下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 06 月 15 日

石油化工行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

石油化工组
分析师：孙羲昱（执业 S1130525090005） 联系人：杨啸
sunxiyu@gjzq.com.cn yangxiao@gjzq.com.cn

从海上钻井行业与公司的历史演变复盘看未来的投资

投资逻辑

本篇报告主要复盘了海上钻井（Offshore drilling）这个行业，从上一轮高景气周期以来行业主要发生的变化，基于这些变化判断海上钻井未来可能性较大的发展方向。同时这篇报告详细地复盘了 Transocean（RIG.N）和 Seadrill（SDRL.N）这两家海上钻井行业国际龙头公司的历史，从公司的经营发展以及股价估值的历史复盘，来给我们当前以及未来投资海上钻井这个行业的国内外相关标的提供借鉴以及参考。

1、供给端：钻井平台建设周期长，多年低景气度带来行业供给收缩。

海上钻井行业上一轮高景气周期在 2011-2014 年高油价区间，受高油价带来高钻井需求的刺激，行业处于快速扩张的阶段，在建钻机数明显增多。但是海上钻井平台本质上是大型船舶，属于重型资产，单台投资造价极高；从开始建造到正式服役往往需要 3-4 年甚至更久的时间，建设周期极长。当 15 年油价开始回落时，很多平台才刚建成服役甚至仍在船厂中建造。新产能的集中涌现以及油价下行带来的钻机需求的走弱，使得供需基本面再度雪上加霜，不少公司因为在前期高投入的平台无法给公司带来现金流的回报而产生了很大的债务危机，因此被迫清理资产或是破产保护。在经历了海上钻井行业多年的低谷期，多数公司破产重组、收购并购等行业大洗牌后，当前海上钻井公司对于新建钻机、扩大规模更加秉持着审慎的态度，2015 年以来全球自升式平台总量增速明显放缓，钻井船及半潜式平台等深水平台数量多年来持续下降，行业供给端收缩明显。

2、需求端：深水油田产量增速较快带动深水钻探需求快速提升，油气公司资本开支提升。

2016 年以来全球国际油气公司新增开采油气储量下滑严重，维持油气产量的储量逐渐告急，油气公司的勘探重心向周期短、回报可控的油田项目倾斜；油气公司在近年持续提高资本开支，而较少地考虑油价未来的走势方向。自 2023 年以来，全球原油产量增长主要由巴西、圭亚那、阿根廷等 OPEC+以外的国家推动，而产量增长的动力主要来自于各国深水项目的产量增长；根据 EIA 预测，2026 年全球原油产量将增加 80 万桶/天，其中巴西、圭亚那和阿根廷的原油供应增量占 40 万桶/天。

3、供需基本面的改善带来海上钻井行业日费持续提升。

由于海上钻井行业供给端收缩，新增钻井平台有限，仍处于消化上一周期产能阶段；同时深水钻探需求快速提升带来海上钻井平台日费持续提升。钻井船日费率从 2022 年 12 月的 27.9 万美元增长至 2026 年 4 月的 42.1 万美元；半潜式平台 2025 年以来日费率有所提升，从 2025 年 1 月的 22.6 万美元增长至 2026 年 4 月的 29.2 万美元。由于新建钻机建设周期较长，未来深水钻探需求提升，预计未来钻井日费率将持续提升。

投资建议

基于海上钻井行业基本面的持续向好，预计未来海上钻井平台的日费率将持续提升，海上钻井行业处于上行周期的可能性较大。建议关注国内海上钻井龙头公司中海油服。

风险提示

油气能源价格及油公司资本开支下降风险；地缘政治风险；台风地震等自然灾害风险；海上钻井行业需求不及预期风险；汇率波动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、海上钻井供给收缩需求持续提升，行业进入较长修复上行周期 4
1.1 海上钻井作为油气资源勘探开发的服务商，行业周期属性极强 4
1.2 供给端：钻井平台建设周期长，多年低景气度带来行业供给收缩 5
1.3 需求端：油气公司勘探资本开支持续提升，带动海上钻井需求持续向好 7
二、Transocean（RIG.N）：经营持续向好，估值较历史高值仍有空间 10
2.1 公司经营情况的历史复盘："瘦身"战略效果明显，近年经营实质持续向好 10
2.2 股价与估值复盘：油价与日费基本面的双重定价 14
三、Seadrill（SDRL.N）：过度扩张带来破产压力，历经艰辛穿越周期 15
3.1 公司经营复盘：两次破产重组清理劣质资产后重新归来 15
3.2 股价与估值复盘：成长型公司的预期回报定价 16
四、投资建议 18
4.1 中海油服 18
风险提示 19

图表目录

图表 1： NYMEX 布伦特原油期货结算价（美元/桶） 4
图表 2： 海上钻井平台历史年度日费率（美元/日） 4
图表 3： 海上钻井平台历史年度使用率（%） 4
图表 4： 布油价格（美元/桶）与海上钻井日费率（美元/日） 5
图表 5： 布油价格（美元/桶）与海上钻井使用率（%） 5
图表 6： Transocean 历年总平台及在建平台数 6
图表 7： Seadrill 历年总平台及在建平台数 6
图表 8： Transocean2007-2025 年在运营钻机类型及数量（台） 6
图表 9： Transocean 平台数与资产减值损失(百万美元) 7
图表 10： Seadrill 平台数与资产减值损失(百万美元) 7
图表 11： 全球钻井船及半潜式总数及历年增量（台） 7
图表 12： 全球自升式平台总数及历年增量（台） 7
图表 13： Transocean2012-2025 年合同积压转换率及布油价格（美元/桶） 8
图表 14： 美国龙头油气公司勘探开发 CAPEX（百万美元）与合同积压转换率高度关联 8
图表 15： 2016 年以来全球国际油气公司新增开采油气储量下滑严重 9
图表 16： 全球不同地区原油总产量（千桶/日） 9
图表 17： Transocean 分地区营收（百万美元） 10
图表 18： Seadrill 分地区营收（百万美元） 10

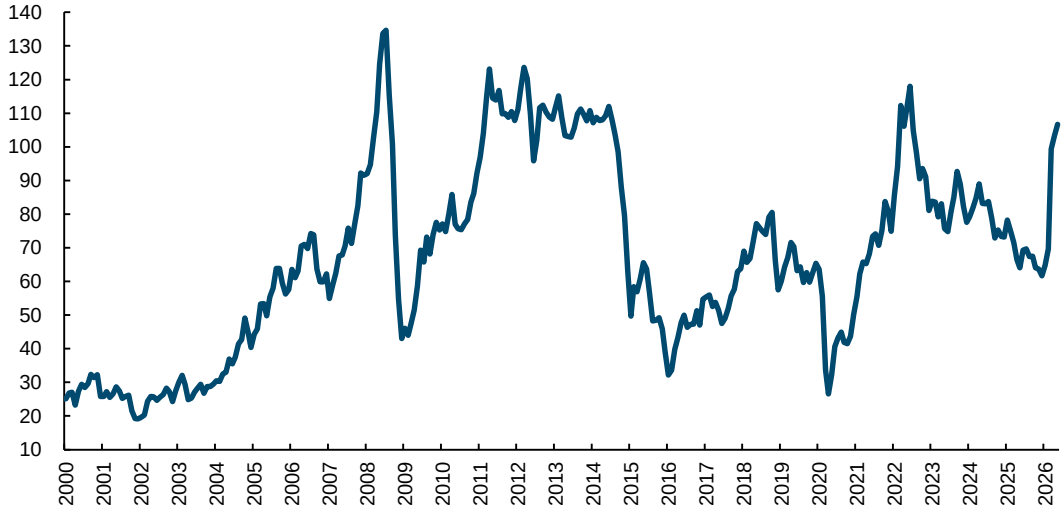
图表 19： 海上钻井各公司市场份额（百万美元） 10
图表 20： 合并后 2025 年海上钻井市场份额占比 10
图表 21： RIG 钻井合同收入(百万美元)和平均日收入 11
图表 22： RIG 历史钻机利用率 11
图表 23： 2006-2025 年 Transocean 各类型钻机平均日收入（美元/天） 11
图表 24： 2008 年 Transocean 各类型钻机数量占比 12
图表 25： 2013 年 Transocean 各类型钻机数量占比 12
图表 26： 2007-2025 年 Transocean 各类型钻机数量变化 12
图表 27： RIG 资产减值损失与经营利润(百万美元) 13
图表 28： RIG 在运营闲置/待售平台数及占比 13
图表 29： 2006-2025 年 Transocean 各类费用率 13
图表 30： RIG 单台 O&M 费用与平均作业天数关联 13
图表 31： 近二十年 Transocean（RIG.N）历史收盘价（元/股） 14
图表 32： 近十年 Transocean（RIG.N）历史收盘价（元/股） 14
图表 33： 2009 年以来 Transocean（RIG.N）的 PB-MRQ 估值 15
图表 34： Seadrill 合同收入与净利润（百万美元） 15
图表 35： Seadrill 历年总平台及在建平台数 15
图表 36： Seadrill 资产负债率及利息支出营收占比 16
图表 37： Seadrill 平台数与资产减值损失(百万美元) 16
图表 38： 2016-2025 年 Seadrill 分地区营收（百万美元） 16
图表 39： Seadrill 第一次破产重组前的历史股价变化（元/股） 17
图表 40： Seadrill 第二次破产重组后的历史股价变化（元/股） 17
图表 41： 第二次破产重组以来 Seadrill（SDRL.N）的 PB-MRQ 估值 18
图表 42： 中海油服 2009-2025 年营收（亿元） 18
图表 43： 中海油服 2009-2025 年钻井平台规模（座） 18
图表 44： 中海油服 2009-2025 年国内外业务营收占比 19
图表 45： 中海油服 2015-2025 年国内外业务毛利率 19

一、海上钻井供给收缩需求持续提升，行业进入较长修复上行周期

1.1 海上钻井作为油气资源勘探开发的服务商，行业周期属性极强

海上钻井行业是指在海洋大陆架及更深海域的海底进行油气资源勘探与开发的系列活动，是全球油气能源供应体系的重要支柱。近年随着陆上及浅海的优质资源逐步走向枯竭，深海以及超深海已经成为全球油气增储上产的动力。从事海上钻井业务的公司，大多是为油气公司提供深水钻井平台/船队的服务，主要包括钻井船（Drillship）、半潜式平台（Semisubmersible）以及自升式平台（Jack-up）。这三类钻机有着各自适用的工作环境和场景：自升式平台往往用于浅海大陆架区域，因为平台是将导管架打入海底，在此基础上搭建甲板和设备，因此稳定性最强，但是适用的水深较浅；钻井船是漂浮在海面上的船舶，形状类似传统的船舶，通常具备自航能力，是三种平台中机动性最强的，并且钻井船通常比半潜式钻井平台拥有更大的甲板载荷和储存能力；半潜式平台是通过水压载系统部分浸没的浮动船舶，使平台在钻探作业时下部柱段和浮筒处于水面以下，因此得名为“半潜式”；半潜式和钻井船都适合深海及超深海作业，作业深度可达到 10000-12000 英尺（折合 3000-3700 米），而二者的主要区别在于，半潜式平台较钻井船的稳定性更高，因此非常适合在恶劣海况下作业，而钻井船通常更适合在较为平静的海况下作业。

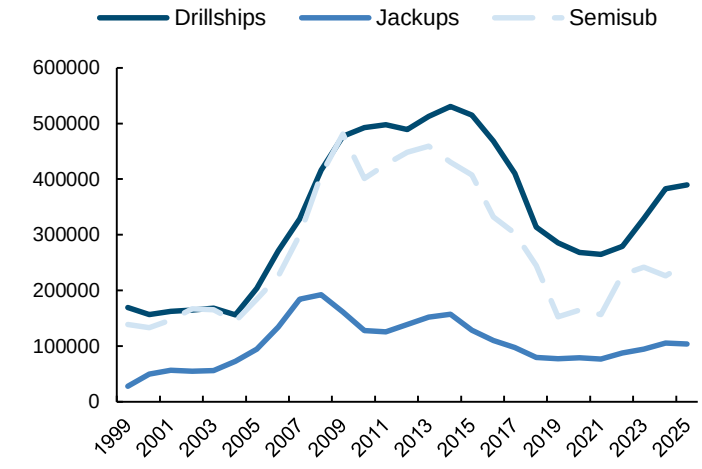
图表1：NYMEX 布伦特原油期货结算价（美元/桶）



来源：i

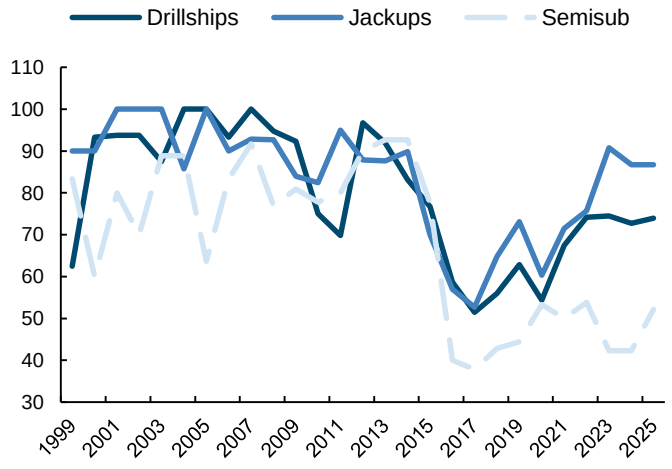
由于海上钻井业务的下游是油气公司，因此行业具有极强的周期属性，行业景气度与国际油价、油气公司资本开支高度相关。海上钻井的历史上一轮超高景气度周期在 2010-2014 年间，国际原油价格自 10 年起快速上涨并且多年在 100-120 美元高位持续震荡，同时受高油价以及页岩油革命的刺激，油气公司对于勘探开发的热度及上游资本开支水平达到历史最高，一度使海上钻井平台的日费率及使用率达到历史最高水平，行业景气度达到历史最高。

图表2：海上钻井平台历史年度日费率（美元/日）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

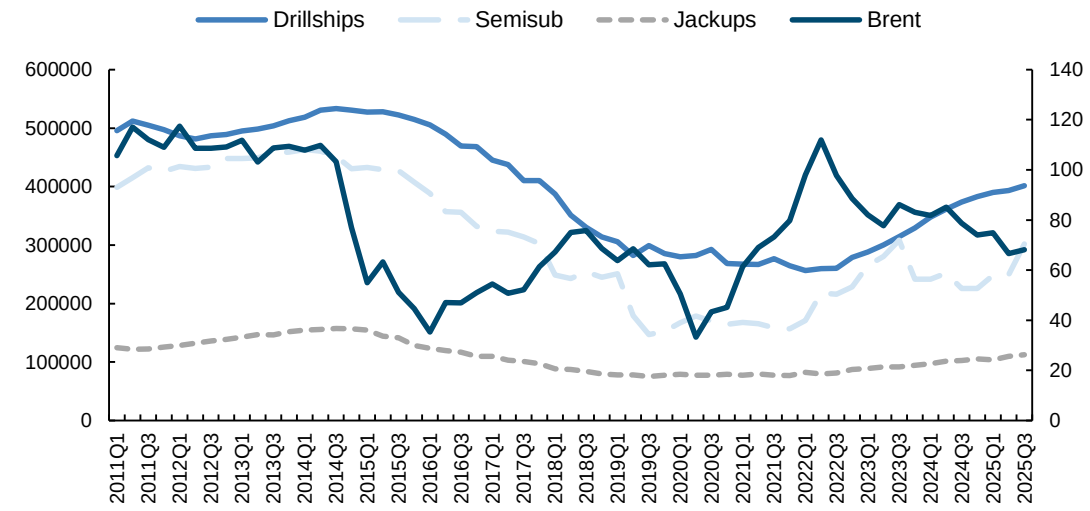
图表3：海上钻井平台历史年度使用率（%）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

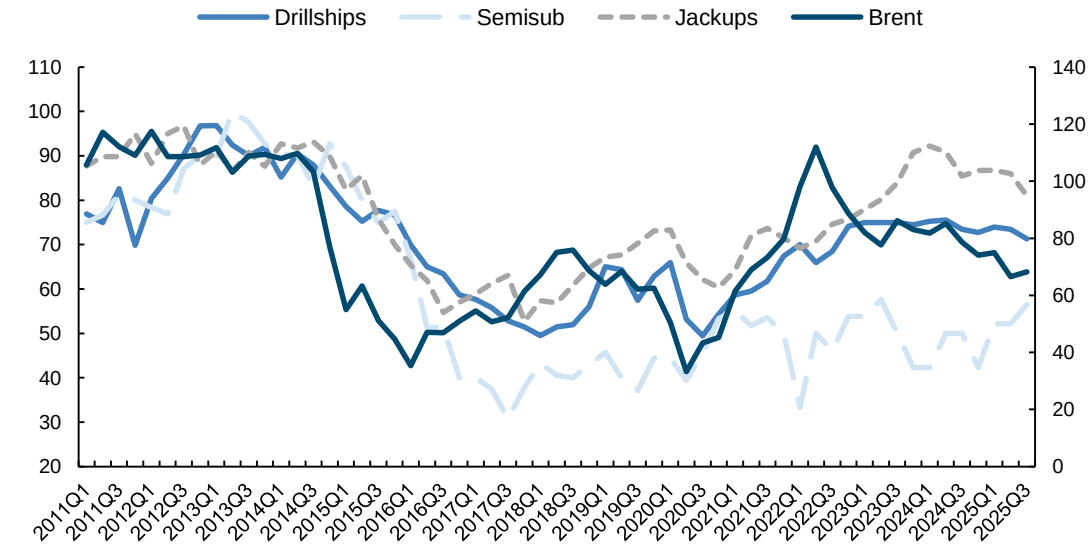
但是 2015 年起随着国际油价迅速大幅下跌，带来油气公司收入端的大打折扣，上游油气勘探的资本开支快速缩水，使得海上钻井平台的使用率和日费率同样迅速下降。在下行周期中，海上钻井使用率指标较日费率指标更为敏感，其跌幅与速度较油价关联程度更高更紧密：从 2014Q3 到 2016Q1，原油价格从 103.3 美元跌至 35.4 美元，跌幅达 65.7%；Drillships/Semisub/Jackups 同期使用率分别从 87.9%/82.9%/93.1%下降至 69.9%/66.7%/65.4%，分别下降 18pcts、16.3pcts 和 27.7pcts；而三类平台的同期日费率分别从 53.3/45.2/15.7 万美元/日，下降至 50.6/38.8/12.3 万美元/日，同比降幅为 5.2%/14.1%/21.6%。平台使用率和日费率的双重下降给海上钻井公司带来了较大的收入冲击，这一时段很多海上钻井公司债务危机严重濒临破产。紧接着，2020 年全球范围的公共卫生事件及油价下跌的二次冲击，使得海上钻井行业度过了一段相当长的低谷期，行业也迎来了“大洗牌”的阶段。

图表4：布油价格（美元/桶）与海上钻井日费率（美元/日）



来源：Bloomberg，i

图表5：布油价格（美元/桶）与海上钻井使用率（%）



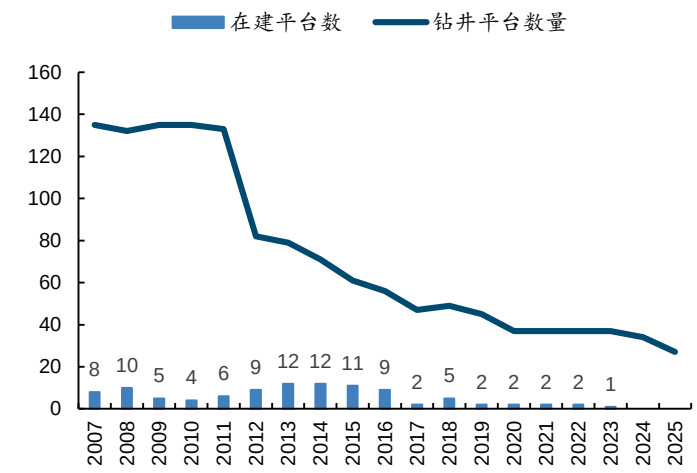
来源：Bloomberg，i

1.2 供给端：钻井平台建设周期长，多年低景气度带来行业供给收缩

如同其他周期行业相似，海上钻井行业在 2010-2014 年间高景气周期中的百花齐放后，2015 年以及 2020 年的低油价区间也让行业进行了一次大洗牌，诸多公司或是资不抵债申请破产保护进入重组，或是被更大的同行收购以寻求缓解债务压力等。例如全球最大海上钻井公司之一 Seadrill 在 2017 年 12 月申请破产保护，在 2020 年 12 月第二次申请破产重组；Valaris 在 2019 年由 Ensco 和 Rowan 两家公司合并成立，2020 年 8 月申请破产重组，2026 年 2 月被 Transocean 收购等等。从 2015 年下行周期以来的十多年间，海上钻井行业也在发生着较大的变化，下面我们从两家龙头公司 Transocean（RIG.N）和 Seadrill（SDRL.N）的数据作为参考，详细地分析当前海上钻井行业的现况以及发

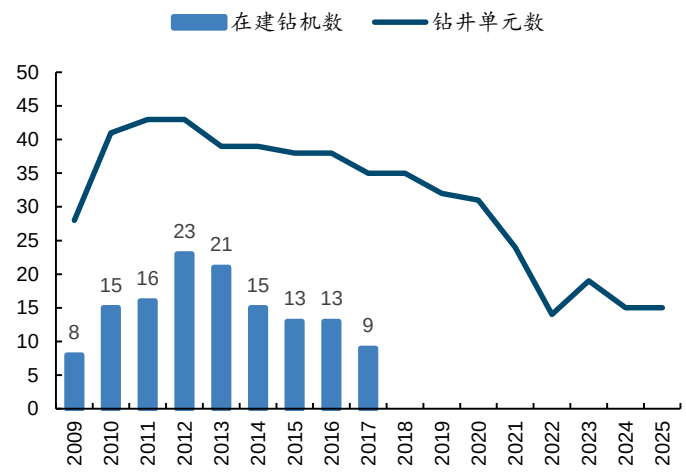
生的变化。

图表6：Transocean 历年总平台及在建平台数



来源：公司年报，国金证券研究所

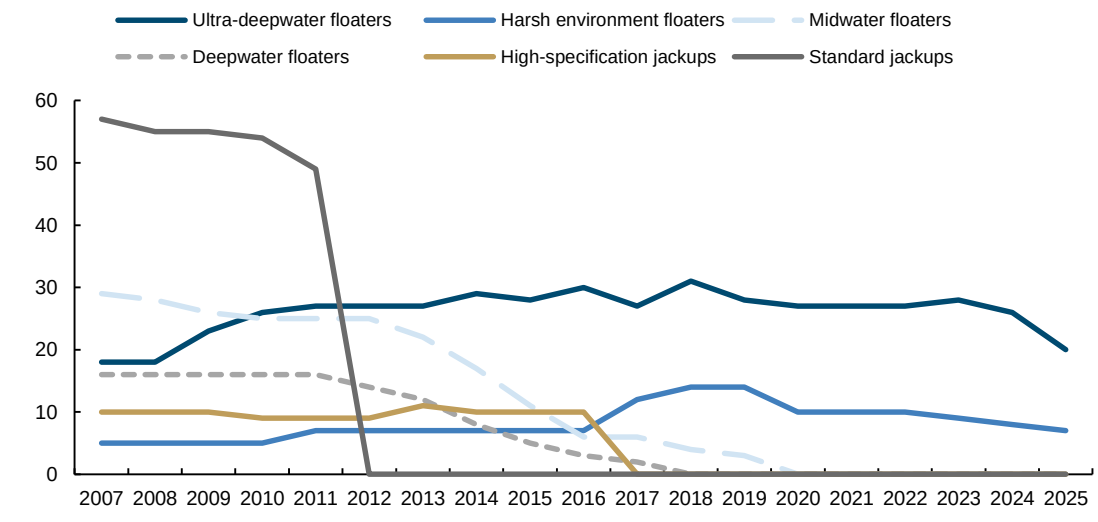
图表7：Seadrill 历年总平台及在建平台数



来源：公司年报，国金证券研究所

从两家公司历史上的钻井船队规模以及新建平台数的扩张速度来看，在 2010-2014 年上一轮周期中行业处于快速扩张的阶段，公司在建钻机明显增多。但是海上钻井平台本质上是大型船舶，属于重型资产，单台投资造价极高，根据公司年报中的数据，钻井平台从开始建造到正式服役，往往需要 3-4 年甚至更久的时间，建设周期极长。在油价较高的高景气度区间里，海上钻井公司加大投资建设钻井平台，但是由于建设工期较长使得平台的供给与需求存在时间上的错配，当 15 年油价开始回落时，很多平台才刚建成服役甚至仍在船厂中建造。新产能的集中涌现以及带来的钻机需求的走弱，使得供需基本面再度雪上加霜，不少公司因为在前期高投入的平台无法给公司带来现金流的回报而产生了很大的债务危机，因此被迫清理资产或是破产保护。所以从 2015 年以来我们可以看到，几乎所有的海上钻井公司都在“瘦身”，逐步清理老旧资产减小自身平台船队规模，这是因为钻井平台的日常维护也需要大量资金，对于没有合同收入的平台维持其运行对公司来说是极大的现金流负担，即使处于完全关闭的“冷停”状态的平台，也需要一定人员进行维护，同时从“冷停”到预定作业状态甚至需要十数月的时间，或许对于当时现金压力巨大的公司来说，清理资产减少平台数量是最好的选择。

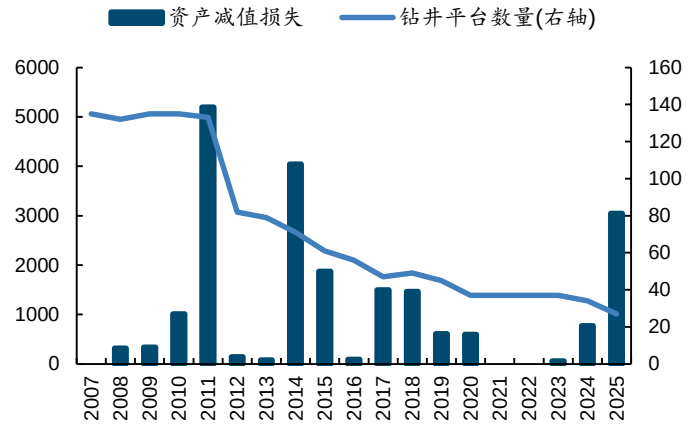
图表8：Transocean2007-2025 年在运营钻机类型及数量（台）



来源：公司年报，国金证券研究所

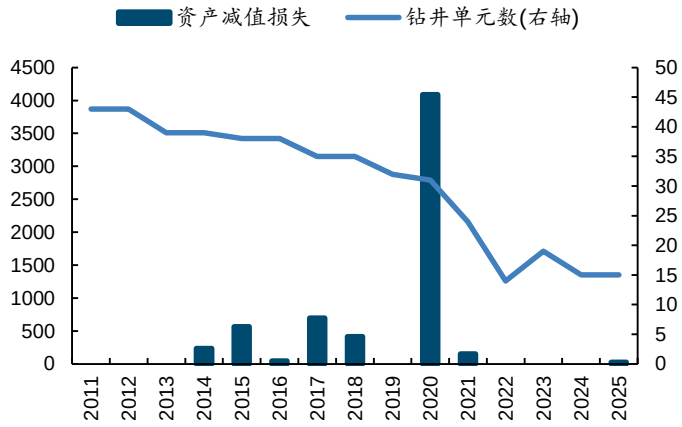
Transocean 作为海上钻井行业的龙头公司，从其历史上在运营钻机类型及数量的变化，其实可以发现公司对于钻机的“瘦身”规划有着很明显的倾向。在 2011-2012 年间，在海上钻井行业刚进入上行周期时，公司便清理了其所有的常规自升式平台，这些平台几乎全部是 20 世纪 80-90 年代服役的老旧平台，即便这一行为使公司当年产生了 52 亿美元的资产减值损失，使 2011 年的净利润为-56.8 亿美元。后续随着景气度回落，公司又陆续处理了其普通深水平台（Deepwater floaters）、高规格自升式平台（High-specification jackups）以及中水深平台（Midwater floaters）；自 2018 年以后，公司便只剩下了超深水（10000-12000 英尺）部分的平台业务。从这一转变也不难看出，即使是在低景气度的区间，深水/超深水钻井由于其工作深度的优势，仍然具有独特的竞争力。

图表9：Transocean 平台数与资产减值损失(百万美元)



来源：公司年报，国金证券研究所

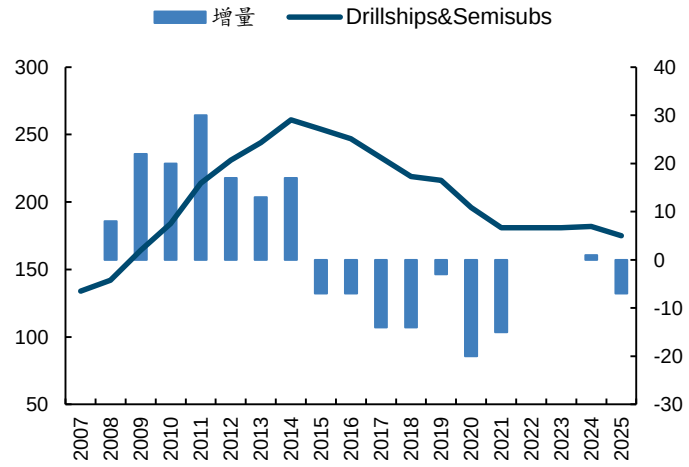
图表10：Seadrill 平台数与资产减值损失(百万美元)



来源：公司年报，国金证券研究所

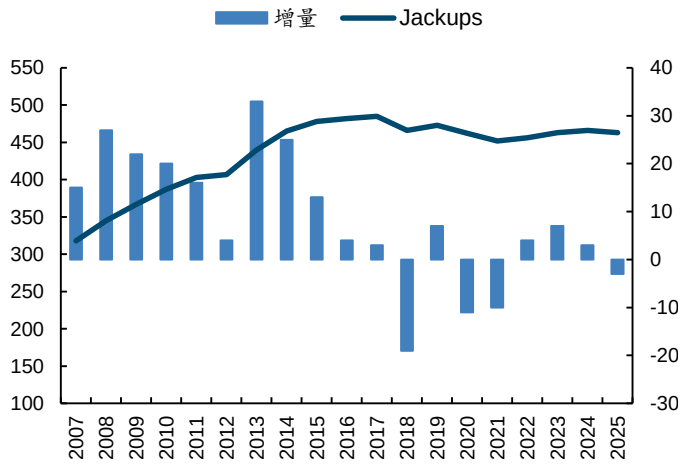
在经历了海上钻井行业多年的低谷期，多数公司破产重组、收购并购等行业大洗牌后，当前海上钻井公司对于新建钻机、扩大规模更加秉持着审慎的态度，2021 年以来行业几乎很少有新建的钻井平台订单，Transocean 的两艘全球仅有的第八代超深水钻井船 Deepwater Titan 和 Deepwater Atlas 也分别于 2023 年和 2022 年开始服役。从全球各类钻机平台总数可以看出，海上钻井平台数从 2014-2015 年上轮周期以来收缩得十分明显，自升式平台增量明显减缓，而深水平台数量收缩更为显著，平台总数多年持续下降，行业整体几乎没有新增的供给端产能，近几年仍在处于消化上一周期新增产能的阶段。

图表11：全球钻井船及半潜式总数及历年增量（台）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表12：全球自升式平台总数及历年增量（台）

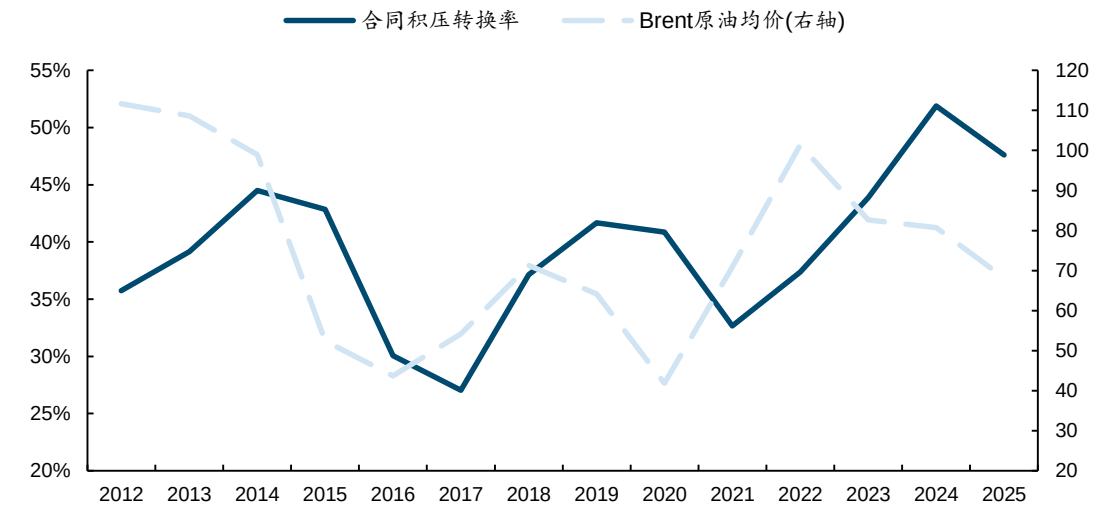


来源：Bloomberg，国金证券研究所

1.3 需求端：油气公司勘探资本开支持续提升，带动海上钻井需求持续向好

海上钻井公司通常与客户公司签订钻探服务合同，来约定某平台在当年或未来几年的工作及日费，因此在公司年报中存在合同积压（Contract backlog）这一数据，代表截至年报披露时公司所持有的未来的总合同收入，数值由合同运营最高日费率乘以合同剩余天数计算而来。但是某些钻探合同可能为客户方便而可以取消，尽管取消需要支付提前终止费用，但是这部分费用往往无法完全弥补合同取消带来的损失；此外还有一些无需支付终止费用的特殊情况，例如长时间停机、设备或操作问题导致的性能受损或不可抗力事件导致的长时间停机等。在钻井及原油市场低迷期间，客户可能寻求重新谈判钻探合同来调整平均日费率或寻求提前终止/拒绝合同。因此合同积压虽然能一定程度上反映公司未来潜在的收入，但是由于存在合同终止履行以及调整日费率的情况，使得该指标可变程度较高。

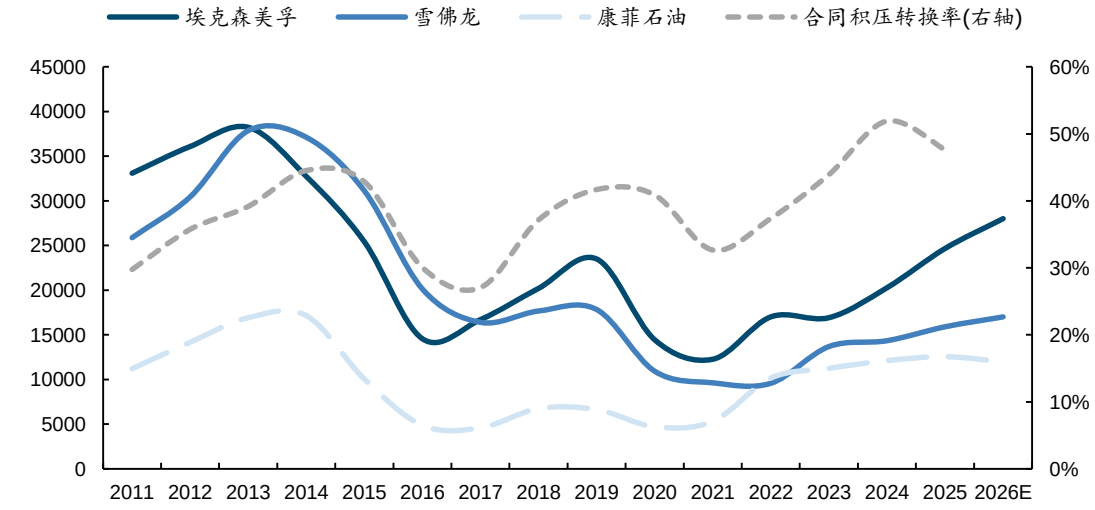
图表13：Transocean2012-2025年合同积压转换率及布油价格（美元/桶）



来源：公司年报，i

由于合同积压的可变程度一方面来自于日费率的调整，另一方面来自于油气公司持续履行钻探合同的意愿，因此公司将合同积压转换为营业收入的转换率可以用来反映油气公司履行合同的意愿强弱。从 Transocean 的合同积压转换率的数据（合同积压转换率=当年钻探合同收入/当年合同积压，当年合同积压=往年约定当年合同积压的累和）与布油价格的关联程度可以看出，合同积压转换率与油价关联程度较强，且有着比较明显的一年滞后。但是即使在相似的油价背景下，近两年的合同积压转换率也要明显高于历史平均水平，油气公司持续履行钻探合同的意愿要明显高于以往。我们认为油气公司的这种高意愿与其资本开支提升，以及对于深海优质油气储量的高需求相关。

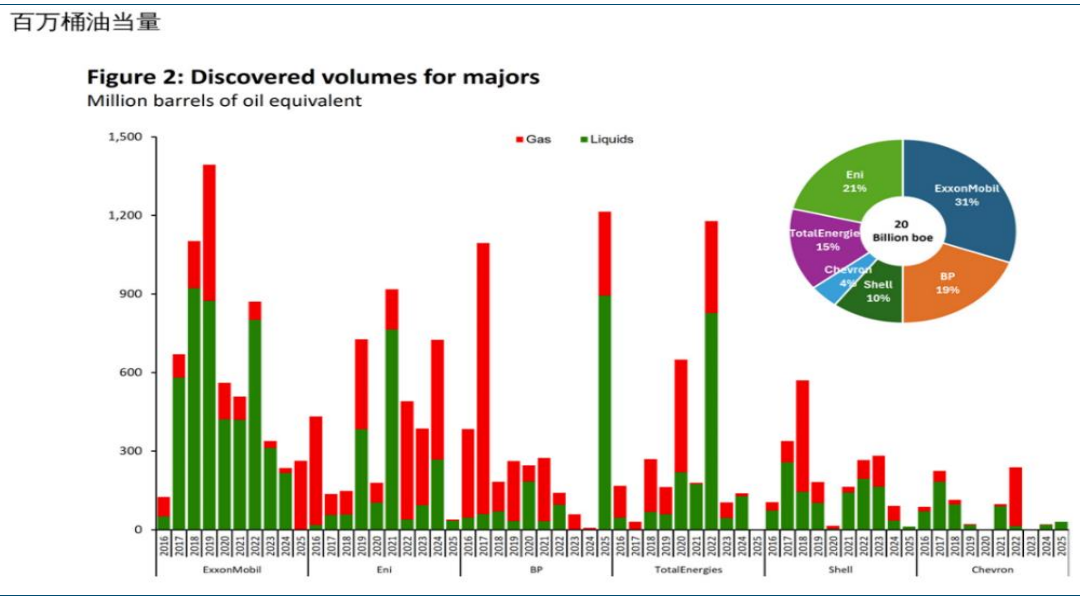
图表14：美国龙头油气公司勘探开发CAPEX（百万美元）与合同积压转换率高度关联



来源：各公司年报，国金证券研究所（2026年预测数据来自于公司2025年报指引）

正如我们之前的报告中有提到，油气公司在近年持续提高资本开支，而较少地考虑油价未来的走势方向；且大多数油气公司2026年CAPEX指引均在今年3月美伊冲突前便已经披露，即使当时原油市场因为持续增产供给过剩而带来的价格持续下跌的环境，诸多油气公司依旧提高了勘探开发的资本开支，而这一现象的核心驱动力在于2016年以来全球国际油气公司的新增油气储备量持续下滑，维持油气产量的储量逐渐告急，油气公司的勘探重心向周期短、回报可控的油田项目倾斜。而当前深水的油气项目相较于陆上及沿海大陆架的油气项目开发程度较低，开发成本及项目回报均十分可观，由于深海作业深度的限制深水项目更接近于油气的“蓝海”项目，是油气公司未来发展的重点方向之一。油气公司的高资本开支，也给海上钻井行业的合同履行带来了较高的兑现度，也反映了海上钻井的需求程度在逐步提升，需求端持续向好；而由于供给端收缩，新增钻井平台有限，行业仍处于消化上一周期产能阶段，2021年以来三类钻井平台的日费率持续修复；而由于新建钻机建设周期较长，预计未来钻机日费率将仍处于回升周期较长时间。

图表15：2016年以来全球国际油气公司新增开采油气储量下滑严重



来源：Rystad Energy，国金证券研究所

从2026年一月全球不同地区原油产量的分布可以看到，离岸（Offshore）地区原油产量和巴西地区原油产量增量同比分别为464千桶/日和451千桶/日，是除OPEC地区外原油产量增量最多的两个地区，合计达到全球原油产量增量的38%，而岸上（onshore）原油产量则呈现下降趋势。而巴西近年来原油产量显著增长主要也得益于Bacalhau深水油田启动的

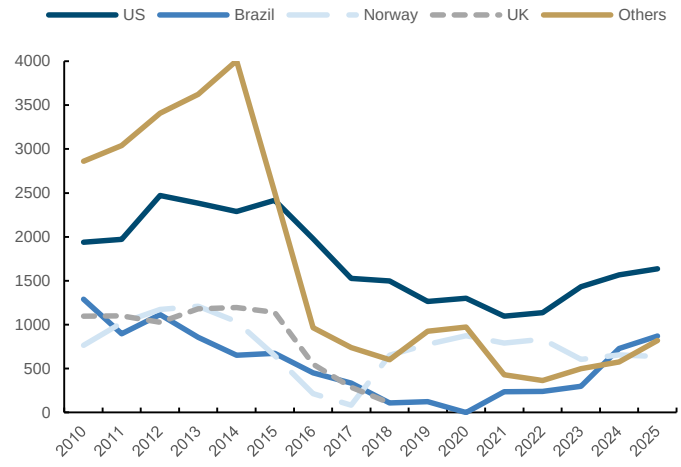
图表16：全球不同地区原油总产量（千桶/日）

Category	Jan-25	Jan-26	Jan-26/Jan-25
OPEC	25965	27001	1036
US	13100	13353	253
Other offshore	10959	11422	464
Other onshore	10762	10276	-486
Russia	10155	10451	296
Canada	4990	5020	29
Brazil	3458	3909	451
UAE	3215	3600	386
Global	82604	85033	2428

来源：Rystad Energy，国金证券研究所

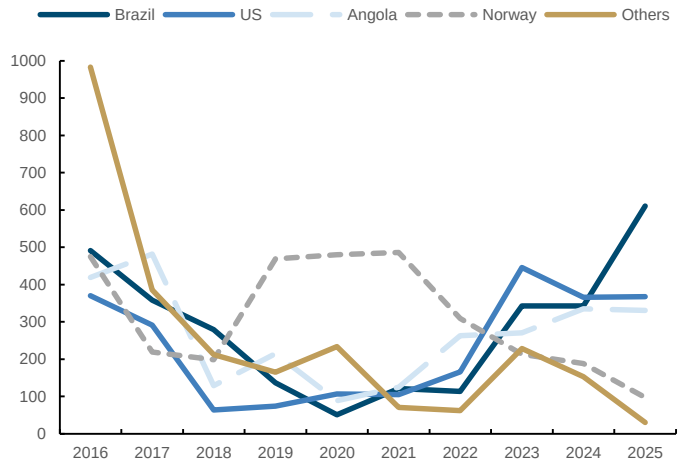
从历史上各地区的海上钻井收入变化也可以看出当前钻井需求发生的变化，当前主要深水钻探热门的区域主要还是在巴西、挪威北海地区以及美国墨西哥湾，这三个地区是2021年以来需求恢复最快的几个地区。而其他地区的钻探需求在经历了一整个下行周期以后很明显大打折扣，基本很小的可能会回到上一轮周期的峰值水平，这也从侧面反映了深水钻探的需求是很强地区化的，因为这些地区的深水油田最为优质，是最优先开发与抢占的资源，即使油价在2024-2025年持续下行，这些地区的钻探需求在持续攀升；亦或者说，正因为这些地区的高钻探需求提供了全球主要的油气资源边际增量，从而使得原油供给提升带来油价的下行，也恰好说明了因为钻探需求的提升带来的景气上行不会过多地因为油价而出现周期反转。

图表17：Transocean 分地区营收（百万美元）



来源：公司年报，国金证券研究所

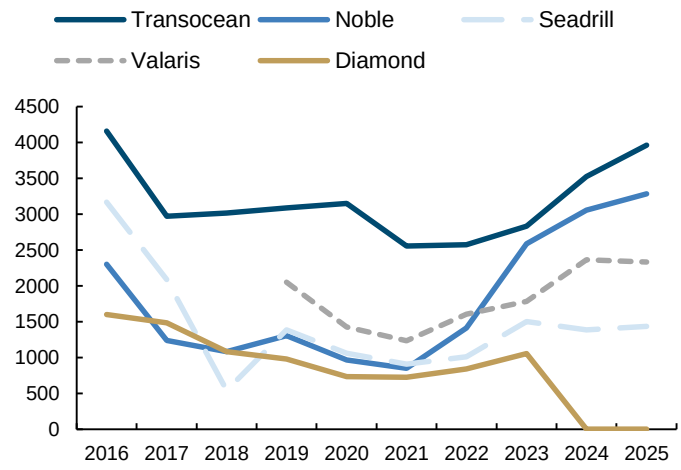
图表18：Seadrill 分地区营收（百万美元）



来源：公司年报，国金证券研究所

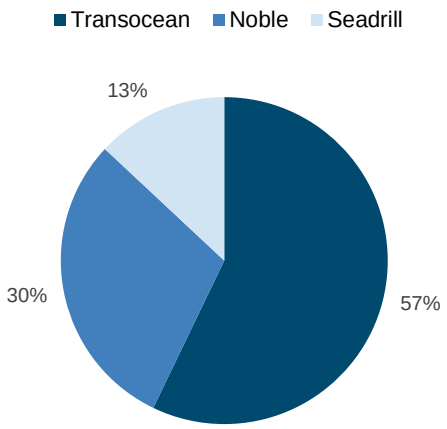
从海上钻井行业的历史周期演变来看，当前海上钻井景气度处于持续上行的周期比较确定，所以接下来我们对全球海上钻井的龙头公司的历史复盘，从中寻找行业中优质的标的公司并分析未来潜在的投资机会。从当前主要海上钻井（Offshore drilling）公司的市场份额来看，Transocean 是行业绝对龙头公司，其与 Valaris 合并后市场份额将超过 50%；当前主要的公司有 Transocean、Noble（2024 年收购了 Diamond offshore）和 Seadrill。

图表19：海上钻井各公司市场份额（百万美元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表20：合并后 2025 年海上钻井市场份额占比



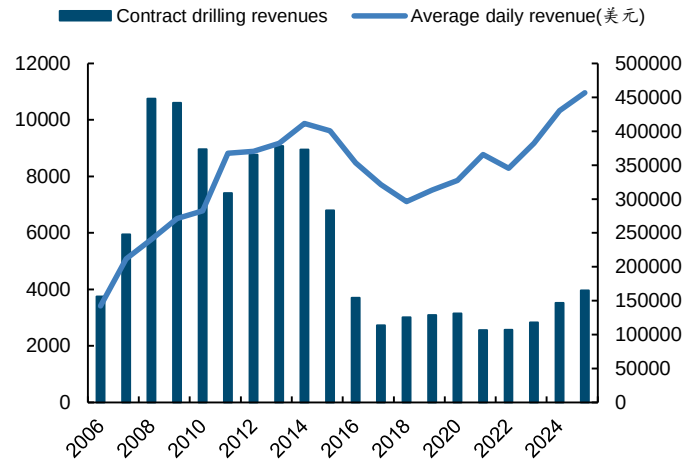
来源：Bloomberg，国金证券研究所

二、Transocean（RIG.N）：经营持续向好，估值较历史高值仍有空间

2.1 公司经营情况的历史复盘：“瘦身”战略效果明显，近年经营实质持续向好

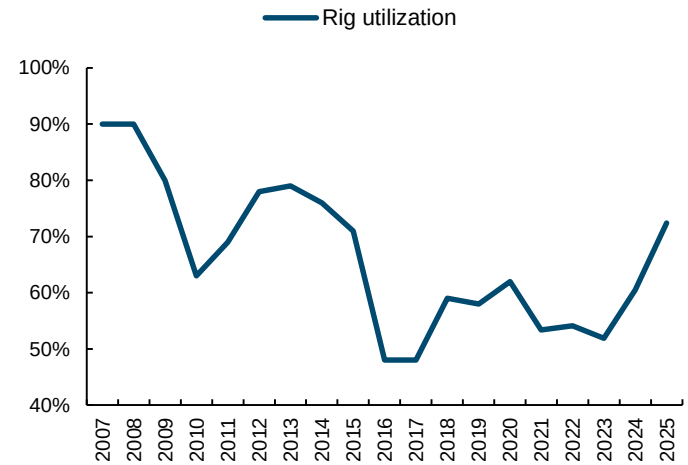
Transocean（RIG.N）是当前全球领先的国际海上石油和天然气井合同钻探服务提供商，截至 2025 年，公司拥有由 20 艘超深水钻井船和 7 艘恶劣环境半潜式平台组成的庞大船队。2026 年 2 月 9 日，Transocean 与其竞争对手 Valaris 签署了商业合并协议，公司将以每股面值 0.01 美元的价格收购 Valaris 所有已发行和流通的普通股；收购 Valaris 完成后，Transocean 船队将达到 33 艘超深水钻井船、9 座半潜式和 31 座现代自升式钻井平台，一举成为当前全球最大的海上钻井船东，也是海上钻井行业最优质的标的公司之一。

图表21：RIG钻井合同收入(百万美元)和平均日收入



来源：公司年报，国金证券研究所

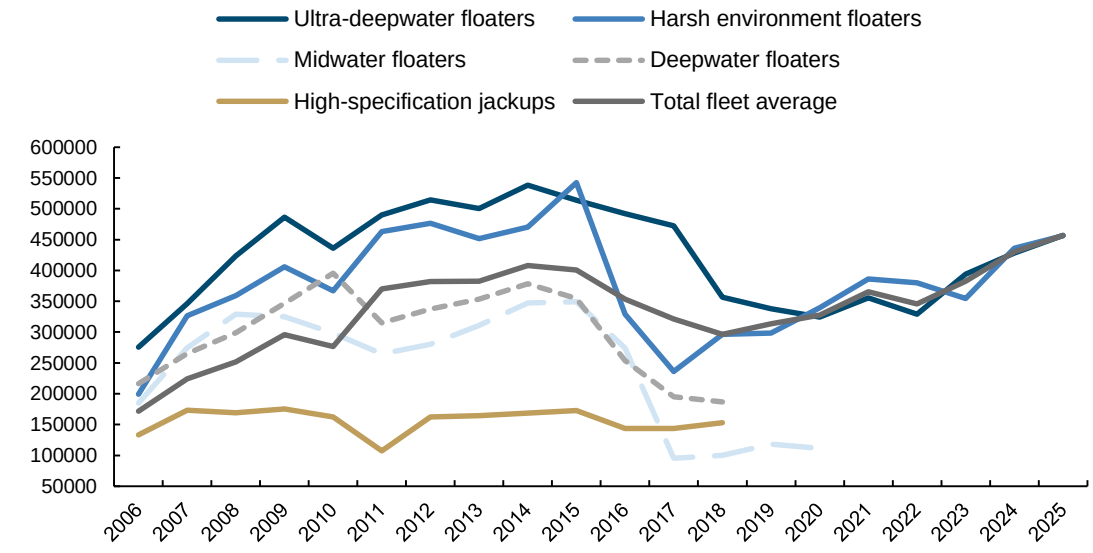
图表22：RIG历史钻机利用率



来源：公司年报，国金证券研究所

从公司和行业周期历史来看，公司在上一轮下行周期中做出的“瘦身”战略初见成效，尽管公司的钻探合同收入下降了较多，相比于上一轮周期减少了约60%，但是公司的钻机平均日收入显著提升，在2025年达到了45.7万美元/天，也是超过了上一轮周期的峰值41.2万美元/天达到了历史最高的平均日费率，公司钻机的收入质量因为钻机结构的调整而大大提升。从结构来看，公司在下行周期迅速剥离的是低日费率的钻机如自升式(Jackups)和中水深(Midwater)，而大力发展的是市场较为不饱和、具有一定壁垒所以费率较高的超深水（Ultra-deepwater）和恶劣环境（Harsh environment），公司果断地剔除了较为劣质的资产，在海上钻井新一轮的上行周期中轻装上阵。

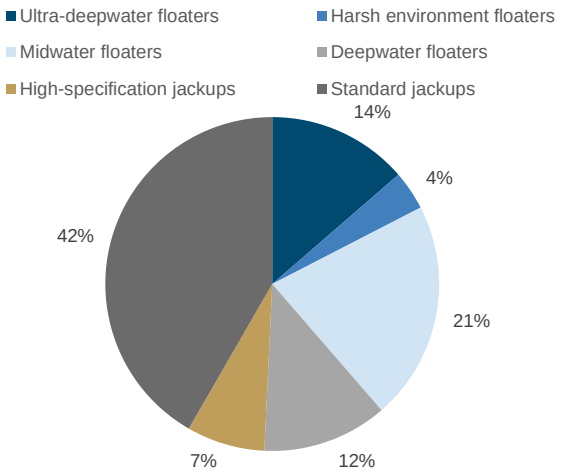
图表23：2006-2025年Transocean各类型钻机平均日收入（美元/天）



来源：公司年报，国金证券研究所

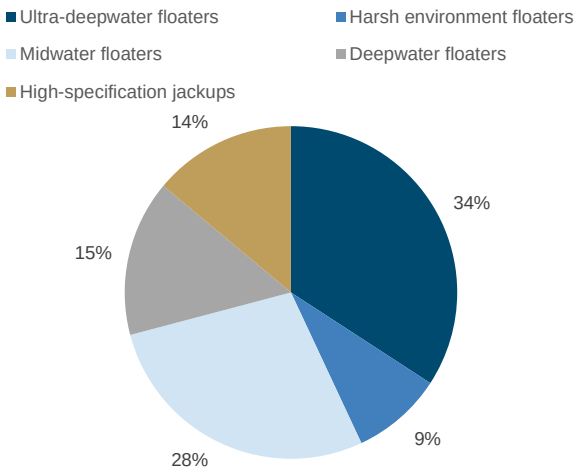
尽管公司在日费提升的举措上成效显著，但是资本市场对于公司近两年的钻机利用率（Rig utilization）并没有因为“瘦身”战略而相比于上个周期有明显提升提出了质疑，2025年公司的钻机利用率仅有72.4%，并未达到2008年90%和2013年79%的利用率水平。但是我们认为虽然利用率是很重要的指标，但是仅从利用率的数据而不关注结构是不合理的，因为自升式平台是固定作业位置且为近海靠近码头，其利用率毋庸置疑要比钻井船和半潜式平台高；而超深水及恶劣环境平台因为涉及航行至深海指定位置以及热停周期长等因素利用率偏低。公司在2008年仍有55台传统自升式平台在役，在总钻机数量的42%；2012年公司便剥离了所有的传统自升式，尽管2013年超深水已经成为数量最多的钻机，但是仍然有较多的自升式及中水深，超深水及恶劣环境累计仅有43%的占比还不足一半。而2025年公司只剩下了超深水和恶劣环境达到了100%，这种结构性变化必定会使公司的平均钻机利用率较历史均值有所下降，判断公司钻机经营恢复与否，可以参考更多的经营指标变化。

图表24：2008 年 Transocean 各类型钻机数量占比



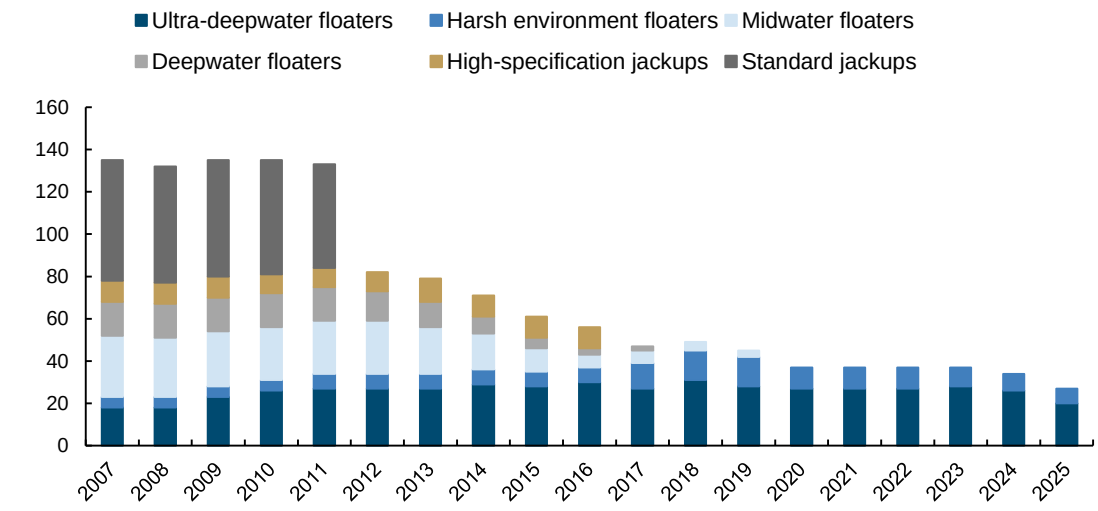
来源：公司年报，国金证券研究所

图表25：2013 年 Transocean 各类型钻机数量占比



来源：公司年报，国金证券研究所

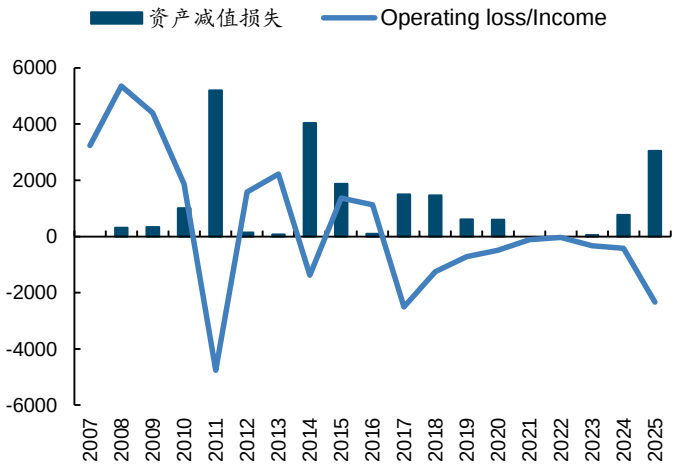
图表26：2007-2025 年 Transocean 各类型钻机数量变化



来源：公司年报，国金证券研究所

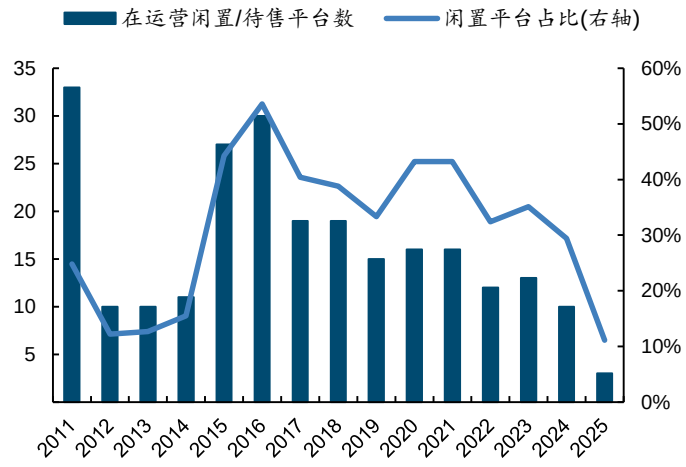
从经营利润来看，2017 至 2025 年由于行业处于较低景气度，公司经营利润处于亏损状态，但是可以看到公司历史上有较多的资产减值损失，对应着大量淘汰较为落后的劣质钻机资产；同样在 2023-2025 年海上钻井行业处于上行恢复期间公司经营利润却持续下降的原因也是在于公司在尤其是 2025 年同样计提了较大额的资产减值损失，对应到待售/待处置的钻机资产。而不考虑资产减值损失的经营利润，从 2023 年的-2.68 亿美元到 2025 年的 7.12 亿美元，公司的经营确实有在逐步向好。

图表27：RIG 资产减值损失与经营利润(百万美元)



来源：公司年报，国金证券研究所

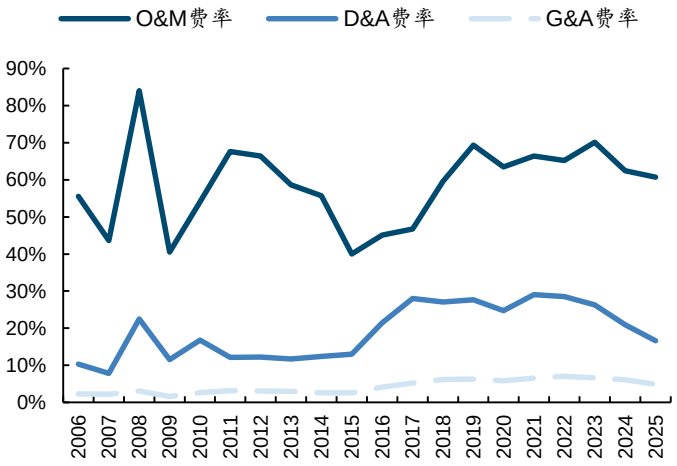
图表28：RIG 在运营闲置/待售平台数及占比



来源：公司年报，国金证券研究所

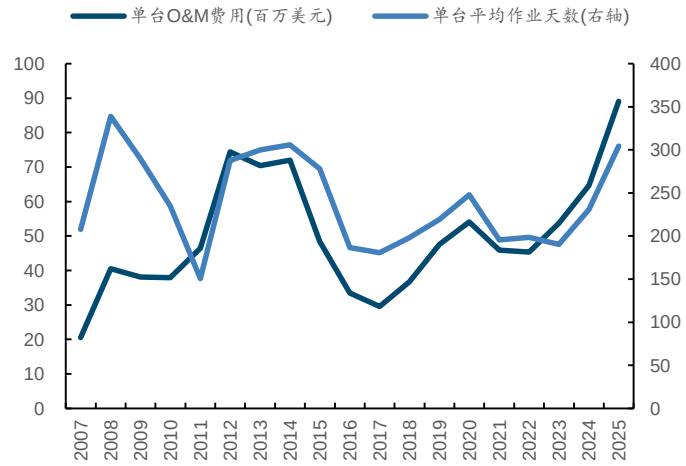
从再深一层的经营情况来看，由于海上钻机几乎都是合同作业的形式，对于没有承接长期合同的钻机为了保持随时可进行作业的状态需要进入“热停”，需要花费大量的资金进行维护，这一部分的钻机没有收入能力但是同样需要花费经营成本。因此在运营闲置平台数量会影响公司的业绩质量，而对于多年没有承接合同的钻机公司为了缓解现金流的压力，多数会选择将闲置平台进行处置，这也是公司执行“瘦身”战略重要的原因之一。例如 Transocean 公司于 2011 年开始服役的超深水钻井船（作业水深 12000 英尺）Deepwater Champion 号从 2015 年起便开始处于闲置状态，即使其服役年限较短，公司还是在 2025 年的时候将其处置。从公司闲置平台占比数据来看，2025 年公司闲置平台仅有 3 台，占比仅 11%达到历史的最低值，2012-2014 年超高景气度区间的平均闲置率达到 13%。综合上述多个维度的数据分析，由此可见公司的经营向好是十分明显的。

图表29：2006-2025 年 Transocean 各类费用率



来源：公司年报，国金证券研究所

图表30：RIG 单台 O&M 费用与平均作业天数关联



来源：公司年报，国金证券研究所

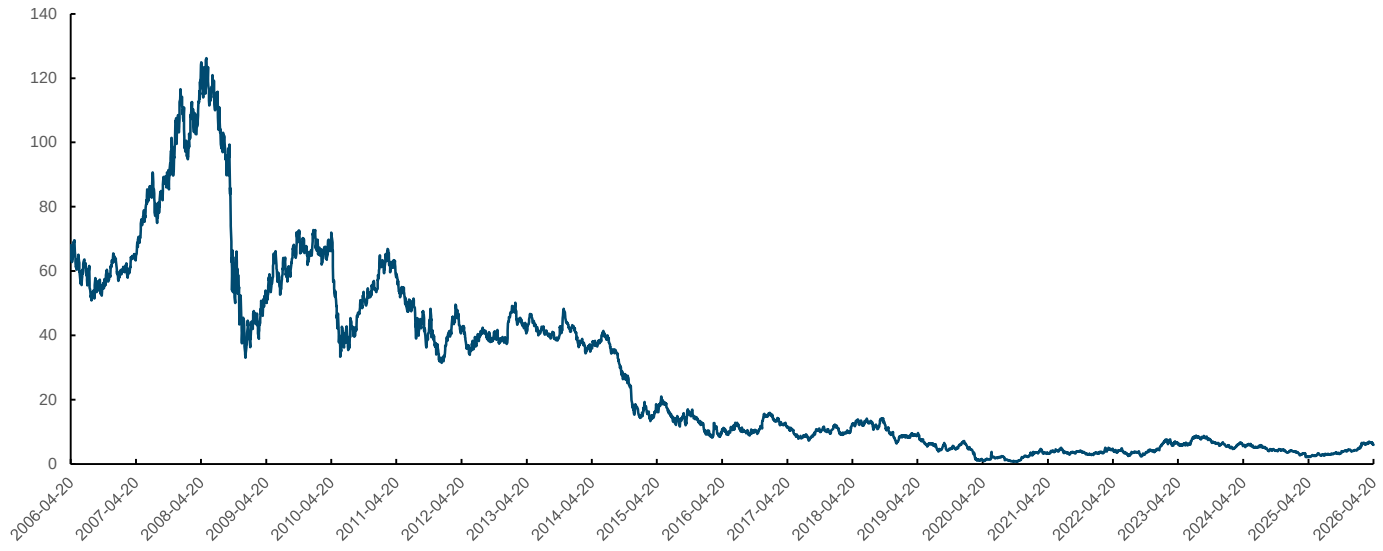
最后从各项费率的数据来看，O&M 费率（Operating and maintenance expense）是钻井平台的运营维护费用，在一定程度上可以反映钻井平台的运营成本。由于每个钻井平台单独运营，因此从单台平均的运营管理费用和单台平均作业天数的数据可以判断，O&M 费用与平台的工作天数有较强的相关性，作业天数越多对应的 O&M 费用就越高。但是钻井平台的年作业天数存在上限，2025 年公司的钻井平台利用率已经达到较高水平，后续作业天数再度提高较为困难，O&M 费用将达到平台期很难再明显提升，而随着后续日收入的提升，O&M 费率将有极大概率继续下降，为公司释放更多的利润空间。而 D&A 费率（Depreciation and amortization expense）在 2016-2023 年间处于较高区间，核心原因在于 2012-2015 年间公司有较多在建平台随后陆续开始服役，折旧摊销费用提升较多，加之 2016 年起行业下行周期公司营收受到较大影响，D&A 费率上升较多。后续随着 2024 年起无在建钻机，以及公司经营持续向好，未来 D&A 费率同样有较大概率继续下降，同样释放较多利润空间。

综合来看，Transocean 未来一至两年的经营与业绩有较大程度上的保障与持续改善。

2.2 股价与估值复盘：油价与日费基本面的双重定价

从 Transocean 近二十年股价变化来看，很明显公司股价被 2015 年起的下行周期分成了前后两部分，前十年的部分股价变动整体随油价变动十分明显，2008 年油价的峰值与股价峰值、2011-2014 年高油价区间与股价震荡区间、2009 年油价的谷值与股价谷值均一一吻合。在这一阶段公司股价的核心定价因素几乎全部被油价所控制，钻机日费率等直接影响公司基本面的因素也与油价紧密关联。

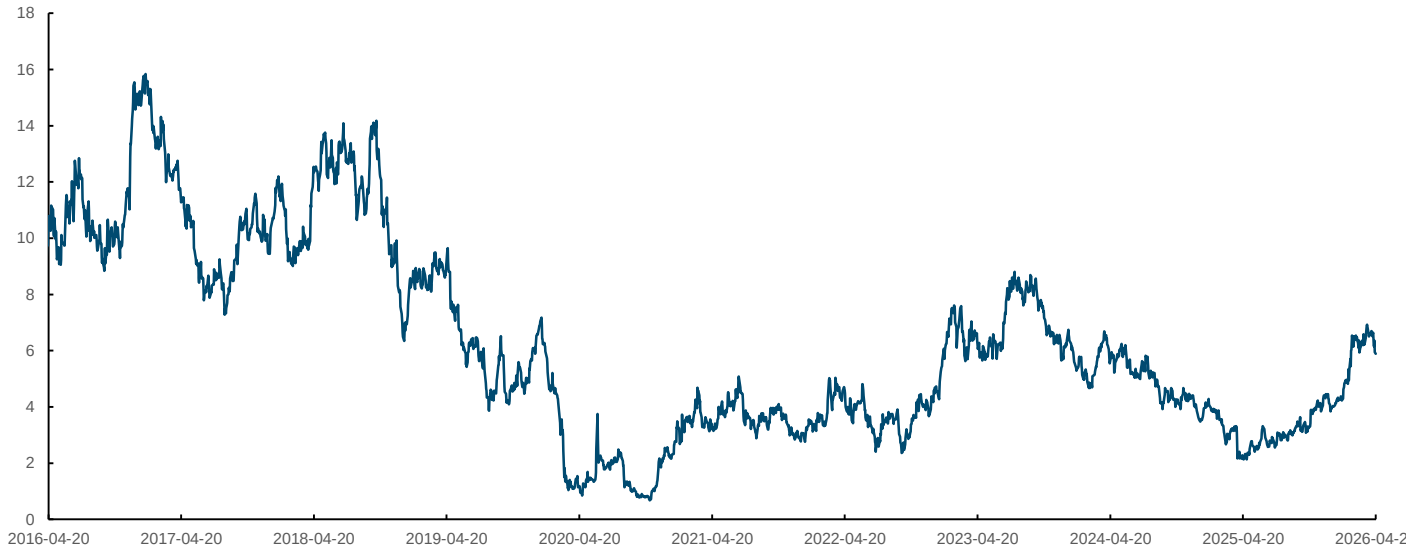
图表31：近二十年 Transocean（RIG.N）历史收盘价（元/股）



来源：Wind，国金证券研究所

2015 年起随着油价快速下跌公司股价也随之下跌，但是在 2017-2018 年区间，即使油价有所恢复公司股价在这区间依旧下探，此时公司股价的定价更少地向油价倾斜，而是更多地向海上钻井的供需基本面倾斜（即钻机日费率），因为这两年间油价在上升但是海上钻机由于供给过剩严重导致费率持续下探。2019 年起受全球卫生事件影响，油价的走势与费率的走势回归一致，在油价/日费/股价三者均同时探底后，2020-2024 年是三者同步变化的区间。而股价在 2025 年 4 月随着半潜式平台的日费回升以及钻井船日费持续攀高开始进入上行期，此时日费的控制又超过了油价的控制，我们认为这一阶段主要原因是深水钻探需求的快速爆发，例如巴西、圭亚那等高质量高产量油田对于深水钻井的超高需求，使得日费与油价反向变化。所以从历史股价的演变很明显地可以看出，海上钻井行业从上个大周期以来，进入了油价（即预期需求）与日费（即实际需求）双重因素共同控制股价的阶段。

图表32：近十年 Transocean（RIG.N）历史收盘价（元/股）

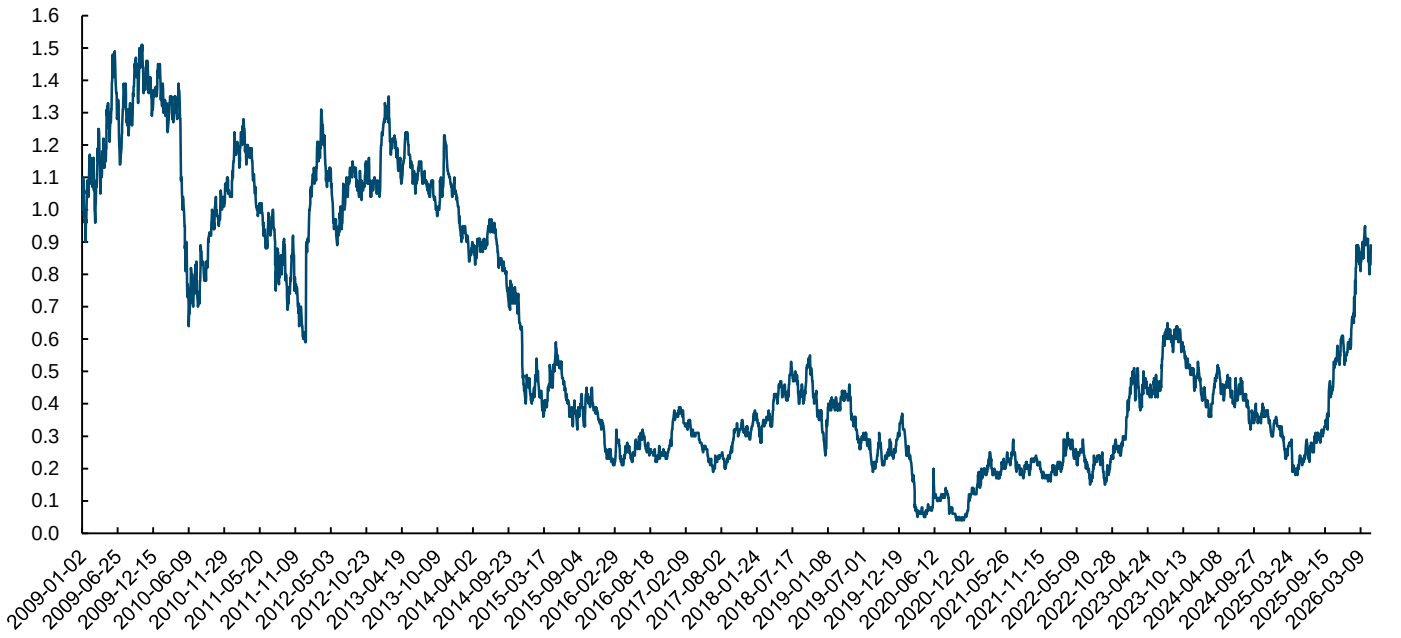


来源：Wind，国金证券研究所

从估值角度来看，由于海上钻井行业多年处于净利润亏损的情况，PE 估值的意义较小，企业倍数（EV/EBITDA）同样因为 EBITDA 为负值而失去了较多的可比性。但是海上钻机船舶均是重资产，对于公司来说船队数量即是兑现业绩的

最大保障，因此我们认为 PB 估值对于重资产的海上钻井行业更具有参考价值。从 Transocean 这家公司的历史 PB 估值来看，最高估值为 1.51x，在 2011-2013 年间的平均 PB 估值为 1.05x，当前 PB 估值（5 月 26 日）为 0.88x，位于历史 57%分位。除此之外，我们在之前有提到公司一直在做“瘦身”行动，持续清理劣质钻机资产，当前公司的资产质量较上个周期的资产更加优质、创造价值能力更强，因此从 PB 估值角度来看公司仍有较大的估值空间。

图表33：2009 年以来 Transocean（RIG.N）的 PB-MRQ 估值



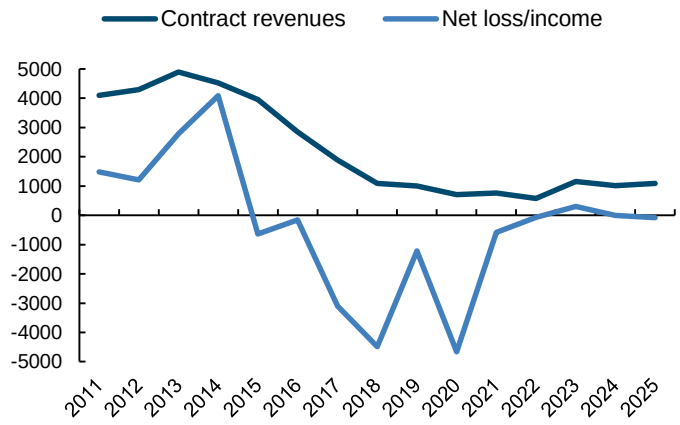
来源：i

三、Seadrill（SDRL.N）：过度扩张带来破产压力，历经艰辛穿越周期

3.1 公司经营复盘：两次破产重组清理劣质资产后重新归来

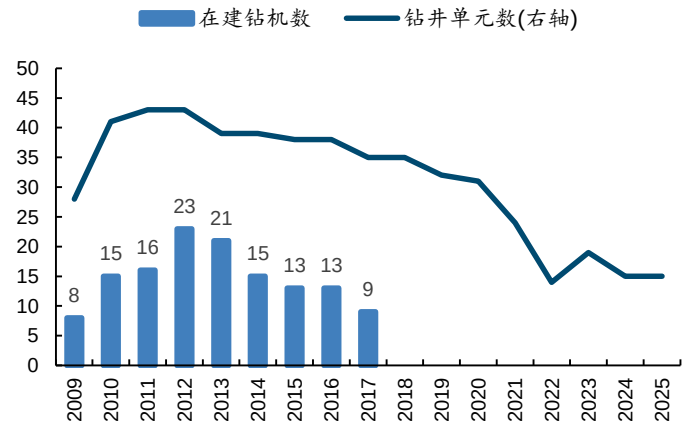
Seadrill 这家公司的历史经营历程与 Transocean 截然不同，其成立于 2005 年恰逢上一轮高景气度周期的前夕，所有的钻机服役时间均在 2007 年之后，是一家较为年轻的海上钻井公司。正如前文提到过，在 2011-2014 年间这家年轻的公司趁着行业高景气进行大规模的扩张，2012 年至 2013 年在建钻机数达到了 23 台和 21 台，而公司总共在运营钻井单元数也仅有 43 台和 39 台，如此“疯狂”的扩张速度必定伴随着极大的风险。2015 年起的下行周期里，Seadrill 很多新服役的钻机都无法获得足够的合同积压，同时仍有较多的在建钻机仍未交割，每一台不论是否正在作业的钻机都会消耗公司的现金流，给公司带来了巨大的现金压力和债务危机，2017 年公司被迫申请破产保护，这是公司历史上的第一次破产。

图表34：Seadrill 合同收入与净利润（百万美元）



来源：公司年报，国金证券研究所

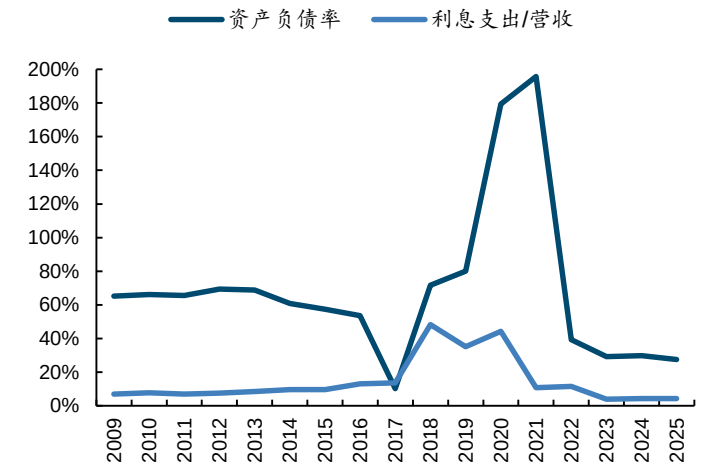
图表35：Seadrill 历年总平台及在建平台数



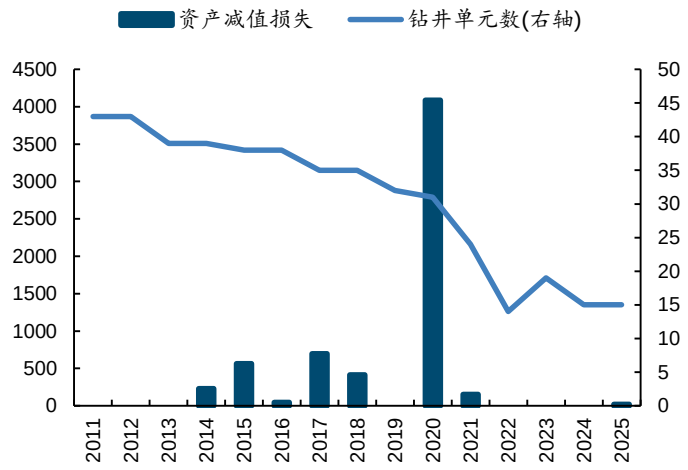
来源：公司年报，国金证券研究所

2018 年公司完成第一次破产重组，但是前文中提到 2017-2019 年尽管油价在恢复，但是钻机日费因为供给过剩在持续下行，即使完成了重组公司 2019 年的利息支出占营收的占比也高达 35%，资产负债率达到 80%，营收也在连年下降。2020 年至 2021 年，全球公共卫生事件与低油价同步冲击，公司本身就脆弱的经营再次雪上加霜，资产负债率达到惊人的 196%，2020 年公司计提了 40.9 亿美元的资产减值损失，是公司历史上最大的清理资产的行动；2021 年公司第二次提出破产保护，2022 年完成第二次破产重组。

图表36：Seadrill 资产负债率及利息支出营收占比



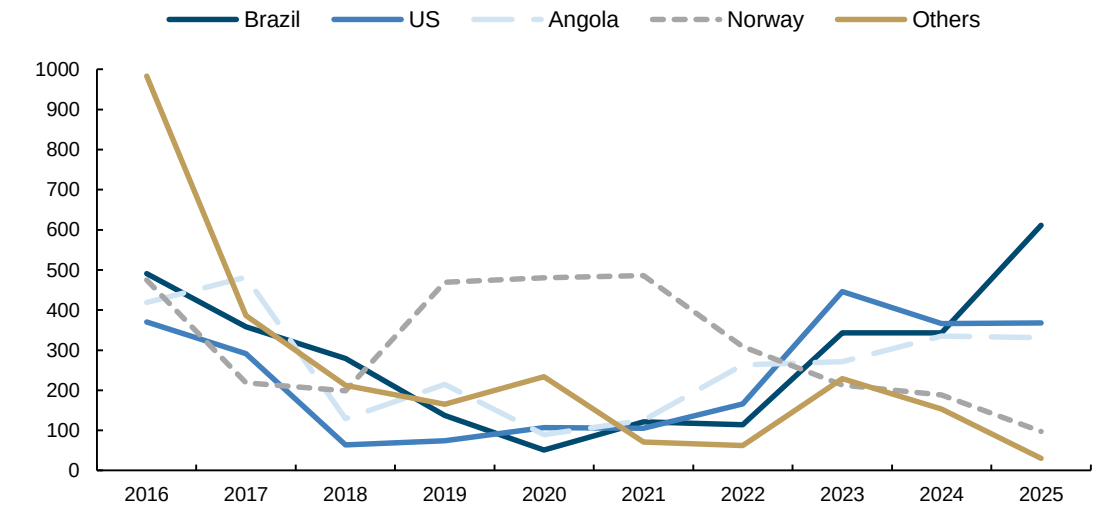
图表37：Seadrill 平台数与资产减值损失（百万美元）



来源：i

因此从Seadrill历史上的两次破产情况来看，核心的原因还是在上一轮周期中过度疯狂的扩张战略并不适合强周期、重资产的海上钻井行业，建设周期长、资本投入大等特点对于公司来说是非常大的现金流压力。但是对于 Seadrill 这家公司来说，也体现了其强大的韧性，作为在钻井行业较为“年轻”的公司，其拥有的钻井船队资产也是较为优质的，尤其是在经历了两次破产重组“被动”地清理了较多劣质资产后，在行业内也是具有一定的竞争力。经历过了第二次破产重组以及 2023 年钻机日费逐步回升的区间，Seadrill 的经营逐步回归到了正常，也是得益于巴西等区域钻探合同的迅速提升。

图表38：2016-2025 年 Seadrill 分地区营收（百万美元）



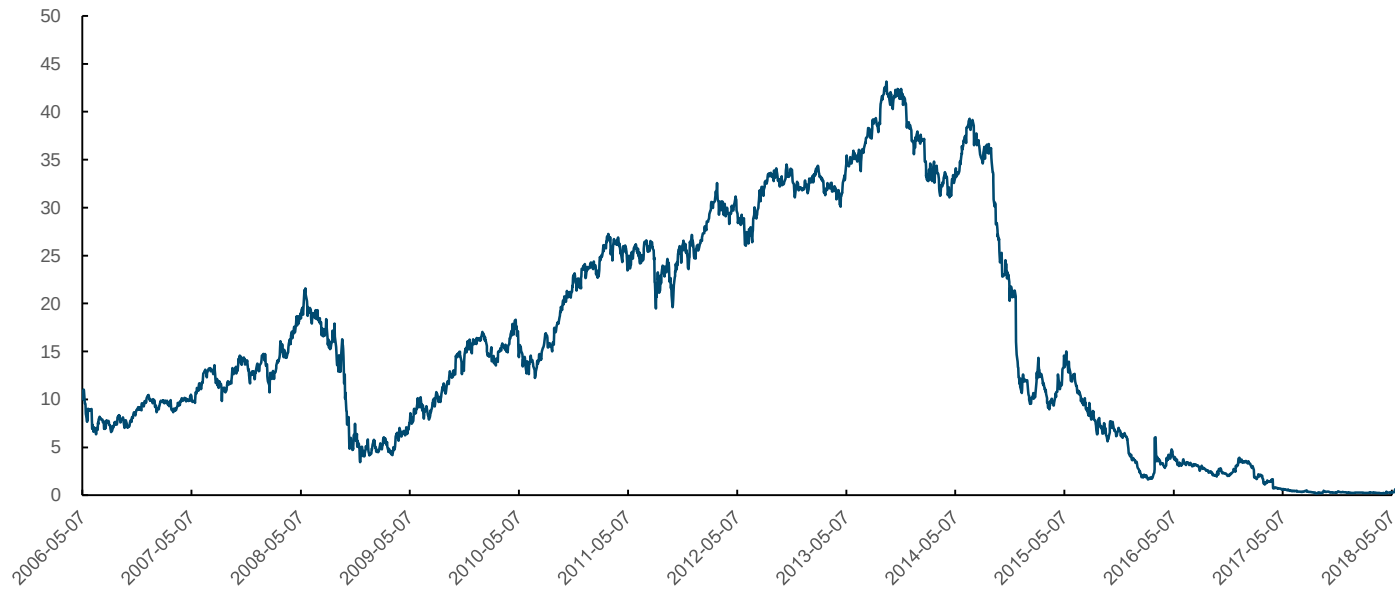
来源：公司年报，国金证券研究所

3.2 股价与估值复盘：成长型公司的预期回报定价

同样的 Seadrill 的历史股价也可以分割成两个部分，股价大体的走势与 Transocean 基本一致，只是 Seadrill 由于成立于 2005 年，其在 2010 年-2014 年间处于快速成长的阶段，随着公司在建船队规模的不断扩大，未来预期提供的合同收入的不断增多，股价上涨走势相较于 Transocean 也更加明确，股价的峰值也是出现在 2013-2014 年间。在这一阶段，对于处于扩张期的 Seadrill，股价除了由油价控制以外，更主要地由公司未来船队规模影响得更强，在当时的背景下，市场对于新建船队未来提供的回报预期充满了信心，公司股价也随着行业上行周期持续攀上新高。但是当行业拐点突然显现，股价中对未来收入预期的部分也化为了泡沫一落千丈，2015 年初公司股价也基本回归至 2010 年

初行业上行周期之前的股价水平；后续随着公司经营和债务问题的不断恶化，也被迫破产重组退市。

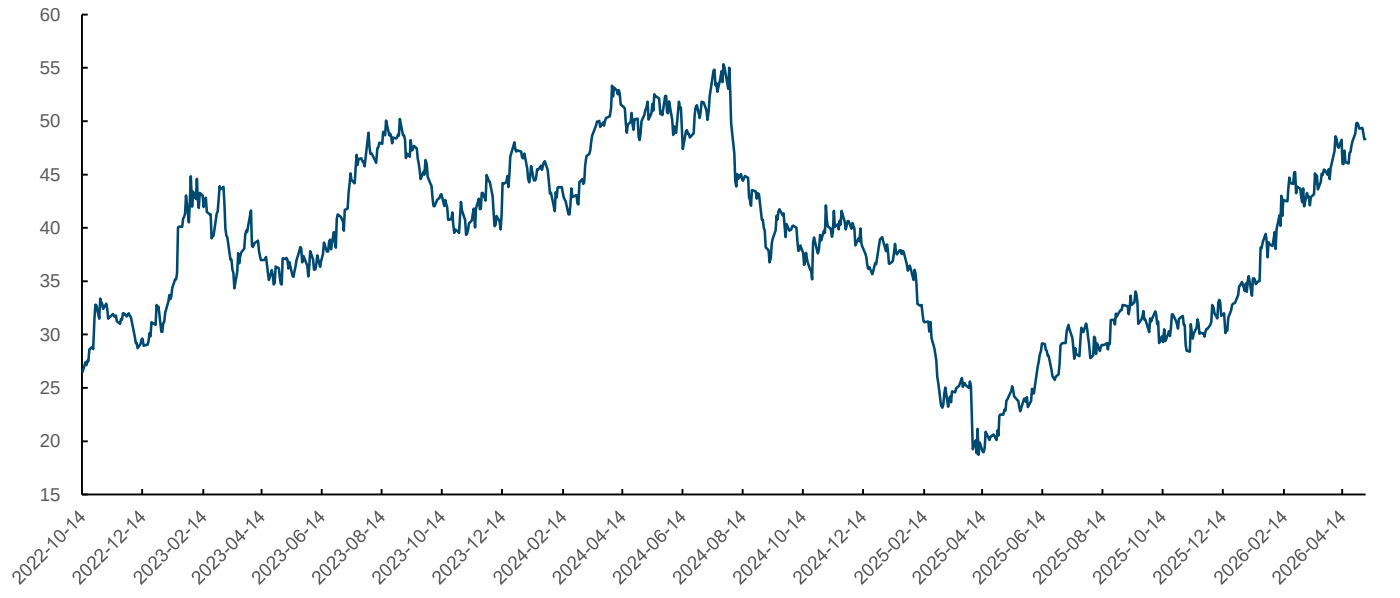
图表39：Seadrill 第一次破产重组前的历史股价变化（元/股）



来源：Wind，国金证券研究所

公司第二次破产重组之后也恰逢海上钻井行业进入修复期，股价的变化也基本与海上钻井日费的基本面一致，在这一阶段整个海上钻井行业内的公司股价变化也几乎一致。

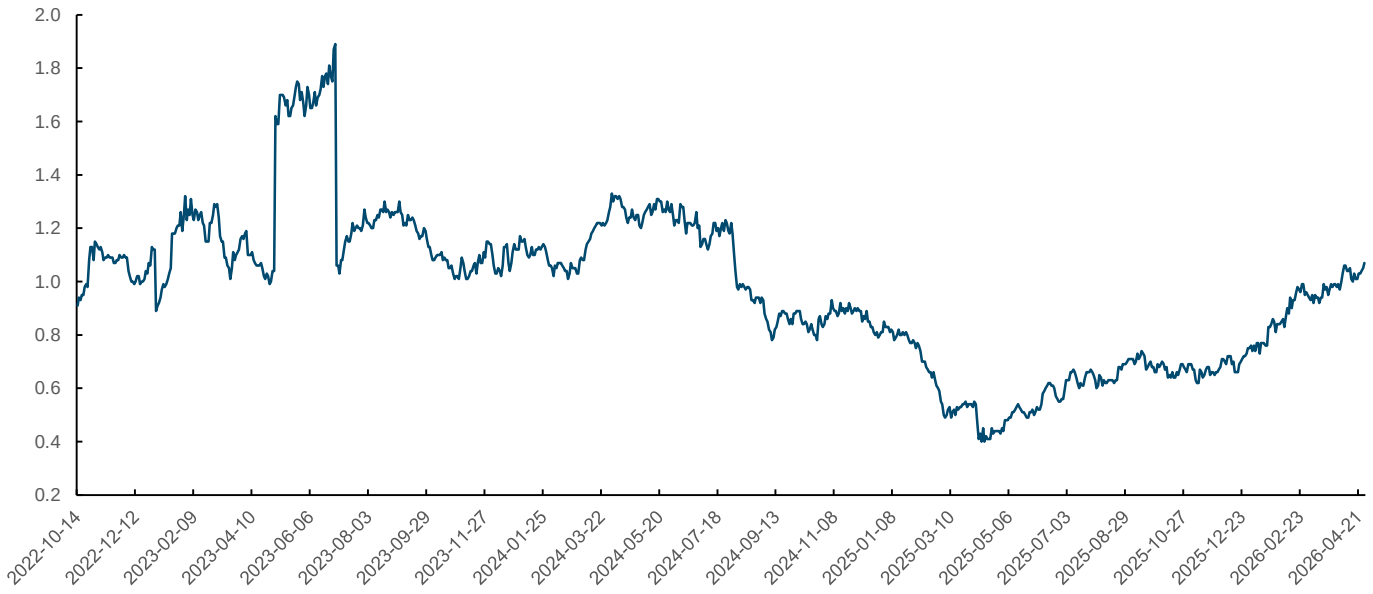
图表40：Seadrill 第二次破产重组后的历史股价变化（元/股）



来源：Wind，国金证券研究所

从 PB 估值的角度来看，截至 5 月 26 日公司 PB 估值为 1.09x，处于第二次破产重组以来历史估值 46%的分位数，较 Transocean 当前分位数更低；公司历史最高 PB 估值为 1.89x，对应时间为 2023 年上半年，正好是半潜式平台日费率的当期峰值，从当前来看未来半潜式和钻井船日费率继续提升的概率较大，公司从当前估值的角度来看同样有不错的提升空间。

图表41：第二次破产重组以来 Seadrill（SDRL.N）的 PB-MRQ 估值



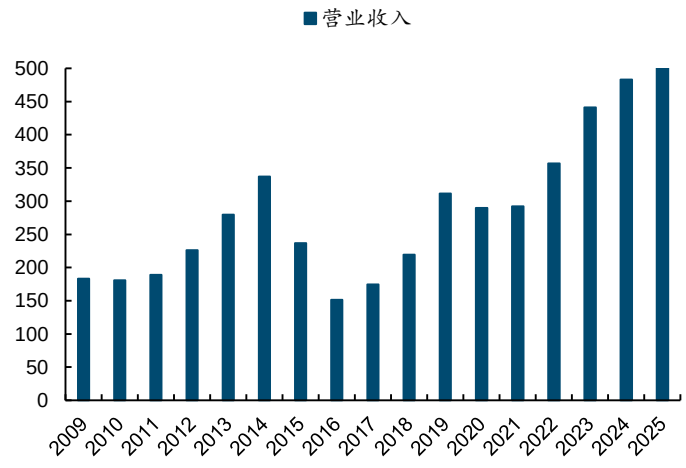
来源：i

四、投资建议

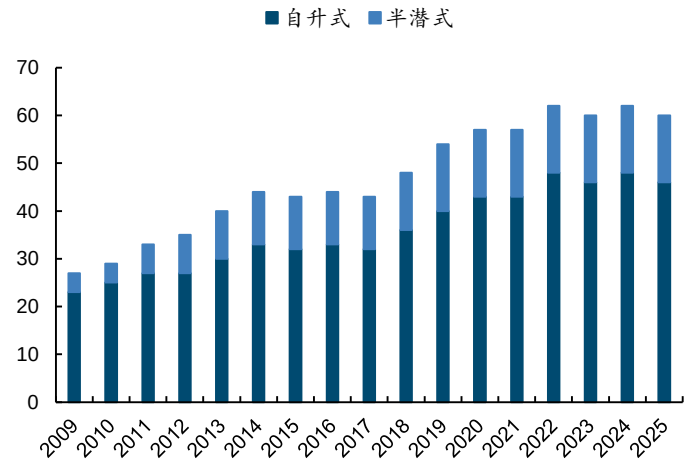
4.1 中海油服

中海油服是中国最大的海上钻井承包商，是国内绝对的海上钻井龙头公司，截至 2025 年底公司共运营、管理 60 座钻井平台，其中包括 46 座自升式平台以及 14 座半潜式平台，也是亚洲以及世界上船队规模较为领先的公司。相比于国际上的其他海上钻井公司，中海油服有着较多优势：公司控股股东为国资委直属的中国海洋石油集团有限公司，在钻探合同上有较多的实力保障；公司船队规模跨越周期地持续扩大，全球市占率持续提升。

图表42：中海油服 2009-2025 年营收（亿元）



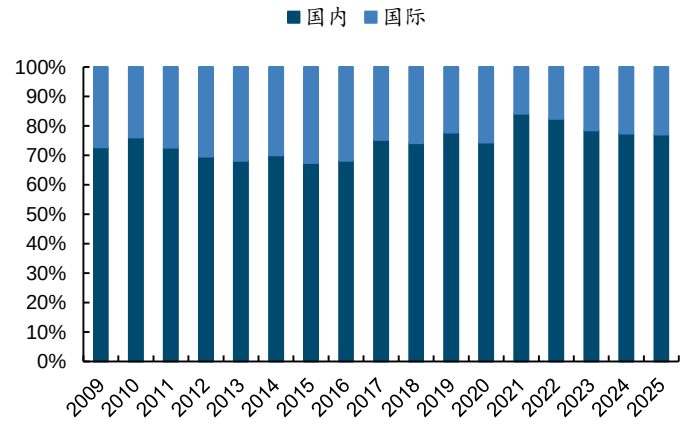
图表43：中海油服 2009-2025 年钻井平台规模（座）



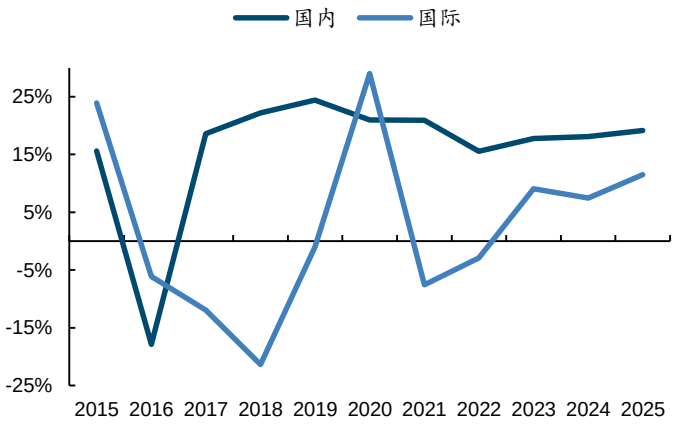
来源：i

中海油服作为国内屈指可数的海上钻井公司，承担着国内油气资源开采以及能源安全的重任，在稳固国内业务的同时，公司在国际业务上的收入占比也在持续提升，国际业务营收从 2021 年的 15.8%提升至 2025 年的 22.9%。未来随着深水钻探需求的持续提升，公司在国际业务上的营收占比以及毛利率均有望进一步提升。

图表44：中海油服 2009-2025 年国内外业务营收占比



图表45：中海油服 2015-2025 年国内外业务毛利率



来源：i

风险提示

1、油气能源价格及油公司资本开支下降风险：海上钻井行业作为油气开采的上游行业，行业景气度与上游油公司未来的资本开支强度以及国际原油价格关联性较强。当未来国际油气能源价格大幅下降带来油公司资本开支减少时，会使行业景气度不及预期。

2、地缘政治风险：海上钻井行业属于全球性活动的行业，行业内的公司较多地在海外进行作业。作业地区以及附近的国际地缘政治会一定程度上影响海上钻井工作的持续进行以及回报。

3、台风地震等自然灾害风险：海上钻井工作环境较为恶劣，如遇到台风、地震等自然灾害导致的不可抗力停止作业而无法及时履行钻探合同，会影响海上钻井公司的合同收入。

4、海上钻井行业需求不及预期风险：当前海上钻井平台合同日费的持续提升得益于深水油田项目的高需求，如果深水油气项目需求增长不及预期，会较大程度上阻碍钻井平台日费和行业景气度的提升。

5、汇率波动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究