

2023年10月30日

标配

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

联系人

张晶磊

zjlei@longone.com.cn

联系人

花雨欣

hyx@longone.com.cn



相关研究

- 历史上几次石油危机复盘及启示——原油研究系列（七）
- 埃克森美孚收购先锋自然资源启示，及页岩油气市场影响展望——原油研究系列（六）
- 近期油价回调与影响，及供需基本面展望——原油研究系列（五）
- 从国际页岩油公司资本开支，展望未来原油供需——原油研究系列（四）
- 高油价下的美国原油独立与进出口套利——原油研究系列（三）
- 三大权威机构对石油最新报告解读——原油研究系列（二）
- 近期油价上涨成因及展望——原油研究系列（一）

油价中高位背景下，关注油服公司业绩表现及市场机遇

——原油研究系列（八）

投资要点：

- **钻井日费上行增强行业盈利性：**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，钻井船（>7500ft）平均日费也于2022年8月出现大幅上涨，南亚与中东自升式平台（361-400IC）平均日费当前处历史较高位，可见自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，平均日费出现明显激增。此外，全球钻井船利用率呈上升趋势，钻井需求正逐步恢复，行业盈利性不断增强。
- **工作量与订单支撑业绩改善：1) 工作量提升明显：**中海油服半潜式平台工作量提升显著，截至2023H1中海油服自升式钻井平台达46个，半潜式钻井平台达14个，其中截至2023Q3半潜式钻井平台作业日数上升26.7%，可用天使用率上升15.3%；海油工程工程项目加快推进，2023年三季度运行项目64个，前三季度钢材加工量和投入船天同比分别增长19%和2%，海底管线铺设同比增长102.18%至463公里；中曼石油钻井服务提质提速，公司闲置钻机大幅减少，2022年公司全年运行钻机共40台，完钻井338口，完成进尺67.12万米。2023H1钻修井机运行54台，分布在海内外13个项目上，共完成进尺39.92万米。2) **订单支撑业绩回升：**海油工程2023前三季度新签合同金额262.85亿元，较去年同期增长51%，其中境外新签合同额同比大幅增长276%，截止2023Q3公司在手未完成订单总额约411亿元；中曼石油2023前三季度新签合同总金额约32.80亿元，仅前三季度签订金额较2022年全年签订合同总金额增长13.69%；杰瑞股份2023H1获新订单60.37亿元，报告期末存量订单90.32亿元。未来各油服公司随着订单的逐步落地，业绩回升确定性高。
- **业绩向好有望支撑油服行业市场表现：**我国油服公司盈利能力存在明显的周期性规律，复盘国内外油服公司ROE与股价变动关系，油服公司股价表现受油价主导，同时持续的股价表现离不开公司业绩支撑。对于油服行业业绩而言，油价对于业绩的传导具有时滞性，且各板块时滞性表现不同，当前来看中海油服、中曼石油、海油工程和杰瑞股份四家油服公司营收同比增速稳步上升，同时净利率均处近五年高位。随着2020年以来油价持续处中高位水平，我们认为业绩传导时期已到，持续向好的业绩有望支撑油服行业市场表现。
- **投资建议：**考虑到未来石油供需偏紧预期，我们继续维持油价将在80-100美元/桶区间震荡观点。对于油服行业而言，其市场表现受油价与业绩双重驱动，因此在油价中高位背景下，我们关注各油服公司业绩表现。当前国际钻井日费及利用率不断提升，油服行业盈利确定性增强；同时自2020年油价上涨以来，油服公司工作量、订单数均有显著提升，油价上涨对业绩传导时点已至，持续向好的业绩有望支撑油服行业市场表现。因此我们推荐关注：1) 整体估值明显低位，提升空间巨大的油服公司；2) 海外市场潜力较大的油服公司；3) 技术处国际先进水平的油服公司，如海油工程、中海油服、中曼石油、杰瑞股份等。
- **风险提示：**国际上游资本开支不及预期，影响油服公司盈利水平；国内油服生产降本增效实施不及预期；国际钻井日费价格异常波动；油价受地缘政治因素、OPEC+增产、需求不及预期等影响产生波动。

正文目录

1. 钻井日费上行增强行业盈利性	4
2. 工作量与订单支撑业绩改善.....	4
2.1. 工作量提升明显	4
2.2. 订单支撑业绩回升	5
3. 业绩向好有望支撑油服行业市场表现.....	7
3.1. 油服公司股价表现受油价与业绩影响	7
3.2. 各油服公司经营改善明显	8
4. 投资建议	10
5. 风险提示	10

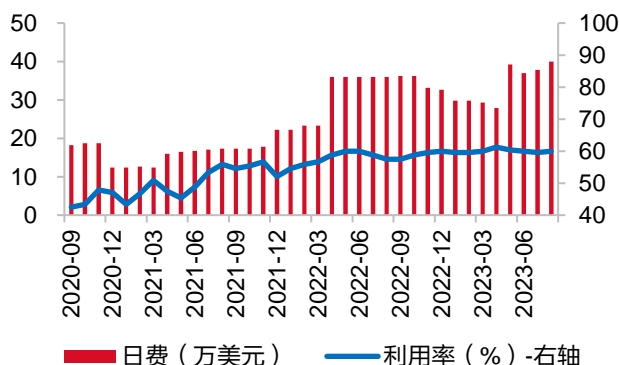
图表目录

图 1 全球半潜式钻井平台 (>7500ft) 平均日费及利用率	4
图 2 全球钻井船 (>7500ft) 平均日费及利用率	4
图 3 南亚自升式钻井平台 (361-400IC) 平均日费及利用率	4
图 4 中东自升式钻井平台 (361-400IC) 平均日费及利用率	4
图 5 中海油服钻井平台数 (单位: 个)	5
图 6 中海油服钻井平台工作量	5
图 7 主要油服公司各年新增订单 (亿元)	6
图 8 主要油服公司各年在手订单 (亿元)	6
图 9 国外油服公司 ROE 与股价变动关系复盘 (单位: %, 美元, 美元/桶)	7
图 10 国内油服公司 ROE 与股价变动关系复盘 (单位: %, 元, 美元/桶)	8
图 11 斯伦贝谢业绩表现与油价关系	8
图 12 哈里伯顿业绩表现与油价关系	8
图 13 中海油服业绩表现与油价关系	9
图 14 中曼石油业绩表现与油价关系	9
图 15 海油工程业绩表现与油价关系	9
图 16 杰瑞股份业绩表现与油价关系	9
图 17 主要油服公司各年营业收入同比增速 (%)	10
图 18 主要油服公司各年净利率 (%)	10
表 1 海油工程各业务工作量	5
表 2 自 2021 年以来国内油服在中东地区的主要项目	6

1. 钻井日费上行增强行业盈利性

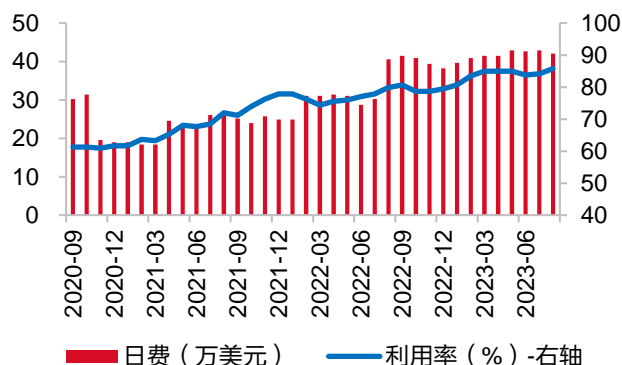
根据 S&P Global 数据，全球半潜式钻井平台 (>7500ft) 平均日费于 2023 年 5 月出现快速增长，后保持在 35 万美元以上水平，8 月同比上升约 11%；钻井船 (>7500ft) 平均日费也于 2022 年 8 月出现大幅上涨，当前维持在 40 万美元左右，8 月同比上升约 4%；南亚与中东自升式平台 (361-400IC) 平均日费当前均保持在 10 万美元以上，处历史较高位，8 月同比上升约 26%。自 2022 年以来油服景气度逐渐回升，新签钻井合同日费逐步提升。随着此前已签订的日费较低的钻井合同完成，平均日费出现明显上升。此外，全球钻井船利用率呈上升趋势，南亚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1 全球半潜式钻井平台 (>7500ft) 平均日费及利用率



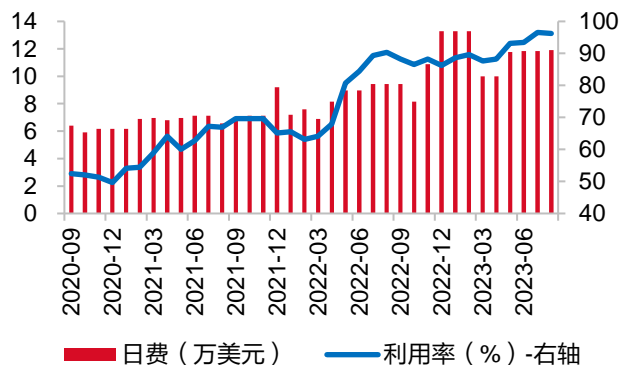
资料来源：S&P Global，东海证券研究所

图2 全球钻井船 (>7500ft) 平均日费及利用率



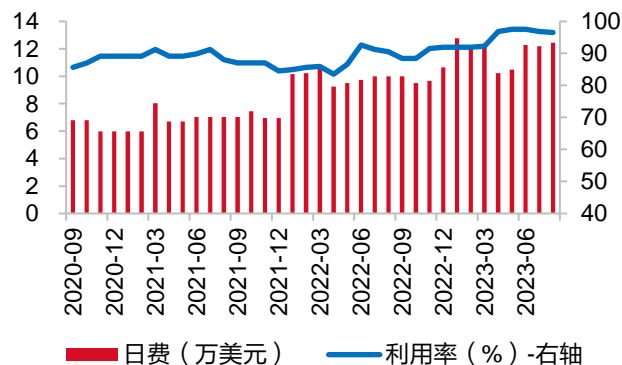
资料来源：S&P Global，东海证券研究所

图3 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4 中东自升式钻井平台 (361-400IC) 平均日费及利用率



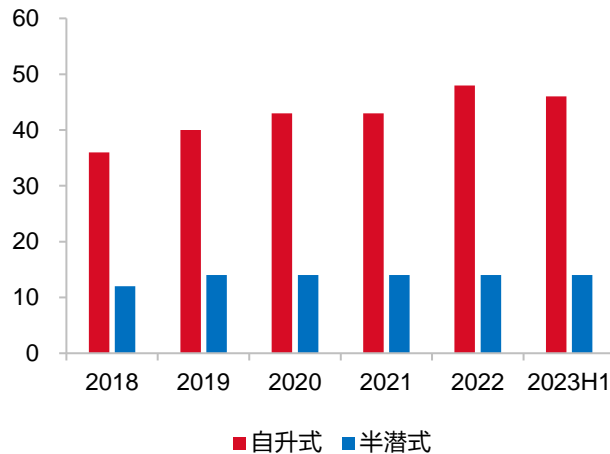
资料来源：S&P Global，东海证券研究所

2. 工作量与订单支撑业绩改善

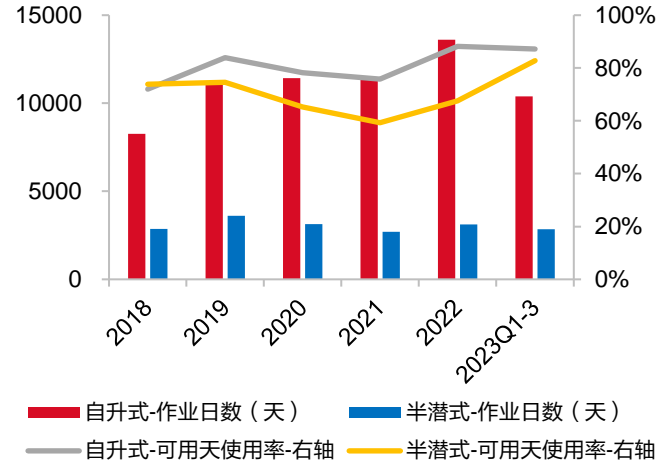
2.1. 工作量提升明显

中海油服半潜式平台工作量提升显著。2021 年全球上游勘探开发投入增长缓慢，油价上涨还未及时传导至油服市场，行业复苏动能弱，工作量总体表现不佳。自 2022 年以来油服公司工作量和工作效率提升明显，截至 2023H1 中海油服自升式钻井平台达 46 个，半潜式钻井平台达 14 个，预计 2023 年公司将持续向海外转移 4 座半潜式平台和 16 座自升式平

台。2022 年和 2023Q3 中海油服钻井平台作业日数分别上升 18.78%和 7.37%，钻井平台可用天使用率分别上升 11.60 pct 和 1.50 pct，其中截至 2023Q3 半潜式钻井平台作业日数上升 26.7%，可用天使用率上升 15.3 pct，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。

图5 中海油服钻井平台数（单位：个）


资料来源：公司公告，东海证券研究所

图6 中海油服钻井平台工作量


资料来源：公司公告，东海证券研究所

海油工程项目加快推进。海油工程国内外项目建设持续推进，完成的总体工作量保持增长，特别是陆地建造工作量再创新高。2023 年三季度运行项目 64 个，包括 50 个海洋油气工程项目、6 个 LNG 陆上建造项目及 8 个其他类项目；前三季度钢材加工量和投入船天分别完成 34 万结构吨和 1.97 万船天，同比分别增长 19%和 2%；海底管线铺设同比增长 102.18%至 463 公里，工作量持续提升，未来业绩有所保障。

表1 海油工程各业务工作量

	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1-3
运行项目（个）	33	37	51	59	63	64
钢材加工量（万结构吨）	19	15.55	26.7	24	37.75	34
投入船天（万船天）	1.7	1.56	1.57	2.22	2.61	1.97
海底管线（公里）	256	373	324	276	399	463

资料来源：公司公告，东海证券研究所

中曼石油钻井服务提质提速。公司工程团队近年来主动出击开拓市场，公司闲置钻机大幅减少，部分项目闲置钻机已实现“清零”目标，2022 年公司全年运行钻机共 40 台，完钻井 338 口，较去年增加 74 口，完成进尺 67.12 万米，较去年增加 11.32 万米。2023 年上半年，钻修井机运行 54 台，分布在海内外 13 个项目上，共完成进尺 39.92 万米，作业周期大幅缩减。

2.2. 订单支撑业绩回升

各油服公司近年来年订单大多处较高位置。中海油服 2022 年与中东签订约 140 亿元订单，2023 年与挪威新签约 47 亿元的钻井服务合同，公司在手订单充足；海油工程 2023 前三季度积极推进市场开发，新签合同金额 262.85 亿元，较去年同期增长 51%，其中境外新签合同额约 76.35 亿元，同比大幅增长 276%，海外市场成绩显著，截止 2023Q3 公司在手未完成订单总额约 411 亿元；中曼石油 2023 前三季度新签合同 146 个，合同总金额约 32.80 亿元，仅前三季度签订金额较 2022 年全年签订合同总金额增长 13.69%；杰瑞股份 2023H1

获新订单 60.37 亿元，较上年同期降低 15.58%，报告期末存量订单 90.32 亿元，新增订单下滑主要系环保和油气工程服务板块订单较去年下滑较大。未来各油服公司随着订单的逐步落地，业绩回升确定性强。

图7 主要油服公司各年新增订单（亿元）

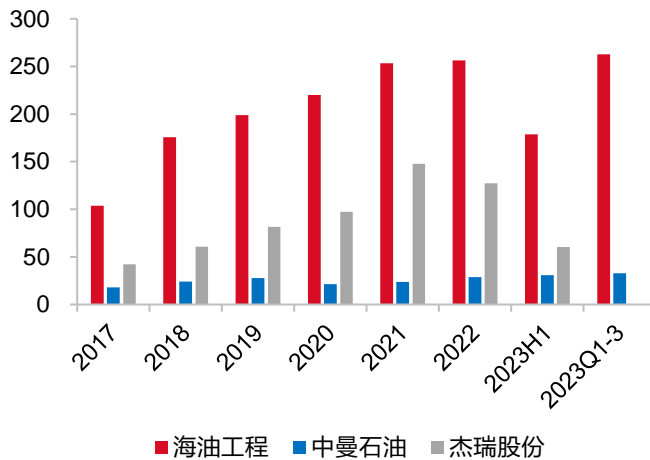
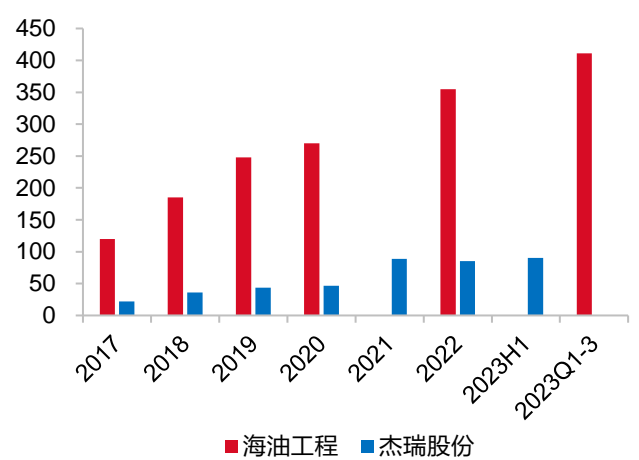


图8 主要油服公司各年在手订单（亿元）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

资料来源：公司公告，东海证券研究所

注：海油工程 2021 年及 2023H1 未披露在手订单

中阿合作不断深化。阿拉伯地区油气资源丰富，是中国石油和天然气的主要来源和我国的“一带一路”重要组成部分，同时也是市场较为高端的客户。其对于服务质量和相关要求相对较高，但给予的价格也是相对比较合理的。国内油服公司凭借多年的专业且严谨的经营，在中东地区收获了一批长期稳定的合作伙伴，近两年更是连续斩获多项大单，体现了我国油服公司在中东地区油服领域具有较强的市场竞争力，不断夯实和落地高质量的发展成果。未来有望进一步深化油服领域合作，上游合作预计将更加紧密，我国油服行业将会持续受益。

表2 自 2021 年以来国内油服在中东地区的主要项目

时间	项目	施工方	甲方	金额 (亿美元)	备注
2021	测井设备 MUIL	中海油服	中东		
2021	7 艘自升式钻井平台大额作业合同	中海油服	沙特阿美		首次承接沙特阿美作业
2022.9	其中：国智钻井平台改造项目	中海油服	沙特阿美		国内首个全环节沙特阿美改造项目
2022.1	其中：COSLBOSS 钻井平台	中海油服	沙特阿美		
2023.1	其中：振海 6 号改造项目	中海油服	沙特阿美		刷新沙特阿美适应性改造项目工期记录
2022	三座平台高端作业项目	中海油服	中东		
2022	VirtualMud 软件应用	中海油服	中东		
2022	中东固井项目	中海油服	中东		
2022.1	一流国际石油公司项目	中海油服	中东	19	
2022	10 串 MUIL 仪器销售合同	中海油服	沙特国家石油技术公司		多功能超声成像仪实现新用户突破
2021	Marjan P1 Gosp-4 项目	海油工程	沙特阿美	1	提高沙特 Marjan 海上油田的产量
2021	卡塔尔 NFA 项目	海油工程	卡塔尔能源		
2021	10 部修井机合同	石化油服	科威特石油	3.6	

2022	14 部开发井钻修井机和 1 部深井钻机项目	石化油服	科威特石油	8.3
2022	钻头贸易合同	石化油服	科威特	0.2765
2022	6 部非常规气井钻机合同	石化油服	沙特阿美	5.3
2022	S84 三维采集项目	石化油服	沙特阿美	0.58
2021	沙特市场工程订单	中曼石油	沙特阿美	1.6
2023	海上平台生活楼模块建造	博迈科	卡塔尔	2.2

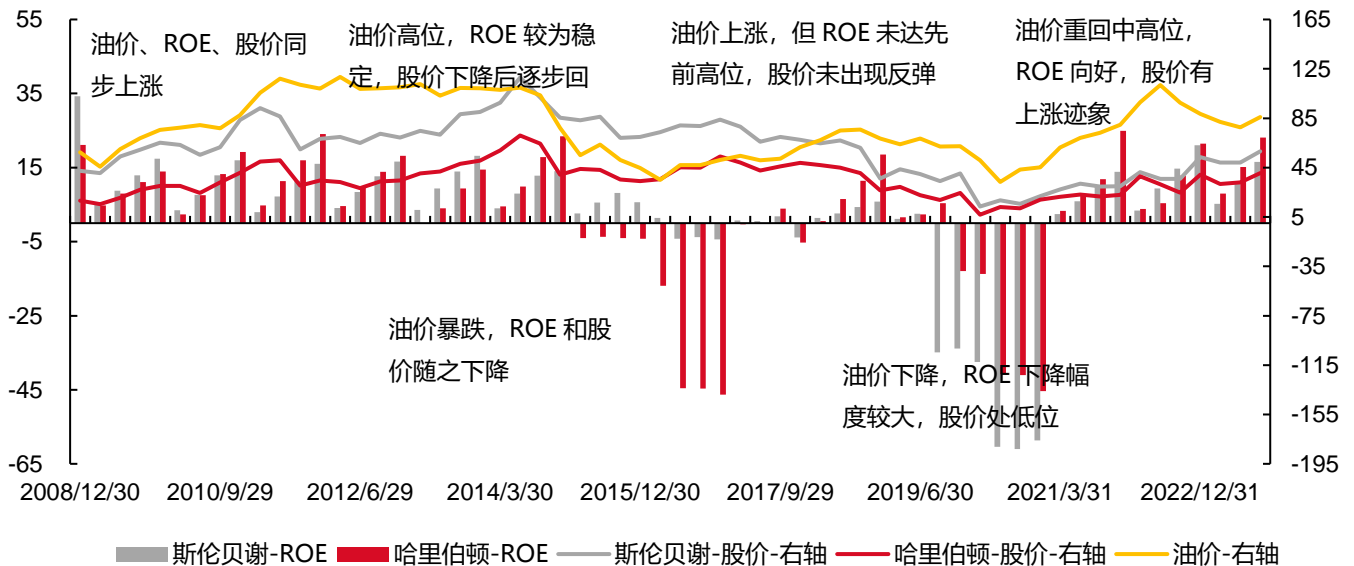
资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.业绩向好有望支撑油服行业市场表现

3.1.油服公司股价表现受油价与业绩影响

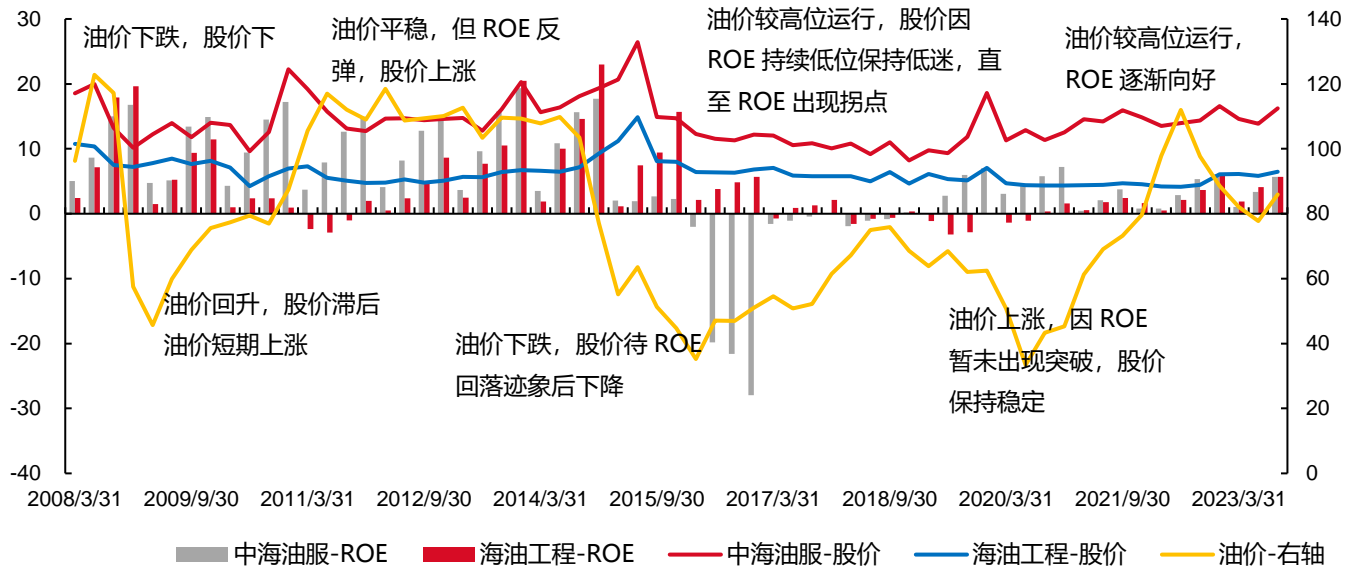
我国油服公司盈利能力存在明显的周期性规律，复盘国内外油服公司 ROE 与股价变动关系，**油服公司股价表现受油价主导，同时持续的股价表现离不开公司业绩支撑**：当油价出现趋势性下跌，由于预期业绩进入下滑期，股价往往很快开始跑输市场；公司业绩进入下滑期后，股价往往在复苏拐点确认之后迎来反弹。例如 2012-2015 年以及 2017-2020 年，油价高位运行，但股价直至 ROE 拐点出现开始反弹。当前油价处较高位置，国外油服公司 ROE 恢复迅速，股价已出现上升趋势；而我国油服公司因 ROE 尚未回归此前水平，股价保持平缓，但自 2022 年下半年以来，国内油服公司 ROE 呈迅速增长态势，2023Q3 中海油服和海油工程 ROE 分别同比上升 5.98%和 55.62%，待业绩进一步回归此前高点股价可期有较大程度涨幅。

图9 国外油服公司 ROE 与股价变动关系复盘（单位：%、美元、美元/桶）



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2023Q3

图10 国内油服公司 ROE 与股价变动关系复盘 (单位: %, 元, 美元/桶)



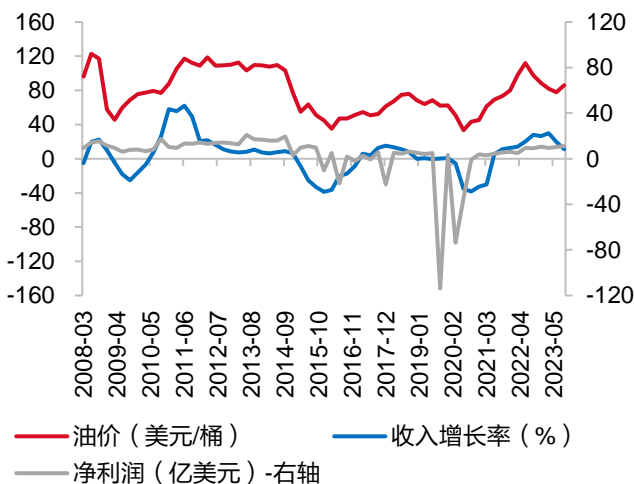
资料来源: Wind, 东海证券研究所, 截止至 2023Q3

3.2.各油服公司经营改善明显

我们选取国内外油服行业代表性公司进行油价波动与业绩波动复盘,其中海外综合类油服公司选取斯伦贝谢与哈里伯顿;国内综合类油服公司选择国有企业中海油服与民营企业中曼石油;工程类油服公司选择海油工程;设备类油服公司选择杰瑞股份。

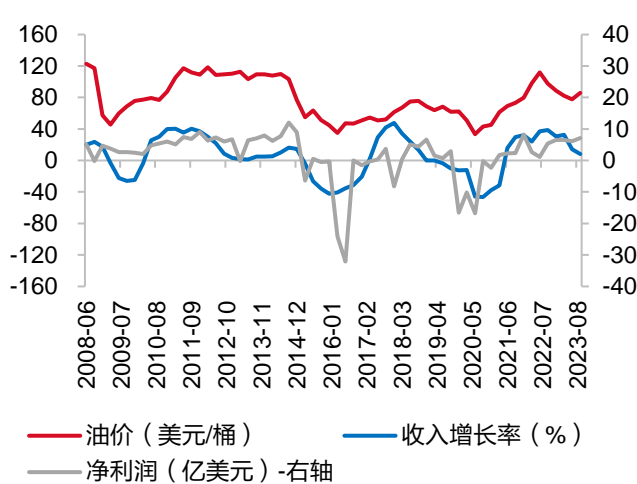
景气传导业绩具有时滞性,且各板块时滞性表现不同。海外综合类油服公司,油价下行阶段收入时滞约为0.5-1年左右;油价上行阶段较慢,时滞约为1.5-2年,2008Q4、2016Q1以及2020Q1油价见底,收入增速转正时点均分别接近于2010Q2、2017Q1、2022Q1;净利润方面,油价下行阶段净利润约滞后1-2个季度开始同比下降,而油价上涨后净利润恢复约需要1年左右。

图11 斯伦贝谢业绩表现与油价关系



资料来源: Wind, 东海证券研究所, 截止至 2023Q3

图12 哈里伯顿业绩表现与油价关系

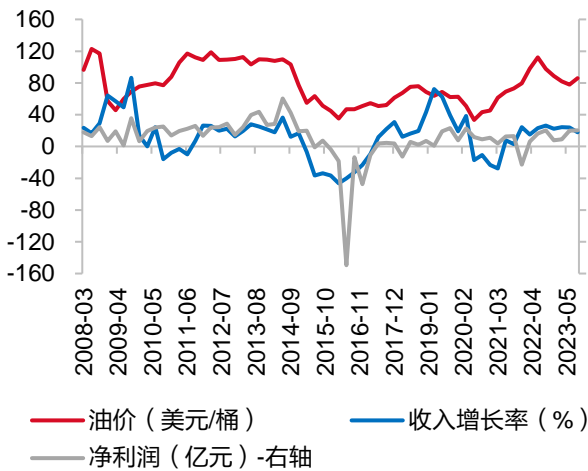


资料来源: Wind, 东海证券研究所, 截止至 2023Q3

国内国有油服综合公司: 油价下行阶段约滞后1-2年收入同比增速为负,油价上涨阶段收入的同比增速滞后1.5~3年,历史三次油价见底收入直至2011Q4、2017Q3、2022Q1开

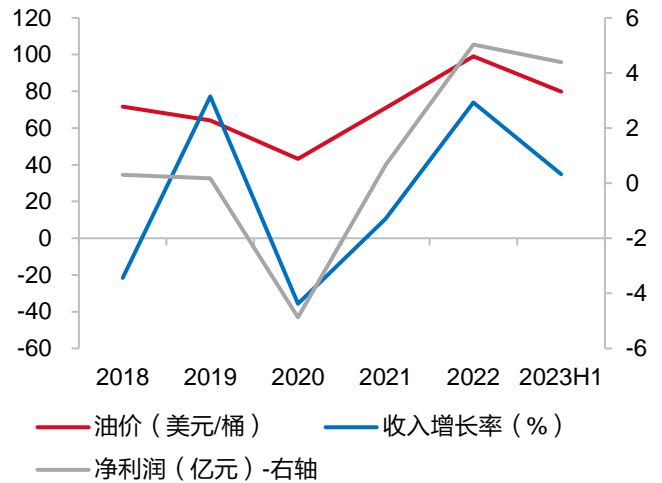
始上升；净利润方面，油价下行 0.5 年之后受到明显影响，油价上涨 1.5 年左右开始回升。
民营油服综合公司：收入与净利润波动与油价近乎同时作出反应，几乎不存在时滞性。

图13 中海油服业绩表现与油价关系



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2023Q3

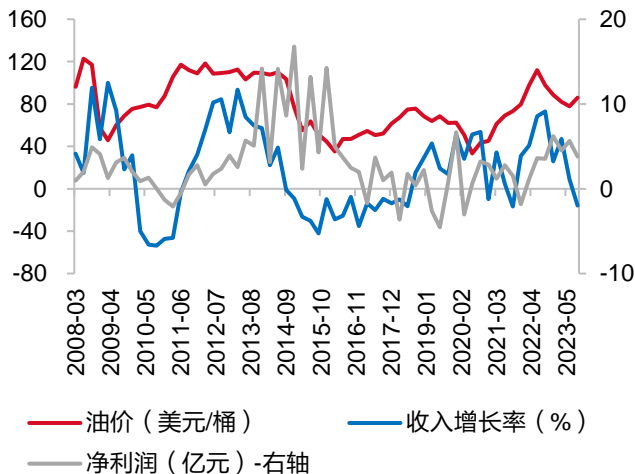
图14 中曼石油业绩表现与油价关系



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2023Q2

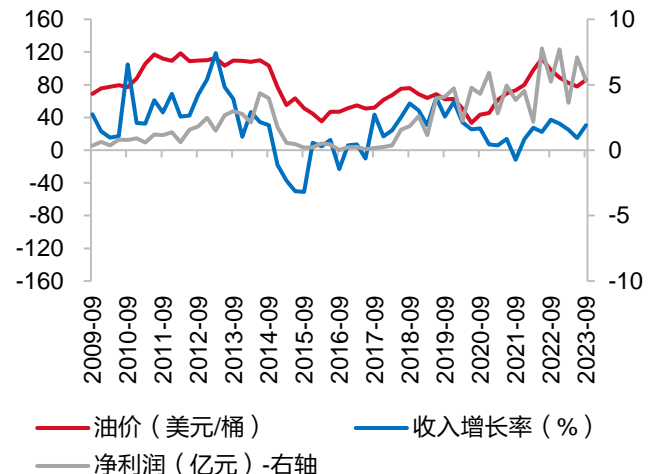
工程类油服公司：2008Q4、2016Q1 油价低点时收入反弹时点分别为 2011Q2、2018Q3，油价上涨阶段收入的同比增速约 2.5 年滞后期，油价下行阶段反应在营收的滞后期约为 0.5-2 年；净利润约于 2010、2015 年明显下降、于 2011、2017 年明显回升，油价上涨及下行阶段时滞性均为 1 年左右。**设备类油服公司：**从收入来看，油价下行阶段，收入滞后 2 个季度开始下跌，油价上行时 0.5-1.5 年后收入增长率转正。从净利润来看，油价上涨期约滞后 1-2 年，下行期约滞后 1 年。

图15 海油工程业绩表现与油价关系



资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2023Q3

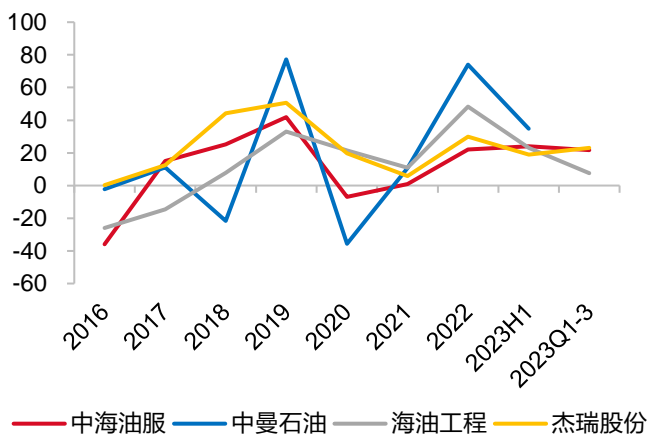
图16 杰瑞股份业绩表现与油价关系



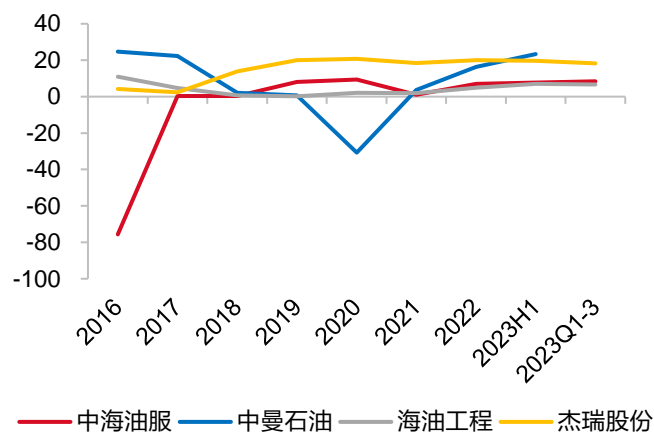
资料来源：Wind，东海证券研究所，截止至 2023Q3

业绩传导时期已到，整体经营改善明显。经历 2020 年营业收入同比下滑业绩不佳后，国内四家油服公司自 2021 年以来营收同比增速转正且稳步上升，2022 年营收同比大幅增长后 2023 年仍能保持较高增长率，中曼石油 2023H1 营收同比增速达 34.85%，中海油服、海油工程和杰瑞股份 2023 前三季度营收同比分别为 21.7%、7.6%和 23.1%；四家公司净利润率均自 2021 年以来保持增长，当前均处近五年高位，其中 2023H1 中曼石油和杰瑞股份净利润率达 20%左右。中曼石油自 2021 年以来净利润率迅速回正并保持较高速度增长，营收同比

也处四家公司领先位置,而自 2021 年以来中海油服收入同比增速与净利率均表现较为稳定,符合民营综合油服公司业绩表现滞后期较短,国有综合油服公司业绩表现滞后期较长的规律。随着 2020 年以来油价持续处中高位水平,我们认为业绩传导时期已到,持续向好的业绩有望支撑油服行业市场表现。

图17 主要油服公司各年营业收入同比增速 (%)


资料来源: Wind, 东海证券研究所, 截止至 2023Q3

图18 主要油服公司各年净利率 (%)


资料来源: Wind, 东海证券研究所, 截止至 2023Q3

4.投资建议

考虑到未来石油供需偏紧预期,我们继续维持油价将在 80-100 美元/桶区间震荡观点。对于油服行业而言,其市场表现受油价与业绩双重驱动,因此在油价中高位背景下,我们关注各油服公司业绩表现。当前国际钻井日费及利用率不断提升,油服行业盈利确定性增强;同时自 2020 年油价上涨以来,油服公司工作量、订单数均有显著提升,油价上涨对业绩传导时点已至,持续向好的业绩有望支撑油服行业市场表现。因此我们推荐关注:1) 整体估值明显低位,提升空间巨大的油服公司;2) 海外市场潜力较大的油服公司;3) 技术处国际先进水平的油服公司,如海油工程、中海油服、中曼石油、杰瑞股份等。

5.风险提示

国际上游资本开支不及预期,影响油服公司盈利水平;

国内油服生产降本增效实施不及预期;

国际钻井日费价格异常波动;

油价受地缘政治因素、OPEC+增产、需求不及预期等影响产生波动。

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