



中信证券研究部

核心观点



王喆
首席石油石化
分析师
S1010513110001



联系人：王佩坚

公司上半年业绩表现亮眼，低油价冲击下，公司仍可通过降本增效保障业绩稳定增长。行业景气度逐步恢复、“七年行动计划”加速驱动和油田技术服务板块高速增长保障公司长期持续成长。下调公司 2020-2022 年业绩预测至 38/44/54 亿元，看好公司长期业绩增长和股价表现，按照 2020 年 22 倍 PE 上调 A 股目标价至 17.40 元，上调 A 股至“买入”评级。按照 2020 年 PB1x，给予港股目标价 8.43 元（即 9.48 港元），维持港股“买入”评级

■ **上半年业绩大幅增长，油服价格下调拖累二季度表现。**公司 2020H1 实现营收、归母净利润 145.11、17.14 亿元，同比+6.99%、+76.17%，扣除 1 月公司接到诉讼和解款 1.88 亿美元以及上半年计提资产减值 8.60 亿元的影响，2020H1 公司主营业务产生的归母净利润为 13.47 亿元，同比 2019H1 大幅增长 38.43%。受国内“七年行动计划”趋势不改的影响，上半年公司除物探板块以外的各业务线作业量均有明显增加，其中钻井平台作业 7662 天，同比+749 天，同比+10.8%，其中自升式、半潜式钻井平台作业 5985、1677 天，同比+15.6%、-3.4%；船舶服务业务的自有船队、外租船队分别作业 15541、9221 天，同比+0.7%、35.5%；物探采集与工程勘察服务方面，服务单价较高的海底电缆业务作业量为 589 平方公里，同比-16.1%，但由于国内、海外疫情影响，以及集团装备布局调整，二维和三维采集作业量同比分别-41.1%、-40.9%。由于 3 月以来的低油价导致全球油服价格下调，公司服务价格也随之下调，上半年公司自升式钻井平台平均日收入 6.3 万美元/天，同比-7.4%，油田技术服务板块在工作量有所上升的基础上，实现收入 60.69 亿元，同比-8.6%，低油价导致的服务价格下调拖累公司 Q2 营收、利润表现，二季度公司实现营收、归母净利润 63.43、5.74 亿元，同比分别-17.13%、-38.99%。

■ **低油价冲击 2020 年海外业务量和整体服务价格，但长期向好趋势不改。**中国海洋石油将 2020 年资本支出计划由年初的 850~950 亿元下调至 750~850 亿元，产量计划由 520~530 百万桶油当量下调至 505~515 百万桶油当量，下调部分全部来自海外市场。我们测算中海油 2020 年资本开支计划中枢 800 亿元对应国内、海外开支为 560、240 亿元，同比 2019 年分别+62（+12.4%）、-65（-21.3%）亿元。2020Q1 业绩发布会上，公司披露与中海油的服务价格将基于国际油服市场价格变动调整，油价大跌以来海上钻井平台日费率较年初下降 5%~10%。我们预计中海油资本开支计划调整将导致公司全年海外作业量及营收规模显著收缩，国内业务作业量有较大幅度增长（20%以上），但油服价格相应下调（下降 5%~10%）将导致公司国内营收同比增长 10%~15%左右。

■ **降本增效赢在当下，技术驱动开拓未来，“七年行动计划”背景下看好公司长期增长。**低油价下公司采取一系列行动降本增效，包括但不限于缩减全年资本支出计划、降低分包费用、优化人员结构等，我们认为分包服务成本的削减将对冲服务价格下降带来的负面影响，公司整体毛利率水平仍有望与 2019 年持平。公司 2020H1 研发费用 3.40 亿，同比+23.13%，远高于营收增速，高额研发投入驱动公司油田技术业务 2016-2019 年营收 CAGR 高达 39.1%，2019 年公司油技板块收入占比达到 49%，毛利率超过 25%，创上市以来最高水平，公司计划 2025 年油技板块收入占比将进一步提升至 70%。随着全球原油需求复

中海油服	601808
评级	买入（上调）
当前价	13.70 元
目标价	17.4 元
总股本	4,772 百万股
流通股本	2,960 百万股
52 周最高/最低价	21.01/11.01 元
近 1 月绝对涨幅	0.96%
近 6 月绝对涨幅	-16.55%
近 12 月绝对涨幅	20.90%

苏推动国际油价进入中长期回升周期，叠加“七年行动计划”的长期驱动，我们预计公司从盈利能力受油价波动影响较大的工程服务公司逐步成长为技术驱动型的综合油服公司，长期看好公司收入规模持续增长，盈利能力不断提升。

■ **风险因素：**国际油价持续处于低位拖累甲方资本支出的风险；油田技术服务业务价格、收入增速、毛利率低于预期的风险；公司计提减值的风险；公司应收账款回款不及时的风险。

■ **投资建议：**上半年剔除诉讼和解款收入、资产减值影响后，公司归母净利润 13.47 亿元，同比+38.43%，低油价时期逆势增长，业绩表现亮眼。但考虑到中海油下调资本支出计划，低油价拖累服务价格，且公司仍存继续计提资产减值准备的可能性，我们略调降营收和净利润预测，下调公司 2020-2022 年业绩预测至 38/44/54 亿元（原预测为 39/44/55 亿元），对应 EPS 预测为 0.79/0.92/1.14 元，当前 A、H 股对应 PE 为 17/15/12 倍、7/6/5 倍，2020 年 PB1.6、0.7 倍。考虑到当前为行业周期底部，同行业可比公司石化油服、海油工程当前股价对应 2020 年 PE 分别为 33、34 倍，且公司 2019-2022 年净利润 CAGR 高达 29.6%，给予公司 2020 年 22 倍 PE，上调 A 股目标价至 17.4 元，上调至“买入”评级。按照 2020 年 PB1x，给予港股目标价 8.43 元（即 9.48 港元），维持港股“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,945.88	31,135.15	31,660.66	36,909.63	41,940.77
营业收入增长率	26%	42%	2%	17%	14%
净利润(百万元)	70.80	2,502.24	3,784.84	4,391.07	5,449.46
净利润增长率	114%	3434%	51%	16%	24%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.01	0.52	0.79	0.92	1.14
毛利率%	11%	19%	19%	20%	21%
净资产收益率 ROE%	0.21%	6.81%	9.41%	10.09%	11.42%
每股净资产(元)	7.24	7.70	8.43	9.12	10.00
PE (A 股)	926	26	17	15	12
PB (A 股)	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
PE (H 股)	391	11	7	6	5
PB (H 股)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 8 月 26 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	21,946	31,135	31,661	36,910	41,941
营业成本	19,544	25,292	25,754	29,666	33,235
毛利率	10.95%	18.77%	18.66%	19.62%	20.76%
营业税金及附加	59	59	60	70	80
销售费用	27	34	35	41	46
营业费用率	0.12%	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%
管理费用	660	704	633	738	839
管理费用率	3.01%	2.26%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用	616	939	534	239	98
财务费用率	2.81%	3.02%	1.69%	0.65%	0.23%
投资收益	349	539	300	303	306
营业利润	656	3,447	3,275	5,354	6,689
营业利润率	2.99%	11.07%	10.34%	14.51%	15.95%
营业外收入	147	206	1,647	334	337
营业外支出	97	181	142	144	145
利润总额	706	3,472	4,779	5,544	6,881
所得税	618	944	956	1,109	1,376
所得税率	87.45%	27.19%	20.00%	20.00%	20.00%
少数股东损益	18	26	38	44	55
归属于母公司股东的净利润	71	2,502	3,785	4,391	5,449
净利率	0.32%	8.04%	11.95%	11.90%	12.99%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,340	3,466	4,749	5,536	6,291
存货	1,380	1,425	1,770	1,965	2,136
应收账款	8,248	10,390	11,233	13,095	14,585
其他流动资产	8,741	7,749	7,770	7,823	7,956
流动资产	21,709	23,030	25,522	28,420	30,968
固定资产	49,263	46,853	46,900	48,650	50,303
长期股权投资	679	881	881	881	881
无形资产	338	406	387	362	328
其他长期资产	2,698	4,932	5,345	5,292	5,238
非流动资产	52,978	53,072	53,512	55,184	56,750
资产总计	74,687	76,102	79,034	83,604	87,718
短期借款	1,373	2,444	4,097	3,493	1,762
应付账款	8,325	9,694	10,302	11,867	13,294
其他流动负债	7,313	7,691	7,329	7,593	7,779
流动负债	17,011	19,829	21,728	22,953	22,835
长期借款	788	201	701	701	701
其他长期负债	22,211	19,162	16,162	16,162	16,162
非流动性负债	22,999	19,363	16,863	16,863	16,863
负债合计	40,010	39,192	38,590	39,815	39,698
股本	4,772	4,772	4,772	4,772	4,772
资本公积	12,366	12,366	12,366	12,366	12,366
归属于母公司所有者权益合计	34,530	36,734	40,230	43,530	47,707
少数股东权益	148	176	214	259	314
股东权益合计	34,677	36,910	40,444	43,788	48,020
负债股东权益总计	74,687	76,102	79,034	83,604	87,718

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	706	3,472	4,779	5,544	6,881
所得税支出	-618	-944	-956	-1,109	-1,376
折旧和摊销	4,263	4,376	3,156	3,445	3,748
营运资金的变化	-523	-957	-926	-281	-180
其他经营现金流	344	1,021	1,017	-104	-248
经营现金流合计	4,172	6,968	7,070	7,495	8,825
资本支出	-2,520	-3,002	-4,457	-5,117	-5,315
投资收益	349	539	300	303	306
其他投资现金流	-4,887	1,309	40	40	40
投资现金流合计	-7,058	-1,154	-4,117	-4,774	-4,969
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	1,726	6,254	-847	-604	-1,731
股息支出	-286	-334	-334	-1,135	-1,317
其他融资现金流	-4,500	-11,572	-489	-194	-53
融资现金流合计	-3,060	-5,652	-1,670	-1,934	-3,101
现金及现金等价物净增加额	-5,947	162	1,283	787	755

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	25.86%	41.87%	1.69%	16.58%	13.63%
营业利润增长率	232.29%	425.24%	-5.01%	63.50%	24.92%
净利润增长率	114.12%	3434.12%	51.26%	16.02%	24.10%
毛利率	10.95%	18.77%	18.66%	19.62%	20.76%
EBITDA Margin	0.00%	0.00%	26.63%	24.88%	25.44%
净利率	0.32%	8.04%	11.95%	11.90%	12.99%
净资产收益率	0.21%	6.81%	9.41%	10.09%	11.42%
总资产收益率	0.09%	3.29%	4.79%	5.25%	6.21%
资产负债率	53.05%	53.57%	48.83%	47.62%	45.26%
所得税率	87.45%	27.19%	20.00%	20.00%	20.00%
股利支付率	404.36%	13.35%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。