



中信证券研究部



黄莉莉  
首席石油石化  
分析师  
S1010510120048



联系人：王佩坚

核心观点

公司 2019 年业绩大幅增长，符合预期。2020 年初低油价拖累市场信心，我们认为，尽管中海油可能短期调整资本支出结构，但不改变国内七年行动计划背景下的油气大开发的趋势，中海油服工作量受益于此的趋势未变。维持 A 股“增持”、港股“买入”的投资评级。

■ **钻井+油价共同驱动业绩大幅增长。**公司 19 年实现营收和归属母公司股东的净利润 311 亿元和 25 亿元，同比+42%和+3424%，EPS0.52 元，业绩符合预期。公司净利润大幅增长，得益于中国七年行动计划带动公司钻井工作量和价格均超预期增长；同时，油田技术服务板块开拓海外市场，突破新技术实现较高毛利率和收入增速。2019 年，公司钻井/油技/物探/船舶板块收入分别+40%/53%/13%/32%，业务量提升带来毛利率同比提升 7.8 个 PCT。Q4，公司实现营业收入和归属于母公司净利润分别为 98 亿元和 3.8 亿元，收入略超预期，净利润符合预期，Q4 利润较低主要是增加修船支出，以及公司计提资产减值。公司计划每股分红 0.16 元，分红率 31%，当前 H 股对应股息率 3.2%。

■ **钻井板块，低油价可能小幅冲击今年业务量，但不改长期趋势。**截至 19 年底，板块外租船 20 条，饱和工作量助力板块扭亏为盈。目前来看，2020 年初的低油价可能对钻井板块产生小幅影响。较 2019 年年底公布的钻井合同，公司最新披露钻井计划，国内自升式作业天数预计减少 150 天左右；半潜式减少约 300 天。同时公司表示海外客户也有作业延期的需求。但是，我们认为，国内七年行动计划目标未变，石油公司资本支出计划结构性调整不改变整体储产量和支出提升趋势。

■ **油技板块有望延续较高增速。**19 年，油技板块突破海外市场，及国内高端市场，实现快速增长。公司油服技术服务在全球的市场份额从 18 年的 0.6%提升至 0.9%，但与龙头斯伦贝谢的 8-9%的市占率相比仍有较大提升空间，特别是随钻导向等领域。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。根据公司 2020 年该板块收入占比达到 50%，及 2025 年达到 70%的规划，我们预计公司油技板块收入增速未来 5 年将保持 20%以上。

■ **低油价若持续，或拖累甲方资本支出进而影响 2020 年公司服务价格及工作量。**20Q1 国际油价暴跌，主要产油国价格战导致市场担忧油价持续维持低位。公司国内主要客户中海油在其业绩交流电话会中表示，当前油价水平下，公司可能大幅调整资本支出计划，加大成本管控力度。这可能给公司国内服务价格提升带来难度。但是，近期产油国已经密切接触，显露合作撑价格的意愿。我们预计国际油价下半年将重回回升通道，缓解甲方资本支出大幅调整的压力。

■ **风险因素：**国际油价持续处于低位拖累油甲方资本支出的风险；油田技术服务业务收入增速、毛利率低于预期的风险；公司计提减值的风险；公司应收账款收回不及时的风险；油田技术服务受甲方压价的风险。

中海油服	601808
评级	增持（维持）
当前价	12.58 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	21.01/9.06 元
近 1 月绝对涨幅	-27.07%
近 6 月绝对涨幅	-1.49%
近 12 月绝对涨幅	26.61%

■ **投资建议：**2020 年 1 月，公司接到诉讼和解款 1.88 亿美元，增加营业外收入，同时，考虑油价暴跌可能拖累钻井价格回升幅度及进程，我们略调降价格和工作量假设。我们仍需密切关注中海油资本支出调整幅度和结构对公司今年业务的影响。综合上述考虑，我们调整公司 2020 年归属于母公司净利润预测为 42 亿元(原为 34 亿元)，维持 2021 年预测 46 亿元，新增 2022 年预测 57 亿元，对应 EPS 为 0.87/0.97/1.19 元，当前 H/A 股对应 PE 为 6/5/4 倍和 14/13/11 倍，PB0.6/1.5 倍，参照同行估值，按照 2020 年 15 倍 PE，维持 A 股目标价 13 元，按照 PB=1，给予港股目标价 8.45 元（即 9.22 港元），维持 A 股“增持”评级和港股“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	35,860.23	41,742.34	47,499.77
营业收入增长率	26%	42%	15%	16%	14%
净利润(百万元)	70.80	2,502.24	4,167.32	4,630.90	5,699.04
净利润增长率	114%	3434%	67%	11%	23%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.01	0.52	0.87	0.97	1.19
毛利率%	11%	19%	20%	22%	23%
净资产收益率 ROE%	0.21%	6.81%	10.26%	10.52%	11.78%
每股净资产 (元)	7.24	7.70	8.51	9.23	10.14
PE (A 股)	850	24	14	13	11
PB (A 股)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 25 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	35,860	41,742	47,500
营业成本	19,544	25,292	28,512	32,611	36,648
毛利率	10.95%	18.77%	20.49%	21.87%	22.85%
营业税金及附加	59	59	68	80	90
销售费用	27	34	39	46	52
营业费用率	0.12%	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%
管理费用	660	704	811	944	1,074
管理费用率	3.01%	2.26%	2.26%	2.26%	2.26%
财务费用	616	939	566	313	215
财务费用率	2.81%	3.02%	1.58%	0.75%	0.45%
投资收益	349	539	0	0	0
营业利润	656	3,447	4,824	6,497	7,995
营业利润率	2.99%	11.07%	13.45%	15.56%	16.83%
营业外收入	147	206	1,222	0	0
营业外支出	97	181	200	0	0
利润总额	706	3,472	5,846	6,497	7,995
所得税	618	944	1,637	1,819	2,239
所得税率	87.45%	27.19%	28.00%	28.00%	28.00%
少数股东损益	18	26	42	47	58
归属于母公司股东的净利润	71	2,502	4,167	4,631	5,699
净利率	0.32%	8.04%	11.62%	11.09%	12.00%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	706	3,472	5,846	6,497	7,995
所得税支出	-618	-944	-1,637	-1,819	-2,239
折旧和摊销	4,263	4,376	3,248	3,590	4,080
营运资金的变化	-523	-957	-1,322	-397	-208
其他经营现金流	344	1,021	529	313	215
经营现金流合计	4,172	6,968	6,665	8,183	9,843
资本支出	-2,520	-3,002	-5,998	-5,998	-8,418
投资收益	349	539	0	0	0
其他投资现金流	-4,887	1,309	0	0	0
投资现金流合计	-7,058	-1,154	-5,998	-5,998	-8,418
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	1,726	6,254	2,101	215	998
股息支出	-286	-334	-334	-1,250	-1,389
其他融资现金流	-4,500	-11,572	-521	-268	-170
融资现金流合计	-3,060	-5,652	1,246	-1,304	-561
现金及现金等价物净增加额	-5,947	162	1,913	882	864

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

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	5,379	6,261	7,125
存货	1,380	1,425	1,960	2,160	2,355
应收账款	8,248	10,390	12,723	14,809	16,519
其他流动资产	8,741	7,749	7,855	7,910	8,060
流动资产	21,709	23,030	27,916	31,141	34,058
固定资产	49,263	46,853	49,209	51,695	56,120
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	55,821	58,229	62,567
资产总计	74,687	76,102	83,737	89,370	96,625
短期借款	1,373	2,444	7,045	7,260	8,258
应付账款	8,325	9,694	11,405	13,044	14,659
其他流动负债	7,313	7,691	7,594	7,901	8,131
流动负债	17,011	19,829	26,044	28,205	31,048
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	42,907	45,067	47,911
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	40,612	44,037	48,392
少数股东权益	148	176	218	265	323
股东权益合计	34,677	36,910	40,830	44,302	48,714
负债股东权益总计	74,687	76,102	83,737	89,370	96,625

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%	15.18%	16.40%	13.79%
营业利润增长率	232.29%	425.24%	39.94%	34.66%	23.07%
净利润增长率	114.12%	3434.12%	66.54%	11.12%	23.07%
毛利率	10.95%	18.77%	20.49%	21.87%	22.85%
EBITDA Margin	26.65%	19.06%	26.82%	24.80%	25.75%
净利率	0.32%	8.04%	11.62%	11.09%	12.00%
净资产收益率	0.21%	6.81%	10.26%	10.52%	11.78%
总资产收益率	0.09%	3.29%	4.98%	5.18%	5.90%
资产负债率	53.05%	53.57%	51.24%	50.43%	49.58%
所得税率	87.45%	27.19%	28.00%	28.00%	28.00%
股利支付率	404.36%	13.35%	30.00%	30.00%	30.00%

## 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. 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。

## 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。