

# 景气持续，聚焦双海（海上、出海）

## ——2025年油服行业年度投资策略

行业评级：看好

2024年11月30日

分析师	邱世梁	分析师	王华君	分析师	孙旭鹏	分析师	陈姝姝
邮箱	qiushiliang@stocke.com.cn	邮箱	wanghuajun@stocke.com.cn	邮箱	sunxupeng01@stocke.com.cn	邮箱	chenshushu@stocke.com.cn
电话	18516256639	电话	18610723118	电话	15029064467	电话	18810356992
证书编号	S1230520050001	证书编号	S1230520080005	证书编号	S1230524080002	证书编号	S1230524080004

# 油服：景气持续，聚焦双海（海上油服、出海油服）

## 1、油服：景气持续，油价+能源安全双重驱动

**原油价格处于历史中高位，预计未来油价将震荡。**油价自2022年俄乌冲突开启了一轮上行周期，之后在局部冲突延宕、通胀居高不下、金融环境趋紧、贸易增长疲软等因素下，全球经济艰难复苏。ICE布油11月15日收盘价为71.1美元，较年初下降6.6%。

**全球油气资本开支提升，油服企业持续受益。**受益油价处于中高位，预计2024-2026的全球油气行业资本开支分别603、663、683亿美元，同比增长4.5%、10%、3.2%，根据智研咨询，受益于我国增产上储政策，2023年我国油服市场规模达1885亿元，同比增长4%，预计2030年市场规模可达2494亿元，2023-2030年CAGR为4%。

**陆地非常规油气成为增量，海油开采成本快速下降，看好海油相关标的、关注非常规油气相关标的。**从陆地看，当前传统油气产量已经见顶，非传统油气如页岩油成为增量，预计到2035年，我国非常规石油产量将超过5000万吨，约占全国石油总产量的25%。从海洋看，中海油开采成本已从2013年45美元/桶下降到2023年的29美元/桶，预计海油资本开支将保持较快增长。

## 2、竞争格局：全球及我国格局均为寡头垄断，海外集中度有所下降，我国竞争格局保持稳定

**中国格局：“三桶油”旗下国企垄断市场，民营企业提供补充，国内需求侧看好“三桶油”下属油服企业。**2022年油服行业中国企占比85%，主要为“三桶油”旗下以油服板块为主的综合性国有油服公司；民营企业占比10%，相对分散且积极聚焦海外市场。

**全球格局：全球三巨头垄断市场，中东、拉丁美洲等地机遇丰富，海外需求侧看好依靠高技术壁垒出海企业。**全球前五大厂商占有大约28%的市场份额，代表企业为三巨头斯伦贝谢、贝克休斯和哈里伯顿，其中北美、欧洲等集中度较高，但中东、拉丁美洲、非洲等地对外部的石油技术服务和设备有较高的依赖性，市场包容性较强，进入门槛相对较低。

## 3、2025年展望：特朗普上台为行业重要变量，对美出口油服企业相对受益

**美国油气开发或将提速。**特朗普力主提高化石燃料产量，并加速俄乌战争的结束，这些举措可能会对油价形成短期的压制。国内油服企业主要增长逻辑为增储上产，对美出口企业相对受益。

## 4、投资建议：聚焦双海（海上油服、出海油服），重点推荐：杰瑞股份、中海油服、海油工程、华通线缆等

**杰瑞股份：**国内民营油服企业龙头，海外市场快速拓展。**中海油服：**中海油旗下国内海洋油服龙头，国内外资本开支双驱动。

**海油工程：**中海油旗下国内EPCI龙头，受益于中海油资本开支高速增长。**华通线缆：**电缆、油服耗材双驱动，海外业务打开空间。

**风险提示：**油价波动风险，全球贸易摩擦风险

# 目录

CONTENTS

01

2024年油服行业复盘

02

油价震荡，能源安全持续加码

03

聚焦双海（海上油服、出海油服）

04

风险提示

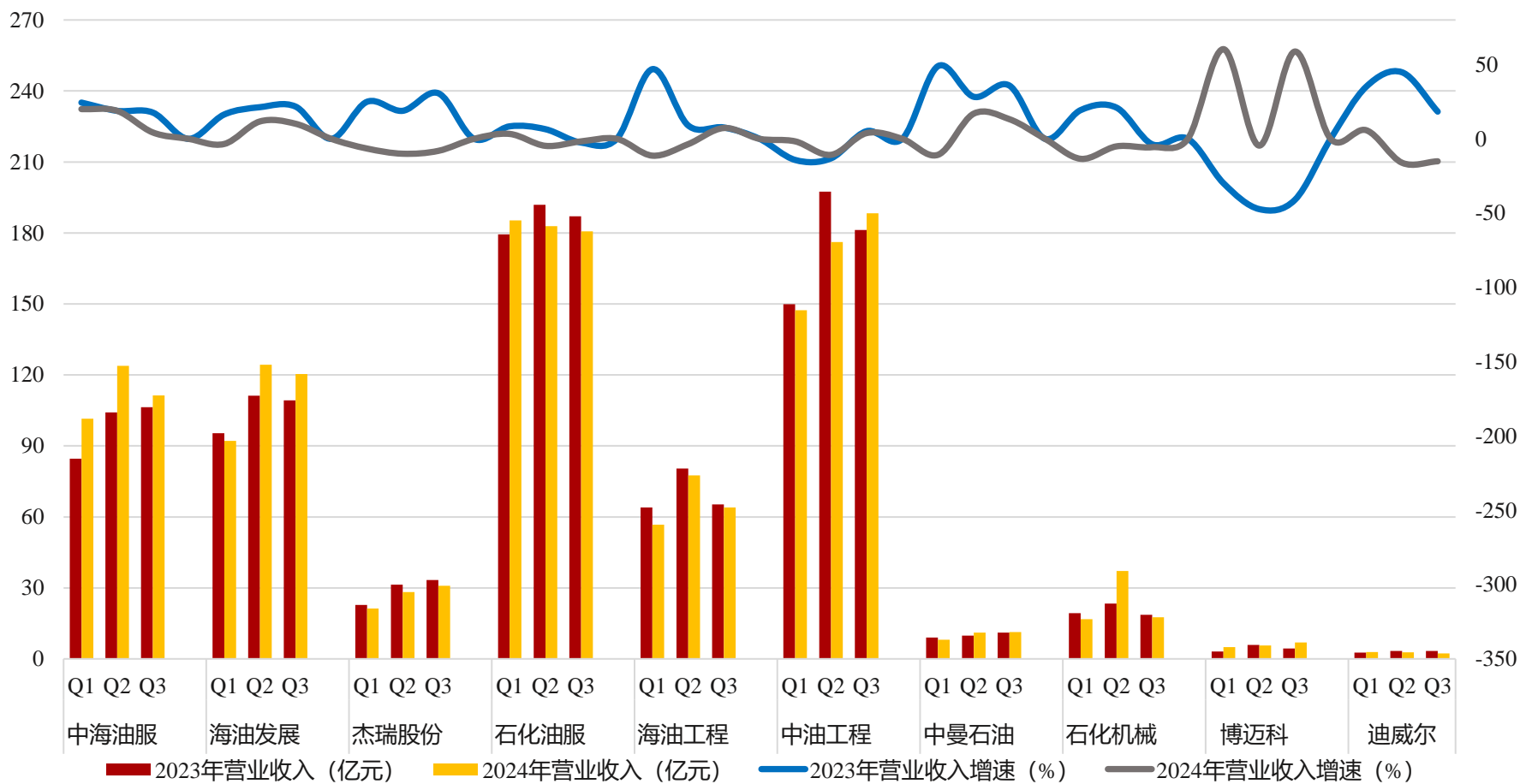
01

# 2024年油服行业复盘

# 2024年前三季度营业收入增速同比放缓

2022年油价到达顶峰后开始下行，并于2023年开启震荡周期，油服行业对油价的反应往往滞后半年到一年，2024年油服行业营业收入增速相对23年有所放缓。

图：2023-24年油服企业前三季度营收及其增速对比

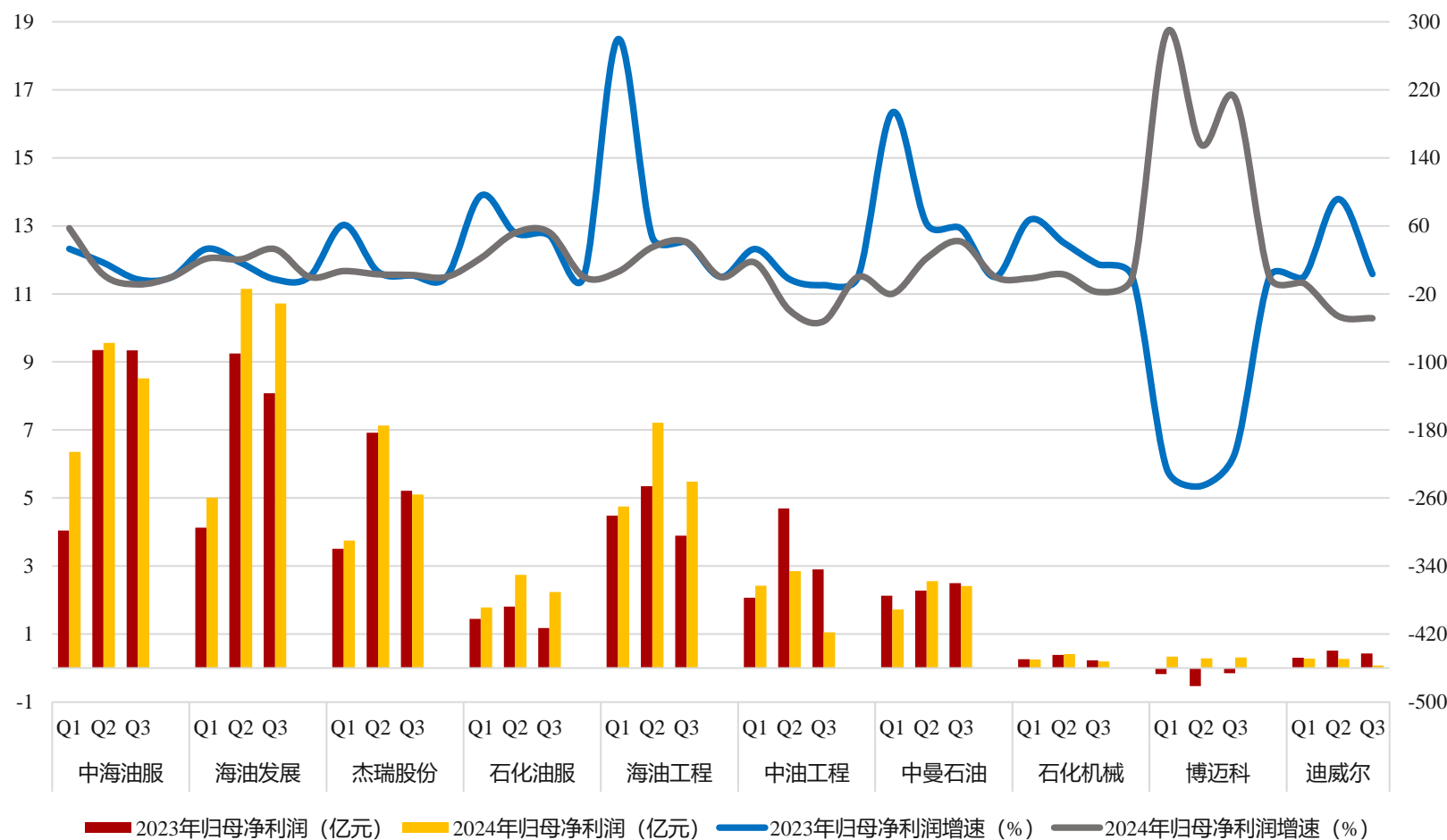


资料来源：Wind 浙商证券研究所

# 2024年前三季度归母净利润增速同比波动较大

由于油价震荡导致油服行业2024年营收增速放缓，但部分企业开始降本增效等举措，故2024年利润端相比营收端增速波动较大

图：2023-24年油服企业前三季度归母净利润及其增速对比

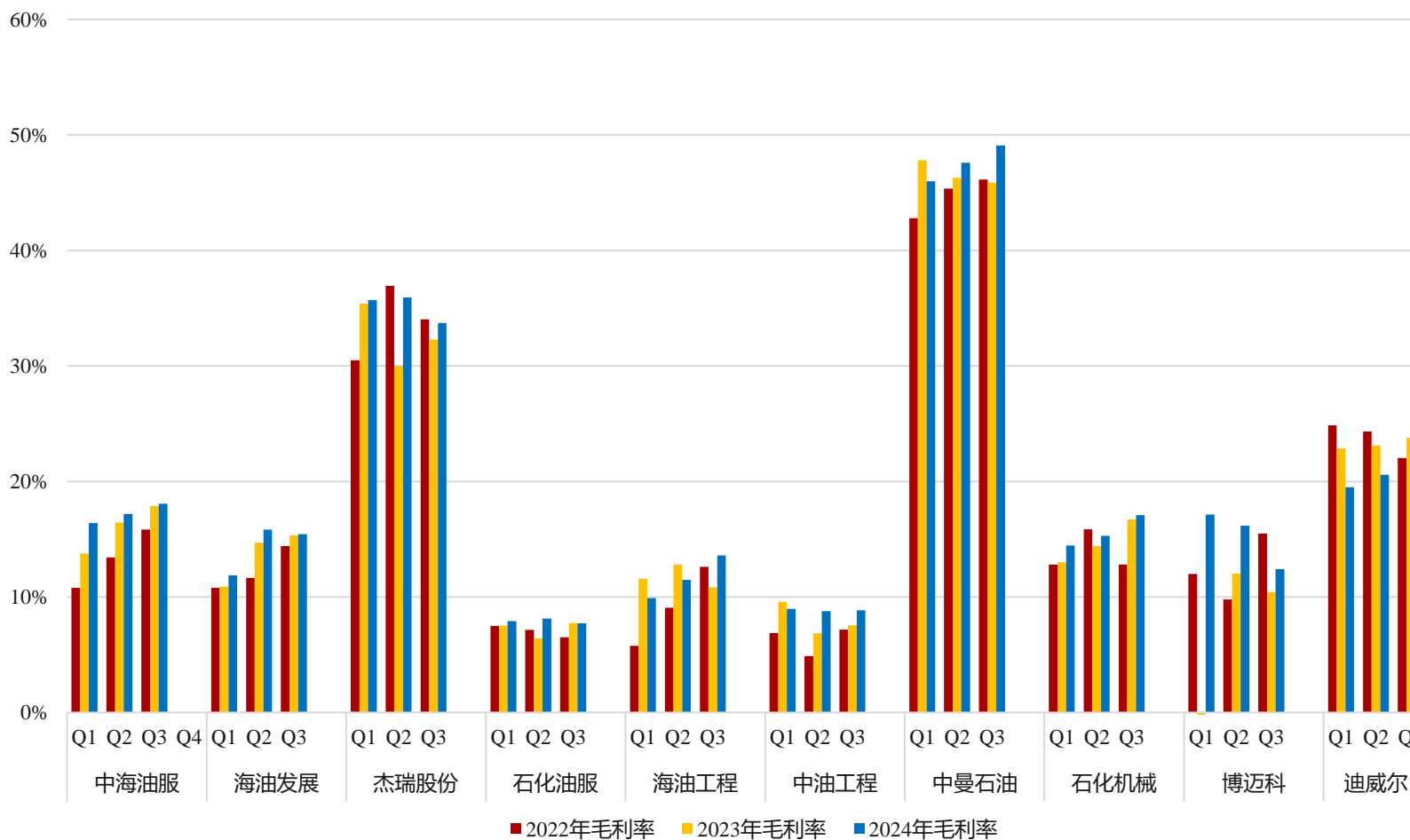


资料来源：Wind 浙商证券研究所

## 2024年前三季度毛利率同比波动较小

虽然油价有所震荡，但仍处于历史中高位，因此对油服行业盈利能力影响有限，多数企业毛利率2024年相较2023年波动较小

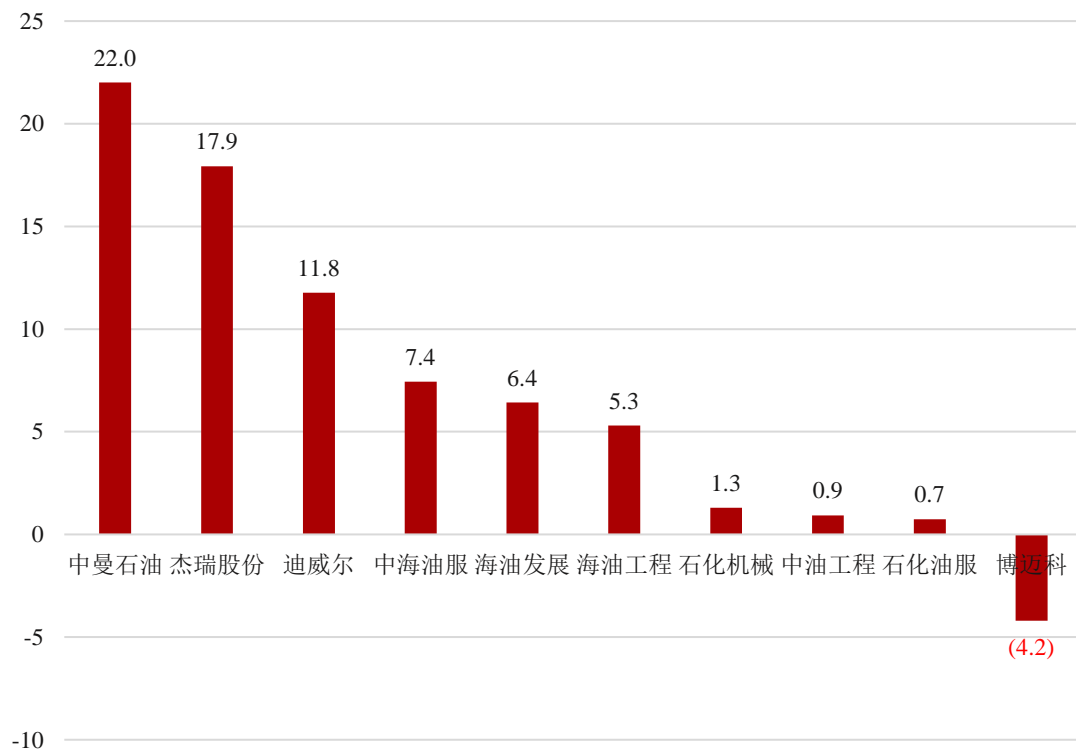
图：2022-24年油服企业前三季度毛利率对比



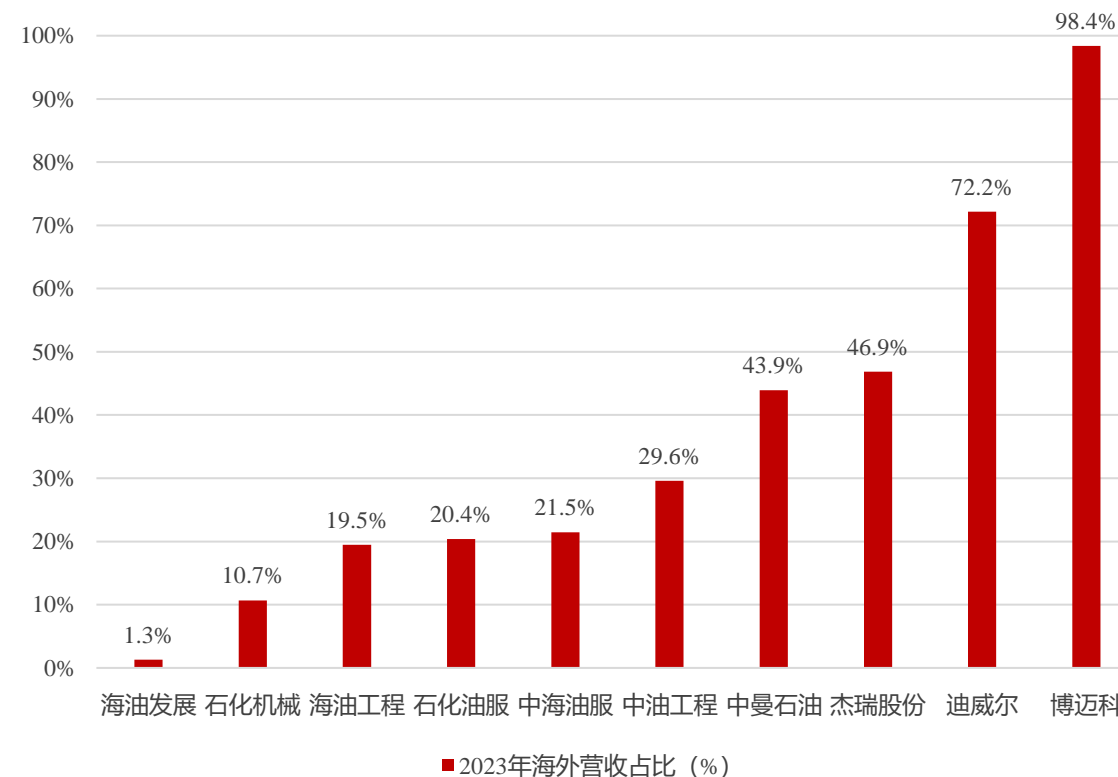
## 民营企业：出海占比较高、盈利能力较强

从盈利能力看，民营企业经营效率往往更高，因此净利率较高，国企中海油系企业净利率保持较高水平  
从海外营收看，由于国内竞争格局相对由“三桶油”下属油服企业垄断，故民营企业往往聚焦海外业务，海外营收占比较高。

图：2023年民营油服企业净利率较高（%）



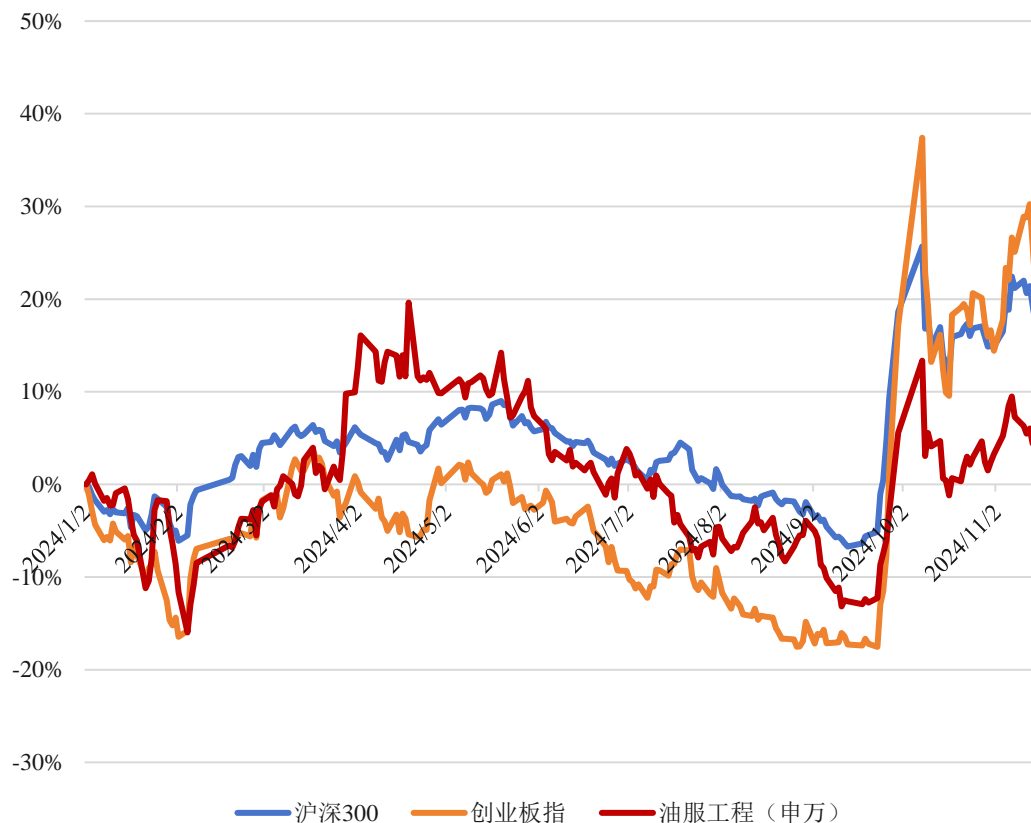
图：2023年民营油服企业出海业务占比较高



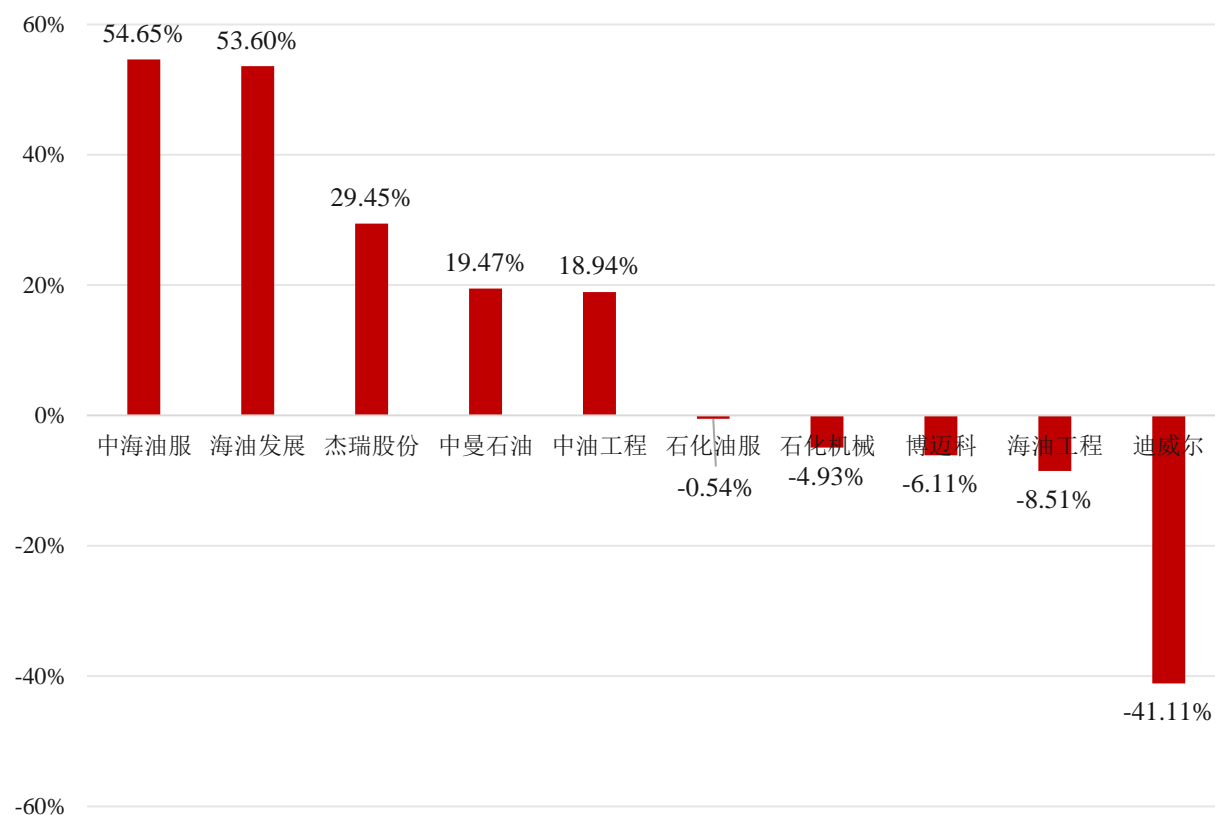
# 股价复盘：2024年油服工程跑输主要股指

2024年初至今油服工程板块上涨4.3%，跑输沪深300指数13pcts，跑输创业板指数16.6pcts。

图：2024年初至今油服指数跑输主要股指



图：2024至今油服行业个股涨跌幅情况



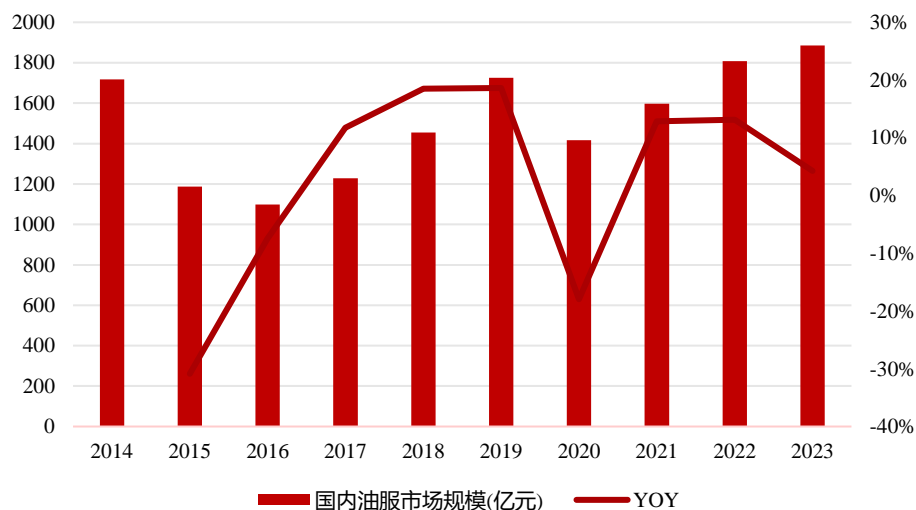
02

油价保持震荡，能源安全持续加码

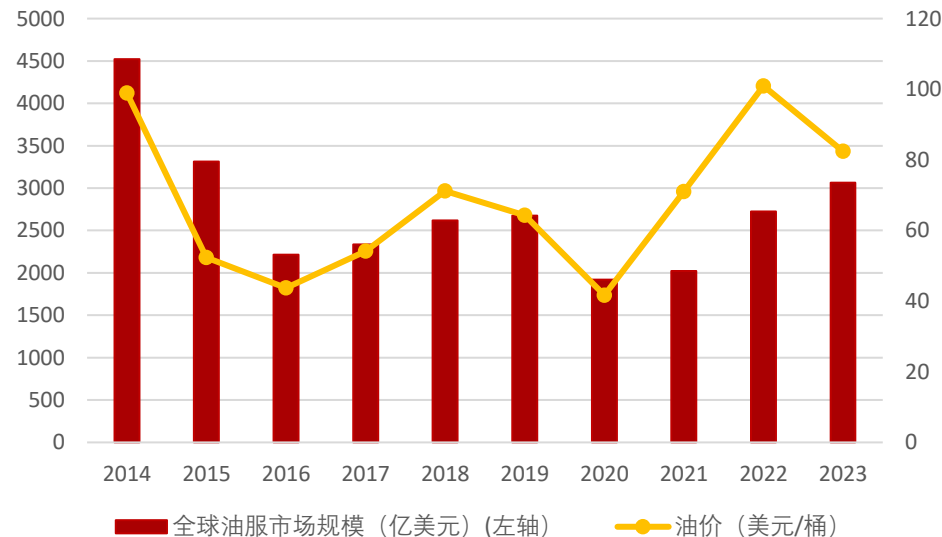
油服行业的需求传导逻辑为油价到石油公司资本开支到油服公司业绩。从底层需求来看，油服行业作为油气企业的上游服务行业，石油公司的勘探开发投资规模是影响油服行业业绩的直接因素，而油价则是影响石油企业扩产或减产的重要因素。油价本身则又受到油气供需、地缘政治、宏观经济、美元汇率、极端天气等多重因素影响，同时国内石油公司除受到油价影响外，还受到基于能源安全的政策性调控。

从历史数据看，全球油服市场规模滞后于油价半年至一年。虽然油服市场规模与油价正相关，但是并非油价越高，市场规模越大，历史反复证明，每一次油价高涨，都会加快替代能源的发展，减少社会经济对石油的过度依赖。并且，低油价有利于中国制造业降低成本、改善利润空间，对出行和消费方面的需求也有一定的正向刺激作用。瑞银发表报告称，中石油管理层认为油价在每桶70至90美元，有利其上游部门。

图：国内油服市场规模与油价高度正相关



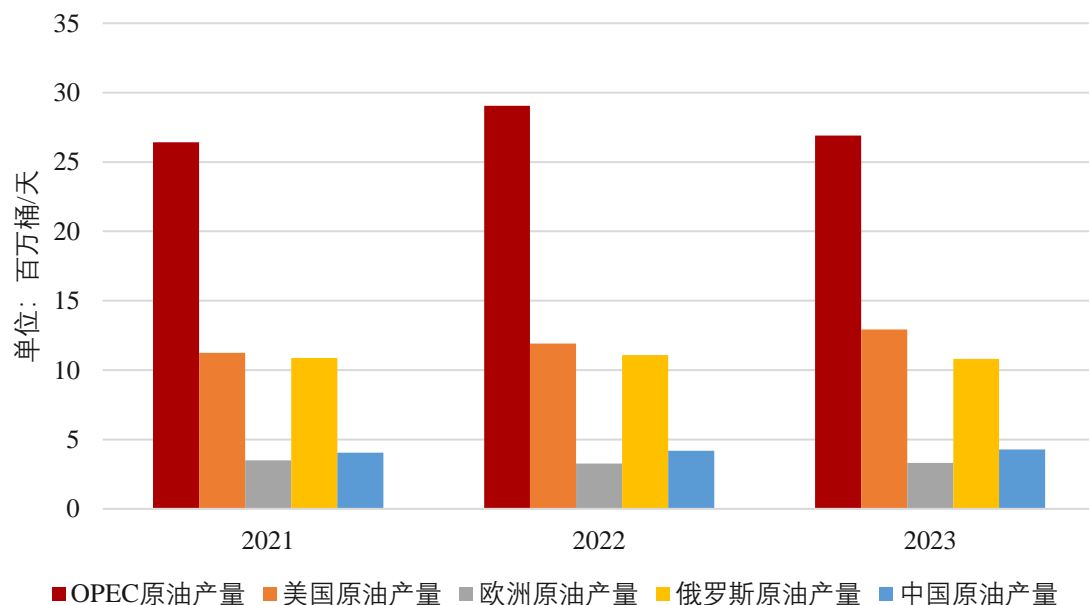
图：全球油服市场规模与油价高度正相关



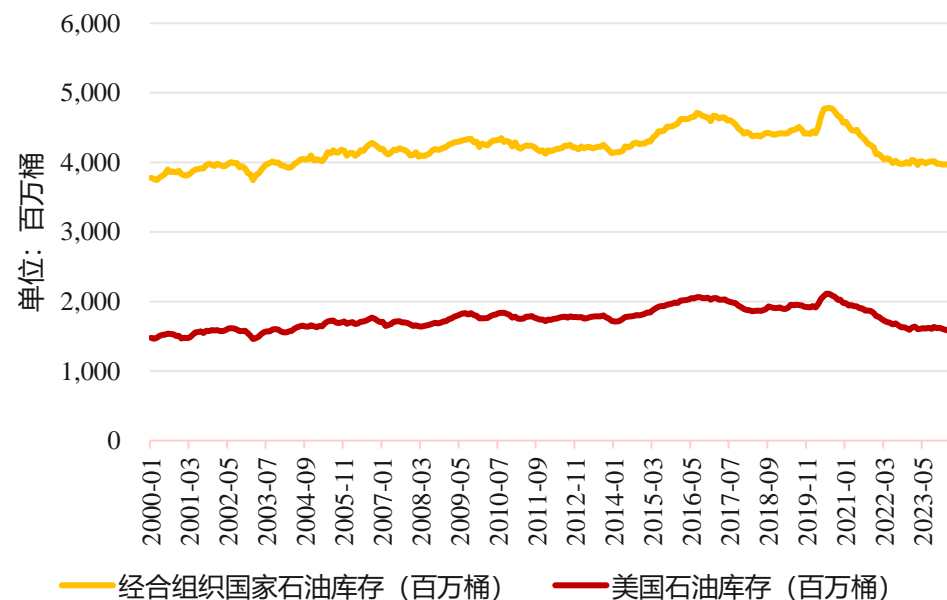
**供给端：OPEC+保持减产，其余产油国保持增产，总体供给维持稳定。**2023年5月，以沙特为首的OPEC成员国与俄罗斯等非OPEC产油国组成的“OPEC+”宣布，从5月开始至年底将自愿削减石油产量，2023年，OPEC+成员国的原油产量均有所下滑，其中OPEC产量为26.9百万桶/天，同比下滑7.4%；俄罗斯产量为10.8百万桶/天，同比下滑2.6%。而OPEC+联盟在沙特利雅得的第37届部长级会议中决定，将目前的石油产量水平延续至2025年底。美国、欧洲、中国的原油产量则保持增长，2023年美国产量为12.9百万桶/天，同比上升8.6%；欧洲产量为3.3百万桶/天，同比上升1.2%；中国产量为4.3百万桶/天，同比上升2.4%。

**库存端：主要石油消费国库存均有所下滑。**库存方面，截至2024年4月底，亚太经合组织国家商业石油库存为40亿桶，处于近十年以来低位。美国进入暑期汽油消费旺季，传统消费旺季的汽油消费大增，原油去库趋势明显，8月份石油日库存量下降了7630万桶，触及13个月以来的新低。

图：OPEC+产量有所下滑，其余国家保持增产



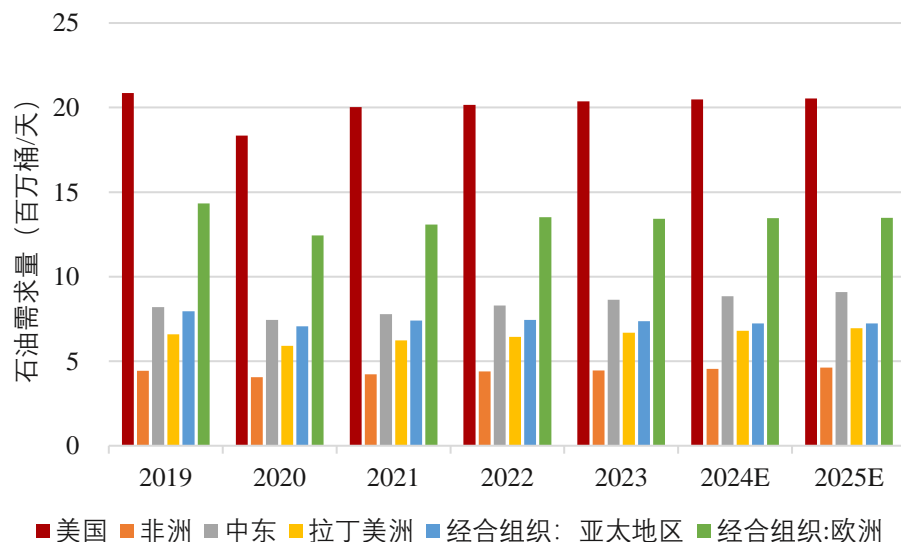
图：美国及经合组织国家石油库处于历史低位



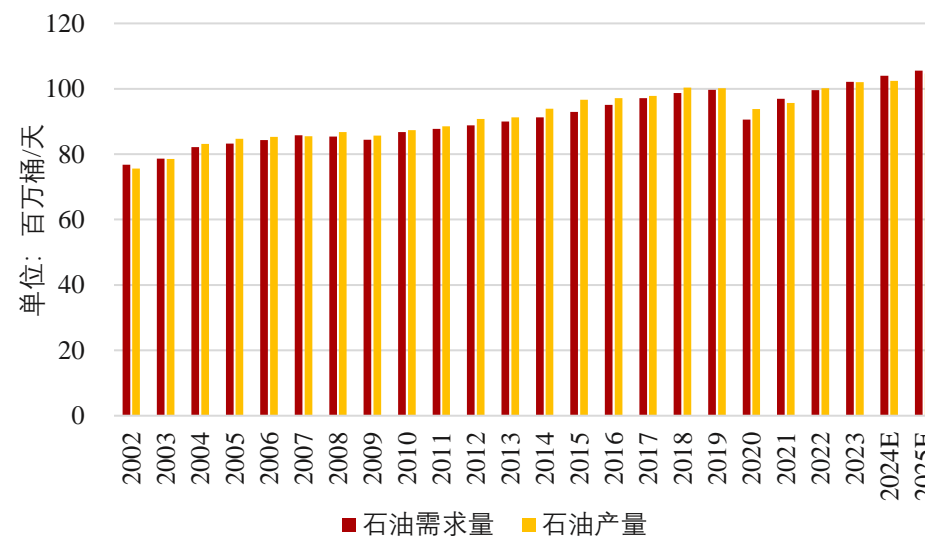
**需求端，传统消费国保持不变，新兴国家增长迅猛，总体维持增长。**根据OPEC最新月报，2024年石油需求104百万桶/天，比2023年的102.2百万桶每天提高180万桶每天，石油需求稳步增长。分地区看，2023-2024年传统消费国保持不变，新兴国家增长迅猛，其中非洲由4.5百万桶/天上升到4.5百万桶/天，同比上升1.8%；拉丁美洲由6.7百万桶/天上升到6.8百万桶/天，同比上升1.6%；中东由8.6百万桶/天上升到8.8百万桶/天，同比上升2.4%；美国由20.4百万桶/天上升到20.5百万桶/天，同比上升0.5%；经合组织欧洲地区维持于13.5百万桶。

**原油供需缺口开始显现，预计未来供小于求局面可能持续。**我们认为，2024年和2025年原油供需依旧会维持供小于求的格局。历史石油长期处于供大于求的格局，但近几年开始出现供小于求或者供需基本平衡的格局，根据EIA的预测，2024年全球原油供需会基本持平，而2025年供给会重新小幅超过需求，而如果按照OPEC对于全球原油需求的预测，则2024和2025年依旧会维持供小于求的格局。

图：传统消费国石油需求略微下降，新兴国家增长迅猛



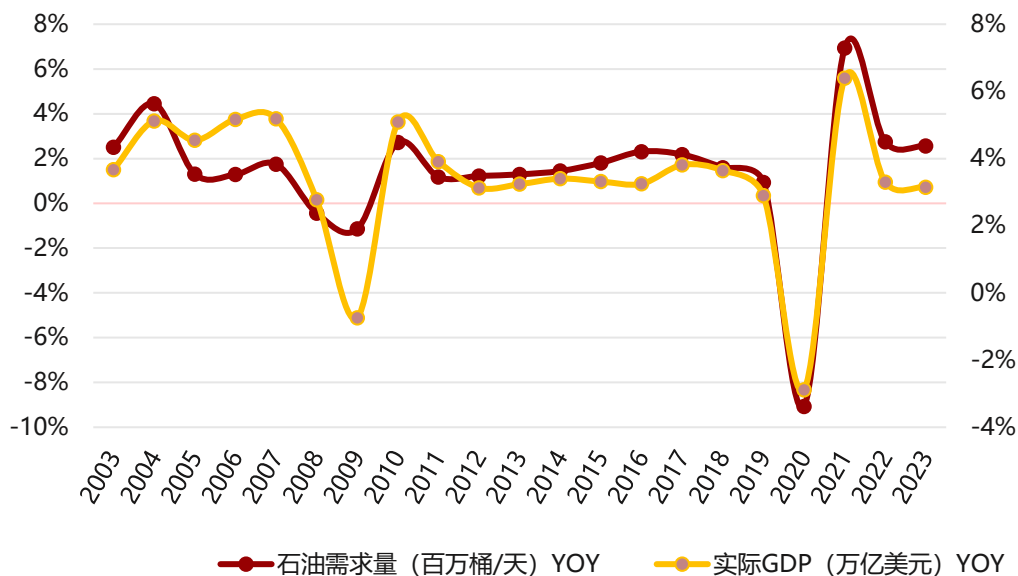
图：预计未来原油供需平衡或供小于求



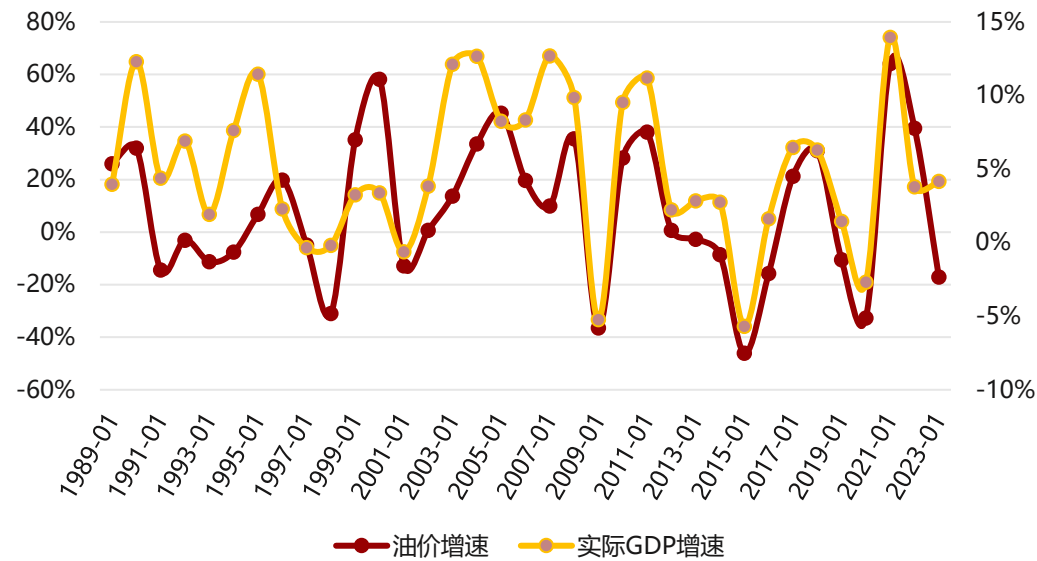
公共卫生事件后全球经济开始缓慢复苏，带动石油需求量不断增长。石油在全球能源消费占比排名第三，与宏观经济增速息息相关。经济快速增长，将刺激石油和天然气消费的增长，反之则将抑制石油和天然气消费的增长。从过去的石油需求数据和全球GDP增长率数据中可以发现两者之间存在很好的关联性。2020年以来，全球正慢慢从公共医疗事件中恢复过来，全球GDP实现正增长，全球经济正在艰难复苏，带动石油需求量逐步增加。

GDP增速和油价增速也具有一定相关性，虽然二者数值上有较大差异，但是在趋势上具有一致性。在2007年前，油价增速相对于GDP增速略有滞后，但2007年后，油价增速在趋势上几乎和GDP增速完全一致。

图：2003-2023年全球石油需求量增速和GDP增速基本保持一致



图：1989-2023年全球油价增速和GDP增速具有高度相关性



油价受供需、宏观经济、地缘政治等多重因素影响，当前处于高位震荡阶段。国际油价自2022年俄乌冲突打响开启了新一轮上行周期，随后在局部冲突延宕、通胀居高不下、金融环境趋紧、贸易增长疲软等复杂因素背景下，全球经济艰难复苏，国际油价承压宏观经济和供需博弈呈现宽幅震荡走势。2024年10月1日，伊朗向以色列发动大量导弹袭击，中东局势升温，原油价格开始迅速上涨，从10月1日的74.5美元攀升至10月7日的81.1美元，价格增长8.9%。当前俄乌战争尚未结束，中东地缘政治风险持续升温，均可能促使油价上涨。ICE布油2024年11月15日收盘价为71.1美元，较2024年11月1日的72.9美元下降2.6%，较2024年1月2日的76.0美元下降6.6%，而根据EIA预测，2024和2025年油价分别为81.0、76.1美元/桶，基本保持高位震荡。

图：油价往往受重要事件影响出现大幅波动

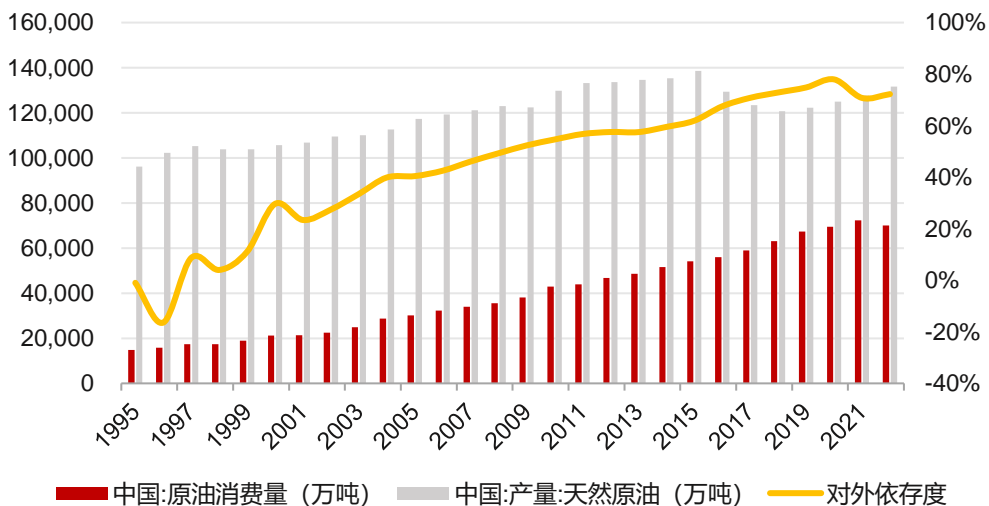


资料来源：EIA、WIND、国家能源局、国家煤矿安监局、国家发展改革委、煤炭工业协会、浙商证券研究所

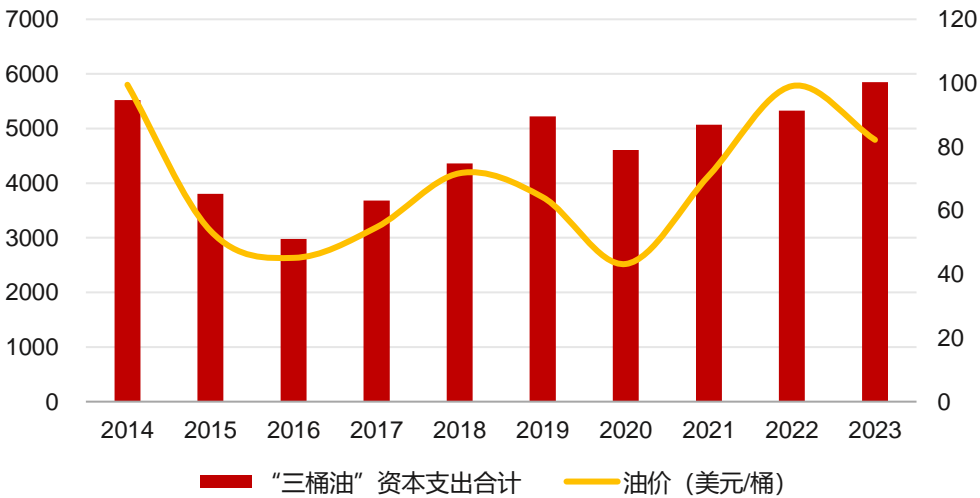
我国石油对外依存度持续提高，能源安全重要性愈发凸显。长期以来，由于我国原油需求量快速增长，而原油产量增长缓慢，导致我国石油对外依存度持续提高，2023年我国石油消费量达到7.6亿吨的历史峰值，同比增长7.7%，而原油产量仅有2亿吨，对外依存度攀升至74%。同时，我国石油进口存在来源相对集中、运输距离远、通道控制能力不足等问题，约80%的石油进口经过印度洋、马六甲海峡和南海等关键海域运输，存在潜在供应风险。面对我国日益增长的石油需求和复杂多变的地缘政治环境，如何在全球油气供需新格局中保障我国油气供应安全，成为一项极具挑战性的艰巨任务。

“三桶油”2019年后资本开支和油价相关性减弱，受能源安全驱动资本开支持续提升。观察历史上的油价和“三桶油”资本性支出可以发现，2019年之前“三桶油”的资本性支出与油价走势相符合，但随着2020年油价暴跌，“三桶油”的资本性支出却脱离油价稳定上涨，这主要与增储上产的能源安全策略有关。

图：中国原油对外依存度持续攀升



图：“三桶油”资本支出开始逐步脱离油价



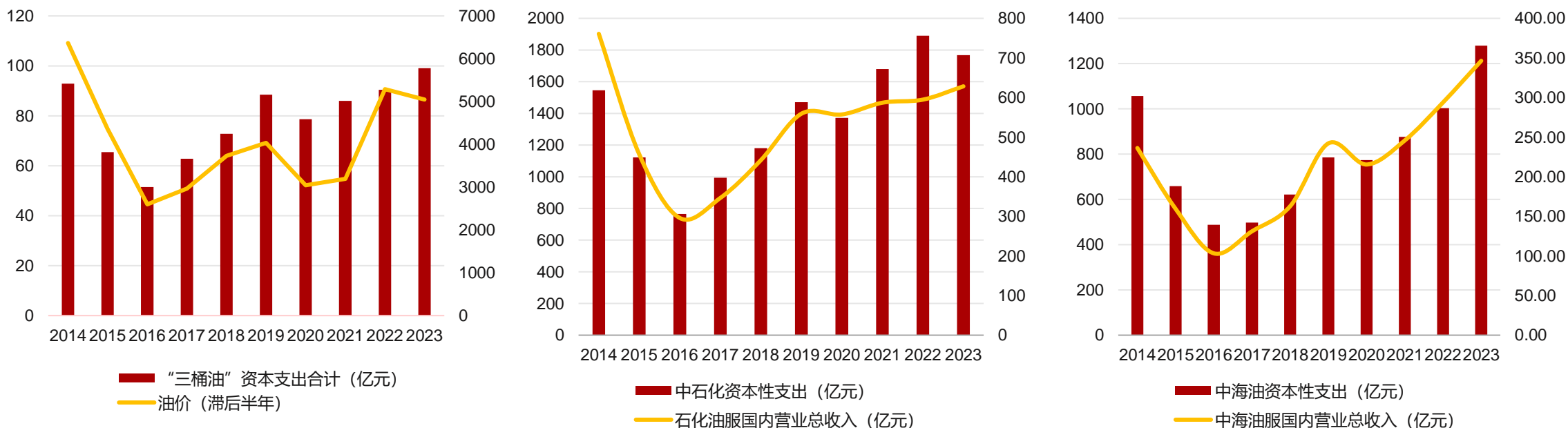
国家高度重视能源安全，多部政策成效显著。2016年，中国国内天然原油产量近6年来首次降至2亿吨以下，全年进口原油3.8亿吨，增长13.6%。国内原油生产企业主动实施“以进顶产”策略，计划性减产普遍，在这种背景下，国家发改委、国家能源局发布了《石油发展“十三五”规划》，提出了将“加强勘探开发，增加国内资源供给”作为重点任务，到2020年国内石油产量达2亿吨。2019年，在大力提升油气勘探开发力度工作推进会上，我国首次提出“七年行动计划”，并且在同年10月，李克强总理指出应加大国内油气勘探开发力度，促进增储上产。2020年，我国面对公共卫生事件等多重挑战，中央政治局会议提出“六保政策”，在能源安全方面，提出加大能源储备，加速陆地能源的勘探力度和海上能源的勘探力度等工作指导。2023年，中央持续进一步推动各种油田设备的开发和建造，发布了《加快油气勘探开发与新能源融合发展行动方案(2023-2025年)》、《关于推动未来产业创新发展的实施意见》，推动海油开采和新能源应用。

图：我国针对能源安全出台了一系列政策

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2024年1月	国家发改委等	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	围绕深部作业需求，以超深层智能钻机工程样机、深海油气水下生产系统、深海多金属结核采矿车等高端资源勘探开发装备为牵引，推动一系列关键技术攻关。
2023年2月	国家能源局等	《加快油气勘探开发与新能源融合发展行动方案(2023-2025年)》	在稳油增气、提升油气资源供给能力的基础上，加快行业绿色低碳转型势在必行。要加强油气勘探开发与新能源融合发展，大力推进新能源和低碳负碳产业发展，加大清洁能源开发利用和生产用能替代，增加油气商品供应，持续提升油气净贡献率和综合能源供应保障能力。
2022年3月	国家能源局	《2022年能源工作指导意见》	持续提升油气勘探开发力度。落实“十四五”规划及油气勘探开发实施方案，压实年度勘探开发投资、工作里，加快油气先进开采技术开发应用，巩固增储上产良好势头。
2022年3月	国家发改委等	《“十四五”现代能源体系规划》	加大国内油气勘探开发，坚持常非并举、海陆并重，强化重点盆地和海域油气基础地质调查和勘探，夯实资源接续基础。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。
2021年7月	大力提升油气勘探开发力度工作推进会		加强海洋油气勘探开发，深入推进页岩革命；
2021年3月	中共中央	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	有序放开油气勘探开发市场准入，加快深海、深层和非常规资源利用，推动油气增储上产。

从历史数据看，“三桶油”资本支出总和滞后于油价半年，国内油服公司的国内营业收入与其母公司的资本支出关联性较好。其中，石化油服的国内营收与中石化资本性支出关联性好，中海油服的国内营收与中海油资本性支出关联性好。油价在2014-2016年期间由99美元/桶下降到45美元/桶，此后不断上升，2019年上升至64美元/桶，2020年油价跌至43美元/桶，之后开始高位震荡，2023年油价为82美元/桶。从国内油服公司资本支出来看，2014年至2016年中石化和中海油的资本支出都出现了明显的下跌，之后到2019年保持上升。此后，受益于“七年计划”，两家公司的资本支出明显上升。2023年，中石化的资本性支出有所下滑，同比下降6.53%，中海油资本支出继续保持增长，同比提高27%。

图：“三桶油”资本支出合计滞后于油价半年

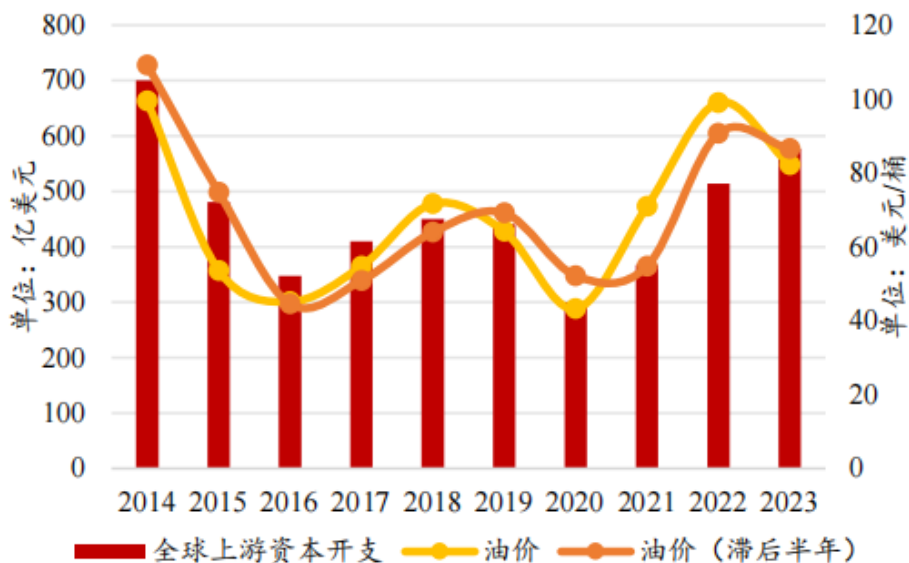


注：油价（滞后半年）为该年的前一年的下半年与该年上半年油价均值；

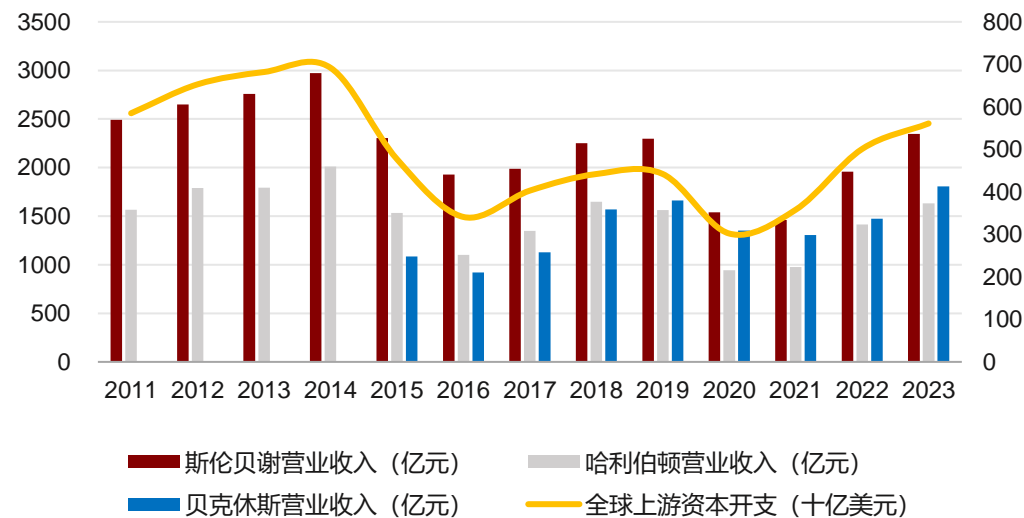
资料来源：WIND、各公司2023年年报、国家能源局、国家煤矿安监局、国家发展改革委、煤炭工业协会、浙商证券研究所

**全球上游资本开支与油价关联性更加密切。**全球油气三巨头斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯的营业收入与全球上游资本开支关联度高。从图中可以看出全球油气资本开支与油价保持着良好的关联，2011-2014年随油价上涨，此后至2016年随油价下跌，虽然油价在2018-2019年出现了下降的情况，但是全球上游资本开支并没有立刻下滑，而是保持了增长，2020年随着油价大幅的下跌，资本开支也出现了明显的下滑，此后油价在2020-2022年上涨，在2023年下跌，但是全球油气资本开支在2023年没有下跌的情况。整体来看，全球油气上游资本开支和滞后半年到一年的油价相关性较高。

图：全球油气上游资本开支与油价关联度好

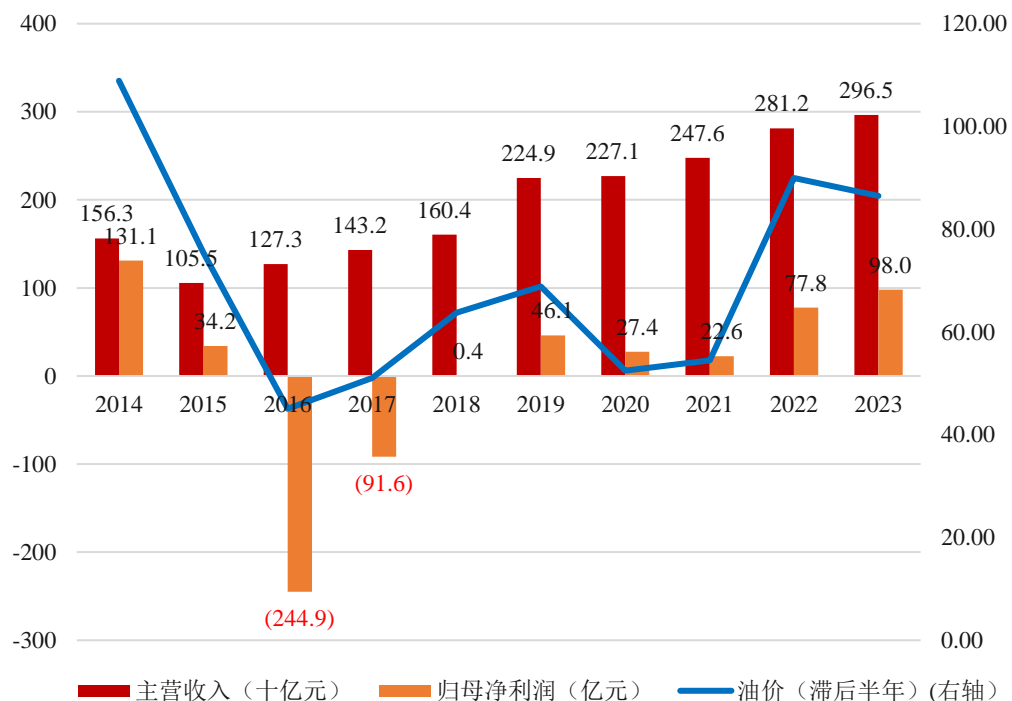


图：全球油服三巨头业绩与上游资本开支关联度好

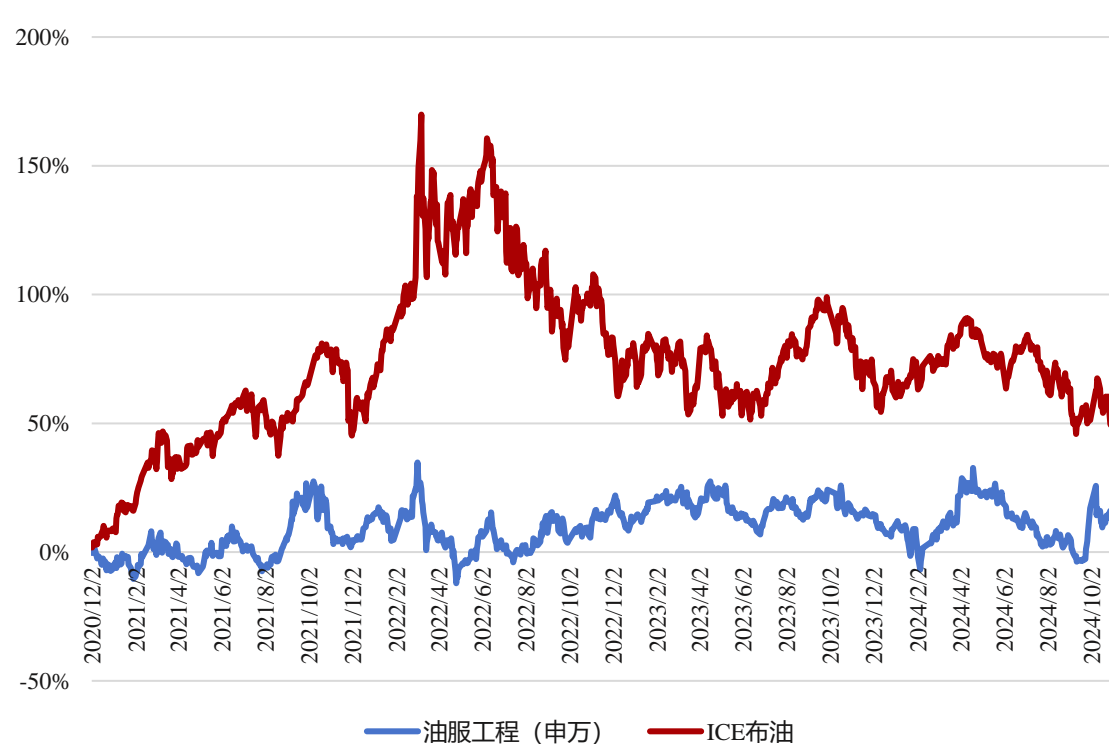


油服工程业绩和股价均有油价高度相关。采用申万油服工程指数作为参考，从图像看，其成分股营收和归母净利润均与滞后半年的油价高度相关，而油服工程指数则与油价涨跌直接挂钩。

图：油服行业业绩同滞后半年的油价高度相关



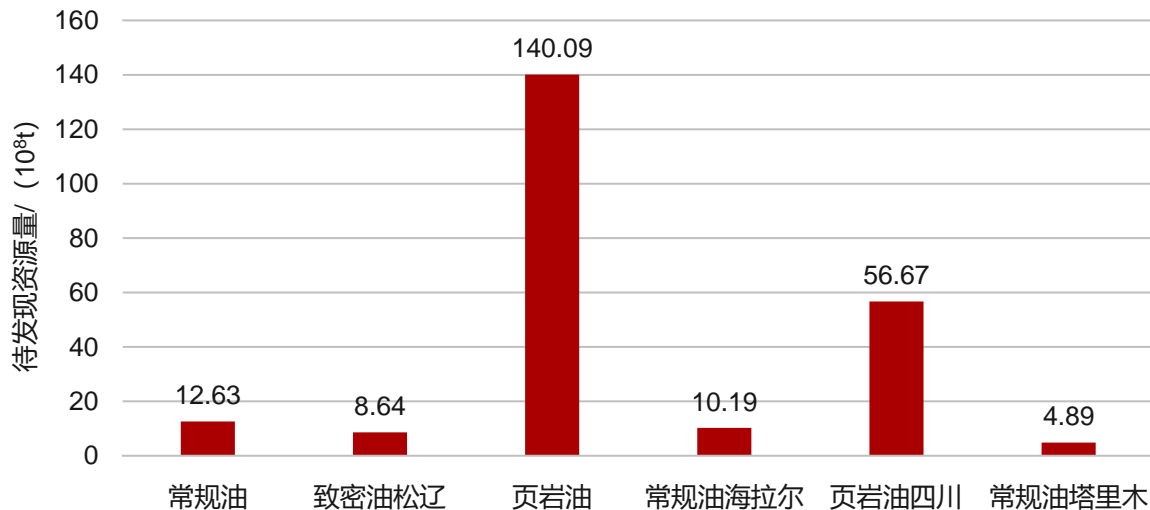
图：油服工程指数与油价涨跌幅对比



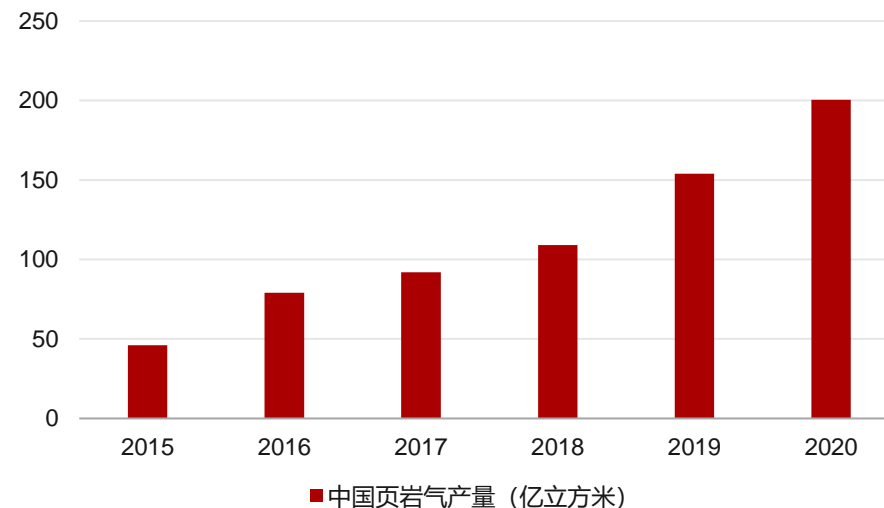
**非常规油气资源的开发潜力远超常规油气，我国页岩油等探明储量较大。**中国油气资源中非常规油气资源占比较高且种类繁多，而页岩油作为非常规油气的代表储量较高，以著名的大庆油田为例，页岩油待发现资源量占整个大庆油田的60%。“十三五”期间，以页岩油气为代表的非常规油气资源逐渐成为我国油气勘探开发的主体，非常规石油与天然气分别占新增油气探明储量的70%和90%以上。

**随着页岩油开采技术的成熟和成本的下降，我国页岩油产量预计保持快速增长。**由于页岩油相比传统油藏开采成本较高，但随着相关技术的成熟，美国依靠两次页岩革命，实现页岩油气产量快速增长，从石油进口国转变为输出国，实现了能源独立。我国是目前除北美以外全球最大页岩气生产国，同时也是全球唯一实现陆相页岩油商业化规模开发的国家。预计到2035年，我国非常规石油产量将超过5000万吨，约占全国石油总产量的25%。

图：大庆油田非常规资源待发现量占整个油田的60%



图：中国页岩气产量稳定上涨

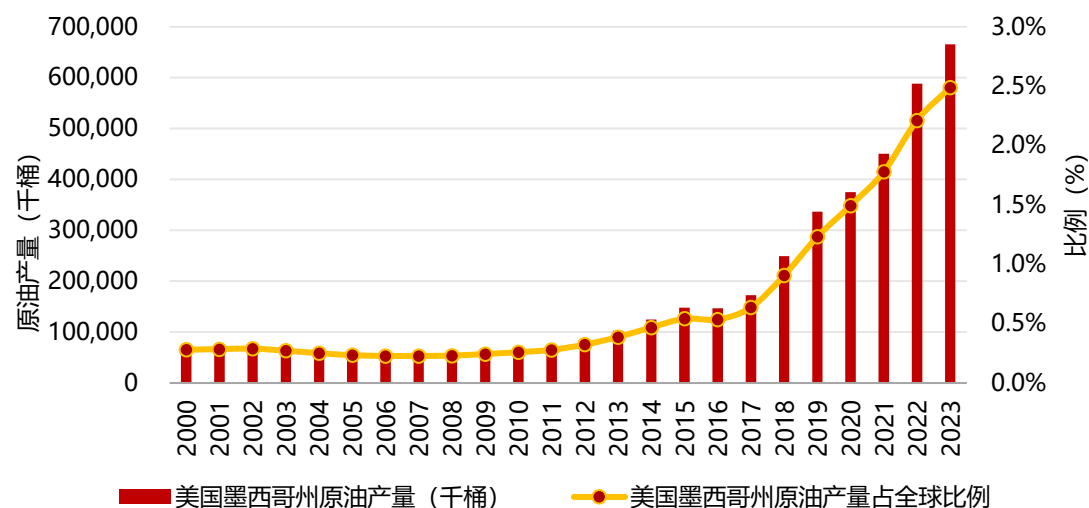


资料来源：中国石油石化、中国石油新闻中心、超级石化、中研网、观研报告网、国家能源局、国家煤矿安监局、国家发展改革委、煤炭工业协会、21世纪小军,李敬生,李军辉,等.大庆油田油气勘探进展及方向[J].大庆石油地质与开发,2024,43(03):26-37、浙商证券研究所

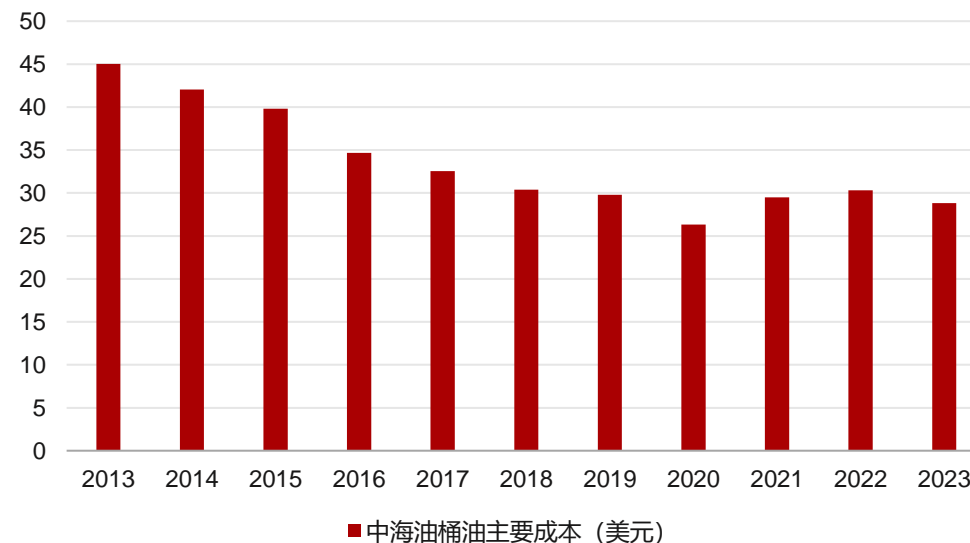
海油储量远大于陆油，“重海油、轻陆油”趋势近年来愈发明显。在全球能源战略布局中，“重海油，轻陆油”的趋势日益明显，这主要源于海洋油气资源相较于陆地石油在储量上的巨大潜力与勘探开发技术的不断突破。从中国看，仅我国南海便蕴藏着丰富的油气资源，估算储量占中国油气总储量的三分之一。中海油在储采比方面保持着稳定的水平，大约维持在10年左右，而中石化、中石油的储量寿命仅维持在5-7年左右。

海油开采成本不断下降，中海油盈利空间持续增加。近几年随着技术的革新和海油开采规模的扩大，海油的开采成本在不断下降，中海油的海油桶油的主要成本在不断下降，从2013年45美元/桶下降到2023年的29美元/桶，根据Rystad预测，海油的盈亏平衡点在不断转好。海油开采带来的经济效益愈发明显，未来海油市场将会保持增长的趋势。

图：2000-2023年美国墨西哥湾石油产量占全球比重从0.3%到2.5%



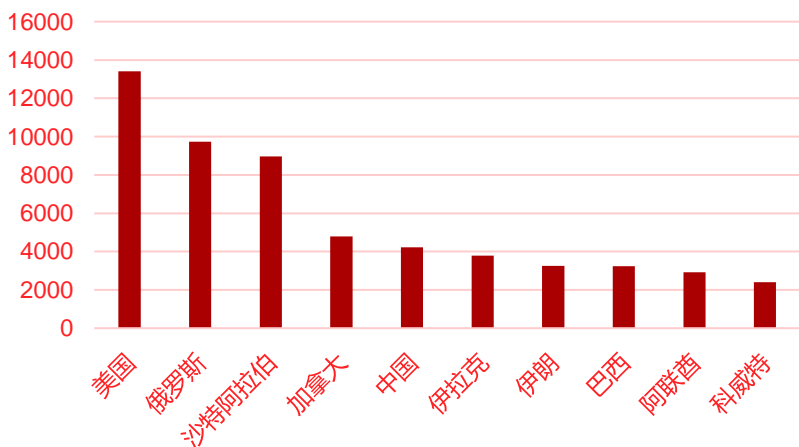
图：中海油桶油成本从2013年的45美元/桶下降到2023年的29美元/桶



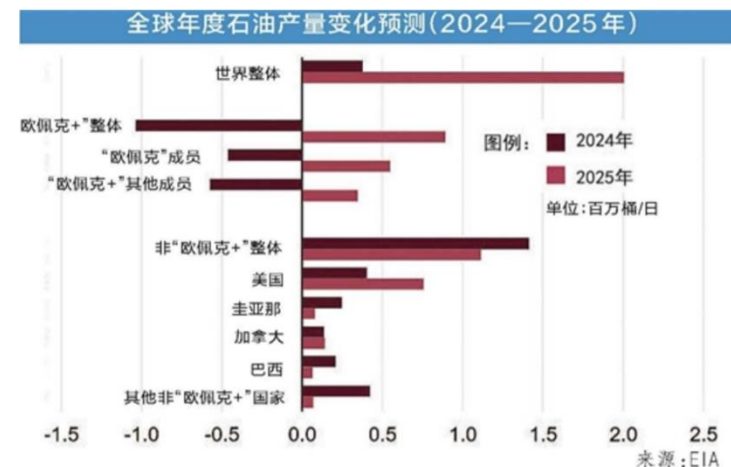
**支持美国本土传统能源开发，美国油气开采或将加速。** 特朗普或将废除拜登政府关键监管举措，提高化石燃料产量。在其第一轮任选期间，大幅削减环境法规，减少对传统能源行业的束缚，如退出《巴黎气候变化协定》，撤销奥巴马政府时期的清洁能源计划；预计特朗普还将通过放宽钻探限制和简化审批流程；增加联邦土地和海域的租赁机会；支持基础设施建设，加快管道建设，批准LNG项目等手段推动油气开发，作为全球第一大产油国，**美国的增产将抑制油价但对于对美出口的油服企业如杰瑞股份、华通线缆等将形成利好。**

**施压沙特等OPEC产油国增产，俄乌战争有望快速结束。** 在其首次任期间，特朗普曾采用公开谴责OPEC+以减产人为抬高油价、推动NOPEC法案、利用卡舒吉事件要求沙特增产，再次任职，特朗普或因美国国内低油价需求再次施压要求增产。同时，特朗普在竞选期间曾多次表示将停止俄乌冲突。俄罗斯产量位居世界第二，若战争结束，俄罗斯石油出口量或将复苏。

图：2024年全球石油日均产量前十国家（单位：千桶/日）



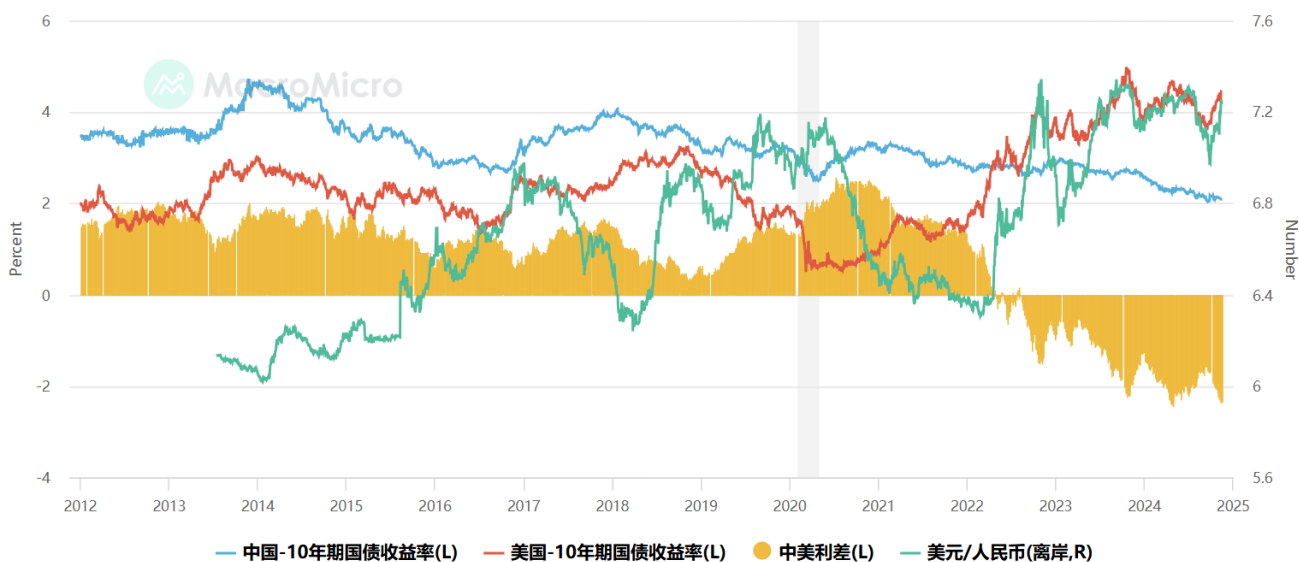
图：2024-2025年全球年度石油产量变化预测



中美利差扩大人民币短期贬值，对美油服出口或将加速。特朗普主张提高关税、降低税收、限制移民和放松监管，这些政策组合很大可能将带来通胀，导致美联储更倾向于将利率维持在高位，特朗普大选获胜后，10年美债收益率从9月16日的3.63%上行到11月12日的约4.43%。美债收益率反弹导致美中利差扩大，截至11月15日，10年期美债和中债利差扩大至2.35个百分点，进而触发了资金外流压力，人民币出现阶段性贬值，美元兑人民币汇率为7.24。

高关税影响国内油气设备出口，特朗普或将二次增加关税。2018年6月15日，特朗普政府依据301调查单认定结果，宣布将对原产于中国的进口商品加征25%的关税，并后续陆续发布340亿元清单、160亿美元清单、2000亿美元以及3000亿美元清单，其中涉及海上石油和天然气钻采平台及其零件等多个石油设备，特朗普再次上台后不排除二次增加关税的可能性。

图：USDCNY与中美利差



图：2000亿美元清单部分内容

HTS Subheading	Product Description
8425.31.01	Winches nesoi, and capstans, powered by electric motor
8425.41.00	Built-in jacking systems of a type used in garages
8425.42.00	Hydraulic jacks and hoists, nesoi
8425.49.00	Jacks and hoists of a kind used for raising vehicles, other than hydraulic,
8426.30.00	Portal or pedestal jib cranes
8426.91.00	Derricks, cranes and other lifting machinery nesoi, designed for mountin vehicles
8427.90.00	Trucks, fitted with lifting or handling equipment, nesoi
8428.40.00	Escalators and moving walkways
8430.49.40	Offshore oil and natural gas drilling and production platforms
8430.50.10	Self-propelled peat excavators
8432.41.00	Manure spreaders
8433.90.10	Parts of mowers for lawns, parks or sports grounds
8441.10.00	Cutting machines of all kinds used for making up paper pulp, paper or pa
8442.50.10	Printing plates
8443.15.00	Letterpress printing machinery, excluding flexographic printing, other th
8443.16.00	Flexographic printing machinery

# 03

**投资建议：聚焦双海**  
**(海上油服、出海油服)**

石化油服、石化机械和中油工程由于盈利能力有较大弹性，故PE较高，而博迈科、迪威尔由于市值较小，且具有一定困境反转预期，因此PE较高，其余油服企业2024年PE多数集中在10X-20X的合理区间内。

			市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB(LF)	ROE(2023)
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
国内龙头	601808.SH	中海油服	707	30.1	35.0	44.1	53.1	23.2	20.2	16.0	13.3	1.6	7.4
	600968.SH	海油发展	417	30.8	36.8	41.5	46.7	9.4	11.38	10.0	8.9	1.6	13.1
	600871.SH	石化油服	391	5.9	10.1	12.6	14.5	59.0	38.8	40.0	27.0	4.3	7.6
	600583.SH	海油工程	233	16.2	20.3	23.2	26.6	16.2	11.5	10.1	8.8	0.9	6.7
	600339.SH	中油工程	205	7.5	8.5	9.9	11.2	22.7	24.0	20.7	18.3	0.8	2.9
	000852.SZ	石化机械	58	0.9	1.5	2.4	3.3	63.9	40.1	24.4	17.8	1.9	3.1
出海先锋	002353.SZ	杰瑞股份	364	24.5	27	32.0	37.0	11.7	13.5	11.4	9.8	1.8	13.4
	603619.SH	中曼石油	95	8.1	10.1	12.5	15.2	9.2	9.5	7.6	6.3	2.5	32.9
	603727.SH	博迈科	34	-0.8	1.2	2.6	3.8	-46.8	27.9	13.2	8.9	1.1	-2.3
	688377.SH	迪威尔	30	1.4	1	1.7	2.5	36.7	29.2	17.4	12.2	1.7	8.5

截止日期：2024年11月28日

资料来源：WIND (预测数据为Wind一致预测)、浙商证券研究所

## 1、盈利预测

预计公司2024-2026年归母净利润分别为27.0、32.0、36.8亿元，同比增长10.1%、18.4%、15.2%。

## 2、核心逻辑

**国内龙头地位稳固，大海外市场战略屡获突破，海外业务收入占比提升至48%。**

国内能源安全战略驱动非常规油气资源开发。海外战略布局成效显著，业务覆盖70多个国家和地区，24H1海外业务占比提升至48%，且随着产品结构变化，海外市场毛利率持续提升。

**中东：**业务布局最全的市场。11月获ADNOC 9.2亿美元EPC项目授标；10月与伊拉克中部石油公司正式签署开发生产合同开发曼苏里亚天然气田；9月斩获巴林国家石油公司22亿元天然气工程项目，中东市场拓展加速。今年年3月，增资1.2亿美元建设中东装备制造基地，辐射中东、北非、东南亚地区。

**北美：**实现柴驱压裂、涡轮压裂、电驱压裂、发电机组的全系列高端装备突围。上半年完成北美首套电驱压裂装备交付并在井场上应用，7月再获老客户电驱压裂设备新订单。公司在北美已有厂房基础上进行产能扩建，有望在北美旧压裂设备更新替换周期中充分受益。

**中亚：**成功斩获战略客户重大天然气项目订单，是公司单笔最大的设备订单。

## 3、我们与市场的观点差异

**市场担心：**公司所处油气产业链受到原油价格波动影响较大，担心油价波动影响公司业绩和估值。

**我们认为：**1) 国内能源安全战略下，未来几年油气勘探开发支出有望保持较高水平，油价波动对中国油气勘探开发及国内油服行业影响有望减弱。2) 公司压裂设备已顺利打开美国市场，美国是全球页岩油气第一大产出国，旧压裂设备更新周期临近，市场空间广阔。3) 中东市场屡获大单，项目执行周期长，中长期业绩有保障。

## 4、股价上涨的催化因素

全球油气行业资本开支超预期；海外订单增速超预期；国内非常规油气开采加速。

## 5、风险提示

油价大跌风险；海外汇率波动；行业竞争加剧

## 1、盈利预测

- 我们预计公司2024-2026年归母净利润为34.1、42.3和49.4亿元，同比增速分别为13%、24%和17%。

## 2、核心逻辑

- **国内需求：**受益于油价高位震荡、国内能源安全政策调控、中海油资本开支预计持续走高
- **海外需求：**受益于油价高位震荡、全球“重海油、轻陆油”趋势凸显，全球海洋油气企业资本开支预计持续增长
- **公司治理：**公司专注于轻资产转型，业绩波动性降低，同时钻井业务盈利能力有望大幅修复

## 3、我们与市场的观点的差异

- 市场认为油服行业即将周期见顶。
- 我们认为：当前油价保持高位震荡，虽然中石油和中石化资本开支开始下行，但由于国内能源安全重要性持续提高，全球“重海油、轻陆油”的趋势凸显，海油开采成本不断下降，预计中海油的资本开支将继续保持稳健增长，从而使得海油油服行业将继续保持周期上升趋势。

## 4、股价上涨的催化因素

- 中海油2024年实际资本开支超预期；公司海外订单增速超预期。

## 5、风险提示

- 中海油资本开支不及预期；全球油气上游资本开支不及预期；国际油价大幅下滑。

## 1、盈利预测

- 我们预计公司24-26年归母净利润19.07、23.36、26.62亿元，同比增速分别为17.67%、22.48%和13.97%。

## 2、核心逻辑

- **需求侧：油服行业维持高景气，深海开发成为重点。**我们预计24-25年油价仍可维持中高位，油气上游资本开支预计仍将维持高位，同时结构上油气企业开发重心将向海洋尤其是深海偏移。
- **公司侧：海外业务向总包商转型，规模优势带来增长潜力。**公司逐步实现由国际工程分包商向国际工程总承包商的转变，海外竞争优势加强。公司拥有全球领先的陆地场地面积和船队规模，随着未来场地面积的进一步提升，工程费用有望进一步下降，盈利水平有望进一步提升。

## 3、我们与市场的观点的差异

- 市场认为公司海外总包项目进展缓慢。
- 我们认为：公司国内总包项目经验丰富，海外凭借在分包领域的多年深耕和技术储备，且随着海外竞争格局松动，公司已经进入总包订单突破期，已承接卡塔尔、阿美等诸多项目。

## 4、股价上涨的催化因素

- 中海油2024年实际资本开支超预期；公司总包订单超预期；油价增长超预期。

## 5、风险提示

- 油价波动风险；LNG 业务量波动风险；资产减值风险。

## 1、盈利预测

预计公司2024-2026年归母净利润分别为4.0、5.1、6.6亿元，同比增长10%、26%、30%，复合增速为22%。

## 2、核心逻辑

**电缆、油服耗材双驱动，海外业务驱动增长，安哥拉电解铝项目打开成长空间。**

**电缆业务：**全球万亿市场空间广阔，电缆出海先发优势明显。（1）美国：海外收入的53%来自美国市场，需求主要来自算力需求增长、电网升级改造、新能源投资加大等。（2）非洲：电力基础设施建设推动电缆需求增长，公司以坦桑尼亚、喀麦隆生产基地为中心，辐射周边国家和地区。

**油服耗材：**技术和认证行业领先，子公司信达科创是获得API-5ST认证的全球仅有的六家连续油管企业之一。深度绑定大客户，公司潜油泵电缆和连续管均已进入国内外知名油服公司的核心供应商体系，与哈里伯顿、斯伦贝谢、贝克休斯等美国油服巨头建立了长期稳定的合作关系。

**安哥拉电解铝：**产能建设稳步推进中，《电力供应合同》已正式签署，电缆业务向上游延伸，有利于完善在非洲市场的布局。

## 3、我们与市场的观点差异

### 1. 市场担心：电缆行业需求增速慢、壁垒低，竞争格局差

**我们认为：**公司坚定走差异化战略，通过电缆出海打开成长空间，境外收入占比超65%。

### 2. 市场担心：非洲市场存在较高的不确定性，风险高

**我们认为：**公司深耕非洲市场近10年，公司在非洲东西海岸分别建设了坦桑尼亚、喀麦隆生产基地，并陆续增大产能投资额度，辐射周边国家和地区，扩大公司在非洲地区的竞争力。

## 4、股价上涨的催化因素

海外扩产进度超预期；油气行业资本开支超预期。

## 5、风险提示

油价大跌风险；海外汇率波动；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动

04

风险提示

### 1、油价不及预期

油价作为油服行业的底层驱动因素，如油价持续低迷，将影响下游资本开支，从业影响油服行业。

### 2、能源安全重视度不及预期

能源安全是我国油气及油服行业另一驱动因素，如果能源安全重视度不足，将影响“三桶油”资本开支。

### 3、新能源快速替代

石油作为传统化石能源的一种，有被新能源替代的风险，如果替代加速，将影响原油产量从而影响油服行业。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>