

周期复苏迹象明显，技术服务成长性被低估

买入|首次评级

——中海油服(601808)深度报告

报告要点:

● 油田技术服务研发取得突破性进展，为公司核心成长点。

公司技术服务研发取得重大进展，2018年公司电缆测井业务已具备世界一流同行95%技术能力，技术服务逐渐摆脱落后局面。公司2018年在全球电缆测井市场份额为2%，还有很大的提升空间。公司坚持技术化、国际化发展战略，技术服务板块收入占比从2015年的30%跃升至2019H1的49%，目标是2025年占比进一步达到70%。预计未来3年技术服务收入平均增速达到20%以上，毛利率达到30%以上，是公司核心成长点。

● 钻井服务为重资产业务，弹性大，周期复苏迹象明显。

根据我们测算，2019年钻井业务基本跨过盈亏平衡点。钻井服务属于重资产强周期性业务，在2015年之前油价处于高位时，每年贡献毛利在35-80亿元范围，随油价跌入低谷，钻井业务出现亏损，盈利能力较弱。由于中海油勘探开发支出增加，2019Q3公司钻井平台作业天数同比增长33%，尽管目前全球海上钻井平台过剩，日费率处于低位，但作业量增长确定性强。

● 产量增长为优先目标，估计中海油未来资本支出接近预算上限。

中海油2020年资本支出预算总额为850-950亿元，2019年为700-800亿元。根据中海油服2020年战略指引，2019年中海油资本支出达到802亿元，超过预算上限，原因是目前国际贸易摩擦加剧，国内石油过度依赖全球贸易，成为国家战略安全的隐患，提升国内油气产量成为当务之急。中海油2019年产量503百万桶油当量已经超过目标上限490百万桶油当量，并将2020、2021年的目标产量上调。我们认为，以产量增长为优先目标的情况下，中海油未来资本支出仍将接近预算上限。

● 投资建议与盈利预测

假设油田技术服务高速增长，钻井服务盈利水平逐步恢复。预计公司2019/2020/2021年的归母净利润分别为27/45/64亿元，同比增长3733%/67%/41%。根据公司业务特征采用分部估值法，我们预计技术服务板块2020年净利润37.41亿元，根据未来业绩增速，给予22倍PE，对应市值823亿元；估计其他3个重资产的版块净资产259亿元，参考海油工程估值水平，给予1.3倍PB，对应市值337亿元，公司合理总市值为1160亿元，对应股价24.30元/股，给予“买入”评级。

● 风险提示

中海油资本支出增速低于预期、油价大幅下跌、油田技术服务业绩增长不及预期、钻井服务业务日费率下行、成本增长高于预期等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17516.29	21945.88	30515.07	36539.98	42418.14
收入同比(%)	15.60	25.29	39.05	19.74	16.09
归母净利润(百万元)	42.77	70.80	2713.59	4524.40	6392.78
归母净利润同比(%)	100.37	65.54	3732.64	66.73	41.30
ROE(%)	0.12	0.21	7.35	11.08	13.79
每股收益(元)	0.01	0.01	0.57	0.95	1.34
市盈率(P/E)	970.57	586.32	15.30	9.18	6.49

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价：14.81元/24.30元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：21.01/8.74

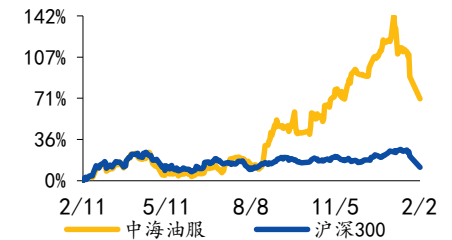
A股流通股(百万股)：4771.59

A股总股本(百万股)：4771.59

流通市值(百万元)：70667.28

总市值(百万元)：70667.28

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

分析师 胡晓慧

执业证书编号 S0020517090003

电话 021-51097188-1906

邮箱 huxiaohui@gyzq.com.cn

目 录

1. 公司为近海油服龙头，2019 年业绩大幅反弹	5
1.1 公司借助资本市场力量 20 年间迅速成长	5
1.2 钻井和油田技术服务为两大核心业务	6
1.3 2019 年业绩开始大幅反弹	7
2. 油田技术服务为公司核心成长点	8
2.1 油田技术服务是公司战略性业务	8
2.2 测井等领域技术实力与国际一流水平接轨	10
2.3 公司技术服务市场份额上升空间大	13
2.4 高端技术服务占比提升改善盈利能力	15
3. 钻井服务为重资产业务弹性大，周期复苏迹象明显	15
3.1 钻井服务业务 2015 之前为公司主要利润来源	15
3.2 钻井服务业务为重资产业务，周期性较强	16
3.3 中海油产量增长带动钻井平台作业天数上升	17
3.4 日费率静待底部复苏	20
4. 产量增长为优先目标，国内海上油服行业需求长期向上	21
4.1 油服行业需求随下游勘探开发支出同步变化	21
4.2 为了缓解能源安全压力，中海油实际资本支出估计达到预算上限	23
4.3 中海油服几乎垄断中国近海油服市场	24
4.4 作业量提升带动净利润反弹	25
4.5 中海油服市场表现主要依靠业绩驱动	26
5. 盈利预测与估值	27
5.1 技术服务成长性强，钻井业务逐渐从底部复苏	27
5.2 采用分部估值法分别对重资产和轻资产业务进行估值	28
6. 风险提示	31

图表目录

图 1：中海油服股权较为集中控股股东为中海油集团（2019H1）	6
图 2：公司业务包括四个版块	6
图 3：2018 年钻井和油田技术服务收入占比达 80%	7
图 4：2018 年公司毛利主要由油田技术服务业务贡献	7
图 5：2019Q3 公司收入持续大幅反弹	7
图 6：中海油资本支出大幅扩张带动公司收入增长	7
图 7：公司收入中来自中海油的关联交易占比较高	8
图 8：2019Q3 扣非后归母净利润扭亏为盈	8
图 9：油田技术服务伴随油田勘探开发到生产全过程	9
图 10：公司油田技术服务业务属于轻资产业务	9
图 11：技术服务业务在行业低迷期抵御业绩波动风险	9
图 12：油田技术服务收入增速加快盈利能力显著改善	10

图 13: 目前技术服务业务收入大部分来自中海油	10
图 14: 近年来中海油服研发支出占比高于国际同行	11
图 15: 2018 年公司固井业务全球市占率仅 5%	13
图 16: 2018 年公司电缆测井业务全球市占率仅 2%	13
图 17: 2018 年公司定向钻井服务业务全球市占率仅 3%	14
图 18: 2018 年公司钻完井液业务全球市占率仅 3%	14
图 19: 公司技术板块全球份额持续上升	14
图 20: 不同油田技术服务类型毛利率对比	15
图 21: 钻井服务业务收入、毛利及毛利率波动较大	16
图 22: 钻井服务业务曾贡献公司绝大部分毛利	16
图 23: 2019H1 公司钻井平台占总资产比重达 46%	17
图 24: 折旧摊销占钻井业务成本比重高	17
图 25: 2018 年公司钻井服务 51% 收入来自中海油	18
图 26: 中海油未来 3 年产量保持增长	18
图 27: 2020 年公司国内钻井设备利用率接近饱和	18
图 28: 2020 年公司国外存在较多闲置钻井设备	18
图 29: 公司钻井平台数量与中海油产量同步变化	19
图 30: 平台日历天使用率保持上升	19
图 31: 中海油服钻井平台作业天数持续增长	19
图 32: 全球自升式钻井平台供给过剩	20
图 33: 全球半潜式钻井平台供给过剩	20
图 34: 公司钻井平台日费率与布伦特油价联动明显	20
图 35: 油田服务行业产业链	21
图 36: 国内石油公司勘探开发支出增速再次回到高点	22
图 37: 全球油服市场规模预计保持中低速增长	22
图 38: 国内原油和天然气对外依存度处于高位	23
图 39: 国内石油和天然气开采加速	23
图 40: 中海油实际产量预计达到目标上限	24
图 41: 中海油实际资本支出预计达到预算上限	24
图 42: 公司占据国内海上油田服务市场 70-80% 份额	24
图 43: 中海油服收入与中海油资本支出同步变化	24
图 44: 公司与沪深 300 成分公司合计营收增速对比	25
图 45: 公司与沪深 300 成分公司归母净利润增速对比	25
图 46: 公司与沪深 300 成分公司净资产收益率对比	26
图 47: 公司相对沪深 300 的年度收益率比较	26
图 48: 公司年度超额收益情况	26
图 49: 2019H1 公司固定资产分布情况	29
图 50: 2019H1 公司流动资产中应收账款占比高	29
图 51: 关联交易中不同业务占比情况	30
表 1: 中海油服经历 3 轮股权融资资产规模大幅扩充	5

表 2: 公司油田技术服务业务范围	8
表 3: 公司在 2019 年新技术新产品发布会上推出的新技术及产品	11
表 4: 电缆测井等业务已经覆盖国际一流同行 95% 技术能力	12
表 5: 国际主要油服巨头公司技术优势	13
表 6: 公司拥有自升式和半潜式两种钻井平台	16
表 7: 中海油服历史上股价上涨由业绩驱动	27
表 8: 中海油服不同业务板块盈利预测	28
表 9: 技术服务板块业绩预测及估值	30
表 10: 中海油服分部估值	31

1. 公司为近海油服龙头，2019 年业绩大幅反弹

1.1 公司借助资本市场力量 20 年间迅速成长

中海油服为国内近海油田服务市场龙头，具有国际竞争力。公司拥有从物探勘查、钻井到油田技术服务的完整海上油气开采服务链条，基本主导国内近海油服市场。2002 年，海油总公司作为独家发起人，以原油服公司为基础设立中海油服，投入的资产为中海石油南方钻井公司、中海石油北方钻井公司、中海石油地球物理勘探公司、中国海洋石油测井公司、中海石油技术服务公司的整体资产，原油服公司、中海石油船舶有限公司的经营性资产以及海油总公司或其下属企业拥有的中海达雷斯地学服务、奥蒂斯、中法地质、阿特拉斯、南海麦克巴、天津金龙化工、力科有限公司的国有股权。成立之初，中海油服净资产 40 亿元，26 亿股股本全部由海油总公司持有。

公司通过股权融资方式筹集资金超百亿元，净资产规模从 2001 年 40 亿元发展到 2019Q3 的 366 亿元。2002 年公司在香港联交所主板上市，公开发行 15 亿股 H 股，发行价格每股港币 1.68 元，此次 H 股募集资金的目的为提升作业能力、改进服务及产品类型、进军国际市场。2007 年中海油服登陆 A 股上市，公开发行 5 亿股 A 股，发行价格每股人民币 13.48 元，此次募集资金的目的是增加钻井平台、物探船和测井仪器的建造及购置。2014 年，中海油服配售 2.8 亿股新 H 股，每股配售价为 21.30 港元，募集资金总额 59 亿港元，净资产规模再次大幅扩充。

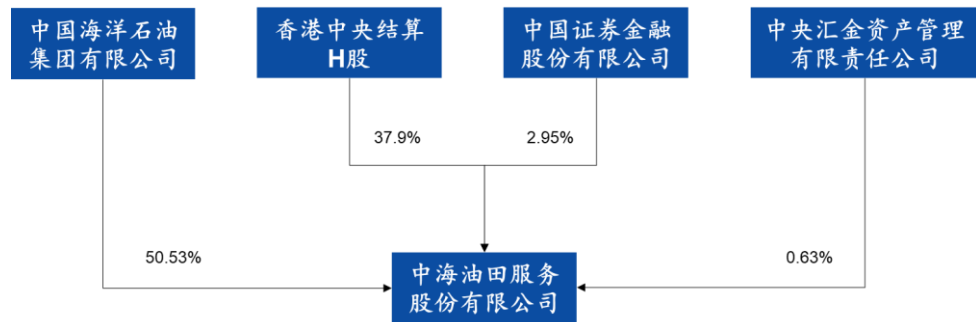
表 1：中海油服经历 3 轮股权融资资产规模大幅扩充

融资时间	发行股份数	每股金额	募资总额	融资目的	净资产规模
2002 年	15 亿股 H 股	1.68 港元	25 亿港元	提升作业能力、改进服务及产品类型、进军国际市场	61 亿元
2007 年	5 亿股 A 股	13.48 人民币元	67 亿元	增加钻井平台、物探船和测井仪器的建造或购置	172 亿元
2014 年	2.76 亿股新 H 股	21.30 港元	59 亿港元	用作一般公司用途	473 亿元

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

公司股权集中，控股股东为中国海洋石油集团有限公司。前两大股东分别为中海油集团公司和香港中央结算公司，截至 2019H1 两者合计持有公司股权比例为 88.43%，其中集团公司持有股权比例为 50.53%。公司的股权结构比较简单，并且股权非常集中。

图 1：中海油服股权较为集中控股股东为中海油集团（2019H1）

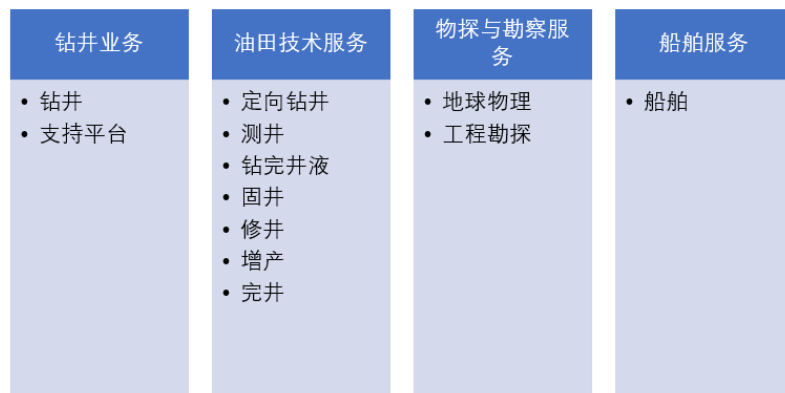


资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.2 钻井和油田技术服务为两大核心业务

公司业务包括油田技术服务、钻井、物探与勘察、船舶服务四个板块。公司收入也由四大板块组成，分别为钻井服务、油田技术服务、物探与勘察服务、船舶服务。中海油服业务覆盖油气田勘探、开发和生产的全过程，既可以为客户提供单一业务的油田技术服务，也可以为客户提供一体化整装、总承包作业。

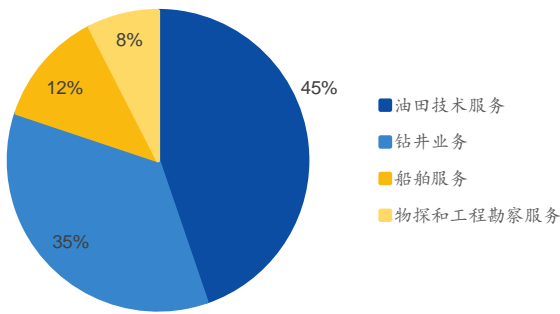
图 2：公司业务包括四个版块



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

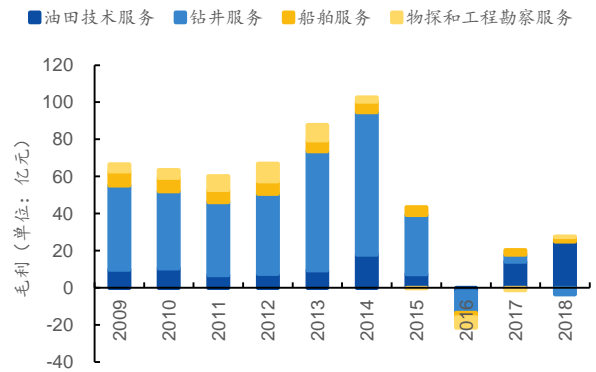
钻井、油田技术服务业务为公司两大核心业务，是业绩的主要来源。钻井与油田技术服务业务在总营收中占比约 80%。公司坚持技术化、国际化发展战略，技术服务板块收入占比从 2015 年的 30% 跃升至 2019H1 的 49%，目标是 2025 年占比进一步达到 70%。目前公司利润主要由油田技术服务板块贡献，虽然钻井业务收入占比大，但是毛利率仍未恢复，原因是全球钻井平台市场短期内仍旧处于供过于求状态，日费率处于历史低谷。未来随着技术不断完善，技术服务业务仍是公司业绩的重要驱动因素，但是也不排除钻井业务由于周期复苏业绩大幅反弹的可能性。

图 3：2018 年钻井和油田技术服务收入占比达 80%



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 4：2018 年公司毛利主要由油田技术服务业务贡献



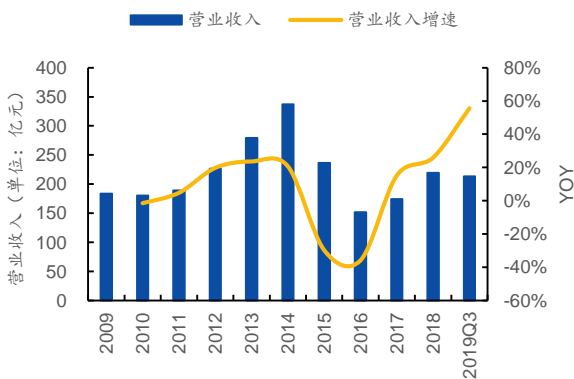
资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.3 2019 年业绩开始大幅反弹

2019 年公司受益于中海油资本支出提升，收入脱离低油价开始加速上涨。公司 2019 年前三季度营收 213 亿元，同比增长 56%，在此期间布伦特原油平均价格为 64.75 美元/桶，相对 2018 年同一期间的平均价格 73.58 美元/桶有所下降，尽管油价处于低位，但是由于国家能源安全战略执行，2019 年前三季度中海油上游资本支出达到 532 亿元，同比增长 47%。由于在国内近海油服市场的主导地位，公司收入中接近 70%来自于中海油的关联交易，公司收入与中海油资本支出联动密切，实现高速增长。

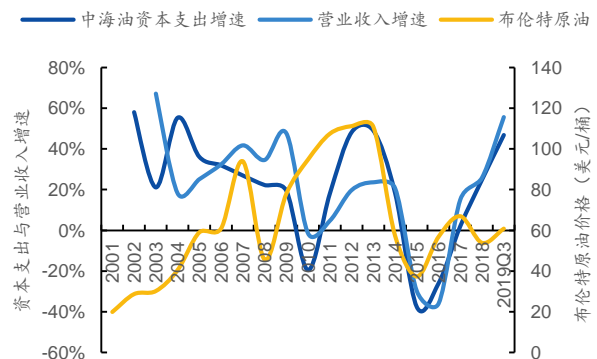
2019 年公司业绩开始大幅反弹，主要由于技术服务业务增长较快。截至 2019Q3 公司实现归母净利润 21 亿元，2018 年全年归母净利润为 0.71 亿元。2019 年业绩改善显著的原因首先是收入随中海油资本支出同步增长 56%，其次由于高毛利的油田技术服务板块占收入比重已经由 2018 年的 45%，提升至 2019H1 的 49%，2019H1 油田技术服务业务收入 66 亿元，同比增长 95%，大量高端设备投入使用，技术服务毛利率有所提升，2019Q3 公司净利率 10%，同比增加 12pct。

图 5：2019Q3 公司收入持续大幅反弹



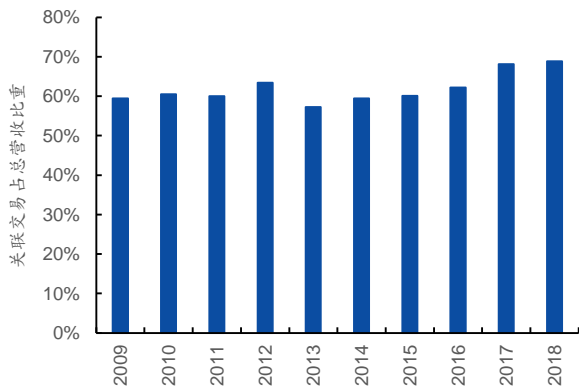
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 6：中海油资本支出大幅扩张带动公司收入增长



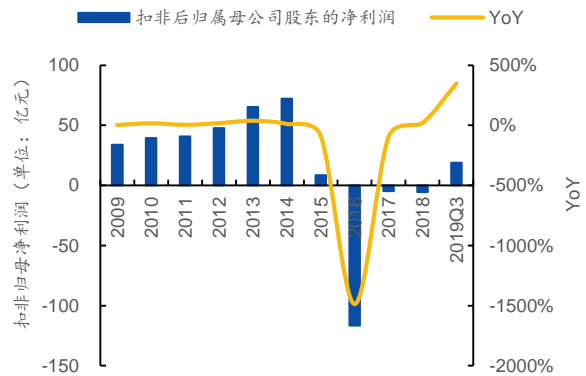
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 7：公司收入中来自中海油的关联交易占比较高



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 8：2019Q3 扣非后归母净利润扭亏为盈



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2. 油田技术服务为公司核心成长点

2.1 油田技术服务是公司战略性业务

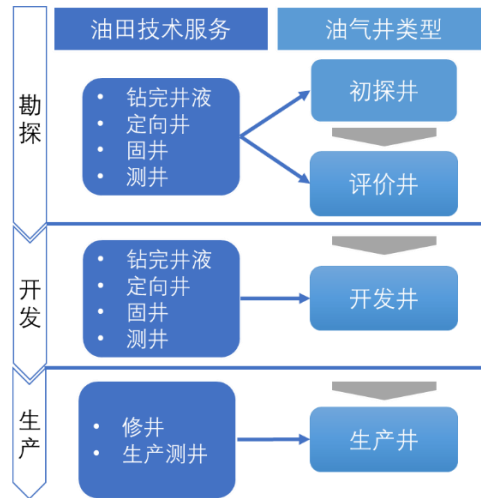
公司为中国近海规模最大、实力最强的油田技术服务供应商。油田技术服务指的是在石油公司勘探、开发过程中为其提供的工程和技术服务的总称。公司为中国近海规模最大、实力最强的油田技术服务供应商，同时也提供陆地油田技术服务，包括测井、钻完井液、定向井、固井、完井增产等。钻完井液、定向井、固井、测井作业量来自于新增海上钻井项目，修井与生产测井作业量受存量生产井数量影响。

表 2：公司油田技术服务业务范围

服务范围	具体内容
测井	提供油气井井下情况测量与资料解释服务
钻完井液	提供钻完井液化学品产销，固控和废弃物管理
定向井	提送各种类型定向井工程设计和作业
固井	提供固井工程设计、现场注水泥施工等服务
完井增产	提供完井防砂和增产技术服务

资料来源：公司官网、公司招股说明书，国元证券研究中心

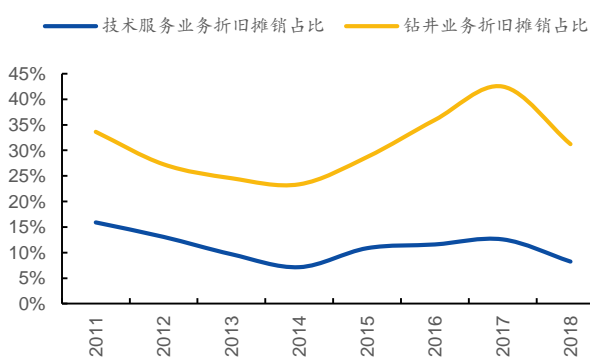
图 9：油田技术服务伴随油田勘探开发到生产全过程



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

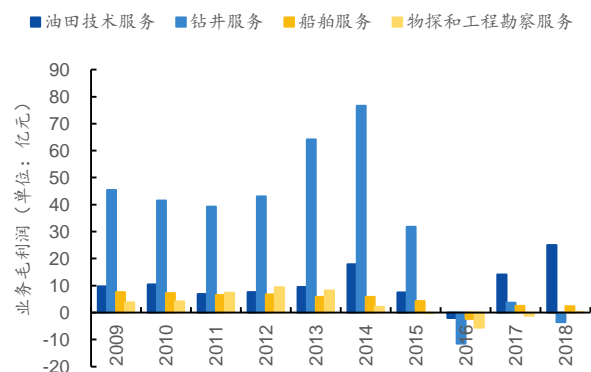
轻资产的油田技术服务业务在行业低迷时期能够抵御业绩波动。行业景气时期钻井服务能获得较高利润，但在行业低迷时期钻井平台高额固定成本无法缩减，盈利能力遭受打击，偿债能力恶化。相对轻资产的技术服务业务则在行业不同周期中更为稳健，随着技术服务能力的逐渐增强，即使面对行业低谷也能保持盈利。油田技术服务业务固定成本占比低，2018 年公司油田技术服务成本中折旧摊销占比为 8.24%，钻井服务业务成本中折旧摊销占比 31.22%，技术服务业务相比重资产的钻井服务业务折旧摊销占比低很多。

图 10：公司油田技术服务业务属于轻资产业务



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 11：技术服务业务在行业低迷期抵御业绩波动风险



资料来源：Wind，国元证券研究中心

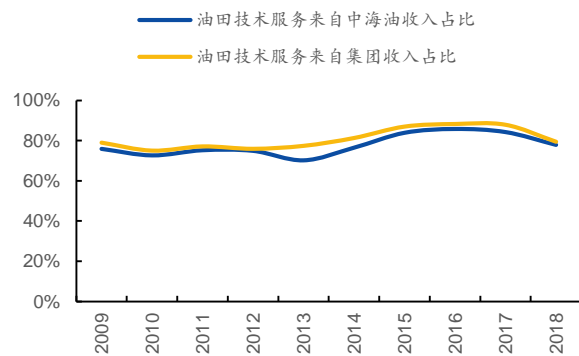
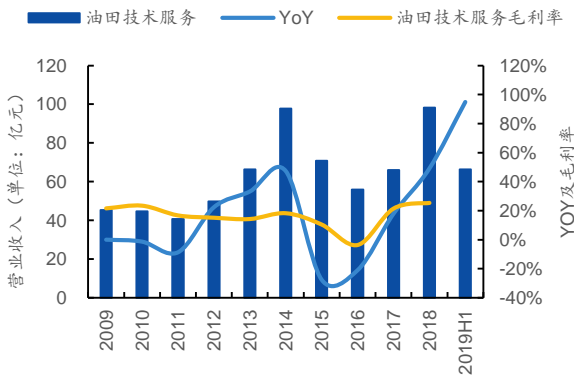
油田技术服务技术实力提升，营收大幅增长，盈利能力显著改善，成为公司业绩亮点。由于中海油资本支出增速上升以及公司自主研发的高端装备能力提升，油田技术

服务业务走出低谷,各业务线作业量大幅增长,2019H1 收入 66 亿元,同比增长 95%。2017 年开始,中海油服陆续有些高端设备投入使用,核磁、EXDT 等高端设备的收入和利润率都非常高,比常规设备的利润带动作用更大,油田技术服务业务盈利能力显著改善,2017 年开始毛利率大幅上升,2018 油田技术服务毛利率达到 25%,我们预计 2019 年将进一步提升,将达到 30%。

目前技术服务业务收入接近 80%来自与中海油的关联交易,增长确定性强,同时我们更看好公司核心技术突破后国际客户的开拓。公司油田技术服务业务收入主要来自于向中海油、海洋工程石油、海油总公司及集团内其他关联公司,关联交易部分占油田技术服务收入的 70%-90%,仅向中海油提供技术服务占比在 2018 年接近公司油田技术服务业务收入的 80%。在中海油资本开支持续上升的规划下,公司未来技术服务板块业绩将有较大确定性。

图 12: 油田技术服务收入增速加快盈利能力显著改善

图 13: 目前技术服务业务收入大部分来自中海油



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

资料来源: 公司年报, 国元证券研究中心

2.2 测井等领域技术实力与国际一流水平接轨

中海油服持续打造具有战略优势的技术产品系列。中海油服承担国家及中国海油科技攻关任务,持续进行核心技术攻关,在测井、钻完井液等多个技术领域取得突破和应用,通过自主创新,形成了 277 项核心技术产品。近年来,公司在测井、定向井领域,成功研发随钻地层测试器 (IFPT)、随钻方位电阻率测井仪 (DWPR) 等,已在渤海成功应用。随着多个科研成果的转化和应用,中海油服不断向科技创新型企业迈进,技术板块产值贡献从 2015 年的 30% 跃升至 2019 年中期的 49%。

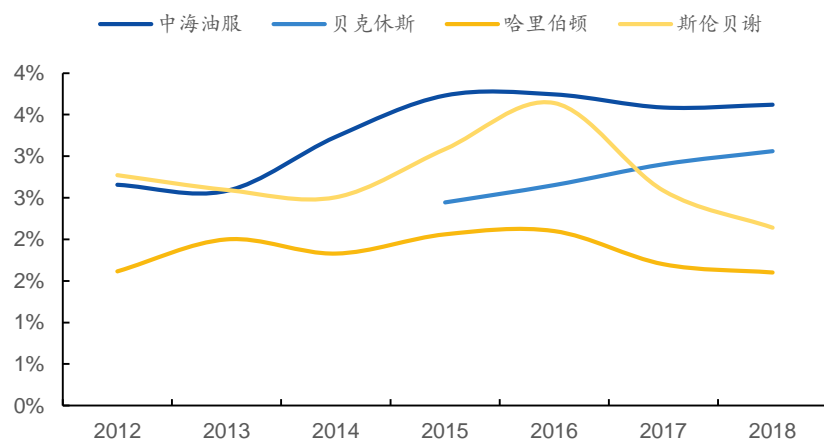
表 3：公司在 2019 年新技术新产品发布会上推出的新技术及产品

仪器名称	领域	应用进展
随钻地层测试器 (IFPT)		在渤海成功作业 5 次
随钻方位电阻率测井仪 (DWPR)		已在渤海成功应用
地层测试光谱分析模块	测井、	在渤海某探井成功取得纯油样品
大直径旋转井壁曲心仪 (MRCT)	定向井	在中国海域屡创单趟取心颗数纪录
高温高速成像测井系统 (ESCOOL)		成功完成青海干热岩地质调查井、渤中 19-6 等区块的多种组合作业
HTO-DRILL 高温高密度油基钻井液		累计成功作业 20 余井次
耐温 260 摄氏度 COCEM 水泥浆体系		在中国南海、新疆及东南亚成功应用 20 余口高温高压井
FLATPRO 深水恒流变合成基钻井液	钻井	在中国南海成功应用 7 口井
VirtualMud 钻完井液工程软件		模拟结果与井下工具实测数据的符合度达到 95%以上
钻具自动检测线		
高压气密完井工具系列	完井增	
非酸螯合解堵技术	产	已累计应用 109 井次，平均单井增油 3000 方
套冲割捞一体化复合工艺技术		
水平缆宽频地震采集处理技术	地震采	成功应用于渤海、非洲等项目
海亮 II 型固体拖缆采集装备	集处理	高效完成南海多个区块地震采集作业

资料来源：中海油服科技与信息部，国元证券研究中心

中海油服研发投入比重持续领先国际同行。2018 年中海油服研发支出 7.42 亿元，同期贝克休斯、哈里伯顿、斯伦贝谢分别为 7、3.9、7.02 亿美元。从研发占收入比重来看，中海油服保持领先同行，2018 年中海油服研发支出占收入比重为 3.62%，同期贝克休斯、哈里伯顿、斯伦贝谢分别为 3.06%、1.63%、2.14%。

图 14：近年来中海油服研发支出占比高于国际同行



资料来源：Wind，国元证券研究中心

表 4：电缆测井等业务已经覆盖国际一流同行 95%技术能力

推出年份	研发成果	意义
2014	自主研发的旋转导向钻井系 (WELLEADER®) 和随钻测井系统 (DRILLOG®) 均成功完成首次海上作业, 深水钻完井液和固井技术的现场应用取得了重大突破	获得 1500 米水深的实操经验, 具备 2500 米水深的钻井液及固井技术服务能力
2015	自主研发的 ELIS 成像测井系统实现了三维声波、二维核磁共振、阵列侧向、油基泥浆电成像等测井关键技术的突破 Wellleader®和随钻测井系统 Drilog®两项技术在渤海和陆地多个油田成功应用	相关技术达到国际先进水平 成为中国第一家、全球第四家拥有这两项技术公司
2016	自主研发的阵列侧向测井仪完成了工程样机研制和实井测试 旋转导向钻井、随钻测井等技术成果的规模投产 自研三维声波测井仪在渤海首次作业顺利完成压裂效果评价	初步具备现场推广应用的能力 拓宽了国内应用推广 对于隐蔽性油藏的发现有着至关重要的作用
2017	集团在“贪吃蛇”技术产品产业化应用方面获重大突破: 在实现规模应用的基础上, 旋转导向工具实现了垂直造斜和垂直钻井技术升级, 近钻头测量实钻试验成功。	进一步降低了作业成本
2018	自主研发的 DRA 气密螺纹复合载荷试验取得成功 BIODRILL A 钻完井液体系及配套技术, 实现了水基钻完井液循环利用 电缆测井业务已覆盖业界一流同行 95%技术能力, 大直径旋转井壁取心仪、超声兰姆波测井仪等实现陆海商业化运用	打破了气密封螺纹加工长期以来的价格垄断局面, 对开拓国内外的气密封工具市场具有重要意义。 解决了钻完井液减排技术难题 技术服务逐渐摆脱落后局面, 性能达到国际一流水平

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

中海油服部分油田技术服务项目技术实力与国际一流水平接轨。国际油田技术服务市场中，哈里伯顿、斯伦贝谢、贝克休斯等巨头通过领先的技术实力，保持行业竞争优势。哈里伯顿和斯伦贝谢的主要技术中都包括随钻测井技术，斯伦贝谢凭借电缆测试测井技术起家。中海油服通过多年的研发投入，随钻测井以及定向井技术近几年取得突破，新产品开始在 2017、2018 年陆续投入市场，**在高端产品与服务赛道不断拉近和国际龙头的差距。**

表 5：国际主要油服巨头公司技术优势

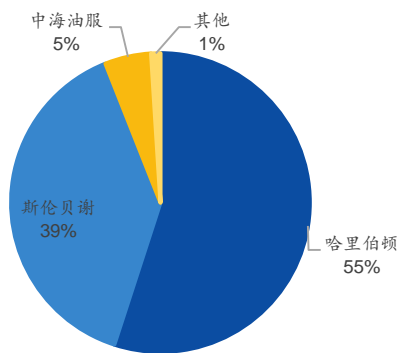
油服公司	主要技术	特色技术
哈里伯顿	多分支水平井完井技术；智能油井技术（Smart Well Technology）；深水技术；欠平衡钻井技术；随钻测井技术；裸眼井技术；套管井技术；层间分隔技术；产层改造。	PoroFlex 膨胀防砂网系统 VersaFlex 膨胀管系统
斯伦贝谢	电缆测井测试、压裂酸化固井、地震作业处理、专业钻井、定向井及随钻测量测井、数据处及软件分析。	油基微成像有线工具
贝克休斯	致密油采集、蓝碳压缩机、有线测井产品及设备、流体分析和表征软件、地球科学与石油工程、钻完井设备与钻完井液、油管服务	模块动力控制技术、眼井固井系统、马力套管旋转头

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

2.3 公司技术服务市场份额上升空间大

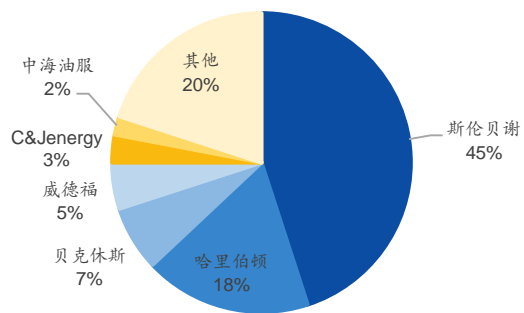
公司高端技术服务产能迅速扩张，各产品线市场份额还有很大提升空间。公司装备能力显著提升，测井设备目前已经有数千台套，相比 2015 年扩张数倍。高端服务市场具有较高技术壁垒，公司 2018 年在全球固井市场份额为 5%，在全球电缆测井市场份额为 2%，公司电缆测井技术不断与国际一流水平接轨，市场份额仍有很大的提升空间。2018 年公司在定向钻井领域市场份额仅 3%，近年来公司持续推出定向钻井高端设备，市场份额也有很大开拓空间。2018 年全球钻完井液市场中，公司市场份额仅有 3%，公司研发的“可重复利用水基钻井液体系+EPS 减排”一体化技术，钻井废弃物源头减排 80%，有望促进公司在该领域份额提升。

图 15：2018 年公司固井业务全球市占率仅 5%



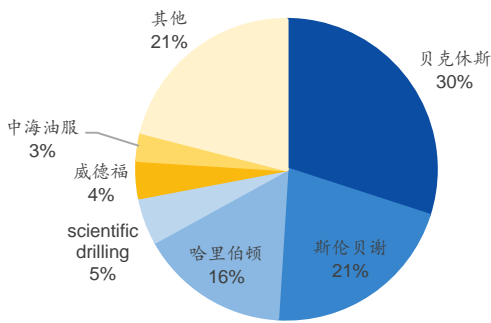
资料来源：中海油服战略指引，国元证券研究中心

图 16：2018 年公司电缆测井业务全球市占率仅 2%

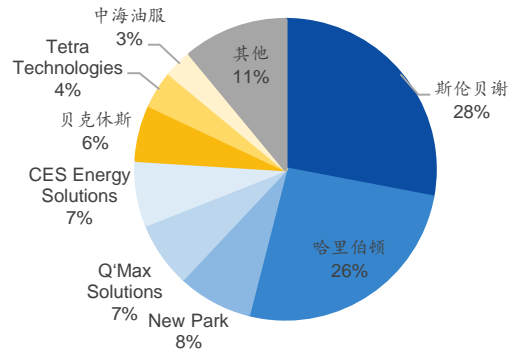


资料来源：中海油服战略指引，国元证券研究中心

图 17: 2018 年公司定向钻井服务业务全球市占率仅 3% 图 18: 2018 年公司钻完井液业务全球市占率仅 3%



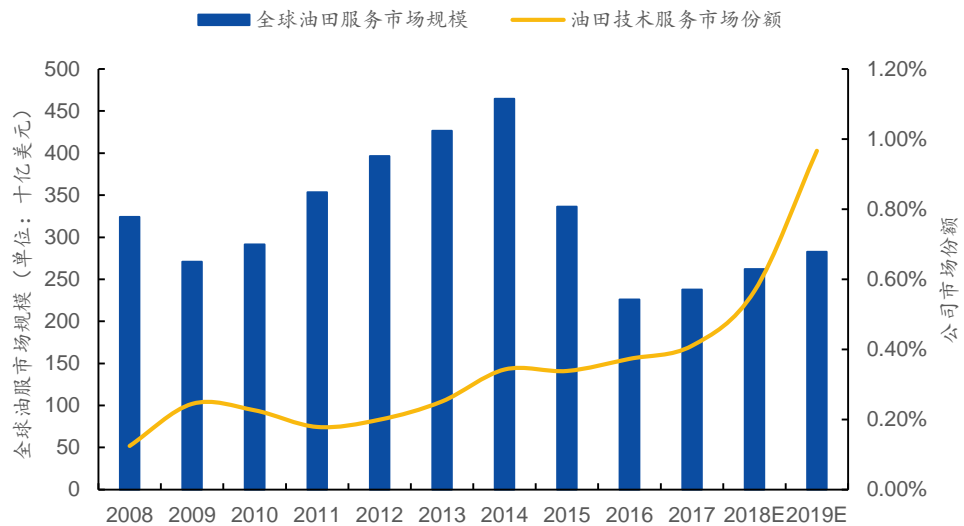
资料来源：中海油服战略指引，国元证券研究中心



资料来源：中海油服战略指引，国元证券研究中心

公司全球市场份额持续上升。据公司业绩指引，2008 年至今公司油田技术服务业务市场份额持续增长，且近年增速逐渐加快。2008 年公司全球市场份额仅为 0.12%，经过 10 年发展，公司全球市场份额达到 0.57%。尽管全球油服市场规模 10 年间起伏不定，但受益于公司研发突破带来的技术服务能力提升，公司竞争力在不断增强是可以确定的。2019 年全球油服市场规模 2826 亿美元，公司市场份额每提升 0.1% 就可以带来十多亿元的收入。

图 19: 公司技术板块全球份额持续上升



资料来源：中海油服战略指引，Spears，国元证券研究中心

技术服务走向全球是公司业务增长的潜在推动力。公司技术服务实力不断与国际一

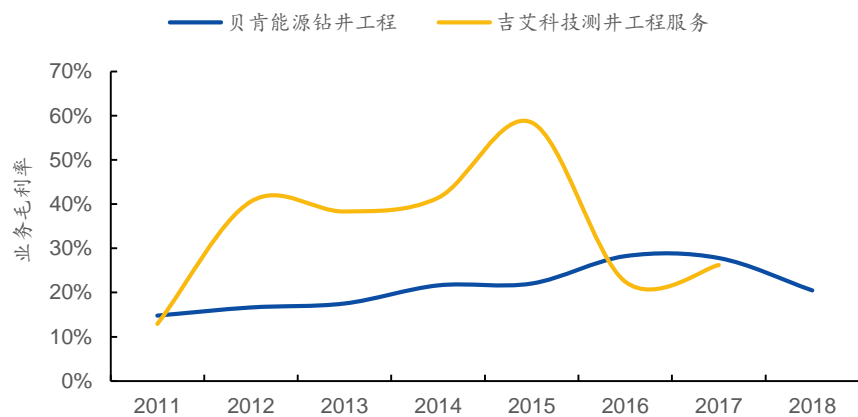
流水平接轨，服务范围向全球扩张是长期趋势。2019年上半年，中海油服收到了印尼为期2年固井及修井服务合同；与泰国石油公司成功续签缅甸海上固井合同；中标3年期印尼陆地常规井固井增产服务合同；获得3年期印尼电缆测井服务合同和2年期印尼钢丝作业服务合同；中标缅甸海上项目电缆测井与射孔服务，测井服务重返缅甸市场；获得加拿大当地客户套管井服务项目；在墨西哥获得了2年的电缆测井服务合同，取得技术服务在墨西哥市场的实质性突破。海外市场的开拓将持续推进公司市场份额的提升。

2.4 高端技术服务占比提升改善盈利能力

高端油田技术服务与油田设备毛利率可达常规业务的数倍。例如吉艾科技的测井工程服务毛利率一度高达58%，而常规钻井服务毛利率仅为20%，吉艾科技近年来测井工程服务盈利能力下降主要是受公司整体业务转型的影响。高端服务的毛利率可达常规服务毛利率的2倍以上，高端服务比较依赖高端设备，国外公司一般不外销高端设备，而是以技术服务形式利用设备为客户作业。

近年公司高端技术服务设备陆续投入应用，有望减小外包比例。由于部分高端技术服务较难突破，公司为中海油提供技术服务时通过外包的形式委托海外油服公司提供，仅收取中间的渠道费用。公司高端测井仪器已在2017和2018年陆续投入使用，未来将推出更多高端设备，目前已开始逐步替代原分包至斯伦贝谢等公司的技术服务。新增高端技术服务毛利率较高，将有效提升公司盈利能力。

图 20：不同油田技术服务类型毛利率对比



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3. 钻井服务为重资产业务弹性大，周期复苏迹象明显

3.1 钻井服务业务 2015 之前为公司主要利润来源

公司运营亚洲规模最大、世界第二大海上钻井船队，截至2019年6月底，公司共运营、管理52座海上钻井平台。公司钻井服务业务指的是使用海上钻井平台进行近海

钻探作业，海上钻井平台上装有钻井、动力、通讯、导航等设备以及安全救生和人员生活设施。公司拥有钻井平台的类型包括自升式和半潜式钻井平台，自升式平台造价较低，半潜式平台工作水深更深，维护费用更高。公司运营亚洲规模最大、世界第二大海上钻井船队，截至 2019 年 6 月底，共运营、管理 52 座平台（包括 38 座自升式钻井平台、14 座半潜式平台），有 32 座在中国海域作业，10 座在挪威、英国、墨西哥、印尼等国际地区作业，9 座平台正在待命，1 座正在拖航。钻井平台全部持有 ABS/DNV/CCS 船籍证书，配备先进的顶部驱动装置、大功率柴油机、泥浆泵和振动筛等钻井装备。

表 6：公司拥有自升式和半潜式两种钻井平台

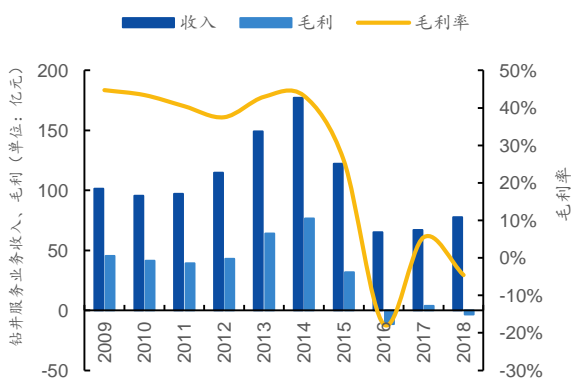
钻井平台类型	构成	特点
自升式	平台、桩腿和升降机构	造价低、在各种海况下都能工作
半潜式	上部为工作甲板，下部为两个下船体 用支撑立柱链接	稳定性好，工作水深大，移动灵活 同时投资与维护费用较高

资料来源：船舶百科，国元证券研究中心

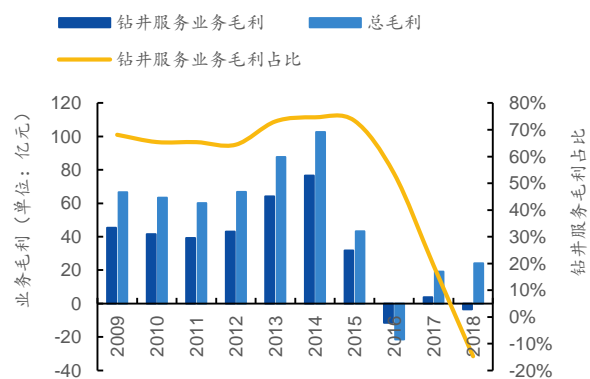
钻井服务业务曾为公司主要利润来源，毛利率一度超过 40%。2014 年油服行业处于景气阶段时公司钻井业务收入 177 亿元，毛利率在 40%以上，毛利高达 77 亿元，在公司总毛利中的占比达到 75%。2014 年之前很长一段时间油价处于高位，钻井服务业务一直是公司主要的利润来源，2009-2014 年钻井服务业务毛利在 35-80 亿元之间。2014 年下半年油价开始下行，钻井服务业务收入、毛利率大幅下滑，业绩出现亏损。

图 21：钻井服务业务收入、毛利及毛利率波动较大

图 22：钻井服务业务曾贡献公司绝大部分毛利



资料来源：Wind，国元证券研究中心



资料来源：Wind，国元证券研究中心

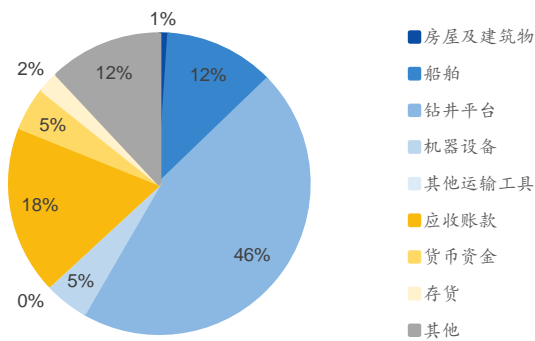
3.2 钻井服务业务为重资产业务，周期性较强

钻井服务业务为重资产业务，周期低点时盈利能力差，在周期向好时业绩弹性极大。

截至 2019 年 6 月底，公司钻井平台账面价值 344 亿元，占固定资产比重 72%，占总资产比重 46%，公司总资产中 63%为固定资产且大部分固定资产为钻井平台。2018 年钻井服务业务成本中，折旧摊销部分达到 25 亿元占比 31%。这样的成本结构导致在收入规模较小时，钻井服务业务毛利低，收入规模突破临界点后，规模效应开始体现，业绩弹性非常大，而钻井服务业务收入受油服行业景气周期影响，业绩也有很强的周期性。

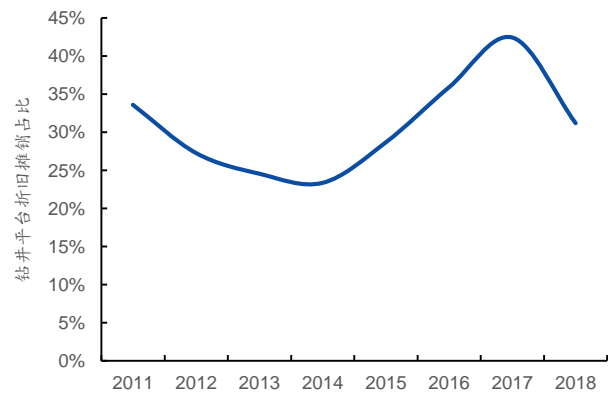
根据我们测算，公司 2019 年钻井服务业务基本跨过盈亏平衡点。钻井服务业务成本中物料、分包及其他成本占收入比重在 30-53%之间，薪酬和折旧为 35-44 亿元左右。假设收入扣除上述比例的成本后，能够覆盖折旧成本，对应收入金额在 94 亿元，也就是当公司收入超过 94 亿元，钻井服务业务将扭亏为盈，如果收入继续提升，钻井业务盈利能力将大幅改善。

图 23：2019H1 公司钻井平台占总资产比重达 46%



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 24：折旧摊销占钻井业务成本比重高

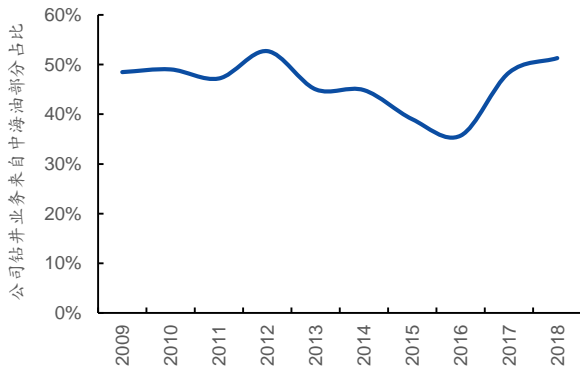


资料来源：Wind，国元证券研究中心

3.3 中海油产量增长带动钻井平台作业天数上升

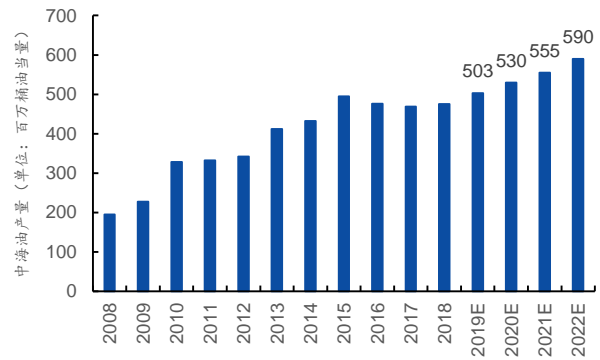
中海油产量上升将带动海上钻井平台数量增加，钻井服务工作量同步增长。为了响应国家能源安全战略的号召，中海油将增加国内的石油供应。根据中海油 2020 年经营策略，2019-2022 年预计产量分别达到 503、525、555、590 百万桶油当量，钻井数量与产量呈现正相关的关系，产量越多，需要钻井工作量越多，2018 年公司钻井业务中来自中海油部分占比 51%，我们认为中海油产量提升将显著带动公司钻井平台作业量上升。

图 25：2018 年公司钻井服务 51% 收入来自中海油



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

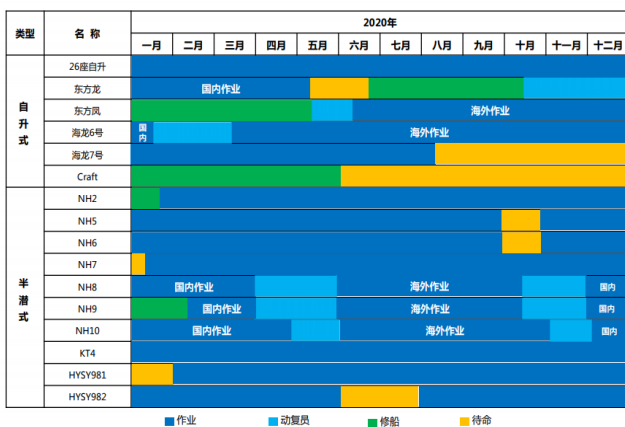
图 26：中海油未来 3 年产量保持增长



资料来源：中海油经营策略，国元证券研究中心

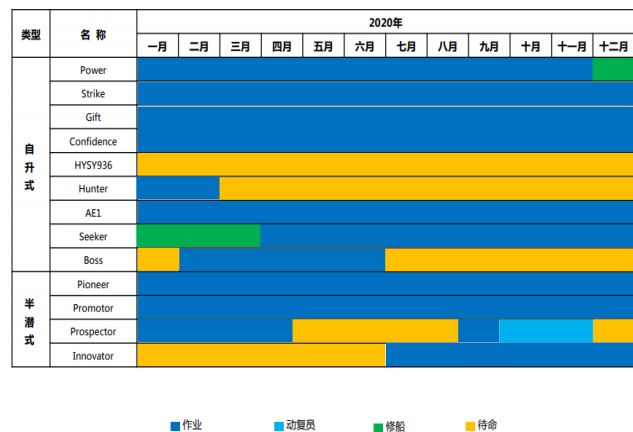
目前国内钻井平台利用率接近饱和，平台数量有望增加。根据公司 2020 年钻井装备合同来看，国内市场中除少数处于投标状态外其余均处于作业状态，国内钻井业务作业量已接近饱和。在目前国内钻井平台作业量已接近饱和的情况下，为了能够满足中海油产量增长需求，公司将通过租赁的模式扩充船队数量。相比国内钻井平台由于中海油资本支出上升大幅提振需求，公司海外钻井平台整体利用率较低，仍有部分船只处于招投标状态，未来在国内供给饱和后有望调配至国内进行作业，进一步提升公司钻井平台业务作业量。

图 27：2020 年公司国内钻井设备利用率接近饱和



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

图 28：2020 年公司国外存在较多闲置钻井设备



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

随中海油产量增长，公司钻井平台数量、日历天使用率同步增长。2019H1，公司共运营、管理 52 座平台，包括 38 座自升式钻井平台、14 座半潜式平台，2018 年公司自升式平台数量为 36 台，半潜式平台数量为 12 台，平台数量显著增加。从历史

数据中，我们发现中海油服钻井平台数量与中海油产量具有很强的相关性，原因是中海油产量增加会带动海上钻井工作量，公司的钻井平台规模大，基本主导近海钻井市场，随着需求的增加，提升设备供给，钻井平台数量同步增加。2019Q3 公司自升式平台日历天使用率为 84%，同比增加 19pct，半潜式平台日历天使用率为 74%，同比增加 5pct，主要原因是需求增加带动了产能利用率提升。

图 29：公司钻井平台数量与中海油产量同步变化

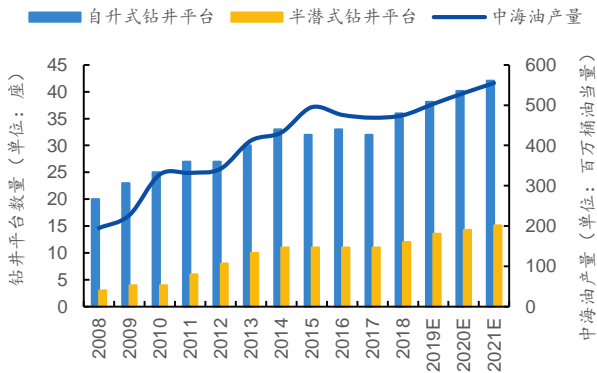
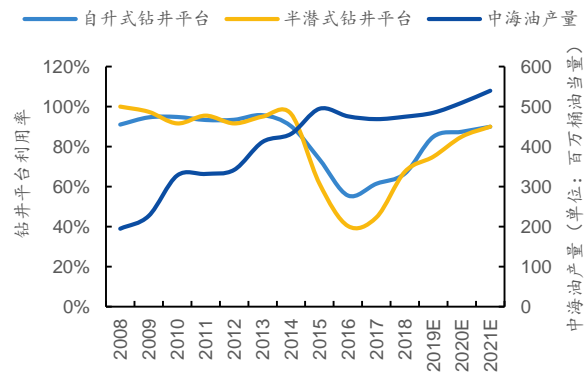


图 30：平台日历天使用率保持上升

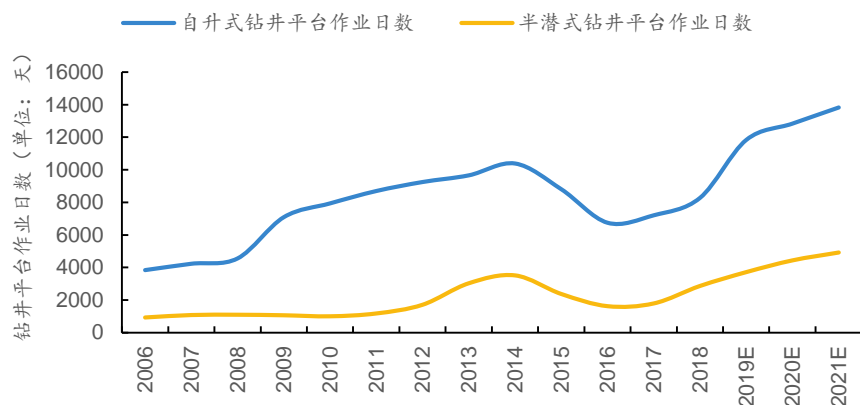


资料来源：公司年报，中海油经营策略，国元证券研究中心

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

钻井作业天数随下游需求增长同步增加，确定性强。公司下游开发支出及油气井数量增加带动了中海油服钻井服务需求增长。钻井作业量一般以平台作业天数来衡量，根据中海油经营策略，产量保持增长意味着下游需求有增加趋势，中海油服有一半钻井服务收入来自中海油，垄断国内海上钻井市场，目前国内钻井平台数量占整体比重超过 60%，如果油价不大幅下跌，国外钻井服务需求稳定，公司钻井作业天数提升具有很大的确定性，也就是钻井平台数量与日历天使用率的乘积会增长。

图 31：中海油服钻井平台作业天数持续增长

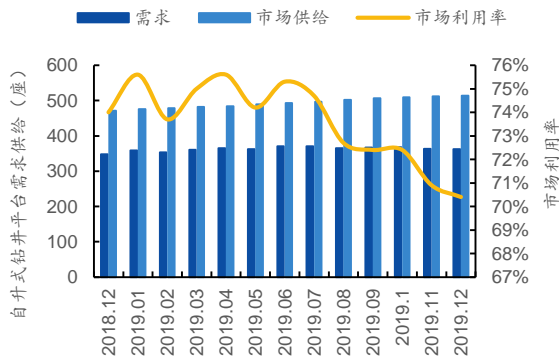


资料来源：公司年报，中海油经营策略，国元证券研究中心

3.4 日费率静待底部复苏

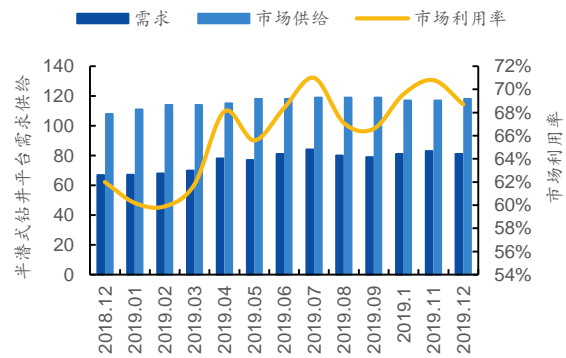
目前全球钻井平台处于供大于求状态，日费率小幅提升，但仍处于低谷。据 HIS 统计数据，全球自升式与半潜式钻井平台目前市场利用率在 70%左右。海上平台市场存在严重的装备过剩，同时在建的平台将陆续投入市场，短期难以提高日费率。2019H1 公司自升式与半潜式钻井平台日费率分别为 6.8 与 15.1 万美元/日，同比分别增长 19%、3%。但是半潜式平台 2018 年日费率为 17.3 万美元/日，2019 年出现一定下滑。

图 32: 全球自升式钻井平台供给过剩



资料来源: HIS 国元证券研究中心

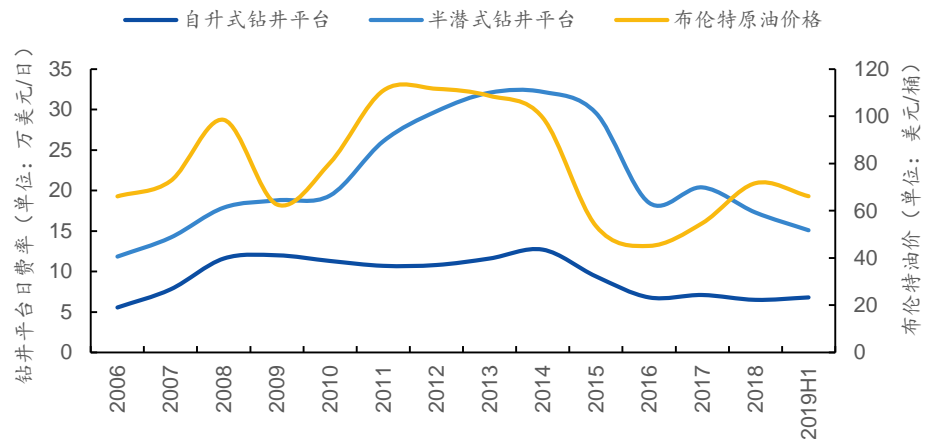
图 33: 全球半潜式钻井平台供给过剩



资料来源: HIS, 国元证券研究中心

钻井平台作业需求缓慢复苏，对日费率改善有积极作用。尽管公司钻井服务作业量增长明显，但是量价齐升的理想情形难以实现，日费率目前还没有出现大幅反弹的迹象。公司也将显著受益。油价本身较难预测，我们根据目前 65 美元/桶的布伦特油价来看，全球油服市场需求处于缓慢复苏阶段，对日费率有积极影响。

图 34: 公司钻井平台日费率与布伦特油价联动明显



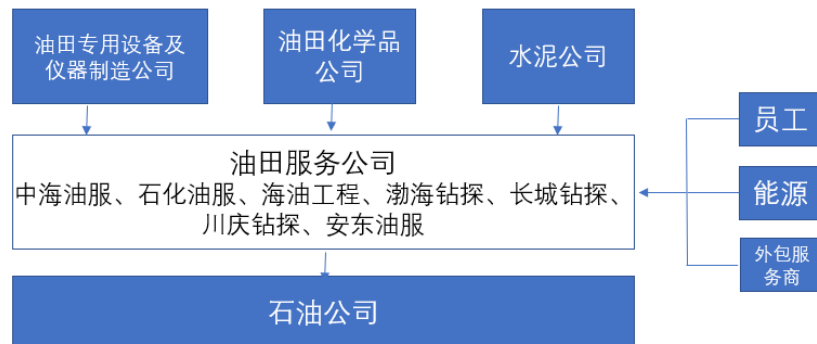
资料来源: Wind, 公司年报, 国元证券研究中心

4. 产量增长为优先目标，国内海上油服行业需求长期向上

4.1 油服行业需求随下游勘探开发支出同步变化

油田技术及工程公司服务需求取决于石油公司勘探开发投资规模。油田服务公司使用专用设备，通过专业技术人员提供钻井、修井、油田增产等服务，下游客户单一，为国内外石油开发商，国内包括中国石油、中国石化、中海油、延长石油，国外包括康菲、沙特阿美等。当油价上涨或者政策驱动导致下游资本支出增加时，钻井数量提升，在设备和人员充足的情况下，油服公司收入及净利润大幅改善。例如 2004-2006 年国内石油公司资本支出增速上行，油田技术服务公司作业量增长，这段期间油服行业收入增速、净利润增速以及净资产回报率都达到了的阶段高点，行业取得了不错的超额收益。

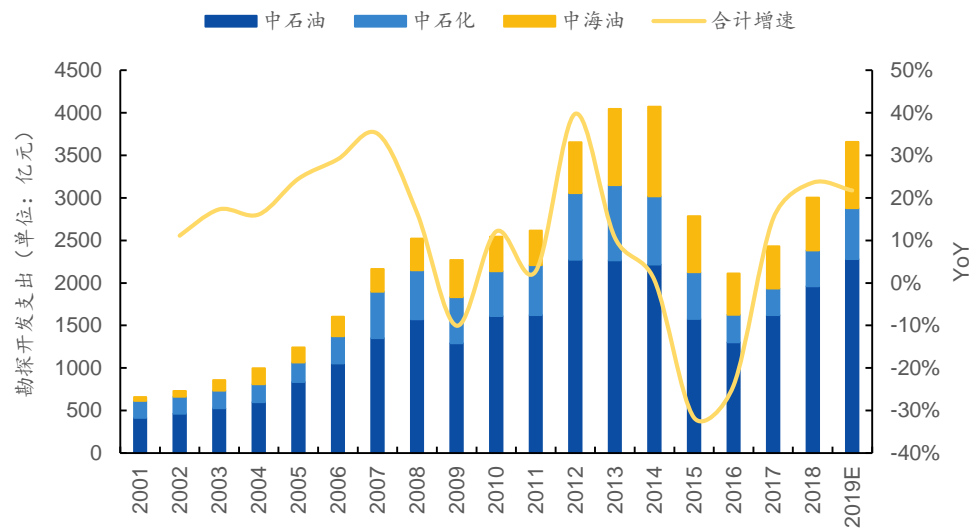
图 35：油田服务行业产业链



资料来源：国元证券研究中心

2018 年开始，受油价复苏和能源安全政策刺激，国内石油公司资本支出增速上行，中海油资本支出增速达到 25%。2019 年初，国内三家石油公司各自制定“七年行动计划”，勘探开发资本支出激进，已经脱离了目前的低油价。中石油 2019H1 勘探与生产板块资本性支出同比增加 19%，预计全年同比增长 16%。中石化 2019H1 勘探及开发板块资本支出同比增长 86%，预计全年同比增长 41%。中海油勘探与开发资本性支出增速由 2017 年的 2% 增加至 2018 年的 25%。2019H1 中海油勘探投资同比增长 110%，开发投资同比增长 46%，勘探开发资本性支出合计同比增长 62%，整体资本支出全年约 802 亿元，同比增长 29%，2020 年中海油资本支出预算总额 850-950 亿元，我们认为会接近上限 950 亿元，增速达 18%，支撑海上油服需求增长。

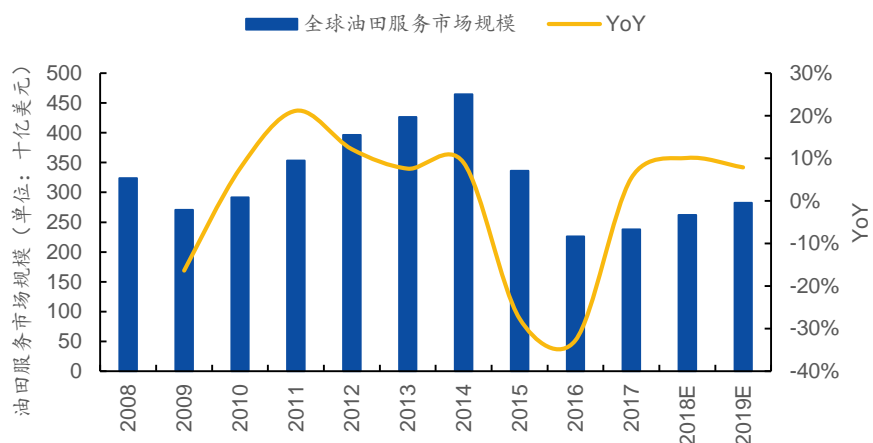
图 36：国内石油公司勘探开发支出增速再次回到高点



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

全球油服行业需求增速预计保持中低速增长。目前布伦特原油期货价格在 60-70 美元/桶之间，接近开采平均成本，盈利性仍不明显，国际石油公司增加开发支出动力不足。目前大部分石油公司储量寿命处于正常范围，增加储量提升勘探支出动力也较弱，服务需求低迷。根据 Spears 预测，2019 年全球油服市场规模达到 2826 亿美元，增速 8%，我们预计未来 3 年全球油服市场规模保持中低速增长。

图 37：全球油服市场规模预计保持中低速增长



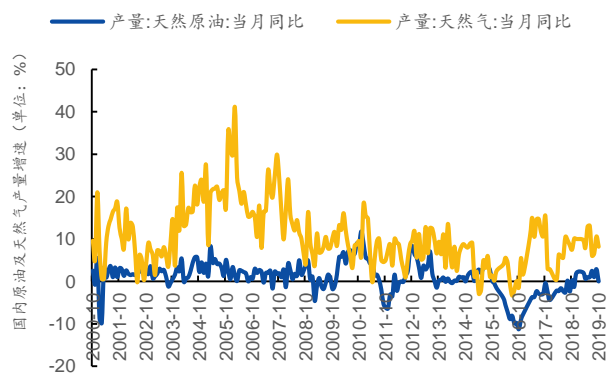
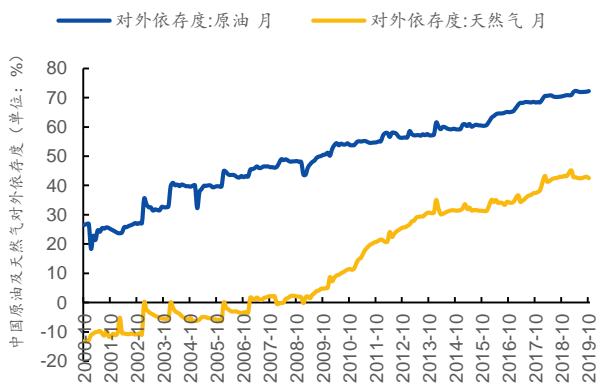
资料来源：Spears，国元证券研究中心

4.2 为了缓解能源安全压力，中海油实际资本支出估计达到预算上限

我国能源过度依赖全球贸易，在国际贸易摩擦加剧背景下，国家战略安全受到挑战。截至2019年10月，中国原油对外依存度达到72%，天然气对外依存度达到42%，国内大部分油气能源需求通过进口填补。能源安全对于国家安全意义重大，但2018年国际贸易摩擦加剧增加了中国能源贸易风险，在此背景下，国内提出了能源安全战略，提升能源自给率，增加国内油气产量，国有三家石油公司中石油、中石化、中海油各自在2019年初制定了“七年行动计划”，目标在于保障能源供应。2019-2025年的7年时间里，提升国内油气产量成为最优先的目标，2019年10月，国内天然气产量当月同比增加8.20%，天然原油产量同比持平。

图 38：国内原油和天然气对外依存度处于高位

图 39：国内石油和天然气开采加速



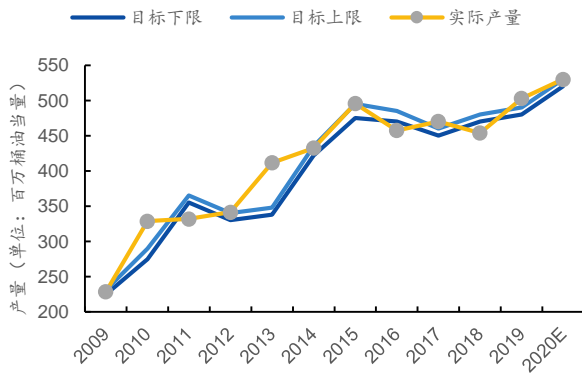
资料来源：wind，国元证券研究中心

资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

我们预计未来较长一段时间内，中海油产量维持增长趋势，并达到目标上限。根据中海油2020年经营策略，中海油2019年净产量达到503百万桶油当量，2020-2022年净产量目标分别为520-530、555、590百万桶油当量。2019年实际产量比2019年经营策略披露的目标480-490百万桶油当量高。2019年初给出2020、2021年产量目标分别为505-515、535-545百万桶油当量，2020年中海油将目标进行了上调，主要原因是为了尽量保障产量增长，缓解油气资源高度依赖进口的能源安全压力。

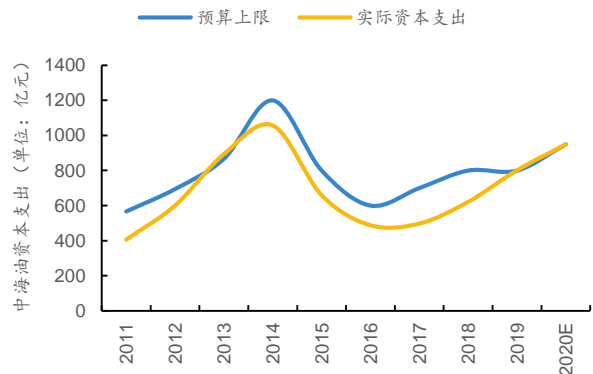
在提升产量的优先目标驱动下，中海油服投资预计接近预算上限，我们估计未来3年海上油服行业需求CAGR达到15%-25%，带来海上油服市场的繁荣。2020年，中海油资本支出预算总额为850-950亿元，其中，勘探、开发和生产资本化支出预计分别占资本支出预算总额的约20%、58%，2019年为700-800亿元，其中勘探、开发分别占资本支出预算总额的约20%、59%。根据中海油服2020年战略指引，2019年中海油资本支出达到802亿元，超过预算上限，增速达到29%。我们认为未来，产量增长仍然是优先目标，整体的勘探开发支出将在未来数年保持向上趋势，中海油资本支出也将达到每年预算上限，海上油服市场将持续繁荣。

图 40：中海油实际产量预计达到目标上限



资料来源：中海油经营策略，国元证券研究中心

图 41：中海油实际资本支出预计达到预算上限



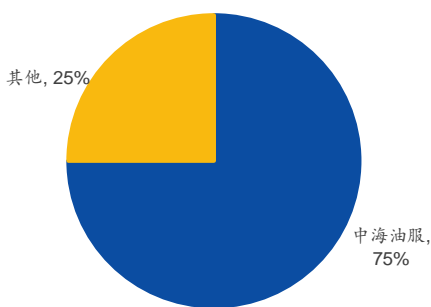
资料来源：中海油经营策略，公司年报，国元证券研究中心

4.3 中海油服几乎垄断中国近海油服市场

中海油垄断国内近海油田开发市场，而中海油服占近海油田服务市场的 70% 以上份额。国内目前的 3 家石油公司中，中石油、中石化的油气资源以陆地油气田为主，而中海油聚焦于海上油田的开发，并且是近海油田唯一的开发者，其资本支出规模决定了近海油服市场的规模。中海油服由于规模巨大的钻井船队以及先进的技术实力，占据了国内近海油田服务绝大部分市场份额，我们估计达到 70%-80%，国内海上油气资源开发及油田服务市场是一个集中度极高的市场。

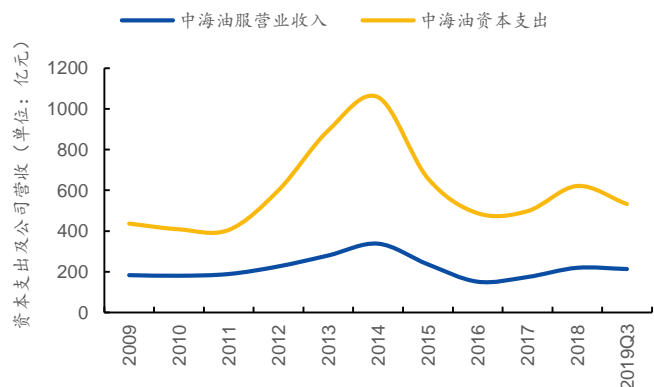
中海油为中海油服的主要客户，2018 年贡献收入占总收入比重达到 69%，联动紧密。作为海上油服领域装备规模最大，市场份额最高的油服公司，中海油服成为中海油的主要服务商，公司与中海油属于同一集团控制，2018 年公司向中海油提供钻井服务金额 40 亿元，技术服务金额 76 亿元，船舶服务 23 亿元，物探服务 12 亿元，合计 151 亿元，2018 年公司收入 219 亿元，向中海油提供的服务占整体收入比重达到 69%。

图 42：公司占据国内海上油田服务市场 70-80% 份额



资料来源：国元证券研究中心

图 43：中海油服收入与中海油资本支出同步变化



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

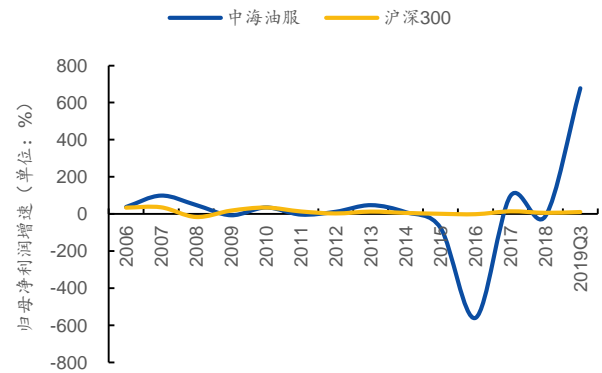
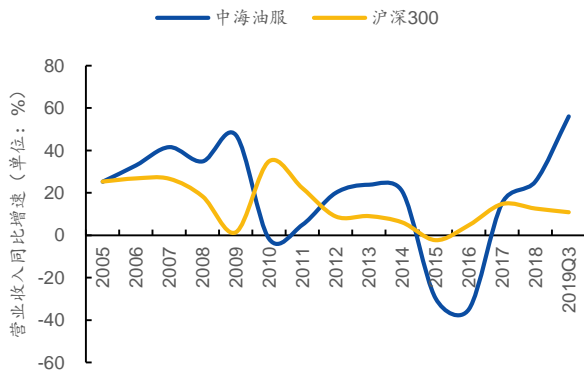
4.4 作业量提升带动净利润反弹

2019 年中海油服收入增速再次超过同期沪深 300 成分公司合计收入增速。公司收入增速在 2005-2009 年、2012-2014 年的时间区间超过沪深 300 指数成分公司合计收入增速，此时国际油价一度超过 100 美元/桶，行业处于景气阶段，中海油资本支出增速高企。2018 年开始，行业收入增速再次超过沪深 300 成分公司合计收入增速，2019Q3 公司收入增速达到 56%，沪深 300 基准为 11%，主要原因是政策驱动下，中海油资本支出再次进入上升通道。

收入增长带动公司归母净利润大幅反弹。公司归母净利润增速在 2005-2008 年、2012-2014 年的时间区间内超过沪深 300 指数成分公司合计归母净利润增速，公司收入增长的同时，规模效应明显，业绩具有很大弹性。2018 年基数较低，预计 2019 年公司净利润增速再次超越全市场平均水平。

图 44：公司与沪深 300 成分公司合计营收增速对比

图 45：公司与沪深 300 成分公司归母净利润增速对比

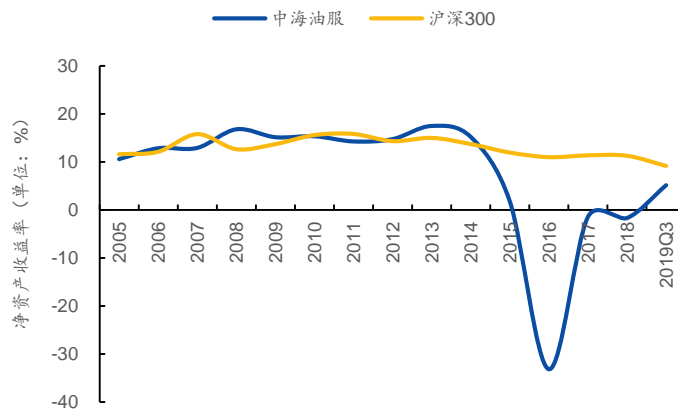


资料来源：wind，国元证券研究中心

资料来源：wind，国元证券研究中心

中海油服 ROE 水平从底部向上反弹，预计很快超过市场平均水平。公司 ROE 水平在 2006 年、2008-2009、2012-2014 年超过沪深 300 指数成分公司整体 ROE 水平，主要是由于行业高景气度下的资产周转率提升以及利润率改善。2019Q3 公司 ROE 达到 5%，同期沪深 300 成分公司整体 ROE 水平为 9%，随着公司收入持续增长，预计很快会超过市场平均水平。

图 46：公司与沪深 300 成分公司净资产收益率对比

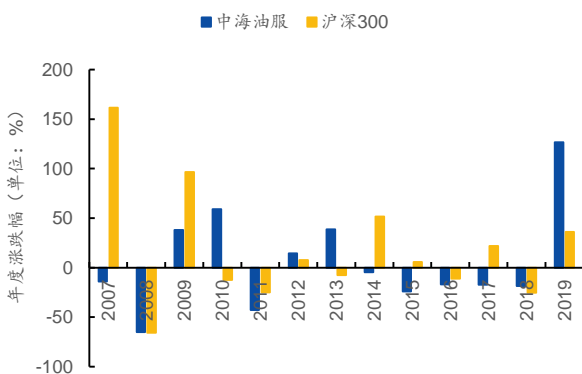


资料来源：wind，国元证券研究中心

4.5 中海油服市场表现主要依靠业绩驱动

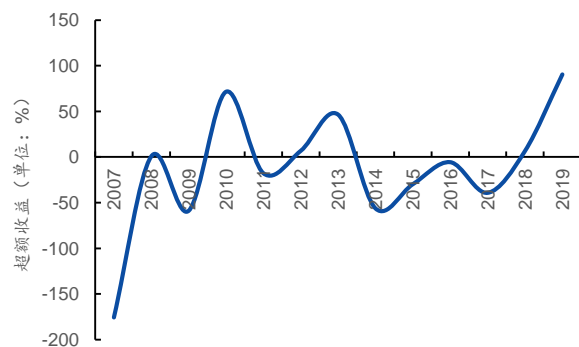
2007 年至今，中海油服历史上经历过 2 轮上涨周期，在 2009-2010 年、2012-2013 年，行业取得较高年度收益率。2011 年公司业绩稳定，但是受整体市场低迷影响估值大幅下滑，导致当年涨幅为负数，剔除 2011 年，2009-2013 年公司股价都取得了很高的涨幅，这段期间国际油价处于高位，下游资本支出意愿强。公司在 2010 年一度取得 71% 的超额收益，2013 年超额收益达到 46%，2019 年公司股价再次爆发，全年涨幅 126%，超额收益达到 90%，中海油资本支出增速再次回到高位，公司业绩大幅反弹。

图 47：公司相对沪深 300 的年度收益率比较



资料来源：wind，国元证券研究中心

图 48：公司年度超额收益情况



资料来源：wind，国元证券研究中心

中海油服股价上涨主要依赖业绩驱动，周期属性强。中海油服 2009-2013 年一致预期 EPS(FY1)分别为 0.68、0.93、0.99、0.99、1.38 元，PE(FY1)分别为 24、27、

15、17、16 倍，驱动中海油服股价上涨的主要因素为公司业绩改善，在此期间，公司业绩大幅增长，估值回落，当 EPS 达到顶点时，估值降至最小值，2014 年公司 PE (FY1) 降至 12 倍。2019 年开始公司业绩开始触底反弹，尽管估值下降，公司股价实现涨幅 126%。

表 7：中海油服历史上股价上涨由业绩驱动

时间	EPS (FY1)	PE (FY1)
2007	0.43	80
2008	0.72	16
2009	0.68	24
2010	0.93	27
2011	0.99	15
2012	0.99	17
2013	1.38	16
2014	1.69	12
2015	0.35	44
2016	-2.02	0
2017	0.06	175
2018	0.08	109
2019	0.53	36

资料来源：wind，国元证券研究中心

5. 盈利预测与估值

5.1 技术服务成长性强，钻井业务逐渐从底部复苏

我们认为海上油田增产需求强烈，未来数年中海油资本支出增速强劲，海上油服行业需求保持增长。假设 2019-2021 年中海油在勘探开发领域资本支出增速分别达到 29%、18%、15%，油田技术服务工作量随资本支出增长的同时，高端装备能力不断提升，市场份额将持续开拓。2019-2021 年技术服务收入增速分别达到 45%、25%、21%，毛利率分别为 30%、32%、34%。根据 2020 年战略指引，预计产量分别达到 503、530、555 百万桶油当量，海上平台作业量随之同步增长。由于全球钻井平台在上一轮油价高峰形成过剩，我们假设，日费率维持现状，钻井服务业务收入增速分别为 37%、13%、9%，毛利率随收入增长明显提升，分别为 9%、13%、16%。我们预计公司 2019/2020/2021 年的归母净利润分别为 27/45/64 亿元，同比增长 3733%/67%/41%，对应 EPS 分别为 0.57/0.95/1.34 元。

表 8：中海油服不同业务板块盈利预测

(单位：百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
油田技术服务						
收入	5594	6592	9822	14276	17860	21632
YOY	-21%	18%	49%	45%	25%	21%
成本	5794	5177	7324	10024	12154	14370
毛利	-200	1415	2498	4251	5706	7261
毛利率(%)	-4%	21%	25%	30%	32%	34%
业务收入比例	37%	38%	45%	47%	49%	51%
钻井服务						
收入	6520	6708	7766	10618	12046	13158
YOY	-47%	3%	16%	37%	13%	9%
成本	7672	6337	8119	9713	10491	11091
毛利	-1152	371	-353	905	1555	2067
毛利率(%)	-18%	6%	-5%	9%	13%	16%
业务收入比例(%)	43%	38%	35%	35%	33%	31%
船舶服务						
收入	1965	2447	2707	3491	4120	4738
YOY	-29%	25%	11%	29%	18%	15%
成本	2203	2195	2470	3142	3667	4169
毛利	-238	252	237	349	453	569
毛利率(%)	-12%	10%	9%	10%	11%	12%
业务收入比例(%)	13%	14%	12%	11%	11%	11%
物探和工程勘察服务						
收入	1074	1690	1652	2130	2514	2891
YOY	-32%	57%	-2%	29%	18%	15%
成本	1627	1808	1631	2024	2313	2602
毛利	-553	-118	20	107	201	289
毛利率(%)	-51%	-7%	1%	5%	8%	10%
业务收入比例(%)	7%	10%	8%	7%	7%	7%
总收入	15152	17436	21946	30515	36540	42418
YOY	-36%	15%	26%	39%	20%	16%
成本	17296	15516	19544	24903	28625	32232
毛利	-2144	1920	2402	5612	7915	10186
毛利率(%)	-14%	11%	11%	18%	22%	24%
业务收入比例(%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：Wind，国元证券研究中心

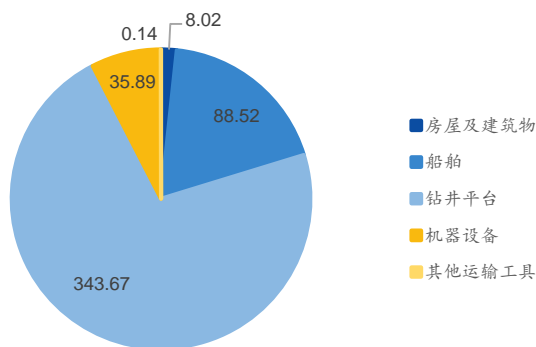
5.2 采用分部估值法分别对重资产和轻资产业务进行估值

公司业务板块性质不同，比较适合运用分部估值法。中海油服业务包括钻井服务、油

田技术服务、船舶服务、物探勘察服务 4 个板块，其中钻井服务实施需要依靠公司大量的钻井平台；船舶服务依靠各种工作船、油轮、化学品船；物探勘察服务需要依靠物探船、海洋工程勘察船、综合检测和施工支持船，这些钻井平台和船舶占公司资产比重较高，这 3 个业务的特点是需要大量的固定资产支撑。油田技术服务主要包括测井、钻完井液、定向井、固定、完井增产等，更侧重服务和技术输出，对固定资产投资要求较低，属于轻资产业务。因此我们对资产偏重的钻井、船舶、物探勘察业务和轻资产的油田技术服务业务分开进行估值。

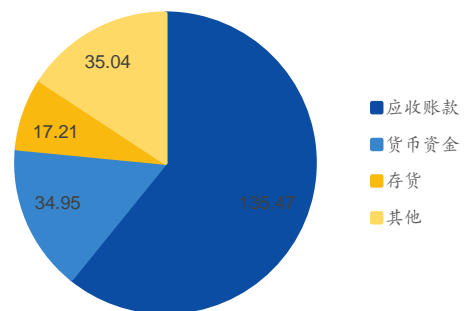
钻井、船舶以及物探勘察业务为重资产业务，周期性强，采用 PB 估值法对应市值 337 亿元。截至 2019H1 公司拥有钻井平台账面价值 344 亿元，船舶 89 亿元，占公司固定资产 476 亿元的绝大部分比重。考虑在建工程 18 亿元主要为海上平台，合计 451 亿元。公司流动资产中大部分为应收账款和货币资金，应收账款绝大部分来自关联方。2019H1 公司流动资产合计 223 亿元，根据关联交易情况，我们推算与重资产业务有关的流动资产占比 45%，金额 100 亿元。重资产部分对应的非流动及流动资产合计 551 亿元，根据资产负债率 53%，剔除负债部分，估计重资产业务部分对应净资产 259 亿元。参考同为重资产的油服公司海洋工程 1.3 倍的 PB 估值，对应市值 337 亿元。

图 49：2019H1 公司固定资产分布情况



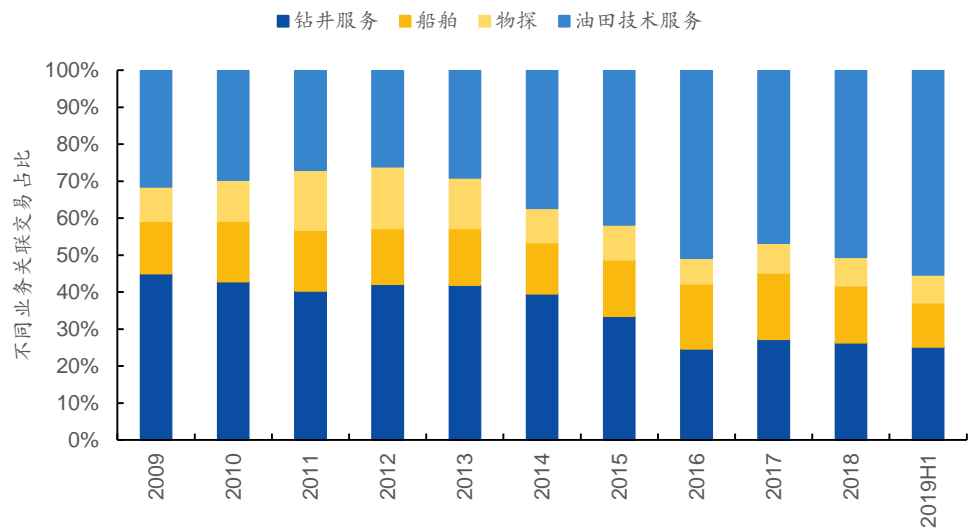
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 50：2019H1 公司流动资产中应收账款占比高



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 51：关联交易中不同业务占比情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

油田技术服务业务成长性强，采用 PE 估值法对应市值 823 亿元。油田技术服务技术附加值高，近期不断取得技术突破，是公司重点发展业务。我们预计 2019-2021 年技术服务板块收入金额分别达到 143、179、216 亿元，同比增长 45%、25%、21%，毛利率分别达到 30%、32%、34%，公司历史数据显示三项费用以及税务成本在 9-11% 的范围，我们预计技术服务板块 2019/2020/2021 年净利率分别达到 19%、21%、23%，对应净利率分别为 27、37、49 亿元。我们认为 2020 年往后 3 年油田技术服务净利润复合增长率可达到 25%，给予 2020 年 22 倍 PE，对应该板块市值 823 亿元。

表 9：技术服务板块业绩预测及估值

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	6592	9822	14276	17860	21632
YOY	18%	49%	45%	25%	21%
成本	5177	7324	10024	12154	14370
毛利率 (%)	21%	25%	30%	32%	34%
净利率 (%)	10%	14%	19%	21%	23%
净利润	690	1418	2681	3741	4882
YOY		106%	89%	40%	30%
PE	-	-	25	22	20
油田技术服务业务市值 (亿元)			670	823	976

资料来源：wind，国元证券研究中心

通过分部估值法，我们认为公司合理市值为 1160 亿元，对应每股股价 24.30 元。我们认为 2020 年油田技术服务板块对应市值可达 823 亿元，重资产的钻井服务、船舶、物探勘察业务对应市值 337 亿元，合计 1160 亿元，为公司的合理市值。按照 47.72 亿股的总股本，对应每股股价 24.30 元，给予“买入”评级。

表 10：中海油服分部估值

PE 估值	2019E	2020E	2020E
油田技术服务净利润(亿元)	27	37	49
PE	25	22	20
轻资产业务对应市值(亿元)	670	823	976
PB 估值	2019E	2020E	2020E
钻井、船舶、物探服务对应股东权益(亿元)		259	
PB		1.58	
重资产业务对应市值(亿元)		409	
公司总市值(亿元)		1232	
总股本(亿股)		47.72	
每股股价(元/股)		24.30	

资料来源：公司公告，wind，国元证券研究中心

6. 风险提示

中海油资本支出增速低于预期、油价大幅下跌、油田技术服务业绩增长不及预期、钻井服务业务日费率下行、成本增长高于预期等。

*国元持仓披露：未达到 1%或以上，无需披露。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	19871.17	21708.93	26481.87	29581.55	31993.46
现金	9079.04	3339.87	9154.52	10961.99	12725.44
应收账款	6252.70	8015.31	8239.07	9208.08	9544.08
其他应收款	403.29	262.40	336.23	337.19	341.14
预付账款	58.71	127.71	149.42	157.44	161.16
存货	1148.51	1379.78	1696.24	1950.22	2196.21
其他流动资产	2928.92	8583.86	6906.39	6966.64	7025.42
非流动资产	54064.46	52978.08	51816.64	52000.65	52828.54
长期投资	582.70	679.16	800.00	820.00	850.00
固定资产	47332.72	49263.05	48004.80	48294.70	49190.62
无形资产	430.84	337.89	281.06	224.23	167.40
其他非流动资产	5718.20	2697.97	2730.78	2661.72	2620.52
资产总计	73935.63	74687.00	78298.51	81582.20	84822.00
流动负债	12116.53	17011.04	19023.07	19322.58	17831.63
短期借款	2286.97	1372.64	3130.61	2327.71	166.87
应付账款	7004.97	8275.05	9961.40	10877.39	11281.28
其他流动负债	2824.59	7363.35	5931.06	6117.48	6383.48
非流动负债	27137.03	22998.55	22884.51	22605.57	22396.21
长期借款	1409.17	787.63	487.63	287.63	87.63
其他非流动负债	25727.86	22210.92	22396.88	22317.94	22308.58
负债合计	39253.56	40009.60	41907.57	41928.15	40227.84
少数股东权益	122.93	147.53	231.80	372.30	570.81
股本	4771.59	4771.59	4771.59	4771.59	4771.59
资本公积	12371.74	12366.27	12366.27	12366.27	12366.27
留存收益	17757.98	17542.49	19922.07	23903.75	29391.65
归属母公司股东权益	34559.14	34529.88	36930.37	40834.21	46367.03
负债和股东权益	73935.63	74687.00	79069.74	83134.66	87165.69

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	5491.72	4172.36	9165.31	9385.37	11671.35
净利润	80.92	88.67	2797.86	4664.90	6591.30
折旧摊销	4544.68	4262.78	3979.95	4171.80	4455.78
财务费用	1389.46	616.30	1154.90	1013.21	812.94
投资损失	-294.41	-349.02	-284.07	-309.17	-314.09
营运资金变动	80.65	-523.32	415.14	-189.66	94.86
其他经营现金流	-309.58	76.95	1101.54	34.29	30.55
投资活动现金流	2560.65	-7058.50	-1645.73	-4941.22	-5874.16
资本支出	3110.83	2520.02	3040.03	4845.74	5773.60
长期投资	-4253.84	5554.36	120.84	20.00	30.00
其他投资现金流	1417.64	1015.88	1515.13	-75.48	-70.56
筹资活动现金流	-4880.15	-3060.49	-1704.93	-2636.67	-4033.74
短期借款	1593.27	-914.33	1757.97	-802.90	-2160.84
长期借款	-648.03	-621.54	-300.00	-200.00	-200.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-5.46	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-5825.39	-1519.15	-3162.90	-1633.77	-1672.90
现金净增加额	2938.01	-5840.11	5814.65	1807.47	1763.45

利润表

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	17516.29	21945.88	30515.07	36539.98	42418.14
营业成本	15005.03	19543.68	24903.49	28624.72	32232.24
营业税金及附加	57.73	59.25	82.38	98.65	114.52
营业费用	27.19	27.11	33.57	36.54	38.18
管理费用	565.24	660.25	686.59	803.88	890.78
研发费用	599.03	742.10	780.00	850.00	900.00
财务费用	1389.46	616.30	1154.90	1013.21	812.94
资产减值损失	88.03	127.63	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	49.44	-49.44	0.00	0.00
投资净收益	294.41	349.02	284.07	309.17	314.09
营业利润	215.82	656.34	3281.78	5522.15	7843.57
营业外收入	301.76	147.27	216.91	213.27	206.49
营业外支出	175.32	97.29	167.90	181.97	203.28
利润总额	342.27	706.33	3330.79	5553.45	7846.78
所得税	261.35	617.66	532.93	888.55	1255.48
净利润	80.92	88.67	2797.86	4664.90	6591.30
少数股东损益	38.14	17.87	84.27	140.50	198.52
归属母公司净利润	42.77	70.80	2713.59	4524.40	6392.78
EBITDA	6149.97	5535.42	8416.62	10707.16	13112.29
EPS (元)	0.01	0.01	0.57	0.95	1.34

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	15.60	25.29	39.05	19.74	16.09
营业利润(%)	101.87	204.11	400.01	68.27	42.04
归属母公司净利润(%)	100.37	65.54	3732.64	66.73	41.30
获利能力					
毛利率(%)	14.34	10.95	18.39	21.66	24.01
净利率(%)	0.24	0.32	8.89	12.38	15.07
ROE(%)	0.12	0.21	7.35	11.08	13.79
ROIC(%)	0.70	0.30	7.45	10.91	14.27
偿债能力					
资产负债率(%)	53.09	53.57	53.00	50.43	46.15
净负债比率(%)	10.85	17.13	15.79	13.39	8.09
流动比率	1.64	1.28	1.39	1.53	1.79
速动比率	1.54	1.19	1.30	1.43	1.67
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.30	0.40	0.46	0.51
应收账款周转率	2.31	2.69	3.55	3.77	4.07
应付账款周转率	1.94	2.56	2.73	2.75	2.91
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.01	0.57	0.95	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	1.15	0.87	1.92	1.97	2.45
每股净资产(最新摊薄)	7.24	7.24	7.74	8.56	9.72
估值比率					
P/E	970.57	586.32	15.30	9.18	6.49
P/B	1.20	1.20	1.12	1.02	0.90
EV/EBITDA	10.33	11.48	7.55	5.93	4.85

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188