场管理并承担更多的项目风险, 因此相应的毛利率水平通常要高于分包模式。两种模式油服公司的主要职责、方案设计、设备与原材料的采购、分包商的安排等方面存在差异, 具体情况如下表所示:

表5: 钻井工程服务大包模式与分包模式的差异

	大包	分包
定价方式	一般由几部分构成: 钻井综合作业; 测井、完井作业; 耗材; 其他	按照确定的单位费率乘以实际的工作量
风险与收益	客户按照合同约定的总额向承包方支付报酬, 该报酬通常在承包商按照合同约定的要求完成工作后能够实现, 并且该金额不会因为钻井过程中出现的意外情况(如汇率波动、原材料成本上涨等)而改变。项目所需材料通常由承包商采购	客户通常按照提供的工作量确定报酬, 报酬的金额通常不受开发效果的影响, 大多数情况下由客户提供项目所需耗材(比如套管、柴油等)
角色定位	设计并执行钻井方案、安排分包商工作, 协调各方关系	根据客户指令施工
管理重点	进度管理: 管理各工程环节的施工速度及各环节间的配合衔接,	速度管理: 追求钻井速度, 力求在最短的时间内完成钻井作业

	调自身以及分包商材料的及时供应	
施工方案	设计方案并在执行中根据实际情况自主调整方案，必要时需与甲方协商	甲方提供方案，如需要调整方案需要得到甲方同意
施工设备	自备钻机、固井、完井、测井设备	自备钻机
施工材料	采购零部件、柴油、水泥、泥浆等大部分材料	采购钻机维修与生产时所需零部件，其余材料通常由甲方提供
施工人员	钻井、测录固井、完井等各个环节均需要专业人员	钻井专业人员
分包商	选择分包商并对分包商提出的方案进行审核	一般不再进行转包

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

钻机装备与钻井工程业务具有准入、资金、信誉、技术等壁垒，呈现寡头竞争

钻机装备与钻井工程业务具有准入、资金、信誉、技术、人才等壁垒，国内国际工作开展需获得国土资源部、商务部、相应石油公司颁发的各项许可证与准入许可；资金层面，行业具有资金密集的特性，业内企业一般需要为项目或产品垫付前期费用，项目交付后才可获得项目酬劳，因此对业内企业资金实力要求较高；信誉方面，若钻井工程服务中未能按计划完工或是出现安全事故，将给下游客户造成巨大损失，因此客户在选择服务商时对于过往合作记录以及经营情况尤为关注。

表6: 钻井服务与钻机制造行业壁垒

	钻井服务	钻机制造
准入	从事钻井工程业务需要获得国土资源部门颁发的《 地质勘查许可证 》，参与特定国内油田钻井工程业务需要获得对应 石油公司的准入许可 ，涉及境外工程业务需要获得商务部《 中华人民共和国对外承包工程资格证书 》。企业要获得上述资质或许可，需要在技术、人员、资金、业绩以及经营年限等方面符合相关要求	从事钻机装备的生产制造需要获得 API 或 CU-TR 的认证，在生产过程中还涉及 ISO9001 质量体系，ISO14001 环境体系、HSE 管理体系及国际专业第三方机构的认证
资金	油服行业属于资金密集型行业，行业内企业 需要为项目或产品垫付前期的相关费用 ，比如设备与材料的购置，人工成本及制造费用支出等；一般来说，油服业务都有一定的 结算周期 ，项目完成后或产品交付后的 质量保证金制度 也会对行业内企业的资金实力提出较高的要求	
信誉	单笔交易金额大，交易失败后给客户带来的损失也大，尤其是钻井工程业务如果不能按既定的计划完成或者发生生产或人身安全事故将给客户造成巨大损失，甚至影响客户在相关区块的后续投资，因此客户在选择产品与服务供应商时非常关注其 以往的合作记录、经营业绩以及市场信誉	
技术	钻井及配套业务的各个环节涉及大量的专业技术，面临不同地质条件的各类突发性的问题，需要设计、制定详尽的执行方案，有效地平衡安全生产、项目成本以及执行效率间的关系	涉及自动化控制、信息化管理、测控技术、智能传感技术等多项技术门类。新进投资企业很难在短时间内完成专业技术以及经验的积累，

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

在勘探、钻井、固井、钻井液、录井、测井、定向井、完井、试油整个钻完井产业链中，四大油服公司**斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯和威德福**都占据着主导地位。由于国际市场竞争激烈，对技术的要求不断提高，油服市场细分化程度不断加深，目前，除油服巨头能够提供覆盖全产业链的综合服务外，小型企业受资本、经验以及技术等壁垒所限，通常选择专业化的发展模式，如在钻井、测井、物探、海洋工程等子行业进行深度垂直细分，通过专业化优势扩大市场份额；或者采取局部一体化的策略，通过对多个细分市场进行整合，提高自身竞争力，逐步向综合型油服企业发展。

国际油服市场的门槛非常高，要获得国际著名石油公司的合同需要经过长时间的**项目积累并经历重重考核**，而入围的市场竞争者也能从这个市场中获得持久和丰厚的回报。四大油服公司**斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯和威德福**在国际油服市场中占有领先地位，根据华经产业研究院数据，四大油服公司在国际油服市场市

占率高达 83%，其他油服企业则需凭借地缘优势、成本优势、特色技术优势占据一席之地。

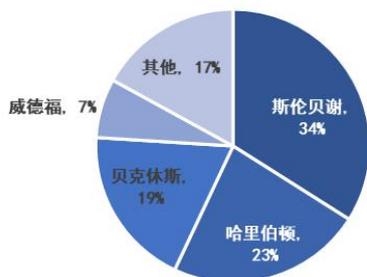
国内油服市场的参与者主要包括国有油服公司与民营油服公司。国有油服公司可以依靠国有石油公司获取业务，如“三桶油”旗下的中海油服、石化油服等综合性国有油服企业在我国油服市场占有率高达 85%；民营油服公司如中曼石油、杰瑞股份等则依靠自身体制与机制的优势参与市场竞争，国际油服公司则主要依靠先进的技术与管理承揽业务。

表7: 不同类型油服公司特点及代表企业

	民营油服公司	国有油服公司	国际油服公司
特点	灵活的体制、有效的激励、成本优势、对市场迅速的反应能力	相对的技术优势、规范的运行方式、人才与经验的积累、资本的积累与畅通的融资渠道	领先的技术、全球化人才资源、现代化的管理方式、国际资本支持
代表企业	中曼石油、杰瑞股份、宏华集团	中海油服、石化油服	斯伦贝谢、贝克休斯

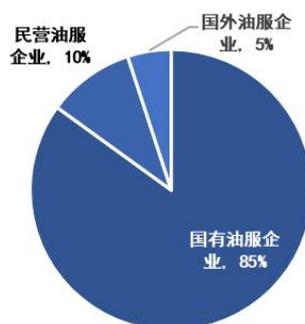
资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

图13: 国际油服市场情况



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图14: 国内油服市场情况



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

上游油气投资额决定了油服行业市场规模，油价为关键影响因素

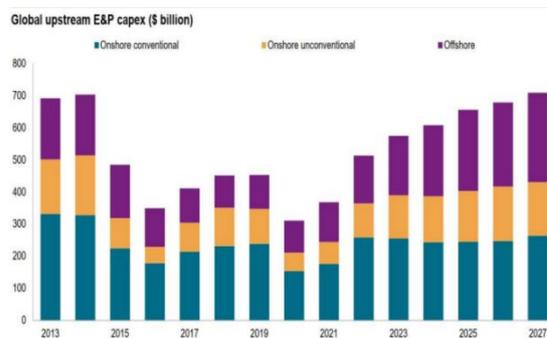
钻机装备制造与钻井工程均属于广义的油田服务行业，油田服务是石油产业链中的重要环节。油气上游资本开支金额决定了油田服务的市场规模，对未来原油价格的预判则是未来上游油气投资额规划的关键性因素。在油价处于中高位运行的时间段，油企保持较高水平的资本开支意愿更强，而当油价处于低水平运行时，则上游资本开支力度亦会相应减弱。在当下对于远期油价处于中高区间震荡的前提下，上游油气企业有意愿维持较高的资本开支力度：比如壳牌表示 2030 年前不减少油气产量，会进一步增加天然气产量；BP 将其 2030 年的减排承诺由 35-40% 缩减至 20-30%。此外，随着不可再生资源的劣质化，若想维持此前的油气增量则需要更大的资本开支。根据 IHS 数据，2024 年全球上游油气投资总额将超过 6000 亿美元。

图15: 原油价格走势 (美元/桶)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 上游油气投资总额 (十亿美元)



资料来源: IHS, 中海油服业绩资料, 国信证券经济研究所整理

凭借过硬技术, 成功“走出去”并立足于国际油服市场

公司一直以来致力于工程大包服务, 整合资源发挥协同作战优势, 一体化服务模式优势显著。目前公司拥有各类钻机 60 台套, 主要市场包括中东、东欧、北非、南亚等。公司获得众多油气巨头的认可, 有优质的客户群体, 海外钻井工程市场已拓展到了中东、中亚、北非等一带一路多个国家, 客户主要是沙特阿美、马油、BECL、哈里伯顿、斯伦贝谢、威德福、中石油、中石化等国内、国际知名石油公司及油服公司。

图17: 公司在钻井工程业务板块的发展历程

1995年以来	在四川盆地、鄂尔多斯盆地、塔里木盆地和准葛尔盆地服务于中石油、中石化、延长油矿、斯伦贝谢等知名公司, 积累丰富经验、技术、人才
2011年	承接了中石化伊朗-雅达瓦兰项目, 进入国际市场
2012年	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
2016年	进入埃及水井市场, 累计完成214口井, 进尺126421m
2017年	进入东欧市场, 目前共6部钻机作业, 累计完成61口水平井, 进尺171117m
2018年	进入巴基斯坦和乌克兰市场, 圆满完成多口复杂井项目
2019年	进入哈萨克斯坦市场, 参与中曼竖戈油田项目的开发
2021年	进入沙特市场, 成为唯一进入沙特高端钻井市场的民企, 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浅井及中深井资审
2023年	通过了科威特大包井资审, 为下一步开拓科威特市场做好准备

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司技术优势主要体现在能够完成高难度钻井工程项目与缩短施工周期上。公司具有较强的施工能力, 已在国内外完成了大量具有技术难度的钻井工程业务。

其中包括在伊拉克巴德拉区块的大包业务，该区块石油储量丰富，在伊拉克甚至整个中东地区都属于地层条件复杂，施工难度极大的区块，该项目曾是某国际四大油服公司都未能完成的项目。此外，在钻井工程项目中，施工周期是衡量技术水平高低的重要指标，公司的钻井周期往往较合同约定的时间更短，比如在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 11%，某国际知名油服公司在俄气项目上的平均建井周期为 469 天，公司凭借过硬技术实力，将建井周期缩短至 245 天内。另外在贝克休斯项目上某井的设计建井周期为 50 天，公司实际建井周期为 30 天，比设计提前了 40%。

表8: 公司钻井工程服务特色技术

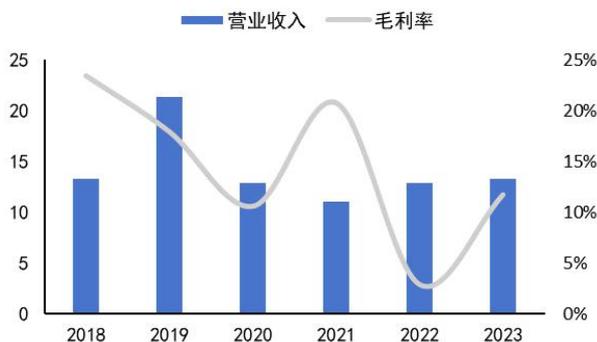
特色技术	详情
山前构造超深井钻井技术	塔里木油田钻井工程面临地质构造和地层压力体系复杂、深部盐岩层发育等难点。公司采用激进式钻井参数设计、Power-V、优选复合钻头（狮虎兽）、异型齿钻头、合理利用高压喷射、钻完井液纳米技术等，完成的第一口井克深 13-2 井，实际完成井深 7483m，建井周期 243 天，创同区块建井周期最短记录
深层复杂井钻井技术	深层复杂井具有井筒高温高压、地层压力纵向多变、井身结构复杂、井控风险高、可钻性差等多种难题。中曼石油先后在塔里木、准噶尔及伊拉克巴德拉等地区完成 50 余口深层复杂井，以钻井速度快、处理复杂精准著称
长水平段砾石岩储层水平井技术	超长水平段水平井，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	俄油项目施工地址位于俄罗斯秋明州亚马尔涅涅茨自治区，该地区各油区均有厚度不等的永冻层。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
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位于世界上最大的撒哈拉大沙漠腹地，气候干燥炎热，风沙大，生活和工作环境十分恶劣，累计完成 214 口井，进尺 126421m
极地沼泽环境钻井技术	中曼诺瓦泰克项目地表条件复杂，植被茂盛，河流纵横交错。已完成 12 口水平井，平均完井周期为 32.3 天
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
超深井钻井技术	天山山脉的地层可钻性差、易井斜、深部具备巨厚盐膏层、上部巨厚砾石层发育、深部高压低渗等。中曼钻井通过强化钻井参数、采用先进的 Power-V 防斜工具、优选复合钻头、选用油基钻井液等。完成的克深 13-2 井完钻井深 7483m，建井周期 243 天，创同区块建井周期最短记录

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司钻井业务板块营收基本稳定在 10 亿元左右，受疫情、项目周期影响，公司钻井工程板块毛利率呈现出一定的波动。2018 年，公司在伊拉克的巴德拉项目结束，而新项目处于客户开拓、项目启动、业务磨合期，因此 2018 年毛利率出现下滑；2019 年，公司大包项目增加，材料费与分包费用挤压了公司毛利率，出现进一步下滑；2020 年受疫情影响，项目等停、暂缓开工导致公司营收利润大幅下降；2021 年开始疫后复苏，毛利率水平提升；2022 年，钻井服务需求虽进一步复苏，但公司核心项目为 2021 年获得的沙特阿美大包项目，沙特作为公司新开拓市场，前期的费用较高而产出有限，拖累了公司毛利率水平；2023 年，随着前期低毛利合同占比下降以及沙特阿美项目的顺利进展，公司毛利率水平实现提升。

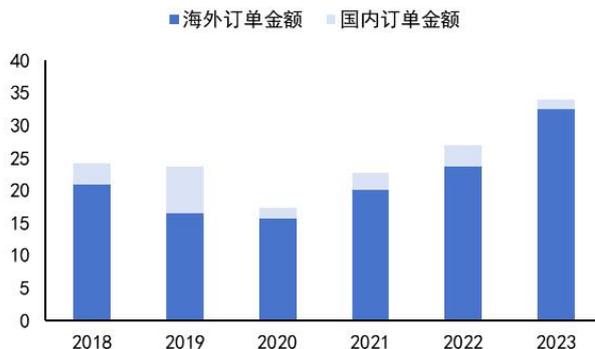
2023 年，公司钻修井机运行 56 台，钻机动用率达 90% 以上，分布在海内外 13 个项目上，共完成进尺 79.65 万米。凭借人才储备与过硬技术，2023 年公司共签订钻井工程服务合同 41 个，合同金额达 33.99 亿元，同比增长 26.50%，新签订单金额创历史新高，其中 2023 年 7 月，公司与 Basra Energy Company Limited 签订了钻井工程服务合同，合同金额预计约 3.90 亿美元（约合 27.96 亿人民币），占 2023 年新增订单金额的 82%，进一步巩固了公司在伊拉克市场的影响力。

图18: 公司钻井工程板块收入及毛利率（右轴）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

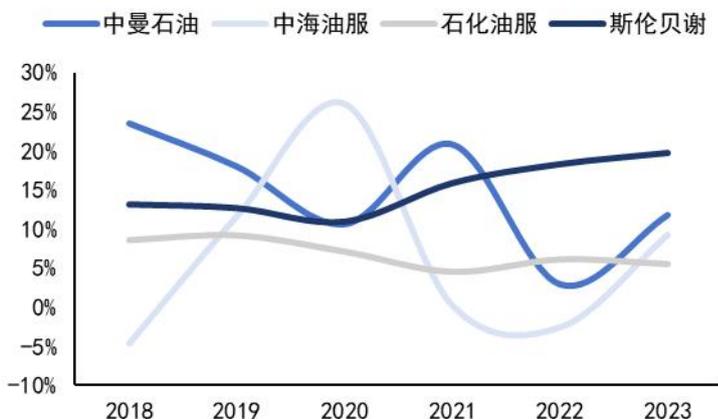
图19: 公司海内外订单金额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司钻井板块毛利率处于国内外行业领先水平，虽受疫情及项目周期影响存在一定的波动，但公司所具备的成本优势仍能使其处于行业领先地位。此外，由于公司海外订单占比更高，得益于海外更为市场化的定价机制，公司毛利率水平整体优于国内国有油服企业。

图20: 国内外企业钻井板块毛利率情况（斯伦贝谢采用油田服务整体毛利率）



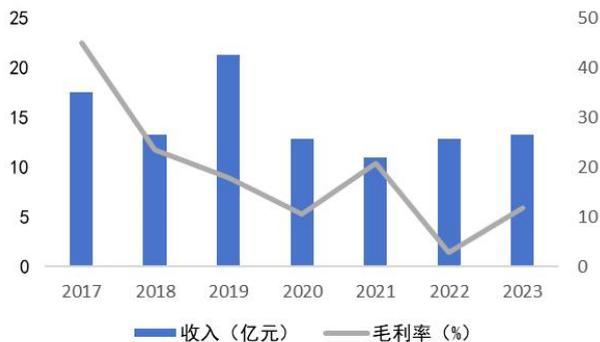
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

钻机装备板块，2019年起，公司优化了市场销售网络，开始在境外市场实现了钻机和修井机整机销售，新增订单数和订单金额大幅提升，并带动公司营收实现高速增长。后续公司每年新增订单均维持在亿元以上水平，使得公司营收及毛利率水平保持了相对稳定。近年来，公司在智能钻井机器人、50 离线钻机、五缸泵、折叠营房、生产指挥系统等科研项目上发力，2023 年，公司在通过墨西哥国家石油公司设备供应和设备租赁两个业务模块的合格供应商资审后，又通过了科威特国家石油公司钻机制造商资审。公司为非洲和土耳其老客户提供了成套钻机和老旧钻机检测及升级改造服务，通过数字化远程协同技术及当地化服务为客户量身定制了专业化的钻机升级改造服务，中东市场已获得多个国有石油公司的合格供应商准入许可。

装备制造与石油勘探开发及石油工程服务相辅相成，一体化优势明显，内部外部

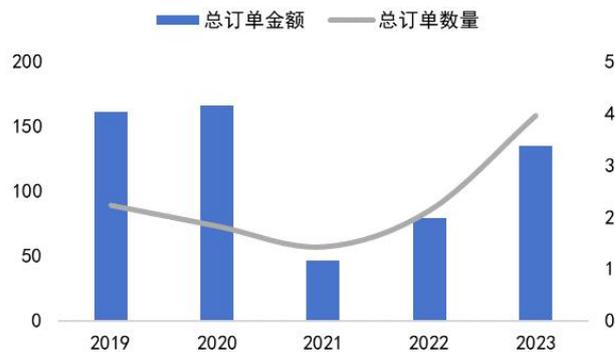
双循环，在外部市场充分竞争保持公司活力的同时，内部促进装备板块的可持续运行。装备板块深耕与拓展国内成熟市场，逐步向海外市场渗透，产品广泛运用到国际市场，激发了公司发展新活力。2023年，公司装备板块签订设备销售及钻井租赁合同共158个，合同金额达3.36亿元，同比增长69.70%。

图21: 公司钻机装备板块收入及毛利率（右轴）



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 公司钻机装备板块订单金额（右轴）及数量



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

营收利润增长板块：油气勘探开发销售

国内油气体制改革深入推进，民营油企迎来转型契机

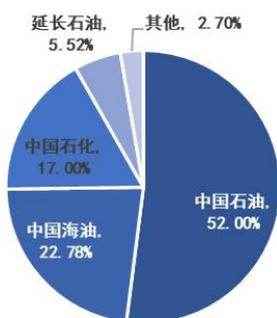
油气行业作为国民经济的命脉，长期以来由国有企业专营。在中国油气大开发的历史进程中，“三桶油”等国有石油公司占据主导，民营企业大多以油服企业的身份参与其中。2023年，中石油、中石化、中海油是中国油气上游市场主要的经营主体，原油产量占据中国原油总产量的92%，延长石油作为国内拥有石油和天然气勘探开发资质的四家国有企业之一，2023年产量约占中国原油产量的5.56%。

2017年，国务院印发了《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，意见指出，需完善并有序放开油气勘查开采体制，提升资源接续保障能力。实行勘查区块竞争出让制度和更加严格的区块退出机制，加强安全、环保等资质管理，在保护性开发的前提下，允许符合准入要求并获得资质的市场主体参与常规油气勘查开采，逐步形成以大型国有油气公司为主导、多种经济成分共同参与的勘查开采体系。近年来，随着油气体制改革深入推进，各个环节的垄断局面逐渐被打破，有实力的民营油服企业也迎来了转型契机。

2017年国土资源部委托自治区人民政府组织实施，由新疆国土资源交易中心对新疆塔里木盆地柯坪西、且末东等5个石油天然气勘查区块探矿权以挂牌方式公开出让。其中塔里木盆地柯坪西区块勘查区面积为1808.095平方公里，柯坪南区块勘查区面积2646.142平方公里，且末东区块2122.521平方公里，温宿西区块1504.292平方公里，温宿区块1095.937平方公里。7家企业经过竞价，最终由中能股份有限公司以14.9067亿元竞得柯坪南区块；新疆能源(集团)石油天然气有限责任公司以3.8084亿元竞得温宿西区块；温宿区块由中曼石油天然气集团股份有限公司以8.6687亿元竞得；柯坪西区块和且末东区块流拍。

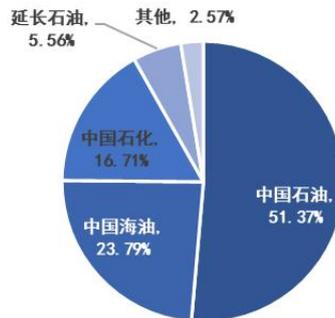
当前国内油气勘探开发的绝大部分优质区块都集中在“三桶油”等国有石油公司手中，民营企业、外资企业等要想获得优质油气区块探矿权，仍有很长一段路要走。但随着油气体制改革的不断深化，不断加快的市场化进程也将吸引更多有实力的民营企业、外资企业入局，丰富行业的竞争格局。

图23：2022年中国原油供应格局



资料来源：各公司公告，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图24：2023年中国原油供应格局



资料来源：各公司公告，国家统计局，国信证券经济研究所整理

表9: 我国主要油气企业国内原油产量情况

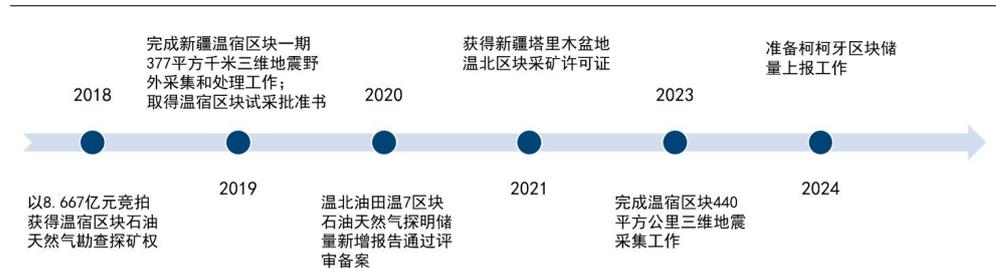
公司	2022 年原油产量 (万吨)	2023 年原油产量 (万吨)
中国石油	10643.6	10730.9
中国海油	4663.1	4970.0
中国石化	3478.4	3490.0
延长石油	1130.1	1162.4
中曼石油	43.4	58.1

资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理

新疆温宿区块, 产量快速增长, 带动营收利润增长

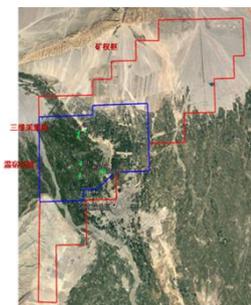
我国首个由民营企业通过挂牌方式获得探矿权的区块, 油气资源丰富, 勘探开发高效推进。温宿区块位于新疆维吾尔自治区阿克苏地区温宿县、阿克苏市境内, 构造上位于塔里木盆地西北部温宿凸起区, 区块面积 1086.26 平方千米。该区块油气勘探始于 1965 年, 50 多年来勘探一直未取得突破。2017 年由自然资源部中国地质调查局油气资源调查中心部署实施的新温地 1 井、新温地 2 井首次在温宿凸起获得高产工业油流, 实现了新区新层油气调查重大突破。2018 年自然资源部在新疆维吾尔自治区国土资源交易中心首次挂牌出让 5 个石油天然气勘查区块探矿权, 中曼集团以 8.6687 亿元竞拍获得该区块探矿权, 是国内第一个通过挂牌方式获得常规石油天然气探矿权的民营企业。公司共计获得 1086.26 平方公里的新疆温宿区块石油天然气勘察探矿权, 目前已完成了其中 817 平方公里的三维地震, 公司根据勘探进展, 综合考虑地理位置、油气藏类型、成藏组合等因素, 将目前已发现的油气区块分别命名为温北油田、柯柯牙油田、红旗坡油田、赛克油田。2020 年温北油田温 7 区块石油天然气探明储量新增报告已获自然资源部备案评审通过并下发储量批复, 2021 年 10 月 19 日获得中华人民共和国自然资源部颁发的采矿许可证, 2022-2023 年相继发现了扩大柯柯牙油田含油气面积, 也发现震旦系、南华系等新的含油层系, 新增储量 1000 万吨。2023 年, 温北联合站建成并投产运行大幅提升了公司原油处理能力, 降低了油气集输的运行成本, 加速了温宿区块上产的步伐。

图25: 温宿油田勘探开发进程



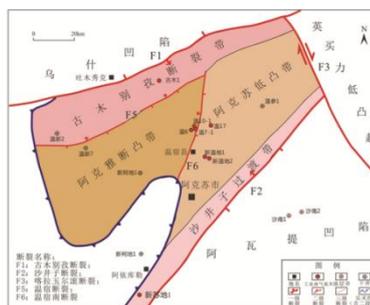
资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图26: 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, 国信证券经济研究所整理

图27: 温宿凸起构造单元划分图



资料来源: 刘亚雷等, 《塔里木盆地温宿凸起构造特征新认识》, 岩石学报, 2022, 38 (9) : 2665, 国信证券经济研究所整理

石油勘探开发资金壁垒较高, 公司现金流水平健康且具备一体化生产能力, 有助于降费控本, 实现油田快速上产, 形成勘探-开发-营收良性循环。2018 年, 公司以 8.6687 亿元获得温宿区块探矿权后, 温北油田温 7 区块油田建设项目投资总额 18.59 亿元, 主要用于在该区块建设投资钻井工程、采油工程、地面工程等, 以形成原油开采能力, 并在实施原油开采活动。其中, 钻井工程费用 13.08 亿元、采油工程费用 2.82 亿元及地面工程费用 2.65 亿元, 拟投入募集资金 13 亿元。油气勘探开发具有高风险、高技术、高投入、长周期的特点, 普通民营企业容易受到资金和风控的影响, 融资难、融资贵制约着民企进入油气勘探开发领域。中曼石油在 2021 年获得采矿权后, 伴随着公司钻井设备制造、钻井工程服务、石油勘探开发三大业务协同发展, 公司体内区块开发并实现了大规模钻探和投产, 项目现金流快速增加, 从而为油田的快速上产提供资金保障, 形成勘探—开发—营收的良性循环。

图28: 三大业务协同发展, 打通油气勘探开发销售上下游

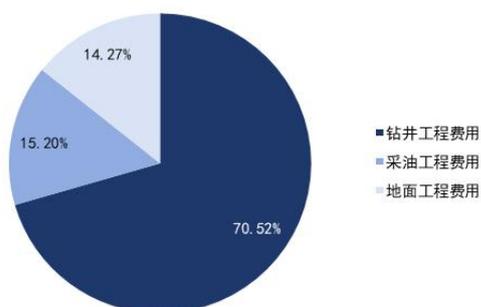


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2021 年获采矿许可证以来原油产销量高速增长。公司通过应用新型的酸化、酸压等技术, 有效的提高了单井产量, 2023 年温宿项目全年累计产油 58.08 万吨, 同比增长 33.82%, 2021-2023 年复合增长率高达 85%; 2023 年温宿区块实现原油销量 51.99 万吨, 同比增长 31.25%。2023 年, 温宿项目储层改造工作取得的显著成效, 上下联动、通力合作, 通过技术改进、梳理操作手册、开展相关实验、优化配方体系、制定完善方案等工作, 形成了适合阿克苏油田的储层改造技术。根据公司定向增发募集说明书, 2025 年, 公司在温宿区块的产油量将达到 80 万吨/

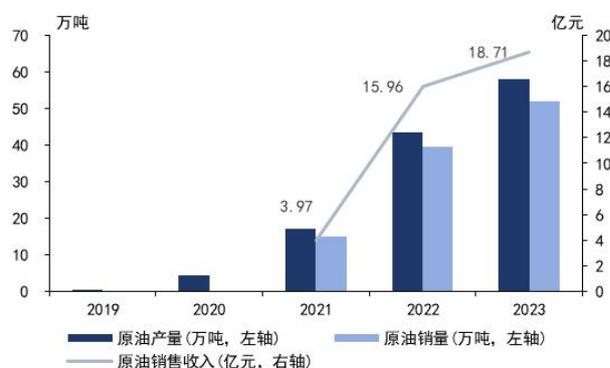
年，往后将维持在 80 万吨/年的高峰产量，产量的持续增长给公司带来了营收、利润的快速增长。

图29: 温宿区块温北油田资金投入占比



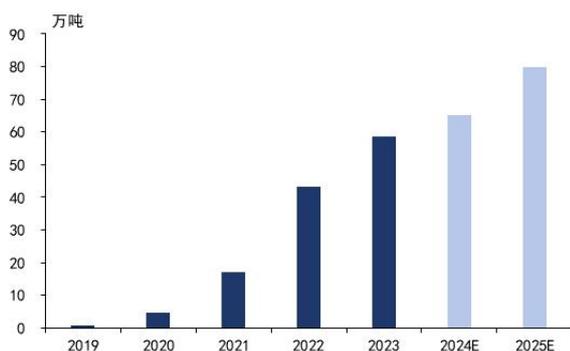
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图30: 温宿油田原油产销量及销售收入



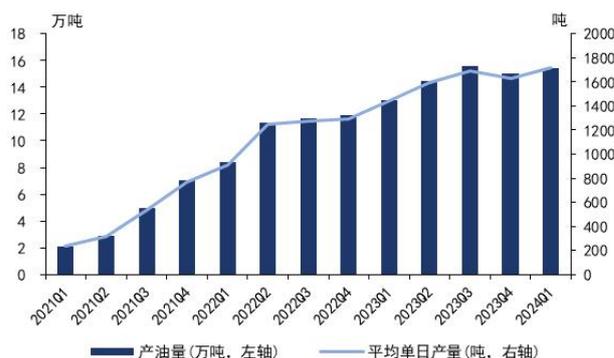
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图31: 2019-2025 年温宿区块原油产量统计及预测



资料来源: 公司募集说明书, 国信证券经济研究所整理

图32: 温宿区块 2021Q1-2024Q1 每季度原油产量

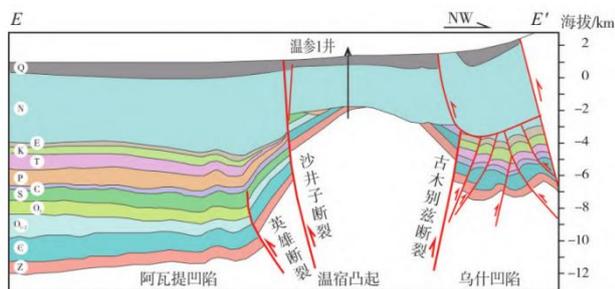


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

温北油气储量丰沛，为当前主要油气产区。温北油田温 7 区块油藏埋深 1100-1800m，具有埋藏浅、储量丰、易开采的特点，公司持有其 100%权益。根据已探明储量，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。

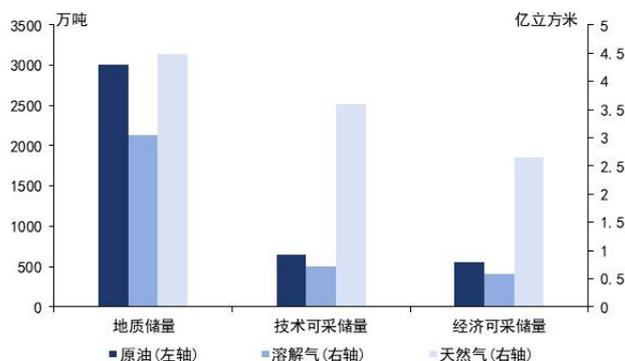
柯柯牙及红旗坡油田勘探有序进行，未来将实现产能的接替。2023 年，公司以柯柯牙油田 F1 断裂带上下盘勘探和评价为重点，兼顾 F2、F3 断裂带和老龙口构造带风险勘探，取得了一系列重要勘探成果，基本探明了柯柯牙油田 F1 断裂带上盘油气储量，内部初步估算柯柯牙油田 F1 断裂带上盘探明石油地质储量 1092.38 万吨。公司计划通过重点开展柯柯牙油田探井和评价井钻探及试油、试采工作，以及继续开发红旗坡和红 11 区块，来完成未来产能的有序接替。

图33: 温宿凸起剖面构造



资料来源: 杨连刚, 熊冉, 康婷婷, 等, 《塔里木盆地沙井子断裂带油气地质条件及勘探潜力》, 海相油气地质, 2023, 28 (03): 280-290, 国信证券经济研究所整理

图34: 温北油田温7区块已探明储量



资料来源: 公司募集说明书, 国信证券经济研究所整理

哈萨克斯坦坚戈及岸边区块油气储量丰富, 未来增产空间较大

公司于 2018 年开始涉足海外油气资源勘探开采业务, 主要通过收购海外股权的方式获得海外油田权益, 目前公司海外主要产油区为哈萨克斯坦的坚戈区块与岸边区块, 其中坚戈项目探明地质储量 6441.4 万吨, 岸边项目经评估地质储量 2523.20 万吨, 两者合计储量近 9000 万吨, 是未来产量提升的重点区块。

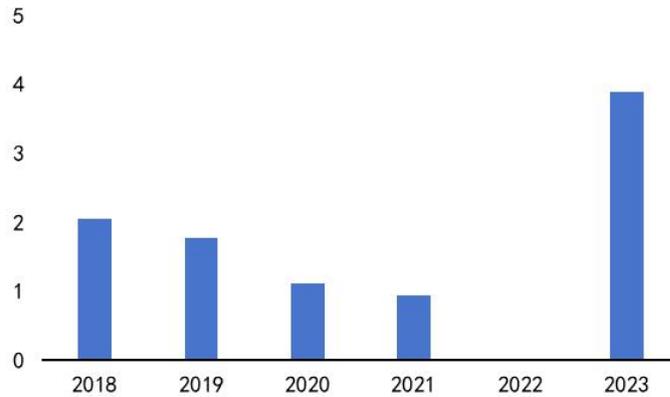
坚戈区块处于开采早期阶段, 储采比较高, 未来将成为公司油气上游业务的重要基石。坚戈油气田位于哈萨克斯坦共和国第二大含油气盆地油气富集带, 紧邻巨型油田乌津油田, 地质条件优越。坚戈油气田的开发分为两个阶段。1970-2000 年为天然气开发阶段, 集中进行天然气开发, 主要生产层段为中侏罗统上部 X III-X VII 层, 产量规模较大, 为当时第二大气田; 2000 年开始对中侏罗统下部 X VIII-X X III 层油气藏实施开采, 采出程度较低。2021-2022 年中曼集团对该油气藏三维地震资料重新处理, 对油气藏重新认识与评价, 2022 年底上报哈国政府获批复 C1+C2 原油地质储量 **7854 万吨**, 溶解气地质储量 86.5 亿方。2023 年对该油田实施产能建设工作, 并全面回复该地区的地面 CPF 建设工作。2023 年, 公司坚戈项目实现**原油产量 10.06 万吨**, **探明地质储量 6,441.4 万吨**, **C1 类原油地质储量采出程度不到 2%**, 处于开发早期阶段。2024 年公司将继续开展产能建设工作, 按照三年滚动规划, 可建成中型规模油气田, 成为中曼集团油气上游业务的重要基石。

2018 年, 坚戈区块由昕华夏能源先行收购。2018 年 12 月, 公司控股股东中曼控股增资 1.2 亿元成为昕华夏能源控股股东, 中曼控股控制的上市公司与昕华夏能源分别经营温宿区块和坚戈区块, 同属石油勘探开发业务, 由此形成同业竞争。2019-2022 年, 中曼海湾增资 3000、4662.42 万美元对昕华夏迪拜股权进行收购。2023 年, 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, 完成了坚戈油田的收购手续。当前坚戈区块由 T0G 公司持有并运营。

深耕伊拉克市场多年，中标油气开发合同为油气上产持续助力

公司深耕伊拉克市场十余年，钻井业务持续发展壮大。2012年，公司开始在伊拉克开展石油项目钻探，与美国贝克休斯公司合作在巴士拉南部的西库尔纳油田开展钻井工程业务；2018年6月，公司与洲际油气签订了《伊拉克油气田开发战略合作协议》，在伊拉克法律允许的范围内，中曼石油通过招投标程序为NK区块提供钻完井工程技术一体化服务和油气田地面工程建设服务，同时提供相应的设备支持，双方将根据法律要求适时成立伊拉克项目联合体；2018年11月，签订了伊拉克格拉芙油田钻井项目合同，合同金额约9900万美元左右；2020年12月，公司与BP IRAQ N.V.（以下简称“BP N.V.”）签订了伊拉克鲁迈拉油田钻井项目合同，合同金额预计8500万美元；2023年7月，公司与BasraEnergyCompanyLimited(简称“BECL”)签订了钻井工程服务合同，合同金额预计约3.90亿美元，本次订单金额较大，标志着公司在伊拉克的市场影响力的提升。

图39：公司在伊拉克市场钻井工程板块订单金额（亿美元）



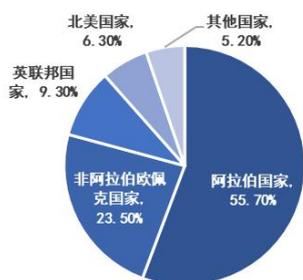
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

伊拉克油气储量丰富，公司中标两大区块开发权。根据《BP世界能源统计图鉴》，2021年伊拉克石油产量为4102千桶/天，在全球占比达到4.6%，为全球第四大产油国；原油储量方面，阿拉伯货币基金组织在《阿拉伯统一经济报告》中表示，阿拉伯国家的原油储量占世界储量的55.7%，伊拉克的储量约占阿拉伯储量的20.7%，占世界石油储量的12%，原油储量排名亦居世界前列，具有巨大的开采潜力。伊拉克政府鼓励国际油气公司参与油田投资，据统计，伊拉克石油部在2008、2009、2010、2012、2018年完成了五轮招标，其中前四轮招标与承包商签署了技术服务合同（Technical Service Contract, TSC，每桶油给予承包商固定报酬费），2018年，伊拉克石油部引入了利润分享协议（即勘探、开发和生产合同，Exploration, Development and Production Contract, EDPC或开发和生产合同，Development and Production Contract, DPC，可视为产品分成合同）。2023年，伊拉克宣布第五轮（+）和第六轮共30个项目招标，中标公司或财团须签订EDPC或DPC合同。

2023年11月，中曼石油获得伊拉克油气田开发及作业资质。2024年5月11日，在伊拉克巴格达召开的第五（+）轮和第6轮油气区块招标中，中曼石油成功中标East Baghdad Field Northern Extension 区块（EBN区块）和Middle Euphrates 区块（MF区块），这是中曼石油继取得新疆温宿区块、哈萨克斯坦坚戈和岸边油田项目之后，在“一带一路”国家上游勘探开发市场取得的又一历史性突破。

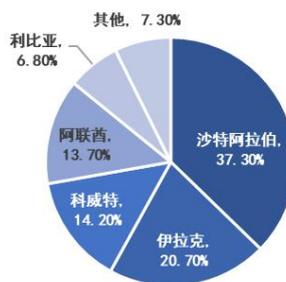
EBN 区块作为招标会上首个出让区块，受到多家石油公司的关注。该区块位于伊拉克中部巴格达省和萨拉赫丁省，总面积 231 平方公里。另一个 MF 区块位于伊拉克中部纳杰夫省和卡尔巴拉省，总面积为 1073 平方公里，经过项目视频展示、报价竞标、现场开标等环节，中曼石油在与其他石油公司的竞争中胜出，成功赢得这两个区块的开发权。根据伊拉克石油部石油合同和许可局，公司此次中标的两个区块均为 DPC 合同，按统一合同条款，开发期限为 20+5 年。后续公司将结合伊拉克油气田开发相关政策和公司实际情况，尽快与伊拉克石油部开展下一步的合同谈判工作。未来，公司将依托一体化业务布局，充分发挥自身技术和管理优势，实现对伊拉克油气区块的高效开发利用，为公司高质量、可持续发展注入新动力。

图40: 2021 年全球探明石油储量占比



资料来源：中华人民共和国商务部，国信证券经济研究所整理

图41: 2021 年中东区域探明石油储量占比

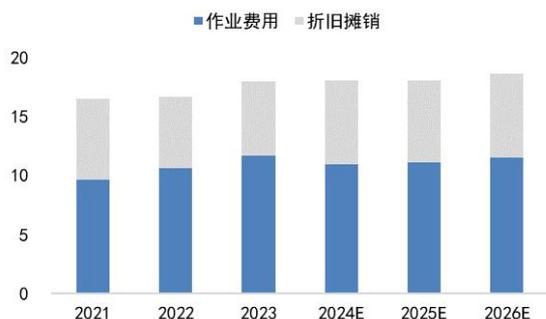


资料来源：中华人民共和国商务部，国信证券经济研究所整理

公司作业费用与折旧摊销较低，行业内成本优势突出

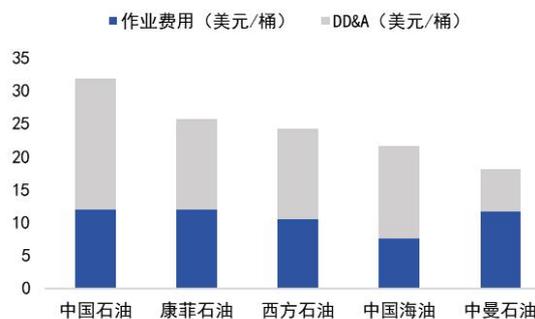
公司当前拥有的油田区块资源禀赋优异：温宿项目油藏埋深浅，温北油田温 7 区块油藏埋深 1100-1800m，开发成本低；坚戈油气田构造简单，储量落实可靠。叠加公司具有装备制造、钻井工程、勘探开采一体化能力，据测算，公司 2023 年桶油作业费用仅约 11.5 美金。公司通过挂牌交易的方式以较低的成本获得了新疆区块的探矿权，折旧摊销费用仅 6.3 美金/桶。公司整体桶油成本低于海内外知名上游勘探开采油气企业，成本优势显著。

图42: 中曼石油近年来作业费用及折旧摊销（美元/桶）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测与整理

图43: 中曼石油与国内外油气公司作业费用及折旧摊销（美元/桶）

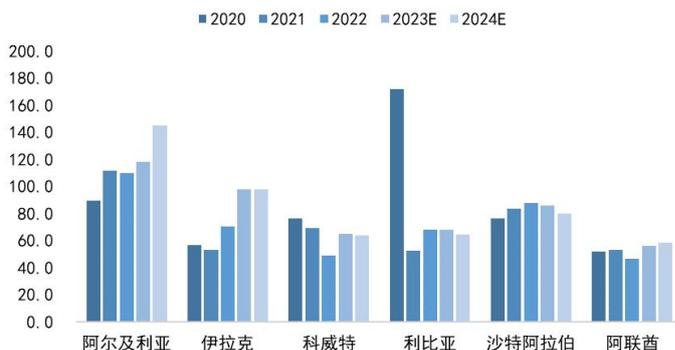


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测与整理

油价判断：布伦特原油价格将维持 80-90 美元/桶区间震荡

我们认为原油整体供需偏紧，当下油价调控主要掌握在供给端手中，由于资本开支力度欠缺以及资源逐渐衰竭，当前原油的供给弹性受限，因此 OPEC+ 组织能够通过调控自愿减产量以达到对原油价格的影响，我们判断 OPEC+ 在较高水平的财政平衡油价下，对于减产控价的意愿仍较为强烈，未来布伦特油价有望维持在 80-90 美元/桶的较高区间震荡。

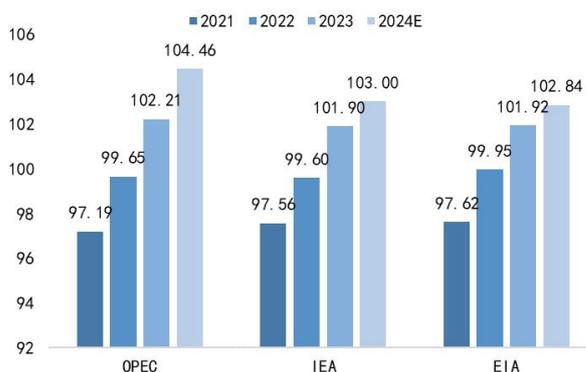
图44: OPEC 主要成员国财政平衡油价（美元/桶）



资料来源：IMF，国信证券经济研究所整理

需求端，国际主流能源机构预计需求小幅增长。根据 OPEC、IEA、EIA 最新 5 月月报显示，2024 年原油需求分别为 104.46、103.00、102.84 百万桶/天（上次预测分别为 104.46、103.10、102.91 百万桶/天），分别较 2023 年增加 225、110、92 万桶/天（上次预测分别增长 225、120、95 万桶/天）。EIA 将 2024 年布伦特价格预期从 88.55 美元/桶调整至 88 美元/桶，将 2025 年布伦特价格预期从 86.98 美元/桶调整至 85 美元/桶。

图45: 主流机构对于原油需求的预测（百万桶/天）



资料来源：IEA，EIA，OPEC，国信证券经济研究所整理

供给端，OPEC+ 继续加大减产力度，6 月 2 日 OPEC+ 召开部长级会议，会议决定将 366 万桶/日集体减产目标延长至 2025 年底，将 220 万桶/日自愿减产目标延长 3

个月至 2024 年 9 月底。

复盘近年来 OPEC+减产历程：由于中东各国及俄罗斯的财政盈亏平衡油价大部分处于 65 美元/桶以上，出于对高油价的诉求，2022 年 10 月第 33 届 OPEC+部长级会议，OPEC+产能配额削减 200 万桶/天，该产量政策一直延续至 2024 年底。

2023 年 5 月起，OPEC+自愿减产 166 万桶/天，2023 年 11 月第 36 届 OPEC+部长级会议，OPEC+再次自愿减产 220 万桶/天。

2024 年 6 月第 37 届 OPEC+部长级会议，决定将 366 万桶/日（200+166 万桶/日）集体减产目标延长至 2025 年底；将 220 万桶/日自愿减产目标延长 3 个月至 2024 年 9 月底，从 2024 年 10 月至 2025 年 9 月逐步取消。同时 OPEC+宣布 2025 年原油产量目标定为 3972.5 万桶/日，2024 年目前为 3942.5 万桶/日，其中，阿联酋产量配额提升 30 万桶/日至 351.9 万桶/日，其增产将从 2025 年 1 月开始分阶段进行直至 2025 年 9 月底。

表10: 八个成员国自愿减产 220 万桶/天将延长至 2024 年 9 月，从 2024 年 10 月开始至 2025 年 9 月逐步取消减产

千桶/日 国家	2024 年				2025 年								2025 年 配额		
	1-9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月		9 月	10-12 月
阿尔及利亚	908	912	917	921	925	929	934	938	942	946	951	955	959	959	1007
伊拉克	4000	4018	4037	4055	4073	4092	4110	4128	4147	4165	4183	4202	4220	4220	4431
科威特	2413	2424	2436	2447	2458	2469	2481	2492	2503	2514	2526	2537	2548	2548	2676
沙特阿拉伯	8978	9061	9145	9228	9311	9395	9478	9561	9645	9728	9811	9895	9978	9978	10478
阿联酋	2912	2926	2939	2953	3000	3047	3094	3140	3187	3234	3281	3328	3375	3375	3519
哈萨克斯坦	1468	1475	1482	1489	1495	1502	1509	1516	1523	1530	1536	1543	1550	1550	1628
阿曼	759	763	766	770	773	777	780	784	787	791	794	798	801	801	841
俄罗斯	8978	9017	9057	9096	9135	9174	9214	9253	9292	9331	9371	9410	9449	9449	9949
8 国合计	30416	30596	30779	30959	31170	31385	31600	31812	32026	32239	32453	32668	32880	32880	34529

资料来源：OPEC，国信证券经济研究所整理

OPEC+减产执行情况：根据 IEA 最新发布的月度报告统计，2024 年 4 月 OPEC+产量为 4143 万桶/天，已经减产 590 万桶/天，减产总体履行率较高，沙特、俄罗斯产量分别为 903、930 万桶/天，均基本兑现了之前的减产承诺。2024 年 4 月 OPEC 9 国合计原油产量相比 2024 年 3 月增加约 4 万桶/天，依旧维持较好的减产力度。出于对高油价的诉求，OPEC+减产约束力仍在，对于油价可以起到良好的托底作用。

表11: OPEC+减产情况（百万桶/天）

国家	3 月产量	4 月产量	4 月较配额	4 月配额	生产能力	实际减产
阿尔及利亚	0.91	0.91	0	0.91	0	0.08
刚果	0.25	0.26	-0.02	0.28	-0.02	0.01
赤道几内亚	0.06	0.05	-0.02	0.07	-0.02	0.01
加蓬	0.23	0.21	0.04	0.17	0.04	0.01
伊拉克	4.26	4.24	0.24	4	0.24	0.63
科威特	2.47	2.49	0.08	2.41	0.08	0.39
尼日利亚	1.24	1.28	-0.22	1.5	-0.22	0.14
沙特阿拉伯	9.02	9.03	0.05	8.98	0.05	3.08
阿联酋	3.14	3.15	0.24	2.91	0.24	1.13
OPEC9 国产量	21.58	21.62	0.4	21.22	0.4	5.48
伊朗	3.25	3.3				
利比亚	1.16	1.19				0.04
委内瑞拉	0.86	0.86				0.01
OPEC12 国产量	26.85	26.97				5.52
阿塞拜疆	0.48	0.48	-0.08	0.55	-0.08	0.06

哈萨克斯坦	1.62	1.59	0.13	1.47	0.13	0.08
墨西哥	1.59	1.6				0.01
阿曼	0.76	0.76	0	0.76	0	0.09
俄罗斯	9.45	9.3	0.2	9.1	0.2	
其他	0.76	0.73	-0.13	0.87	-0.13	0.14
Non-OPEC 合计	14.67	14.46	0.12	12.74	0.12	0.38
OPEC+18 国产量	34.65	34.48	0.51	33.97	0.51	5.85
OPEC+合计	41.52	41.43				5.9

资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

财务分析

2021 年起油气勘探开发贡献营收及利润，产量油价齐升，公司盈利持续增长

2021 年以前，公司业务主要以钻井工程服务为主，2021 年后，公司石油勘探开发开始贡献利润，公司目前以钻井工程、钻井设备、石油勘探开发三项主业并行。2018 年，国际石油价格虽然已复苏，但石油公司资本性支出的完全恢复仍有一定过程，同时由于大部分油服企业在经历油价低谷后，相关企业会采用价格策略拓展市场，虽然行业整体营收情况向好，但利润空间仍在修复中。同时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。由于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 年业绩较去年下滑。2020 年，新冠肺炎疫情全球蔓延以及油价暴跌对公司海外钻井工程业务特别是伊拉克市场业务造成了巨大冲击，项目等停、暂缓开工导致公司营收利润大幅下降，归母净利润同比降低 2922.02%，出现亏损。2021 年起公司转型升级，获得了“新疆塔里木盆地温宿区块油气采矿许可证”，开始整合石油勘探开发、钻井工程服务和钻机设备销售租赁三大业务板块优势资源，强化一体化运作模式，勘探开发业务呈现量价齐升的局面。

油价方面，2021 年起，油气行业景气度处于上升阶段，需求端持续修复，油价逐步回升；2022 年 2 月末俄乌冲突爆发，美欧等西方国家对俄的制裁措施加剧了国际原油市场恐慌情绪蔓延，国际油价一度触及 140 美元/桶；2023 年，主要产油国 OPEC+ 升级自愿减产力度，供给端增量受限，国际原油价格维持在中高位震荡。

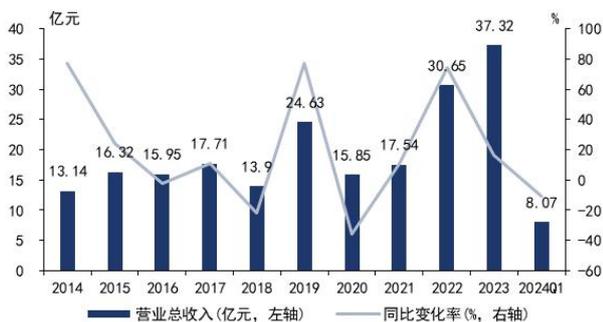
公司原油产量方面，2021 年公司获得采矿许可证后，温宿区块产油量稳步提升，预计温宿区块远期高峰产量将达到 80 万吨/年；2023 年，子公司中曼海湾完成了对昕华夏迪拜 51% 股权收购，公司获得坚戈油田控制权，2023 年坚戈区块实现原油产量 10.6 万吨；在不考虑岸边区块的前提下，预计公司 2024-2026 年的原油产量将达到 82/105/116 万吨。

伴随着公司油气勘探开发销售业务的逐渐壮大，公司营收与归母净利润自 2021 年起均实现逐年增长，其中 2023 年公司实现营业收入 37.32 亿元，同比增加 16.67%，实现归母净利润 8.10 亿元，同比增长 67.88%；2024 年一季度，公司钻井工程处于伊拉克市场新旧合同转换衔接阶段，此外受原油库存累积的影响，公司营业收入 8.07 亿元，同比下降 10.74%，归母净利润 1.72 亿元，同比下降 19.85%。后续随着公司三大区块产能释放，在油价维持当前中高区域震荡的前提下，公司营收、利润将持续增长。

分区域来看，公司 2021 年以前主营业务为钻井工程服务与钻机装备销售租赁，公司业务主要来自海外伊拉克、埃及、巴基斯坦等区域，因此早期公司海外营收、利润占比更高。2021 年起，公司在新疆温宿区块油田逐渐开始放量，显著提升了公司在国内的收入与利润。

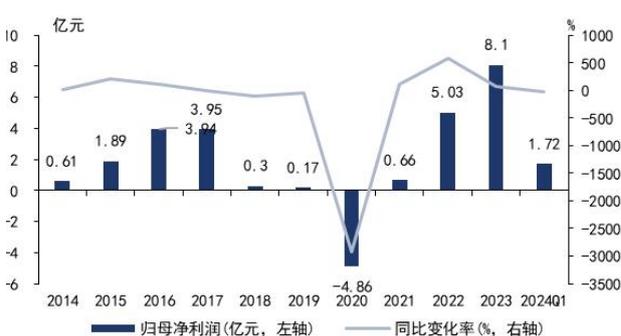
分业务条线来看，近年来由于油价稳定在中高位区间震荡，公司开采成本相对稳定，因此石油勘探开采板块毛利率保持在 70% 以上。钻井工程服务方面，由于公司大包服务存在一定的项目运行周期，进入新的项目早期阶段会对公司毛利率水平产生影响，此外，2020 年由于疫情暴发，停工停产也明显影响了公司毛利率水平。

图46: 公司营业收入情况 (亿元)



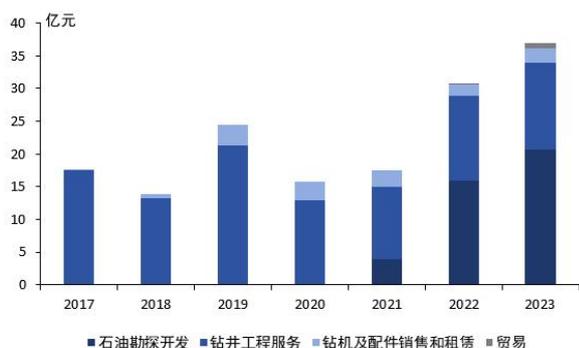
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图47: 公司归母净利润情况 (亿元)



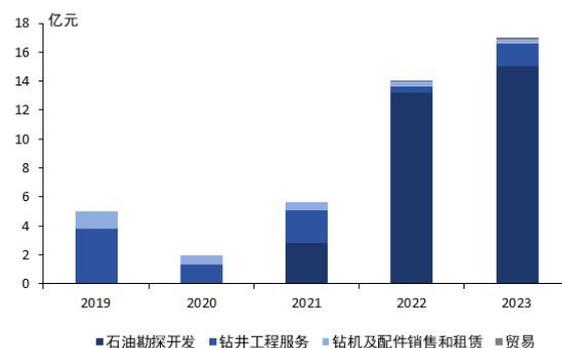
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图48: 公司营收占比 (亿元)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图49: 公司毛利占比 (亿元)



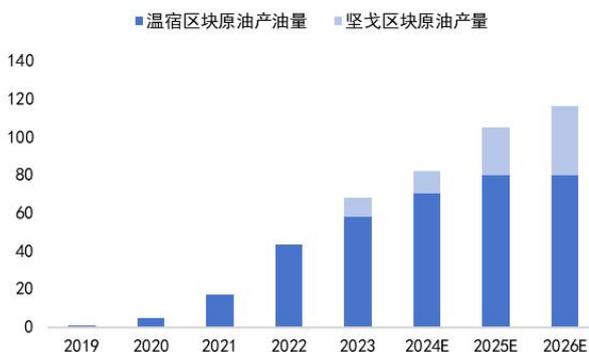
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图50: 原油价格走势 (美元/桶)



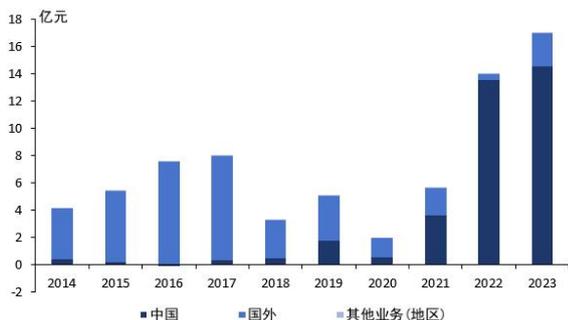
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图51: 公司原油产量情况 (万吨, 不包含对岸边区块的预测)



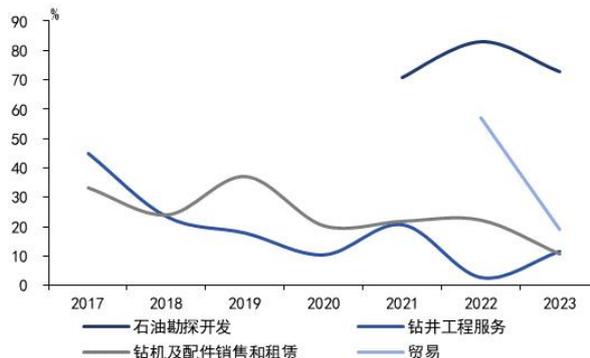
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图52: 2021年起公司国内石油勘探开发业务贡献利润



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图53: 公司细分板毛利率情况 (%)

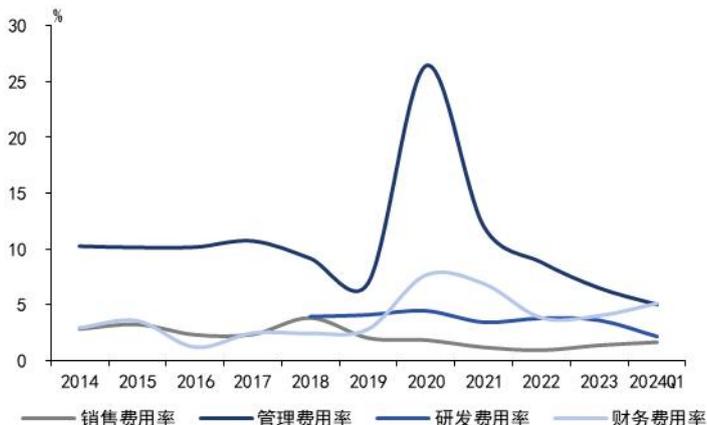


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

公司期间费用率逐渐恢复到历史正常水平

2020年, 受疫情影响, 公司项目停工停产导致营业收入下降, 管理费用率大幅上升, 此外由于俄罗斯货币卢布持续贬值, 公司汇兑损失以及利息支出增加, 从而导致公司财务费用率上升。2021年-2023年, 随着公司营业收入的增加, 公司管理费用率逐步下降到正常水平。2024年Q1, 公司各项费用率均在10%以下。

图54: 公司期间费用率

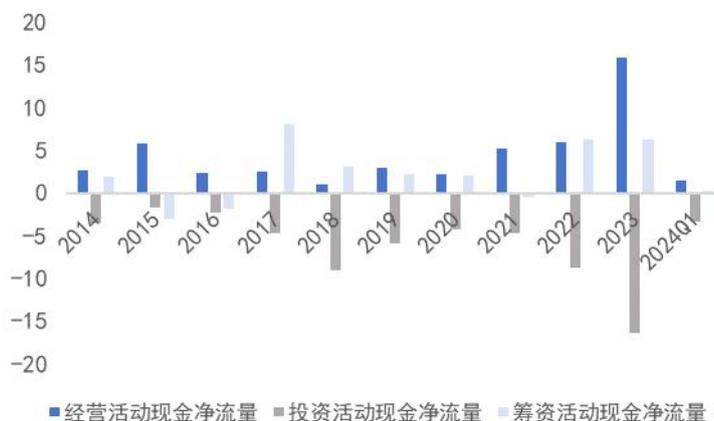


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

公司现金流水平大幅提升

2018年, 公司竞标获得了新疆温宿区块探矿权, 投资支出大幅增加。2021年, 公司装备板块、钻井工程板块业务量减少, 购买商品接受劳务经营性支出降低, 此外新疆温宿油气田开始产出, 公司经营活动产生的现金流量有所增加。2022-2023年, 公司持续增加对油气资产的投资, 同时公司借款收到的现金增加, 筹资活动现金流增加。2023年, 温宿、坚戈项目原油及其衍生品销售收入增加带动公司经营活动产生的现金净额大幅上升。

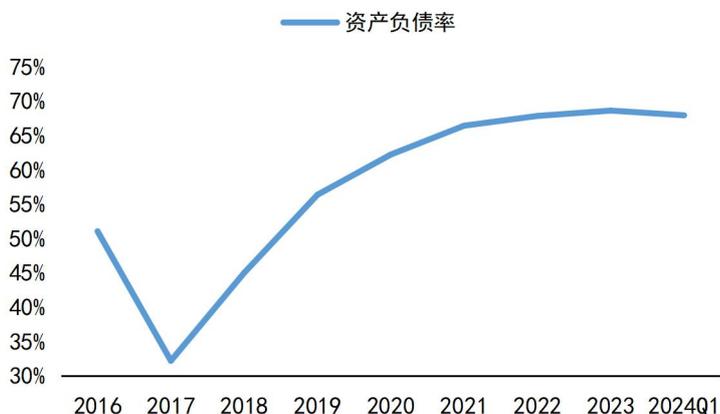
图55: 公司现金流量情况 (亿元)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2018 年公司获得了温宿区块探矿权, 公司全力保障石油勘探开发业务的发展, 资产负债率自 2017 年起逐步提升, 2021 年起钻井工程服务及装备制造业务的复工复产, 公司的整体营运资金出现了缺口, 公司资产负债率逐渐提升至 2023 年的 68.66%, 2024 年一季度略微下降至 67.97%。后续随着公司定向增发资金的落地, 将帮助公司补充流动资金, 公司资产负债率将有所降低。

图56: 公司资产负债率 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

钻机装备销售与租赁业务：伴随着上游投资额的不断提升，我们预计公司在钻机装备销售与租赁板块业务新增订单额将保持在 2-3 亿元/年的范围，每年新增订单转化比例在 0.75-0.85 之间，预计未来三年的营收分别为 2.5/2.1/2.1 亿元，毛利率分别为 22%/20%/19%。

钻井工程服务业务：随着中高区间油价对石油企业的刺激，油服行业景气度回升。预计公司年化进尺增长率为 20%，预计未来三年营收分别为 15.6/19.0/21.8 亿元，毛利率为 13%/12%/12%。

石油勘探开采业务：根据公司定向增发募集说明书，公司未来三年原油产量为 82/105/116 万吨，产销率为 90%，考虑到公司或将于 2024 年收购岸边区块股权，实现并表，我们在考虑到岸边区块的产量后，预计公司 2024-2026 年的产量分别为 86/110/135 万吨，产销量为 90%。假设三大区块中，国内的实现油价挂钩布伦特油价，假设 2024-2026 年布伦特油价为 86/85/85 美元/桶，根据公司历史数据情况，公司在新疆原油销售的油价折价为 10-15 美元/桶，对应 2024-2026 年新疆实现油价为 70.9/71.4/71.5 美元/桶；哈国油价挂钩乌拉尔油价，受西方对俄限价影响，预计 2024-2026 年哈国原油售价为 45/46/50 美元/桶。假设三大区块的平均桶油作业费用为 11.0/11.2/11.6 美元/桶，油气资产折耗分别为 7.2/7.1/7.2 美元/桶。假设 2024-2026 年中美汇率为 7.25/7.00/7.00。对应未来三年，公司石油勘探开发板块营业收入分别为 27.0/32.7/38.9 亿元，毛利率分别为 71.5%/71.1%/69.7%。

表12：中曼石油业务拆分（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
钻机装备销售与租赁业务						
收入（百万元）	246.95	170.97	219.37	249.56	214.82	214.11
成本（百万元）	193.01	132.98	195.83	193.60	172.92	172.69
毛利（百万元）	53.94	37.99	23.54	55.96	41.90	41.42
毛利率	21.84%	22.22%	10.73%	22.42%	19.50%	19.34%
钻井工程服务业务						
收入（百万元）	1100.81	1289.53	1327.91	1560.84	1900.04	2184.13
成本（百万元）	871.77	1252.24	1171.71	1360.96	1676.35	1921.86
毛利（百万元）	229.04	37.29	156.19	199.88	223.69	262.27
毛利率	20.81%	2.89%	11.76%	12.81%	11.77%	12.01%
石油勘探开采业务						
收入（百万元）	396.75	1594.69	2069.40	2697.20	3265.48	3890.63
成本（百万元）	119.40	325.16	565.54	768.81	943.96	1179.72
毛利（百万元）	277.35	1269.52	1503.85	1928.39	2321.53	2710.91
毛利率	69.91%	79.61%	72.67%	71.50%	71.09%	69.68%
贸易及其他业务						
收入（百万元）	9.30	9.96	115.28	62.62	88.95	75.78
成本（百万元）	6.69	4.88	92.42	44.75	62.26	53.05
毛利（百万元）	2.61	5.09	22.85	17.87	26.68	22.74
毛利率	28.05%	51.07%	19.82%	28.54%	30.00%	30.00%
合计						
总营收（百万元）	1753.81	3065.16	3731.95	4570.22	5469.29	6352.48
增速	10.67%	74.77%	21.75%	22.46%	19.67%	16.15%
成本（百万元）	1190.87	1715.25	2025.51	2368.12	2855.49	3317.51

毛利(百万元)	562.94	1349.90	1706.44	2202.10	2613.80	3034.98
毛利率	32.10%	44.04%	45.73%	48.18%	47.79%	47.78%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来3年营收45.7/54.7/63.5亿元, 同比增长22.5%/19.7%/16.2%, 毛利率48.2%/47.8%/47.8%, 毛利22.0/26.1/30.3亿元。

未来3年业绩预测

表13: 未来3年盈利预测表(百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3732	4570	5469	6352
营业成本	2026	2368	2855	3318
销售费用	52	57	67	74
管理费用	242	299	357	406
研发费用	135	166	201	231
财务费用	149	112	122	113
营业利润	1028	1426	1702	2018
利润总额	1021	1419	1694	2011
归属于母公司净利润	810	1120	1336	1586
EPS	2.02	2.80	3.34	3.97
ROE	30.80%	32.81%	30.73%	29.06%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司2024-2026年收入分别为45.70/54.69/63.52亿元, 归属母公司净利润11.20/13.36/15.86亿元, 利润年增速分别为38%/19%/19%。每股收益分别为2.80/3.34/3.97元。

盈利预测的敏感性分析

由于公司主要产品为能源品和大宗化工品, 周期属性较强, 公司的主营业务包括上游油气开采, 受原油价格影响较大, 因此我们以EIA预测布油价格数据为基准, 在此基础上分别设置油价上下浮动10美元、20美元五种不同情景下的表现来测算公司业绩敏感性。

盈利预测情景分析

表14: 情景分析(原油价格上浮20美元、上浮10美元、中性预测、下浮10美元、下浮20美元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
原油价格上浮20美元预测					
营业收入(百万元)	3,065	3,732	5,235	6,206	7,087
(+/-%)	74.8%	21.8%	40.3%	18.6%	14.2%
净利润(百万元)	503	810	1569	1835	2086
(+/-%)	661.0%	60.9%	93.7%	17.0%	13.7%
摊薄EPS	1.26	2.02	3.92	4.59	5.21
原油价格上浮10美元预测					
营业收入(百万元)	3,065	3,732	4,903	5,838	6,720
(+/-%)	74.8%	21.8%	31.4%	19.1%	15.1%
净利润(百万元)	503	810	1344	1586	1836
(+/-%)	661.0%	60.9%	66.0%	18.0%	15.8%
摊薄EPS	1.26	2.02	3.36	3.96	4.59
中性预测					

营业收入(百万元)	3,065	3,732	4,570	5,469	6,352
(+/-%)	74.8%	21.8%	22.5%	19.7%	16.1%
净利润(百万元)	503	810	1120	1336	1586
(+/-%)	661.0%	60.9%	38.3%	19.3%	18.7%
摊薄 EPS(元)	1.26	2.02	2.80	3.34	3.97
原油价格下浮 10 美元预测					
营业收入(百万元)	3,065	3,732	4,238	5,101	5,985
(+/-%)	74.8%	21.8%	13.6%	20.4%	17.3%
净利润(百万元)	503	810	895	1087	1337
(+/-%)	661.0%	60.9%	10.5%	21.4%	23.0%
摊薄 EPS	1.26	2.02	2.24	2.72	3.34
原油价格下浮 20 美元预测					
营业收入(百万元)	3,065	3,732	3,906	4,732	5,618
(+/-%)	74.8%	21.8%	4.7%	21.2%	18.7%
净利润(百万元)	503	810	671	837	1087
(+/-%)	661.0%	60.9%	-17.2%	24.9%	29.8%
摊薄 EPS	1.26	2.02	1.68	2.09	2.72
总股本(百万股)	400	400	400	400	400

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：29.28–34.78 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表15：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	10.67%	74.77%	21.75%	22.46%	19.67%	16.15%	25.00%	25.00%
营业成本/营业收入	67.74%	54.24%	54.27%	51.82%	52.21%	52.22%	55.00%	55.00%
管理费用/营业收入	11.93%	8.75%	6.44%	6.50%	6.48%	6.36%	6.30%	6.30%
研发费用/营业收入	3.45%	3.80%	3.62%	3.63%	3.68%	3.64%	3.65%	3.66%
销售费用/销售收入	1.21%	0.95%	1.39%	1.25%	1.23%	1.17%	1.13%	1.20%
营业税及附加/营业收入	0.98%	4.58%	3.15%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税税率	44.43%	26.80%	19.59%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
股利分配比率	131.44%	25.36%	30.48%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表16：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.08	T	20.00%
无风险利率	2.50%	Ka	9.52%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.48
公司股价（元）	23.84	Ke	12.12%
发行在外股数（百万）	400	E/(D+E)	68.33%
股票市值(E, 百万元)	9536	D/(D+E)	31.67%
债务总额(D, 百万元)	4420	WACC	9.80%
Kd	6.00%	永续增长率（10年后）	0.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据公司历史数据以及未来规划，公司分红情况较好，因此我们采用 DDM 估值方法，得出公司价值区间为 29.28–34.78 元。从估值方法特征来看，以 DDM 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、分红较为稳定的公司，因为周期股盈利波动较大，因此在周期股预测中存在失真现象。

表17：中曼石油 DDM 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
每股红利	0.84	1.00	1.19	1.38	1.75	4.42	4.88	5.39	5.84	6.15	53.16
PV（红利）	0.75	0.80	0.84	0.87	0.99	2.22	2.19	2.16	2.09	1.96	16.93
每股价值	31.80										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 Ke 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		Ke 变化				
		11.1%	11.6%	12.12%	12.6%	13.1%
永续 增长 率变 化	1.5%	38.36	35.84	33.57	31.53	29.67
	1.0%	37.14	34.78	32.65	30.71	28.96
	0.5%	36.03	33.81	31.80	29.96	28.29
	0.0%	35.02	32.93	31.02	29.28	27.68
	-0.5%	34.10	32.11	30.30	28.64	27.11

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 29.70–35.64 元

中曼石油的主营业务包括: 钻机装备销售与租赁、钻井工程服务与石油勘探开发业务。基于此, 我们选择了中海油服、海油工程、中油工程、斯伦贝谢、杰瑞股份作为公司在钻机装备销售与租赁以及钻井工程服务方面的可比公司; 选择了中国石油、中国海油、西方石油、康菲石油作为公司在石油勘探开发方面的可比公司。选择理由如下:

油服板块: 中海油服、中油工程分别为中国海洋石油集团、中国石油天然气集团旗下专注于油田生产服务、油田工程建设的业务平台, 属于国有油服企业, 主要承接集团的油田服务项目, 与中曼石油在钻井工程服务领域具有一定的相似度; 斯伦贝谢为全球最大的油田服务公司, 与中曼石油在海外的钻井工程服务业务具有一定的相似度; 杰瑞股份为我国民营油田服务公司, 与中曼石油在公司性质以及钻机装备、钻井服务业务方面具有相似性。

中海油服: 公司隶属油田服务行业, 是中国近海最具规模的油田服务供应商, 也是亚洲地区功能最全、服务链最完整、最具综合性的**海上油田服务公司**。公司的业务涉及石油及天然气勘探、开发及生产的各个阶段, 主要分为**钻井服务、油田技术服务、船舶服务、物探勘察服务**四大板块。公司占据了国内近海油田技术服务市场大部分份额, 其中固井、泥浆等服务在中国近海拥有绝对市场优势; 公司在市场上拥有和操作规模最庞大和功能最广泛的大型装备群, 具有较强的竞争能力, 可服务于整个中国海域的油田服务市场。2023 年, 公司营收 441.09 亿元, 其中钻井服务收入 120.68 亿元, 占公司主营业务 27.36%。与中曼石油在国内钻井服务板块方面构成可比。

中油工程: 公司作为中石油集团旗下工程建设业务核心平台, 主营业务为以**油气田地面工程服务、储运工程服务、炼化工程服务、环境工程服务、项目管理服务**为核心的石油工程设计、施工及总承包等相关工程建设业务。公司陆上油气田地面工程设计施工水平和能力处于国内领先地位; 陆上长输管道建设处于国内领先地位, 施工技术达到国际先进水平; 炼油化工加快了赶超步伐, 在大型乙烯、大型炼厂、大型氮肥等成套技术开发上取得重大进展, 聚酯技术、PTA 技术、丙烯酸及酯技术达到了国内领先、国际一流的水平。2023 年, 公司营收 803.43 亿元, 其中油气田地面工程收入 323.79 亿元, 占公司主营业务 40.30%。与中曼石油在国内油服业务板块构成可比。

斯伦贝谢: 公司是**全球最大的油田技术服务公司**, 主要为客户提供实时的油气田综合服务和解决方案的综合服务, 并将其信息技术和网络解决方案拓展到油气行业以外的其它领域。主要业务领域包括传统的**油田服务和信息技术服务**。公司拥有油藏描述、钻井、生产、卡梅隆四大业务集团, 拥有 23 个专业部门, 涉及 9

大领域。目前公司主营业务集中在北美、拉美、欧洲、非洲、中东、亚洲等区域。2023年，公司营收2347亿元，其中钻井服务收入955亿元，占公司主营业务40.69%。与中曼石油在海外钻井服务板块构成可比。

杰瑞股份：公司是一家油田服务企业，主营**油田专用设备制造，油田、矿山设备维修改造及配件销售和海上油田钻采平台工程作业服务**。公司是多家国外厂家的中国服务代理和分销商，与多家国外生产厂商保持着经常性的采购往来。关键部件三缸柱塞泵公司与美国OFMPUMP公司签订有战略合作协议，保证了公司产品所使用的柱塞泵性价比最优，使整机性能及价格具有较强的竞争力，此外公司已成为中石油集团勘探开发设备一级供应网络成员。2023年，公司营收139.12亿元，其中油田服务及设备收入93.05亿元，主营业务占比为66.88%。与中曼石油在钻井服务及钻井设备方面构成可比。

石油勘探开发板块：石油勘探开发方面，受限于政策、资质、资金等多方面原因，我国绝大多数油田的勘探开采权都在国有企业手中，我们选择了专注上游油气开采的中国海油与中国石油作为中曼石油在国内新疆温宿区块油田的可比标的；鉴于公司在哈萨克斯坦拥有两个区块的权益，并拥有伊拉克两个区块的勘探开发权，我们选择了国际能源龙头企业西方石油与康菲石油作为中曼石油在海外业务的可比标的。

中国石油：公司是中国油气行业占主导地位的最大的**油气生产和销售商**，是中国销售收入最大的公司之一，也是世界最大的石油公司之一。公司致力于发展成为具有较强竞争力的国际能源公司，成为全球石油石化产品重要的生产和销售商之一。中国石油广泛从事与石油、天然气有关的各项业务，主要包括：**原油和天然气的勘探、开发、生产和销售；原油和石油产品的炼制、运输、储存和销售；基本石油化工产品、衍生化工产品及其他化工产品的生产和销售；天然气、原油和成品油的输送及天然气的销售**。2023年，公司营收30110.12亿元，其中油气销售收入24923.92亿元，占比82.78%。中国石油的油气销售收入占比与中曼石油具有一定相似度，与中曼石油在国内的油田勘探开发构成可比。

中国海油：公司主要业务为**原油和天然气的勘探、开发及销售**，是中国最大的**海上原油及天然气生产商，也是全球最大的独立油气勘探及生产集团之一**。在国内，公司通过自营作业及以产品分成合同的形式与合作伙伴合作，在渤海、南海西部、南海东部和东海等区域进行油气勘探、开发和生产活动，并在陆上进行非常规油气勘探、开发和生产活动。在海外，公司拥有多元化的优质资产，在多个世界级油气项目持有权益。目前公司的资产遍及世界二十多个国家和地区，包括印度尼西亚、澳大利亚、尼日利亚、伊拉克、乌干达、阿根廷、美国、加拿大、英国、巴西、圭亚那、俄罗斯和阿联酋等。2023年，公司营收4166.09亿元，其中油气销售收入3278.67亿元，占比78.70%。中国海油的油气销售收入占比与中曼石油具有一定相似度，与中曼石油在海外的油田勘探开发一定程度上构成可比。

西方石油：公司成立于1920年，是一家国际石油和天然气勘探和生产公司，主要业务包括：**油气勘探开发、化工业务以及天然气运输等**。公司业务主要在美国、中东和拉丁美洲开展。OxyChem子公司是北美主要的化学品制造商。2023年，公司营收2001亿元，其中油气销售收入1507亿元，占比75.31%。与中曼石油在海外的油田勘探开发一定程度上构成可比。

康菲石油：公司是一家综合性的跨国能源公司，全美大型能源集团之一，由Phillips石油公司和Conoco公司合并成立。主要从事石油、天然气勘探、生产、加工和营销，以及化工和塑料产品的生产和销售。核心业务包括石油的开发与炼制，天然气的开发与销售，石油精细化工的加工与销售等石油相关产业。公司已

拥有深水勘探与生产技术、油藏管理和开发、三维地震技术、高等级石油焦炭改进技术和脱硫技术。2023 年，公司营收 4114 亿元，其中油气销售收入占比约为 88%，与中曼石油在海外的油田勘探开发一定程度上构成可比。

表19: 相对估值表

公司类别	公司名称	收盘价 2024. 6. 18	EPS			PE			PB
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E
油服企业	中海油服	17.05	0.82	1.01	1.20	20.79	16.88	14.21	1.97
	中油工程	3.13	0.15	0.18	0.19	20.87	17.39	16.47	0.66
	斯伦贝谢	43.63	3.53	4.20	4.68	12.36	10.39	9.32	3.01
	杰瑞股份	36.10	2.75	3.22	3.62	13.13	11.21	9.97	1.89
	平均					16.79	13.97	12.49	1.88
油气企业	中国石油	9.76	0.95	0.99	1.03	10.27	9.86	9.48	1.2
	中国海油	30.05	3.06	3.27	3.46	9.82	9.19	8.68	2.05
	西方石油	60.20	3.74	4.52	4.47	16.10	13.32	13.47	2.37
	康菲石油	109.54	8.84	9.67	9.61	11.40	9.61	11.40	2.6
	平均					11.20	10.63	6.41	2.06
	平均					13.99	12.30	9.45	1.97
	中曼石油	24.24	2.80	3.34	3.97	8.66	7.26	6.11	3.84

资料来源：国内油企及油服企业采用 Wind 一致预期，海外油企及油服企业采用 Bloomberg 一致预期，中曼石油来自国信证券经济研究所预测，国信证券经济研究所整理

根据 Wind 一致盈利预测以及 Bloomberg 一致盈利预测，油服企业 2024 年的平均 PE 为 16.79 倍，油气勘探开采企业的平均 PE 为 11.20 倍，行业整体平均 PE 为 13.99 倍。我们判断未来三年油价将保持在较高区间震荡，公司的原油产能将逐渐释放，公司的桶油成本具备行业领先优势，鉴于公司营收利润中原油占比逐渐提升，我们参考油气企业估值水平，给予公司 10-12 倍 PE，对应股价为 28.00-33.60 元。

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 28.00-33.60 元之间，对应今年市盈率 10-12 倍，相对于公司目前股价有 23%-35%溢价空间。考虑公司较好的成长性，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 28.00-33.60 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、公司普通权益资本成本（ K_e ）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

公司普通权益资本成本（ K_e ）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 K_e 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 K_e 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的海内外油服与油气勘探开发企业，比如中海油服、海油工程、中油工程、斯伦贝谢、杰瑞股份、中国石油、中国海油、康菲石油、西方石油等公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司未来三年的一致盈利预测 PE 做为相对估值的参考，同时考虑到未来油价保持较高区间，公司在产能逐渐释放以及维持桶油成本优势的基础上，最终给予公司 2024 年 10-11 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 23%/20%/16%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 48%/48%/48%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利率高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司三大区块产能将有序释放，带动公司营收利润上行，若实际投产推迟、达产不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司盈利受布伦特原油价格影响较大，我们预计未来 3 年布伦特原油价格为 86/85/85 美元/桶，新疆区域实现油价为 71/71/72 美元/桶，哈国实现油价为 45/46/50 美元/桶。上游油气本质上属于周期性行业，若未来供需结构大幅变化，如 OPEC+ 组织提前结束减产或美国页岩油大幅增产，或由于疫情等重大灾害大幅影响原油需求，将会使得供需错配，原油价格或将大幅低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

资本开支过高导致公司现金流断裂风险：上游油气勘探开采资本开支较高，通常需要公司提前垫付一定体量的资金用于购买油田股权或购得探矿权，若公司未能在购得油田后快速产出原油并实现销售，可能会出现现金流断裂的风险。2023 年公司经营活动现金流净额为 15.83 亿元，投资活动现金流净额

为 16.35 亿元，筹资活动现金流净额为 6.22 亿元，后续随着公司在伊拉克的两大区块油田勘探开发推进，将有更多资本开支投入，若公司能在区块内高效产出原油产品，将能有效规避风险。

为满足石油产业投资及其下属子公司业务经营发展需要，公司股东中曼控股、实控人朱逢学、李玉池曾将公司股票质押进行融资。当前公司控股股东中曼控股持有公司 21.59% 的股份，其中累计质押股份占持股数量的比例已经降至 58.55%，控股股东及一致行动人累计质押股份占总持股的比例降至 41.40%。目前中曼控股股票质押率虽然较高，但股份质押风险总体可控。中曼控股正在通过盘活存量资产、债务置换以及其他有效的方式，争取尽快降低股票质押率。

此外，为偿还债务、归还股票质押融资贷款、降低股票质押风险，公司实控人也曾减持、司法拍卖公司股票。经统计，公司股东的减持严格按照要求履行了信息披露义务，减持计划符合相关法律法规、部门规章和规范性文件的相关规定。

表20: 公司股东减持明细

股东	公告时间	减持数量(股)	减持比例	减持金额(元)	拟减持原因
中曼控股	2024-05-28	2,200,000	0.55%	52,727,600.00	归还股票质押融资贷款、降低股票质押风险,减持公司股份
中曼控股、朱逢学、共兴投资、共荣投资、共远投资	2024-05-07	不超过: 12,000,000 股	不超过: 3.00%	按市场价格	偿还债务及自身资金需求
共兴投资	2023-10-21	0	0%	0	
共荣投资	2023-10-21	19500	0.0049%	403670	
共远投资	2023-10-21	45700	0.0114%	957155	
重庆岚海	2023-10-21	3330000	0.8325%	65865284	
重庆岚海	2023-06-28	130,000	0.0325%	大宗交易	基于自身经营发展对资金的需求
中曼控股、朱逢学、共兴投资、共荣投资、共远投资	2023-06-01	11,933,700	2.98%	195,568,616.78	
中曼控股	2023-05-05	24,000,000	6.00%	协议转让-李轩	归还股票质押融资贷款、降低股票质押风险,减持公司股份
朱逢学	2023-05-05	11,000,000	2.75%	协议转让-青岛皓云	归还股票质押融资贷款、降低股票质押风险,减持公司股份
中曼控股、朱逢学、共兴投资、共荣投资、共远投资	2023-03-28	4,000,000	1.00%	70,354,570.24	
共兴投资	2022-11-26	2,056,000	0.5140%	43,194,472.00	
共荣投资	2022-11-26	1,753,400	0.4383%	36,818,093.00	
共远投资	2022-11-26	4,166,000	1.0415%	88,024,242.00	
李玉池	2022-11-22	20,060,000	5.01%	协议转让	
共兴投资	2022-04-12	1,029,600	0.2574%	17,595,303.00	
共荣投资	2022-04-12	867,800	0.2169%	14,857,456.00	
共远投资	2022-04-12	2,102,570	0.5256%	36,062,885.20	
中曼控股	2021-11-03	16,000,000	4.00%	协议转让-杭州鑫曼	
李玉池	2021-11-03	20,121,212	5.03%	协议转让-杭州鑫曼	为归还股票质押融资借款被违约处置,降低股票质押风险
中曼控股	2021-09-16	4,000,000	1.00%	集中竞价	为归还股票质押融资借款被违约处置,降低股票质押风险
中曼控股	2021-09-16	16,000,000	4.00%	协议转让-谢德志	
红杉信远	2021-03-31	13,131,428	3.28%	117,705,906.16	出于自身经营发展需要
红杉聚业	2021-03-31	8,754,284	2.19%	78,470,606.48	出于自身经营发展需要
红杉信远	2020-11-20	7,200,000	1.80%	72,257,150	
红杉聚业	2020-11-20	4,800,000	1.20%	48,275,862	
红杉信远	2020-09-04	2,400,000	0.60%	30,194,521	
红杉聚业	2020-09-04	1,600,000	0.39%	20,129,332	
深创投	2020-06-20	6,443,600	1.6109%	86,934,996	信息披露义务人经营发展需要
红杉信远	2020-05-12	0	0%	0	
红杉聚业	2020-05-12	0	0%	0	

深创投	2019-04-12	3,640,000	0.91%	61,014,956.00
红杉信远	2019-04-12	2,400,000	0.60%	37,768,260.47
红杉聚业	2019-04-12	1,600,000	0.40%	25,166,200.31

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表21：公司股权质押情况

股东名称	持股数量	持股比例	累计质押数量	质押占比
中曼控股	86,369,800	21.59%	43,903,574	50.83%
朱逢学	34,163,398	8.54%	0	0%
李玉池	7,878,460	1.97%	7,800,000	99.00%
共兴投资	4,500,017	1.13%	4,500,000	100.00%
共荣投资	8,246,811	2.06%	4,100,000	49.72%
共远投资	4,485,730	1.12%	0	0%
合计	145,644,216	36%	60,303,574	41.40%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

油价大幅波动风险：油价对于石化企业影响较大，虽然我们对于油价中枢进行合理假设，但在实际经营过程中，油价不可避免会出现一定波动，若油价波动率较大，可能会导致石化企业经营决策的变化，从而导致实际产品产销高于或低于原有的规划，从而造成经营业绩与预测情况造成偏离过大的情况。

恶劣天气、地震等自然灾害风险：诸如台风频发或地震等难以预测的自然灾害等可能给公司的生产经营，带来较大不利影响和不可预知的风险。

境外经营的风险：公司下设多家境内外子公司，层级较多，面临各国法律及税收的监管要求。如果未来境外子公司所在国家或地区法律及税收的监管要求发生不利变化，同时公司实际控制人、管理层缺少相应的管理经验和能力，将增加公司管理协调的难度，带来经营管理风险，从而对公司业绩造成不利影响。

此外，立信会计师事务所（特殊普通合伙）作为中曼石油天然气集团股份有限公司（以下简称“公司”或“中曼石油”）2019年度财务报告审计机构，为公司出具了保留意见的审计报告。意见主要内容为，“截至2019年12月31日，中曼石油账面余额为31,984.79万元的存货、114,989.37万元的固定资产和14,980.48万元的在建工程存放在或位于伊拉克、俄罗斯、巴基斯坦、哈萨克斯坦等国家。由于相关国家因新冠疫情实施管控措施以及部分地区实施宵禁措施，我们无法对存放在或位于上述国家的上述资产实施现场监盘和检查，也无法实施有效的替代程序，因此，我们无法就上述资产于2019年12月31日的存在和状况获取充分、适当的审计证据。”公司在力所能及的范围内提供了相关的视频盘点资料，并认为视频盘点在目前的特殊情况下有其一定的合理性和必要性，但由于新冠疫情原因，会计师不能对公司位于或存放于海外的固定资产、存货等进行现场监盘和检查，且认为视频盘点不符合相关审计准则的要求，故出具保留意见的审计报告。2019年后，随着疫情影响褪去，未曾再次出现过会计师事务所出具保留意见审计报告。

财务风险

汇率风险：全球石油交易绝大部分以美元结算，公司业绩中海外业务占有不

小的比例，但公司业绩通常以人民币结算，如果人民币与美元汇率出现较大波动，可能对公司业绩汇算产生不利影响。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于技术密集型行业，涉及**技术，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。公司目前拥有研发技术人员 291 人，占总人数 11%。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

政策风险

公司所处传统能源行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

“碳达峰、碳中和”政策可能对公司的长期发展存在一定制约，如果公司未来不能够及时转型，业务发展空间可能受限。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	764	1250	2428	3267	4775	营业收入	3065	3732	4570	5469	6352
应收款项	715	764	1208	1280	1489	营业成本	1662	2026	2368	2855	3318
存货净额	501	595	837	942	1112	营业税金及附加	140	118	137	164	191
其他流动资产	651	543	695	891	927	销售费用	29	52	57	67	74
流动资产合计	2642	3164	5181	6393	8317	管理费用	270	242	299	357	406
固定资产	2314	2553	2925	3027	3025	研发费用	117	135	166	201	231
无形资产及其他	52	58	57	56	54	财务费用	116	149	112	122	113
投资性房地产	2147	3357	3357	3357	3357	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	3	(4)	(1)	(1)
资产总计	7155	9132	11519	12832	14753	其他收入	(149)	(120)	(166)	(201)	(231)
短期借款及交易性金融负债	1218	1706	1414	1134	1254	营业利润	698	1028	1426	1702	2018
应付款项	996	1113	1449	1718	2028	营业外净收支	(11)	(7)	(7)	(8)	(7)
其他流动负债	813	1219	1242	1586	1909	利润总额	687	1021	1419	1694	2011
流动负债合计	3027	4038	4105	4438	5191	所得税费用	184	200	284	339	402
长期借款及应付债券	1122	1506	3006	3006	3006	少数股东损益	(1)	11	16	19	22
其他长期负债	708	727	752	783	825	归属于母公司净利润	503	810	1120	1336	1586
长期负债合计	1829	2232	3757	3788	3830	现金流量表（百万元）					
负债合计	4857	6270	7862	8227	9022	净利润	503	810	1120	1336	1586
少数股东权益	(2)	233	244	257	273	资产减值准备	(10)	(3)	(1)	(0)	(0)
股东权益	2300	2629	3413	4348	5459	折旧摊销	305	340	245	289	314
负债和股东权益总计	7155	9132	11519	12832	14753	公允价值变动损失	0	(3)	4	1	1
关键财务与估值指标						财务费用	116	149	112	122	113
每股收益	1.26	2.02	2.80	3.34	3.97	营运资本变动	(314)	(705)	(455)	270	260
每股红利	0.32	0.62	0.84	1.00	1.19	其它	10	11	12	13	16
每股净资产	5.75	6.57	8.53	10.87	13.65	经营活动现金流	494	451	925	1909	2177
ROIC	12.83%	15.23%	18%	21%	25%	资本开支	0	(577)	(619)	(390)	(313)
ROE	21.88%	30.80%	33%	31%	29%	其它投资现金流	(11)	(1)	0	0	0
毛利率	46%	46%	48%	48%	48%	投资活动现金流	(11)	(579)	(619)	(390)	(313)
EBIT Margin	28%	31%	34%	33%	34%	权益性融资	11	0	0	0	0
EBITDA Margin	38%	40%	39%	39%	39%	负债净变化	679	384	500	0	0
收入增长	75%	22%	22%	20%	16%	支付股利、利息	(128)	(247)	(336)	(401)	(476)
净利润增长率	661%	61%	38%	19%	19%	其它融资现金流	(1150)	340	(292)	(280)	120
资产负债率	68%	71%	70%	66%	63%	融资活动现金流	(37)	614	872	(681)	(356)
股息率	1.3%	2.6%	3.5%	4.2%	5.0%	现金净变动	446	486	1179	839	1508
P/E	18.9	11.8	8.5	7.1	6.0	货币资金的期初余额	318	764	1250	2428	3267
P/B	4.1	3.6	2.8	2.2	1.7	货币资金的期末余额	764	1250	2428	3267	4775
EV/EBITDA	12.5	10.5	9.7	8.4	7.6	企业自由现金流	0	(10)	405	1629	1967
						权益自由现金流	0	715	524	1252	1996

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032