

投资评级 优于大市 维持

受益国内“七年行动计划”、降本增效，维持稳定经营

股票数据

10月30日收盘价(元)	10.86
52周股价波动(元)	10.67-21.20
总股本/流通A股(百万股)	4772/2960
总市值/流通市值(百万元)	51819/51819

相关研究

《量增价跌，总体收入相对稳定》2020.08.27
《工作量提升，归母净利润维持高增长》2020.04.30
《工作量提升，2019年归母净利润大幅增长》2020.03.26

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.4	15.4	12.9
相对涨幅(%)	6.9	-1.8	-5.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

分析师:朱军军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@htsec.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@htsec.com

证书:S0850519080001

联系人:张璇

Tel:(021)23219411

Email:zx12361@htsec.com

投资要点:

- 核心观点:** 2020年前三季度，公司实现营业收入214.50亿元，同比+0.5%；归母净利润21.55亿元，同比+1.7%。其中，3Q20单季度归母净利润4.40亿元。得益于国内“七年行动计划”的持续实施，以及公司降本提质增效等方面的努力，公司前三季度经营相对稳定。
- 钻井服务: 作业天数同比稳定提升。** 2020年前三季度，公司钻井平台作业天数为11088天，同比增加426天(+4.0%)；可用天使用率为76.5%，同比减少7.5个百分点；日历天使用率为72.9%，同比减少8.0个百分点。
- 油田技术服务: 盈利能力稳步提升，作业量增加。** 公司坚持践行技术发展战略，加大研发投入和市场开拓力度，在多个专业方向实现技术突破并达成产业化，技术服务盈利能力稳步提升，油田技术服务主要业务线作业量均有所增加。
- 船舶服务: 工作天数小幅回落。** 2020年前三季度，船舶服务业务自有船队共作业22863天，同比减少293天(-1.3%)；可用天使用率为97.7%，同比减少0.4个百分点；日历天使用率为95.2%，同比增长1.0个百分点。
- 物探勘察服务: 工作量下降。** 2020年前三季度，三维采集业务作业量为14844平方公里，同比减少11475平方公里(-43.6%)，二维采集业务作业量为9652公里，同比减少16049公里(-62.4%)。
- 汇兑损失导致财务费用增加。** 2020Q3，公司财务费用为4.18亿元，环比增加2.58亿元；其中利息费用相对稳定，3Q20利息费用2.22亿元，环比减少0.10亿元。我们认为财务费用增加主要由于人民币升值导致汇兑损失。
- 成本管控，降本增效。** 公司制定低油价应对策略，降本提质增效。2020Q3，公司营业成本56.94亿元，同比减少2.16亿元(-3.78%)；销售费用703.06万元，同比减少54.28万元(-7.17%)。
- 3Q20中海油国内产量较快增长，支撑国内工作量。** 2020年，中海油净产量目标5.05-5.15亿桶油当量，资本支出预算750-850亿元，同比维持相对稳定。3Q20，中海油实现总净产量1.31亿桶油当量，同比+5.1%；其中，国内维持较快增长，3Q20净产量8860万桶油当量，同比+10.4%。我们认为中海油国内产量稳定增长有助于支撑中海油服国内工作量和收入。
- 盈利预测与投资评级。** 我们预计公司2020~2022年EPS分别0.51、0.52、0.56元，2020年BPS为8.05元。参考可比公司估值水平，给予其2020年1.7-1.9倍PB，对应合理价值区间13.69-15.30元，维持“优于大市”投资评级。
- 风险提示。** 原油价格大幅波动；上游勘探开发投资不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21946	31135	32210	33328	34493
(+/-)YoY(%)	25.3%	41.9%	3.5%	3.5%	3.5%
净利润(百万元)	71	2502	2440	2499	2660
(+/-)YoY(%)	65.5%	3434.1%	-2.5%	2.4%	6.5%
全面摊薄EPS(元)	0.01	0.52	0.51	0.52	0.56
毛利率(%)	10.9%	18.8%	17.4%	17.0%	17.1%
净资产收益率(%)	0.2%	6.8%	6.3%	6.2%	6.3%

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

2020 年前三季度归母净利润相对稳定。2020 年前三季度，公司实现营业收入 214.50 亿元，同比+0.5%；归母净利润 21.55 亿元，同比+1.7%。其中，3Q20 单季度实现营业收入 69.38 亿元，同比-10.72%，环比+9.39%；实现归母净利润 4.40 亿元，同比、环比有所回落。2020 年前三季度，得益于国内“七年行动计划”的持续实施，以及公司降本提质增效等各方面的努力，公司在疫情及低油价的双重挑战下维持经营业绩相对稳定。

钻井服务：作业天数同比稳定提升。2020 年前三季度，公司钻井平台作业天数为 11088 天，同比增加 426 天 (+4.0%)；可用天使用率为 76.5%，同比减少 7.5 个百分点；日历天使用率为 72.9%，同比减少 8.0 个百分点。其中，自升式钻井平台作业 8604 天，同比增长 568 天 (+7.1%)，日历天使用率为 75.7%，同比减少 8.0 个百分点；半潜式钻井平台作业 2484 天，同比减少 142 天 (-5.4%)，日历天使用率为 64.8%，同比减少 8.7 个百分点。

表 1 中海油服钻井服务作业情况

	截至 3Q2020	截至 3Q2019	变化	变化幅度
作业日数 (天)	11088	10662	426	4.0%
自升式钻井平台	8604	8036	568	7.1%
半潜式钻井平台	2484	2626	-142	-5.4%
可用天使用率	76.5%	84.0%		减少 7.5 个百分点
自升式钻井平台	78.7%	86.3%		减少 7.6 个百分点
半潜式钻井平台	69.7%	77.7%		减少 8.0 个百分点
日历天使用率	72.9%	80.9%		减少 8.0 个百分点
自升式钻井平台	75.7%	83.7%		减少 8.0 个百分点
半潜式钻井平台	64.8%	73.5%		减少 8.7 个百分点

资料来源：中海油服 2020 年三季报，海通证券研究所

油田技术服务：盈利能力稳步提升，作业量增加。公司坚持践行技术发展战略，加大研发投入和市场开拓力度，在多个专业方向实现技术突破并达成产业化，技术服务盈利能力稳步提升，油田技术服务主要业务线作业量均有所增加。

船舶服务：工作天数小幅回落。2020 年前三季度，船舶服务业务自有船队共作业 22863 天，同比减少 293 天 (-1.3%)；可用天使用率为 97.7%，同比减少 0.4 个百分点；日历天使用率为 95.2%，同比增长 1.0 个百分点。此外，本期集团的外租船舶作业量有所增加，共作业 13597 天，同比增加 2574 天。

表 2 中海油服船舶服务自有船队作业情况

	截至 3Q2020	截至 3Q2019	变动量	变动幅度
作业日数 (天)	22863	23156	-293	-1.3%
油田守护船	10444	10000	444	0.4%
三用工作船	7105	7484	-379	-5.1%
平台供应船	3659	3564	95	2.7%
多用船	1080	1055	25	2.4%
修井支持船	975	1050	-75	-7.1%
可用天使用率	97.7%	98.1%		减少 0.4 个百分点
油田守护船	98.9%	98.8%		增加 0.1 个百分点
三用工作船	95.7%	97.7%		减少 2.0 个百分点
平台供应船	99.1%	96.8%		增加 2.3 个百分点
多用船	100.0%	96.6%		增加 3.4 个百分点
修井支持船	92.9%	99.9%		减少 7.0 个百分点
日历天使用率	95.2%	94.2%		增加 1.0 个百分点
油田守护船	97.4%	93.9%		增加 3.5 个百分点
三用工作船	92.6%	94.6%		减少 2.0 个百分点
平台供应船	95.4%	93.3%		增加 2.1 个百分点
多用船	98.5%	96.6%		增加 1.9 个百分点
修井支持船	89.0%	96.2%		减少 7.2 个百分点

资料来源：中海油服 2020 年三季报，海通证券研究所

物探勘察服务：工作量下降。2020 年前三季度，三维采集业务作业量为 14844 平方公里，同比减少 11475 平方公里 (-43.6%)，二维采集业务作业量为 9652 公里，同比减少 16049 公里 (-62.4%)。

表 3 中海油服物探勘察板块作业情况

	截至 3Q2020	截至 3Q2019	变动量	变动幅度
二维				
采集 (公里)	9652	25701	-16049	-62.4%
其中: 多用户	0	1350	-1350	-100.0%
三维				
采集 (平方公里)	14844	26319	-11475	-43.6%
其中: 多用户	2918	5113	-2195	-42.9%
海底电缆 (平方公里)	933	1300	-367	-28.2%

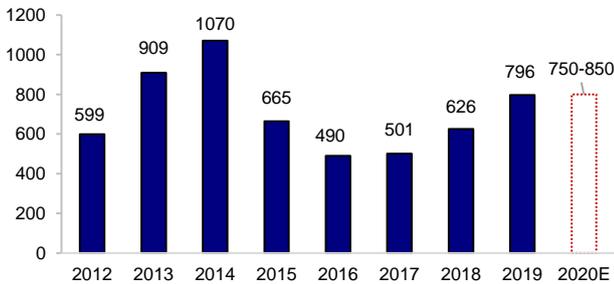
资料来源: 中海油服 2020 年三季报, 海通证券研究所

人民币升值导致汇兑损失, 财务费用增加。2020Q3, 公司财务费用为 4.18 亿元, 环比增加 2.58 亿元; 其中利息费用相对稳定, 3Q20 利息费用 2.22 亿元, 环比减少 0.10 亿元。我们认为三季度财务费用环比大幅增长主要由于人民币升值导致汇兑损失。

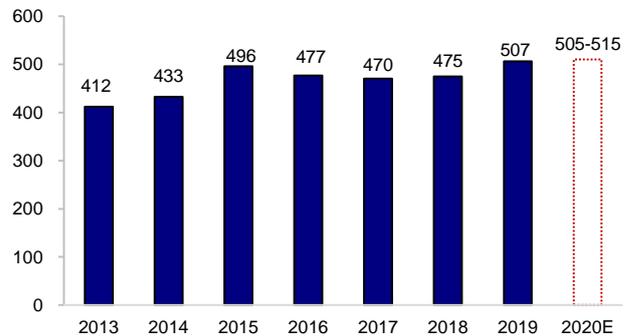
成本管控, 降本增效。公司制定低油价应对策略, 降本提质增效。2020Q3, 公司营业成本 56.94 亿元, 同比减少 2.16 亿元 (-3.78%); 销售费用 703.06 万元, 同比减少 54.28 万元 (-7.17%)。

坚持技术发展战略, 研发投入稳定增长。公司坚持践行技术发展战略, 2020Q3, 公司研发费用为 2.11 亿元, 较去年同期的 1.92 亿元增长 0.2 亿元 (+10.33%)。

3Q20 中海油国内产量较快增长, 支撑国内工作量。2020 年, 中海油净产量目标 5.05-5.15 亿桶油当量, 资本支出预算 750-850 亿元, 同比维持相对稳定。3Q20, 中海油实现总净产量 1.31 亿桶油当量, 同比+5.1%; 其中, 国内维持较快增长, 3Q20 净产量 8860 万桶油当量, 同比+10.4%。我们认为中海油国内产量稳定增长有助于支撑中海油服国内工作量和收入。

图1 2012-2020E 中海油资本支出 (亿元)


资料来源: 中海油 2012-2019 业绩发布, 中海油公告 20200429, 海通证券研究所

图2 2013-2020E 中海油油气产量 (百万桶油当量)


资料来源: 中海油 2013-2019 业绩发布, 中海油公告 20200429, 海通证券研究所

盈利预测与投资评级。我们预计中海油服 2020~2022 年 EPS 分别 0.51、0.52、0.56 元, 2020 年 BPS 为 8.05 元。参考可比公司估值水平, 给予其 2020 年 1.7-1.9 倍 PB, 对应合理价值区间 13.69-15.30 元, 维持“优于大市”投资评级。

表 4 可比公司盈利预测 (以 2020.10.30 日价格作为收盘价)

	收盘价 (元)	BPS (元, 2020E)	PB (倍, 2020E)
海油工程	4.23	5.19	0.82
杰瑞股份	26.73	11.86	2.25
石化油服	1.76	0.35	5.03
平均		5.80	2.70

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

风险提示: 原油价格大幅波动; 上游勘探开发投资不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	31135	32210	33328	34493
每股收益	0.52	0.51	0.52	0.56	营业成本	25292	26617	27671	28603
每股净资产	7.70	8.05	8.41	8.80	毛利率%	18.8%	17.4%	17.0%	17.1%
每股经营现金流	1.46	1.39	1.60	1.63	营业税金及附加	59	58	60	62
每股股利	0.16	0.16	0.16	0.17	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	34	32	33	34
P/E	20.71	21.24	20.74	19.48	营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
P/B	1.41	1.35	1.29	1.23	管理费用	704	725	750	776
P/S	1.66	1.61	1.55	1.50	管理费用率%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
EV/EBITDA	12.76	9.30	8.94	8.40	EBIT	4113	3812	3814	3983
股息率%	1.5%	1.4%	1.5%	1.6%	财务费用	939	906	856	832
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.0%	2.8%	2.6%	2.4%
毛利率	18.8%	17.4%	17.0%	17.1%	资产减值损失	-248	-400	-400	-400
净利润率	8.0%	7.6%	7.5%	7.7%	投资收益	539	515	533	552
净资产收益率	6.8%	6.3%	6.2%	6.3%	营业利润	3447	3356	3438	3661
资产回报率	3.3%	3.2%	3.3%	3.5%	营业外收支	25	20	20	20
投资回报率	4.7%	4.5%	4.5%	4.7%	利润总额	3472	3376	3458	3681
盈利增长 (%)					EBITDA	8960	7734	7796	8025
营业收入增长率	41.9%	3.5%	3.5%	3.5%	所得税	944	911	934	994
EBIT 增长率	350.3%	-7.3%	0.1%	4.4%	有效所得税率%	27.2%	27.0%	27.0%	27.0%
净利润增长率	3434.1%	-2.5%	2.4%	6.5%	少数股东损益	26	25	25	27
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2502	2440	2499	2660
资产负债率	51.5%	49.3%	47.2%	44.9%					
流动比率	1.16	1.37	1.45	1.54	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.07	1.27	1.35	1.43	货币资金	3466	3800	3900	4200
现金比率	0.17	0.21	0.21	0.22	应收账款及应收票据	10350	11957	12373	12805
经营效率指标					存货	1425	1458	1516	1567
应收账款周转天数	120.81	135.00	135.00	135.00	其它流动资产	7789	7784	9308	10831
存货周转天数	20.56	20.00	20.00	20.00	流动资产合计	23030	25000	27097	29403
总资产周转率	0.41	0.42	0.44	0.45	长期股权投资	881	981	1081	1181
固定资产周转率	0.66	0.73	0.81	0.90	固定资产	46853	44071	41229	38328
					在建工程	1914	2214	2514	2814
					无形资产	406	416	426	436
					非流动资产合计	53072	51210	49288	47306
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	76102	76210	76385	76710
净利润	2502	2440	2499	2660	短期借款	2444	175	104	113
少数股东损益	26	25	25	27	应付票据及应付账款	9694	10216	10621	10979
非现金支出	5411	4322	4382	4442	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	131	307	237	191	其它流动负债	7691	7831	7928	8019
营运资金变动	-1102	-473	505	442	流动负债合计	19829	18223	18653	19111
经营活动现金流	6968	6619	7648	7762	长期借款	201	201	201	201
资产	-2977	-1775	-1773	-1771	其它长期负债	19162	19162	17162	15162
投资	1342	-600	-2100	-2100	非流动负债合计	19363	19363	17363	15363
其他	481	15	33	52	负债总计	39192	37586	36016	34474
投资活动现金流	-1154	-2360	-3840	-3819	实收资本	4772	4772	4772	4772
债权募资	1017	-2269	-71	-1991	归属于母公司所有者权益	36734	38424	40143	41983
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	176	201	226	253
其他	-6669	-1656	-3636	-1652	负债和所有者权益合计	76102	76210	76385	76710
融资活动现金流	-5652	-3925	-3707	-3643					
现金净流量	194	334	100	300					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 30 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 石油化工行业
胡歆 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化, 滨化股份, 龙蟠科技, 苏博特, 东华能源, 德美化工, 上海石化, 通源石油, 东方盛虹, 桐昆股份, 中石化冠德, 飞凯材料, 海油发展, 石大胜华, 中国石化, 卫星石化, 中油工程, 云图控股, 松井股份, 华锦股份, 嘉化能源, 八亿时空, 中国石油, 新奥股份, 中国海洋石油, 凯赛生物, 齐翔腾达, 荣盛石化, 中海油服, 恒逸石化

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。