

## 业绩拐点初现，油服巨头再出发 增持（首次）

2019年10月25日

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	21,946	27,764	32,322	36,707
同比(%)	26	27	16	14
归母净利润(百万元)	71	2,431	3,244	4,207
同比(%)	114	3,333	33	30
每股收益(元/股)	0.01	0.51	0.68	0.88
P/E(倍)	961	28	21	16

### 投资要点

- 国内最大海上油服公司，业绩拐点持续验证：**公司是国内规模最大的海上油服供应商，目前主营四大业务板块：钻井、油田技术、船舶服务、物探勘察。2019H1 公司延续业绩反弹趋势，实现营收 135.6 亿元，同比+66.6%；归母净利润 9.7 亿元（去年同期-3.8 亿元），同比扭亏。分板块看，2019H1 公司钻井与技术板块强势带动公司业绩复苏，其中钻井板块营收 44.9 亿元，同比+49.4%。主要系市场回暖带动公司钻井平台利用率及日费同步提升；技术板块营收 66.3 亿元，同比+94.8%。主要系板块业务线作业量提升。船舶/物探板块营收 14.4/10.0 亿元，分别同比+15.9%/+105.3%。公司目前业绩拐点逐渐明晰，在国内油服行业景气度持续提升叠加公司自身精细化管理带来的降本增效共振效应下，业绩弹性有望充分释放。
- 国家政策面推进能源自主可控，公司受益三桶油资本开支确定性加码：**2019 年 10 月 11 日，国家能源委员会会议再次强调加大国内油气勘探开发力度，促进增储上产。三桶油积极响应国家号召，以中海油为例，其 2019 年 1 月公布“七年计划”明确提速油气勘探开发，计划到 2025 年勘探工作量和探明储量翻倍；2019 年 5 月，中海油宣布 2025 年南海西部油田 2000 万 m<sup>3</sup>、南海东部油田 2000 万吨的上产目标，即 7 年内南海西部油气产量增长近一倍，南海东部增长近 1/3；2019H1 中海油国内海域自营钻井数已超过 2017 年及以前年份全年水平，勘探投资达 86 亿元，同比大幅增长 109.8%，根据中海油 10 月 24 日最新公告，Q3 单季勘探投资达 55.0 亿元，同比+106.0%，高增态势再次验证。目前公司国内收入主要源自中海油为主的三桶油，三桶油资本开支确定性提速将锁定公司未来高增长。
- 技术板块已步入收获期，钻井业务量价齐升启动修复：**公司技术板块受益业务线作业量大幅提升，2019H1 营收达到 66.3 亿元，同比大幅增长 94.8%，板块收入占比提升至 48.9%。此外受益公司近年研发成果持续突破及精细化管理控制成本，板块毛利率自 2016 年触底-3.6%后快速回升，2018 年板块毛利率为 25.4%。值得注意的是，在目前油价处于中位区间条件下，公司技术板块毛利率已超过上一轮景气周期峰值（2010 年毛利率为 23.5%），体现出公司技术实力的显著提升。钻井板块受益国内油服行业景气度提升，2019H1 公司平台日历年使用率同比+12.5pct 至 76.6%，平台日费亦同步提升。量价齐升推动下，板块盈利能力启动修复。2018 年公司钻井板块仍处亏损（毛利率为-4.5%）；2019H1 板块经营利润率回升至 5.6%（港股公告），同比+27.8pct，实现扭亏。历史来看，2008-2014 年钻井板块毛利率保持 40%附近，峰值为 44.8%（2009 年），板块盈利能力修复空间广阔。
- 盈利预测与投资评级：**公司作为国内海上油服龙头，在目前国家政策层面推进油气上产背景下，预计将直接受益于国内油气资本开支加码。目前公司业绩拐点逐渐明晰，未来预计将释放出充分弹性。预计公司 2019-2021 年营收 277.6/323.2/367.1 亿元，归母净利润 24.3/32.4/42.1 亿元，对应 PE 28/21/16 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**国内油气上产力度不及预期，国内油气资本开支不及预期

**证券分析师 陈显帆**  
 执业证号：S0600515090001  
 021-60199769  
 chenxf@dwzq.com.cn  
**证券分析师 倪正洋**  
 执业证号：S0600518070003  
 021-60199793  
 nizhy@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	14.30
一年最低/最高价	8.09/14.45
市净率(倍)	1.94
流通 A 股市值(百万元)	42334.69

### 基础数据

每股净资产(元)	7.36
资产负债率(%)	53.23
总股本(百万股)	4771.59
流通 A 股(百万股)	2960.47

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 中国最大的海上油服公司，业绩拐点明确</b> .....	<b>4</b>
1.1. 中国最大，全球领先的海上油服公司 .....	4
1.2. 业绩拐点持续验证，钻井+技术双轮驱动 .....	4
1.3. 钻井平台日费率回升+加强成本把控，毛利率有望修复 .....	6
<b>2. 国家政策面推进油气上产，中海油资本开支确定性加码</b> .....	<b>6</b>
2.1. 国家油气能源自给率持续走低，自主可控需求迫切 .....	6
2.2. 政策面强力推进油气保供上产，中海油资本开支确定性加码 .....	7
2.3. 桶油成本持续下移，削弱油价波动影响 .....	10
<b>3. 直接受益国内油企资本开支增加，公司业绩释放在即</b> .....	<b>10</b>
3.1. 公司营收规模与中海油高关联，有望受益本轮资本开支高增长周期 .....	10
3.2. 业绩具备高弹性，油服巨头再出发 .....	11
<b>4. 双轮驱动：技术板块步入收获期，钻井业务具备高复苏弹性</b> .....	<b>12</b>
4.1. 技术板块持续迈进，营收占比已近 50% .....	12
4.2. 技术附加值高，毛利润贡献率突出 .....	13
4.3. 公司平台规模已跻身世界前列，利用率受益国内油服高景气 .....	14
4.4. 平台利用率与日费同步提升，毛利率未来有望释放高弹性 .....	15
<b>5. 盈利预测及投资评级</b> .....	<b>17</b>
5.1. 核心假设 .....	17
5.2. 公司估值分析 .....	18
5.3. 盈利预测及投资建议 .....	20
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 公司具备强大的海上石油服务装备群 .....	4
图 2: 公司具备完整的服务链条 .....	4
图 3: 2019H1 公司营收同比+66.6%，延续回升势头 .....	5
图 4: 公司业绩拐点持续验证 .....	5
图 5: 公司呈钻井+技术双轮驱动模式 .....	5
图 6: 公司毛利率、净利率大幅好转 .....	6
图 7: 2018 年我国原油自给率降低至 30.8% .....	7
图 8: 2018 年我国原油贸易逆差创历史新高（亿美金） .....	7
图 9: 我国天然气产量距十三五目标仍有较大缺口 .....	7
图 10: 我国天然气进口量持续创新高 .....	7
图 11: 中海油资本开支进入提速阶段 .....	9
图 12: 2019H1 中海油国内海域勘探井数同比大幅增加 .....	9
图 13: 中海油桶油主要成本已显著低于油价 .....	10
图 14: 2018 年公司来自中海油营收占比为 75.9% .....	11
图 15: 公司来自中海油的营收占中海油资本开支的比例比较稳定 .....	11
图 16: 细拆来看，公司营收与中海油国内勘探投资高相关 .....	11
图 17: 公司业绩有望起底回升，释放充分弹性 .....	12
图 18: 公司技术板块营收占比已接近 50% .....	13
图 19: 技术板块毛利率自 2016 年触底快速反弹 .....	14
图 20: 2018 年技术板块毛利润贡献率超 100% .....	14
图 21: 公司钻井平台数位居全球第二（截至 2019.6） .....	14
图 22: 2019H1 公司平台利用率处于世界领先水平 .....	14
图 23: 2019H1 公司营收规模排名全球第三（亿美元） .....	15
图 24: 公司提前迎接净利润拐点（亿美元） .....	15
图 25: 公司钻井平台使用率持续提升 .....	16
图 26: 公司平台日费回升 .....	16
图 27: 公司钻井板块毛利率仍处于底部，回升空间大 .....	16
图 28: 公司营收、毛利率分板块预测 .....	18
图 29: 公司业绩弹性大，享受行业平均估值溢价（市值截至报告日） .....	19
图 30: 公司 PB 仍处于历史低位 .....	19

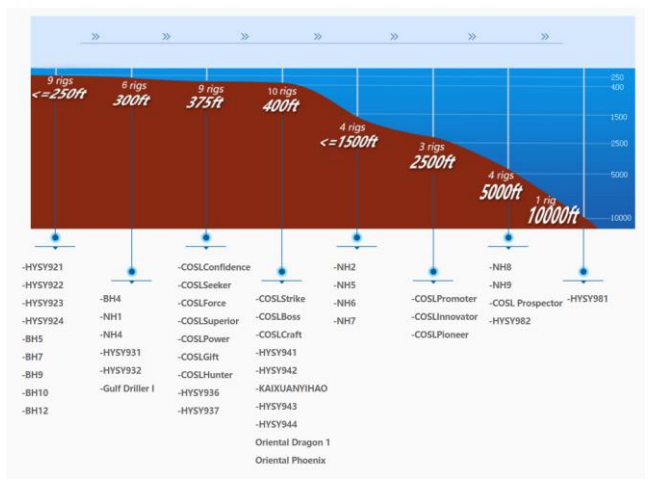
## 1. 中国最大的海上油服公司，业绩拐点明确

### 1.1. 中国最大，全球领先的海上油服公司

公司是全球最具规模的海上油服供应商之一，拥有完整的服务链条和强大的海上石油服务装备群，业务覆盖油气田勘探、开发和生产的全过程，是全球油田服务行业屈指可数的有能力提供一体化服务的供应商之一，既可以为客户提供单一业务的作业服务，也可以为客户提供一体化整装、总承包作业服务。公司的服务作业区域包括中国海域，并伸至海外区块，例如东南亚，澳大利亚、美洲、中东、非洲沿海和欧洲沿海。

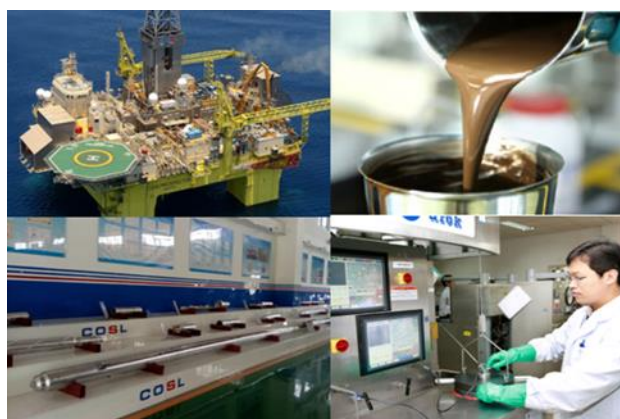
在钻井服务方面，按照营收规模计算，目前公司已排名全球第三位；按钻井平台运营数量计算，公司已跻身全球第二位。在油田技术服务方面，公司拥有多年的海洋油田技术和陆地油田技术服务经验，能够提供包括测井、钻完井液、定向井、固井、完井增产等在内完整的油田技术专业服务，同时占有中国近海油田技术服务市场大部分份额；其他板块方面，根据公司年报，2018年物探合同工作量全球第五，船舶和固井市场规模全球第四，电缆和泥浆市场规模分列全球第六和第七。

图 1：公司具备强大的海上石油服务装备群



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 2：公司具备完整的服务链条

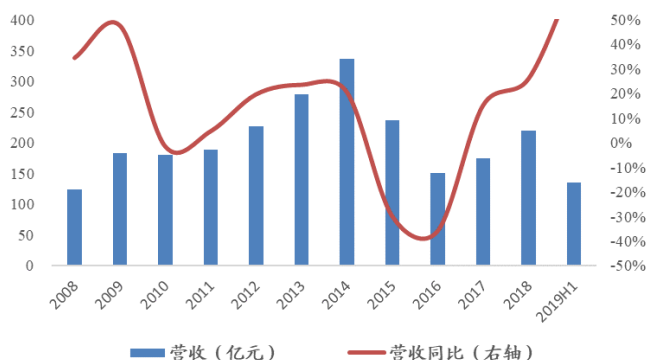


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.2. 业绩拐点持续验证，钻井+技术双轮驱动

油服市场回暖，公司业绩拐点持续验证。随着国内油服市场复苏，公司业绩拐点逐渐明确。2018年公司实现营收219.5亿元，同比+25.3%；归母净利润0.71亿元，同比+65.4%；扣非归母净利润-5.7亿元，同比增亏0.97亿元。2019H1公司延续Q1业绩反弹趋势，实现营收135.6亿元，同比+66.6%；归母净利润9.7亿元（去年同期-3.8亿元），同比扭亏；扣非归母净利润7.9亿元（去年同期-7.7亿元），同比扭亏。

图 3: 2019H1 公司营收同比+66.6%，延续回升势头



数据来源: wind, 东吴证券研究所

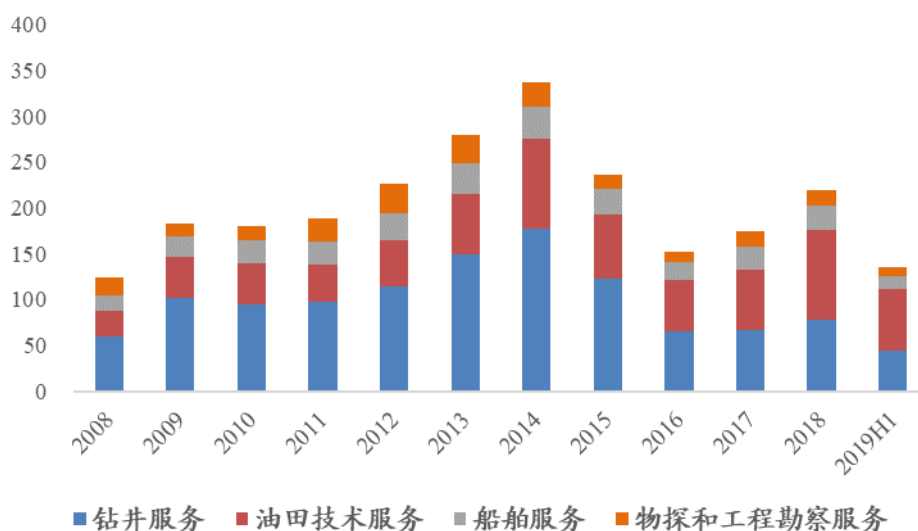
图 4: 公司业绩拐点持续验证



数据来源: wind, 东吴证券研究所

**钻井+技术双轮驱动，公司业绩弹性持续释放。**分板块来看，2018 年公司钻井服务实现营收 77.7 亿元，同比+22.2%，主要系市场回暖带动公司钻井平台作业需求增加，平台使用率及日费同步好转；油田技术板块实现营收 98.2 亿元，同比+39.9%，主要系板块业务线作业量提升，且公司加大研发投入，在战略上更加向油田技术服务板块倾斜，使得技术板块实现较快速增长。船舶/物探板块分别营收 27.1/16.5 亿元，分别同比+10.6%/-2.3%。2019H1 公司钻井与技术板块延续强势复苏势头，其中钻井板块营收 44.9 亿元，同比+49.4%；技术板块营收 66.3 亿元，同比+94.8%。

图 5: 公司呈钻井+技术双轮驱动模式

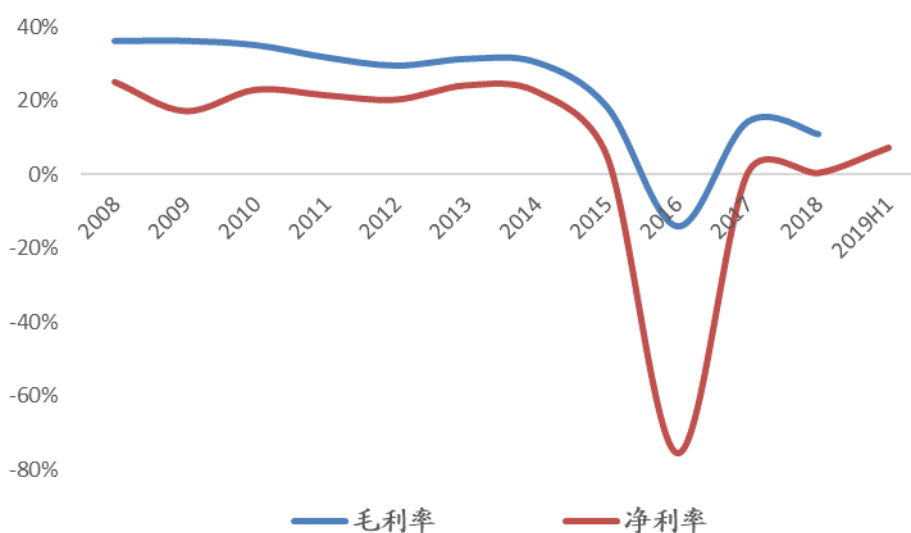


数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 1.3. 钻井平台日费率回升+加强成本把控，毛利率有望修复

2018 年公司综合毛利率为 10.9%，同比-3.4pct。分板块来看，钻井服务毛利率为-4.5%，同比-9.3pct，主要系 2018 年作业价格无明显增长，而人工薪酬等成本费用投入随作业量增加而上升，拖累板块毛利率；油田技术服务板块毛利率为 25.4%，同比-2.8pct，主要系消耗物料价格上涨及分包支出上涨影响；船舶板块毛利率为 8.8%，同比-1.9pct；物探板块毛利率为 1.2%，同比+3.5pct，主要系公司加强管理，成本费用严格把控。随着 2019 年公司钻井平台日费与利用率提升，以及各板块精细化管理持续推进降本增效，公司毛利率水平有望修复。

图 6：公司毛利率、净利率大幅好转



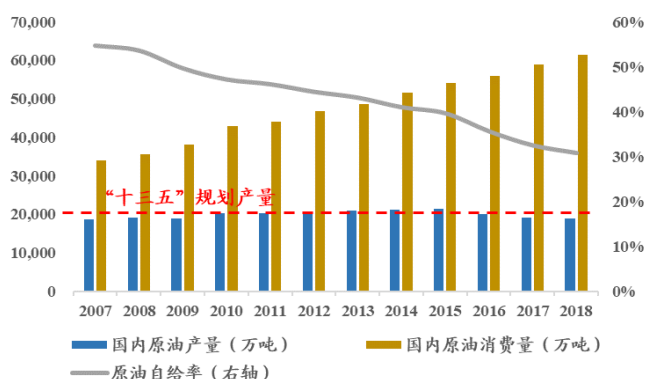
数据来源：wind，东吴证券研究所

## 2. 国家政策面推进油气上产，中海油资本开支确定性加码

### 2.1. 国家油气能源自给率持续走低，自主可控需求迫切

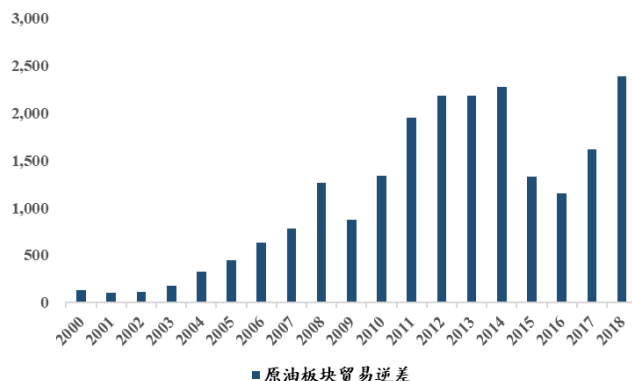
原油产量持续走低，自给率已降低至仅 30.8%。根据国家统计局数据，2018 年我国原油产量为 1.89 亿吨，同比-1.3%。这是我国原油产量连续第三年下滑，生产规模已不及 2009 年水平，自给率已降低至仅 30.8%。根据我国十三五规划，2020 年原油产量目标为 2.0 亿吨，至 2018 年仍有 0.11 亿吨缺口。贸易逆差方面，根据海关总署数据，2018 年我国原油贸易逆差高达 2389.9 亿美金，超过集成电路成为我国第一大逆差板块。

图 7：2018 年我国原油自给率降低至 30.8%



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

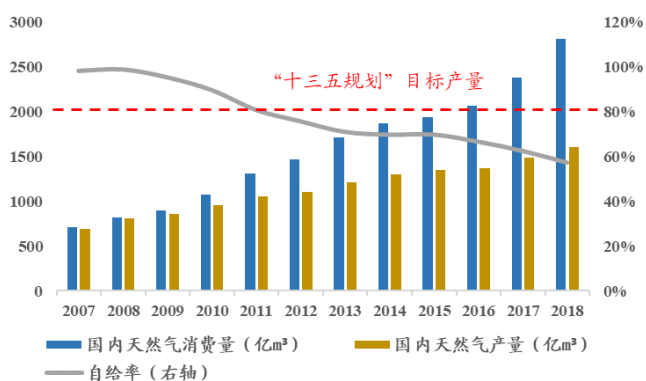
图 8：2018 年我国原油贸易逆差创历史新高 (亿美元)



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

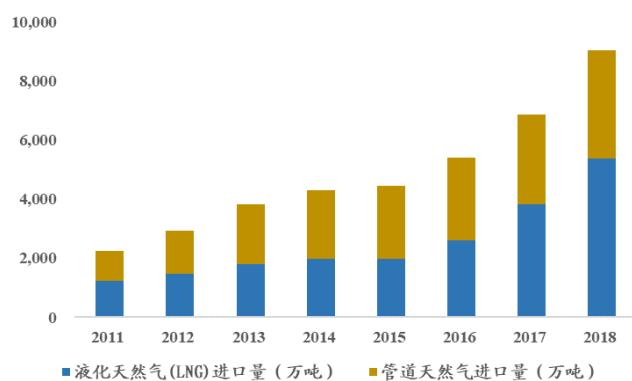
**天然气产量较十三五目标仍有较大缺口，对外依存度持续走高。**根据国家发改委数据，2018 年我国天然气产量为 1603 亿 m<sup>3</sup>，同比+8.3%；天然气消费量为 2803 亿 m<sup>3</sup>，同比+18.1%。消费量增幅超过产量增长使我国天然气对外依存度进一步走扩，根据海关总署数据，2018 年我国首次超越日本成为世界第一大天然气进口国，天然气进口量达 1254 亿 m<sup>3</sup>，创历史新高。目前我国天然气产量距十三五规划中 2020 年 2000 亿 m<sup>3</sup> 目标仍有较大差距，预计前期进度缓慢将使 2019-2020 年国内油企提速上产步伐。

图 9：我国天然气产量距十三五目标仍有较大缺口



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 10：我国天然气进口量持续创新高



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

## 2.2. 政策面强力推进油气保供上产，中海油资本开支确定性加码

**政策面强力推进油气保供，全面打响上产攻坚战。**在我国油气资源自主可控需求日益迫切背景下，国家频繁出台配套政策推进我国油气增储上产。2018 年起，国家层面多次作出重要批示，要求石油企业加大国内油气勘探开发力度，确保油气高质量供给；2019 年 5 月，国家能源局组织召开大力提升油气勘探开发力度工作推进会，会议中明确提出

要确保完成 2019-2025 七年行动计划,并加强相关支持政策保障重点项目落地实施;2019 年 10 月 11 日,国家能源委员会召开会议,会议主要强调了加大国内油气勘探开发力度,促进增储上产,提升油气自给能力。该委员会成立于 2010 年,是我国最高规格的能源机构。该会议对我国未来几年能源发展工作具备较强战略指导意义。

**中海油积极响应上产号召,“七年计划”明确提速油气勘探开发。**2019 年 1 月,中海油制定了《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》,计划表示到 2025 年公司勘探工作量和探明储量要翻一番;2019 年 5 月底,中海油在深圳召开重大科技专项会议,会议强调到 2025 年,将全面建成南海西部油田 2000 万 m<sup>3</sup>、南海东部油田 2000 万吨的上产目标。按照该规划,则至 2025 年中海油将提升南海西部油田油气产量几乎一倍;南海东部油田油气产量增长将近 1/3。

图 3: 国家推进油气保供上产, 国内油企持续释放增产信号

时间	事件	核心目标
2018.8.3	中石油党组会	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 强力推进页岩气上产</li> <li>➢ 实现 2020 年原油 2 亿吨产量目标</li> </ul>
2018.8.6	中海油党组会	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 渤海油田 3000 万吨再稳产 10 年</li> <li>➢ 推进海上天然气</li> </ul>
2018.9.5	国务院颁布天然气发展意见	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2020 年底实现天然气年产量 2000 亿立方米</li> </ul>
2018.9.6	中国石油发布冬季施工通知	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 新疆油田、大庆油田等均将实行冬季施工</li> <li>➢ 压裂作业协同</li> </ul>
2018.11.5	中石油表态将提速非常规油气资源开发	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 全年 5000 米以上深井、500 余口超深井、1500 口水平井</li> <li>➢ 4 个 15%: 深井提速 15%, 事故复杂减少 15%, 钻机等停减少 15%, 利用率提升 15%</li> </ul>
2019.1.17	中国石油集团 2019 年工作会议	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 国内勘探开发投资运行方案将<b>同比增长 25%</b></li> <li>➢ 风险勘探投资<b>增长 4 倍</b>, 由 10 亿元增至 50 亿元</li> </ul>
2019.1.18	中海油公布《七年计划》	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 至 2025 年,公司勘探工作量和探明储量翻一番</li> </ul>
2019.1.23	中海油 2019 年战略展望会议	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2019 年资本开支计划 <b>700-800 亿元</b></li> </ul>
2019.5.27	国家能源局组织召开大力提升油气勘探开	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 明确提出要确保完成 2019-2025 七年行动计划</li> </ul>



	发力度工作推进会	
2019.5	中国海油在深圳召开重大科技专项会议	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2025年，全面推进建成南海西部油田2000万方、南海东部油田2000万吨的上产目标。</li> <li>➢ 按照上述规划，7年时间，南海西部油田油气产量几乎将翻一番；南海东部油田油气产量增长将近1/3。</li> </ul>
2019.10.11	国家能源委员会会议召开	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 放宽油气勘探开发和油气管网、液化天然气(LNG)接收站、储气调峰设施投资建设市场准入；</li> <li>➢ 推动建立主要由市场决定能源价格的机制。</li> </ul>

数据来源：国家能源局，中海油官网，中石油官网，东吴证券研究所

**资本开支确定性加码，勘探投资大幅增长。**资本开支方面，根据中海油2018年年报披露，2019年计划金额为700-800亿元，相比较2018年实际支出621亿元上涨12.7%-28.8%。根据中海油2019半年报，其上半年资本开支共计337亿元，同比+60.5%，其中勘探投资为86亿元，同比大幅增长109.8%，成为增速最大板块，主要系加大勘探力度，三维地震、探井工作量增加；开发投资为181亿元，同比+46%；生产资本化投资为64亿元，同比+45.5%。其他板块资本开支约6亿元。根据中海油10月24日最新公告，Q3单季勘探投资达55.0亿元，同比+106.0%，高增态势再次验证。

**中海油2019H1国内海域自营探井数同比+72%，仅上半年探井数已超过2017年及以前年份全年水平。**根据中海油2019半年报数据，2019H1其国内海域（自营）探井数同比大幅增长72%至115口，仅上半年探井数已超过2017年及以前年份全年水平，探井工作量的大幅增加也印证了其勘探投资已驶入快速上升期。渤海和北部湾滚动勘探成效显著，新增探明储量近四千万吨，有效支撑了从储量到产量的快速转换。

图 11：中海油资本开支进入提速阶段

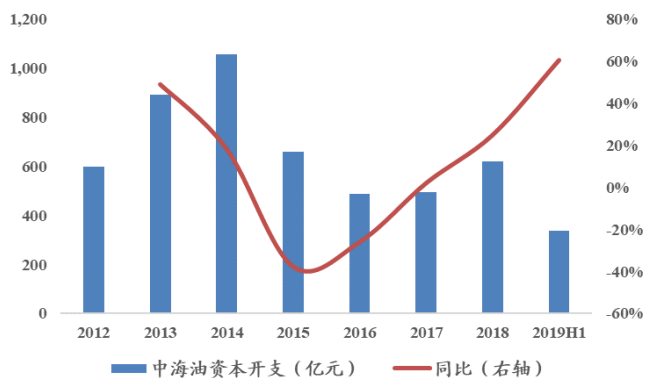
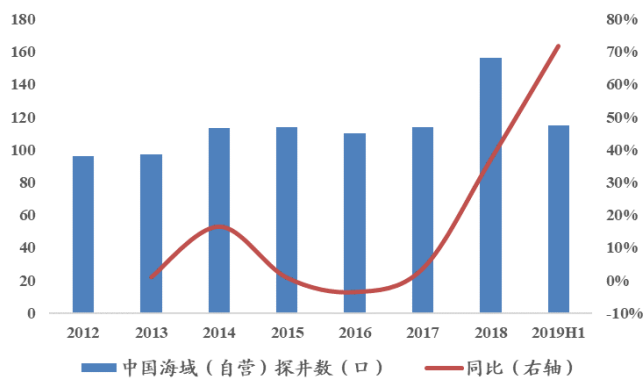


图 12：2019H1 中海油国内海域勘探井数同比大幅增加



数据来源：中海油公告，东吴证券研究所

数据来源：中海油公告，东吴证券研究所

### 2.3. 桶油成本持续下移，削弱油价波动影响

**桶油成本持续下移，削弱油价波动影响。**随着中海油持续研发投入，以及精细化管理对成本的严格把控，2019H1 其桶油主要成本已降低至 28.99 美元，同比-8.9%，持续确立成本优势。目前中海油桶油主要成本已显著低于油价（2019H1 布油均价约 66 美元/桶），为其带来较为充分的盈利边际，抵御了外部油价波动对生产经营造成的影响。

图 13：中海油桶油主要成本已显著低于油价



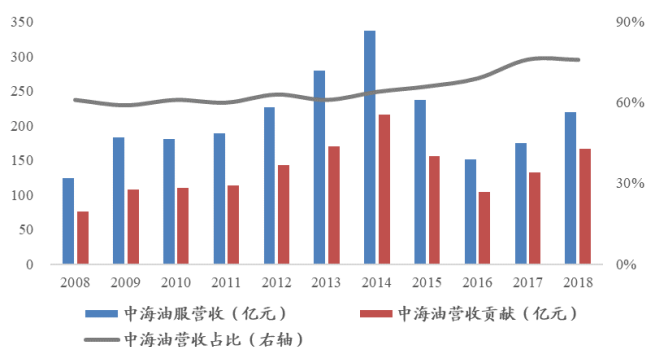
数据来源：中海油公告，东吴证券研究所

## 3. 直接受益国内油企资本开支增加，公司业绩释放在即

### 3.1. 公司营收规模与中海油高关联，有望受益本轮资本开支高增长周期

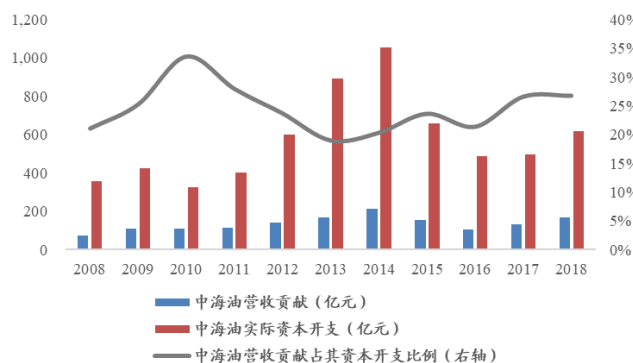
**公司营收规模与中海油高关联，有望受益本轮资本开支高增长周期。**公司国内收入几乎全部源自中海油订单。2018 年中海油贡献公司收入 75.9%，同比基本持平。根据历史经验，公司来自中海油的营收占中海油资本开支的比例也呈现较为稳定的态势。2008 年-2018 年，该数值约在 18~34% 之间，中枢约为 26%。进一步细拆来看，公司营收同比增速与中海油国内勘探投资同比走势几乎一致。故中海油资本开支对公司收入规模有一定指引性，在中海油资本开支（尤其是勘探投资）确定性提速背景下，我们预计公司收入将直接受益，锁定未来高增长。

图 14: 2018 年公司来自中海油营收占比为 75.9%



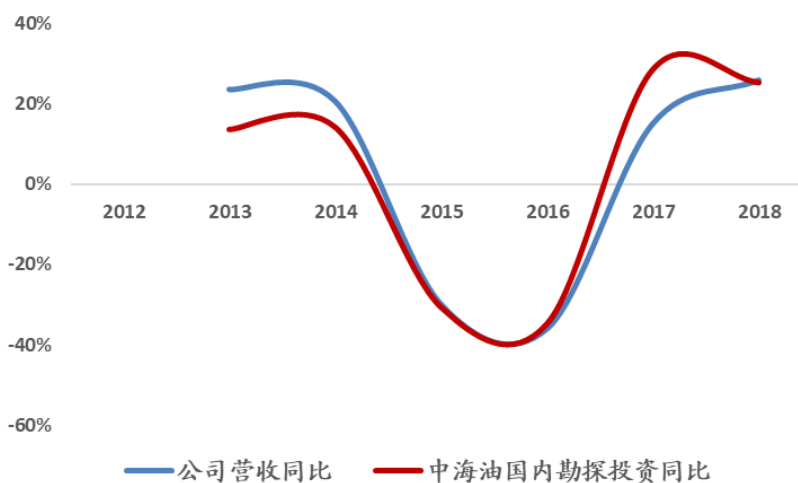
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 15: 公司来自中海油的营收占中海油资本开支的比例比较稳定



数据来源: 公司年报, 中海油年报, 东吴证券研究所

图 16: 细拆来看, 公司营收与中海油国内勘探投资高相关



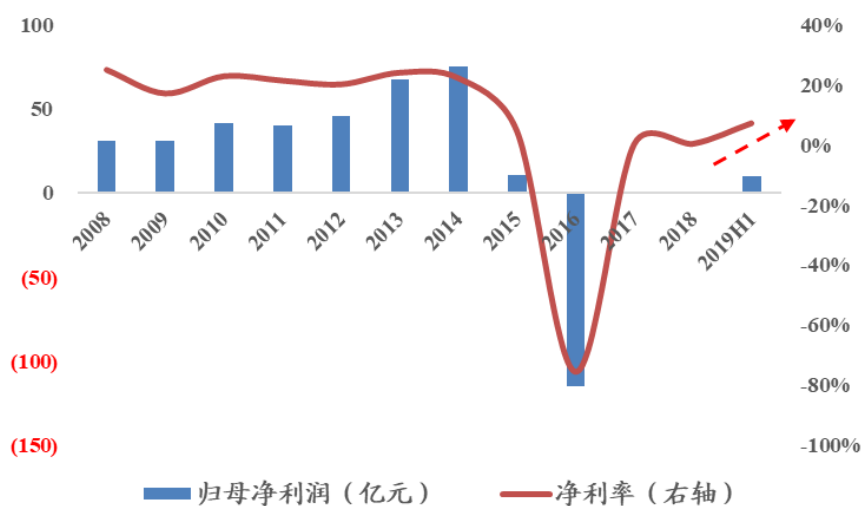
数据来源: 公司年报, 中海油年报, 东吴证券研究所

### 3.2. 业绩具备高弹性, 油服巨头再出发

高景气周期启动在即, 公司业绩具备高弹性, 上升空间广阔。油服行业具备固有的周期性, 传导至公司业绩也呈现周期性波动。公司在上一轮高景气周期业绩峰值达到 74.9 亿元; 净利率方面, 2010-2014 年内始终保持在 20%-24% 高位。我们认为国内即将步入新一轮油服高景气周期, 且与上一轮由高油价支撑不同, 本轮周期一方面由国家政策面推进, 另一方面国内油企桶油成本大幅下降, 持续削弱油价波动影响, 因此具备更强确定性。根据中海油规划, 目前据其 2025 年的“两个 2000 万”上产目标仍具有一

定缺口，故本轮油气勘探开采跨越式提速有望为油服市场打开广阔空间。公司作为国内最大的海上油服公司，目前业绩拐点逐渐明晰，未来在行业景气度持续提升叠加自身精细化管理带来的降本增效共振下，业绩有望释放充分弹性。

图 17：公司业绩有望起底回升，释放充分弹性



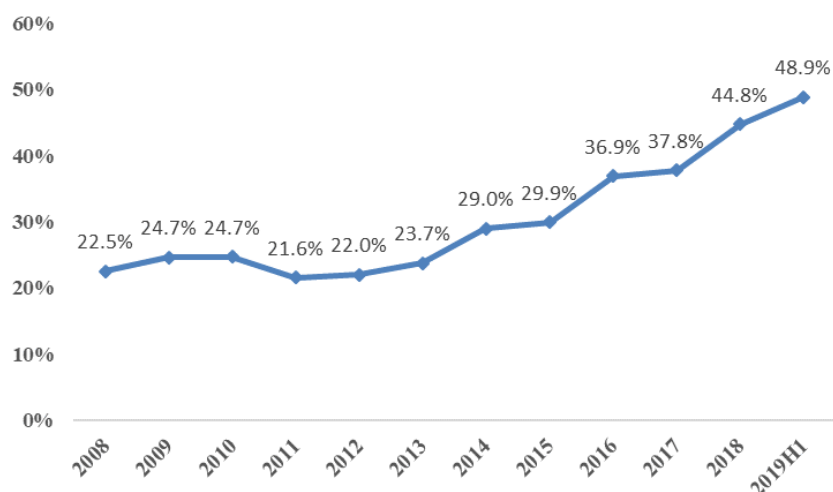
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4. 双轮驱动：技术板块步入收获期，钻井业务具备高复苏弹性

### 4.1. 技术板块持续迈进，营收占比已近 50%

随着公司对油田技术服务板块的持续研发投入，板块业务在各项技术成果应用上取得突破。根据公司 2019 半年报，公司自主研发的测井资料解释软件 EGPS 获得了 Energistics 国际组织分配的 DLIS 文件识别码，成为我国油服企业中第一家拥有国际 DLIS 文件识别码的企业；成功研发出具有自主知识产权的新型抗高温隔离剂、高温悬浮稳定剂、液体减轻剂等多种关键外加剂，使得集团在高温高压、深水两大重点技术上都取得了关键材料突破。国际市场开拓方面，公司持续斩获订单。根据公司 2019 半年报，公司已成功签订印尼固井及修井、缅甸海上固井、墨西哥电缆测井服务等多个海外合同。合同期限多集中于 2-3 年，预计未来将为公司带来可观的业绩增量。随着公司技术板块业务线作业量大幅提升，2019H1 板块营收达到 66.3 亿元，同比大幅增长 94.8%，占公司总收入比重提升至 48.9%。

图 18：公司技术板块营收占比已接近 50%



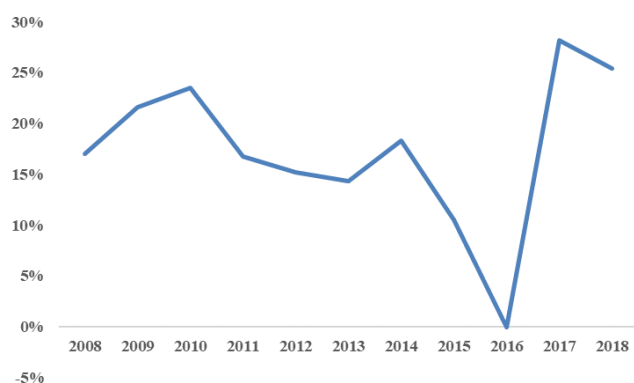
数据来源：公司年报，公司半年报，东吴证券研究所

#### 4.2. 技术附加值高，毛利润贡献率突出

技术板块对公司发展有着重要战略意义，第一，油技服务业务难度较大，技术水平要求较高，许多尖端油技服务技术只有国外龙头有所掌握，大力发展油技业务能够提升公司的技术水平，打破国外在高端油技服务上的垄断；第二，由于油技服务的技术密集性，油技服务的毛利率较其他业务更高，发展油技业务能够有效提高公司的盈利能力；第三，相比于钻井业务，油技服务是轻装备、轻资产的业务，因此在油服行业不景气的时段，油技业务产生的设备空置与资产减值损失较少，能够降低公司在行业不景气周期的亏损额度，改善公司的现金流，提升公司的抗风险能力。

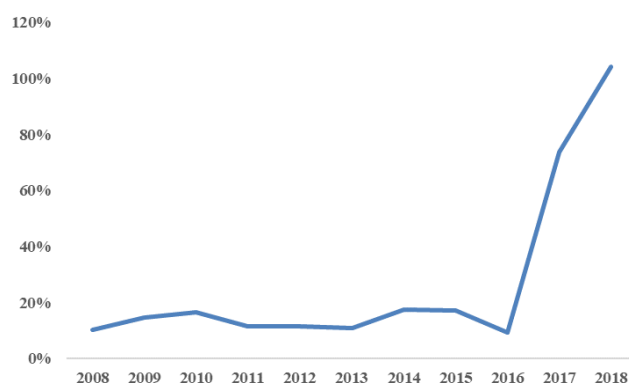
**技术板块毛利率自 2016 年触底后快速反弹，2018 年板块毛利润贡献率超 100%。**根据年报，公司技术板块毛利率自 2016 年触底-3.6%后快速回升至 2017 年 28.2%（经 2018 年报重述后数值），主要受益于板块作业量提振叠加公司加强精细化管理，严格控制成本开支，修理及物料消耗等主要成本的大幅下降带动技术板块总成本得以有效控制。2018 年板块毛利率为 25.4%，保持在高位。2018 年公司毛利润合计 24.0 亿元，其中技术板块毛利润为 24.9 亿元，板块毛利润贡献率超 100%（2018 年钻井板块因毛利率为-4.5%，对应毛利润为-3.5 亿元）。值得注意的是，在目前油价处于中位区间条件下，公司技术板块毛利率已超过上一轮景气周期峰值（23.5%），体现出公司技术实力的显著提升。

图 19：技术板块毛利率自 2016 年触底快速反弹



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 20：2018 年技术板块毛利润贡献率超 100%



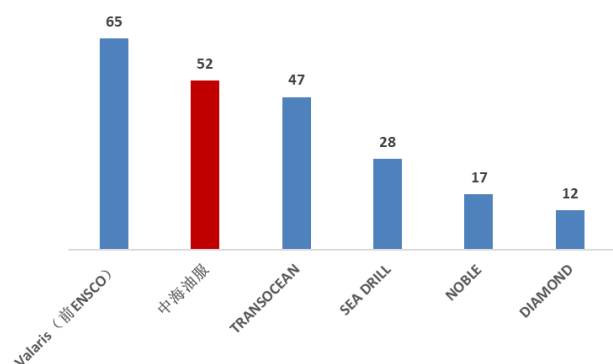
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 4.3. 公司平台规模已跻身世界前列，利用率受益国内油服高景气

钻井平台队伍跻身世界第二，平台利用率处于同行业高位。截至 2019 年 6 月底，公司共运营 52 座钻井平台（包括 38 座自升式钻井平台、14 座半潜式钻井平台）。横向对比来看，公司钻井平台队伍规模已位列全球第二。第一为 VALARIS（前 ENSCO，与 Rowan 合并后更名为 VALARIS），运营平台合计 65 座。3-6 位分别是 TRANSOCEAN（47 座）、Seadrill（28 座）、NOBLE（17 座）、DIAMOND（12 座）。

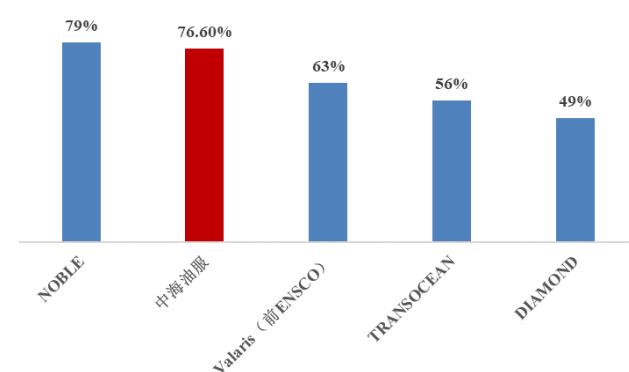
从平台利用率来看，公司受益国内油服市场复苏提振工作量，平台利用率高于大多数国外企业。2019H1，公司平台平均利用率为 76.6%；海外方面，按平台利用率排序依次为 NOBLE（79%）、VALARIS（63%）、TRANSOCEAN（56%）、DIAMOND（49%），Seadrill 由于利用率统计口径不同未作比较。可以看出，与油价深度挂钩的海外油服市场仍未见明显复苏迹象，钻井公司平台利用率仍旧处于低位。

图 21：公司钻井平台数位居全球第二（截至 2019.6）



数据来源：各公司半年报，东吴证券研究所

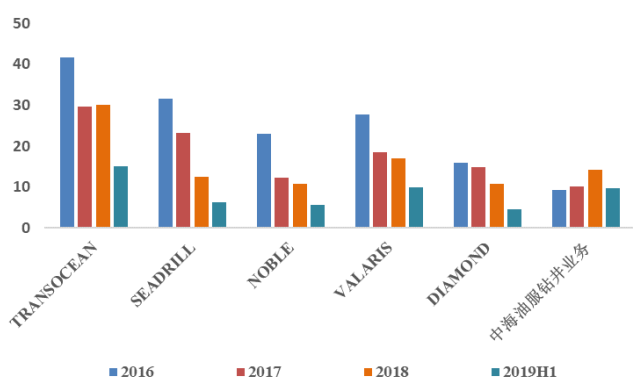
图 22：2019H1 公司平台利用率处于世界领先水平



数据来源：各公司半年报，东吴证券研究所

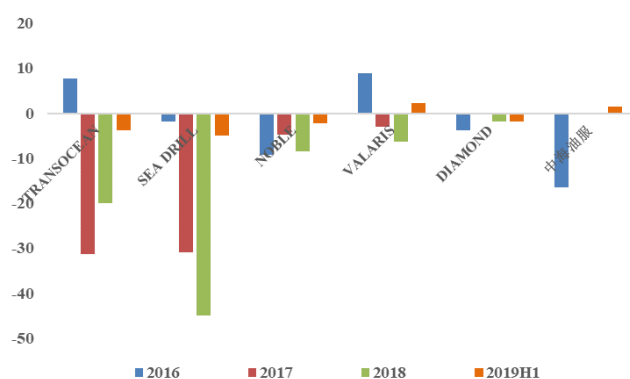
营收规模上升至全球第三，盈利拐点领先海外。按照营业收入计算，2019H1 海外排名前 5 位的钻井平台公司依次为 TRANSOCEAN (15.1 亿美元)、VALARIS (9.9 亿美元)、SEADRILL (6.2 亿美元)、NOBLE (5.8 亿美元)、DIAMOND (4.5 亿美元)，同期中海油服钻井业务营收为 9.7 亿美元，位居全球第三，较 2018 年排名提升 3 位。2019H1 净利润方面，若不考虑 VALARIS 廉价收购 Rowan 带来的超过 7 亿美元营业外收入，则海外五大钻井公司全部仍处于亏损状态。而公司自 2017 年归母净利润扭负以来，盈利持续上修，领先于海外钻井公司迎接拐点。

图 23: 2019H1 公司营收规模排名全球第三 (亿美元)



数据来源: 各公司年报, 东吴证券研究所

图 24: 公司提前迎接净利润拐点 (亿美元)



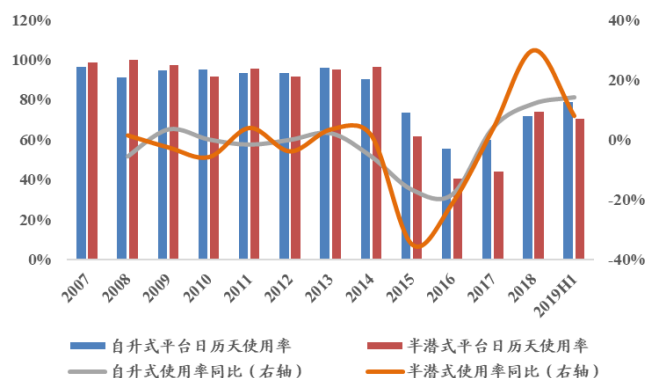
数据来源: 各公司年报公告, 东吴证券研究所

#### 4.4. 平台利用率与日费同步提升，毛利率未来有望释放高弹性

**2019H1 钻井平台使用率与日费同步提升。**2019H1，受益行业回暖带动平台作业量提升，公司钻井平台作业日数为 6913 天，同比+33.8%。公司平台日历天使用率同比增加 12.5pct 至 76.6%，细分来看，自升式平台日历天使用率达 78.9%，同比+14.3pct；半潜式平台利用率为 70.4%，同比+7.9pct。与此同时，随着整体行情的回暖，公司钻井平台日费率同步提升。2019H1 公司自升式钻井平台日费率为 6.8 万美元，同比+19.3%；半潜式钻井平台日费率为 15.1 万美元，同比+3.4%。

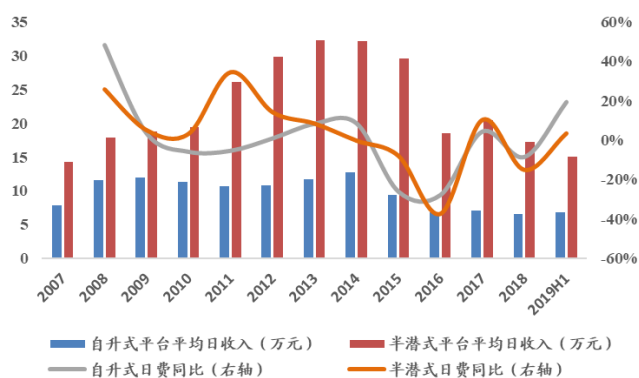
**公司紧抓国内海上油服高景气，积极扩充产能。**随着国内海上作业量提升，公司取得多个服务项目。产能方面，公司一方面于 2019 上半年调度两座海外平台回国作业，另一方面通过新增租赁平台扩充产能。体现出国内景气度高。体现出公司紧抓市场机遇，优化资源配置，充分合理布局；此外也印证了国内海上油服市场的高景气度。

图 25：公司钻井平台使用率持续提升



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 26：公司平台日费回升

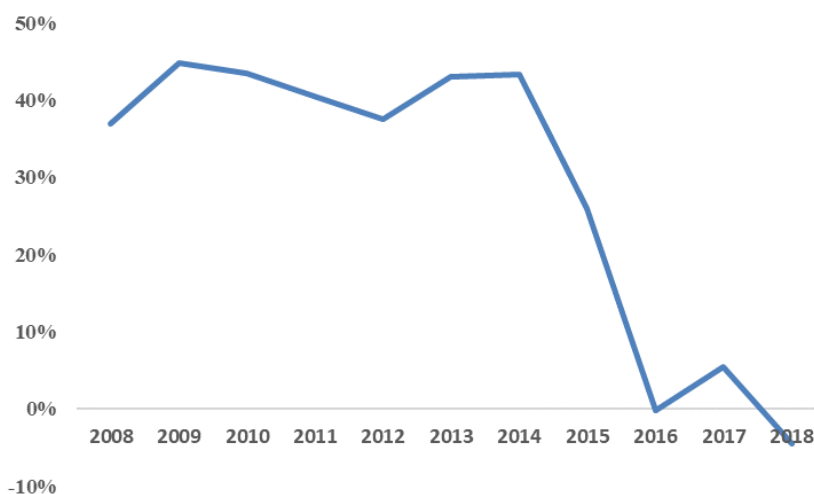


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

对于钻井等依靠大型装备的业务而言，由于重资产属性带来设备折旧等成本比重较高。钻井平台利用率低迷反映行业供给过剩，日费缺乏上升支撑力，较高折旧费用导致盈利、毛利率等财务指标受拖累；当市场需求转暖，平台利用率迎上升拐点，有望带动日费同步改善，盈利能力启动修复。

上一轮高景气周期公司钻井板块毛利率处于 40% 以上高位，峰值达 44.8%（2009 年）。与公司其他板块相比，公司钻井业务受行业景气度影响较大。2008-2014 年，公司钻井业务毛利率保持 40% 附近，峰值为 44.8%（2009 年）。2018 年公司钻井板块毛利率为 -4.5%，仍处于历史底部。随着 2019 年以来中海油勘探投资有望保持高增长势头，预计公司钻井平台利用率与日费拐点趋势将日益明晰。此外公司积极推动精细化管理，推动成本的有效控制，2019H1 钻井板块经营利润率回升至 5.6%（港股公告），同比 +27.8pct，实现扭亏。我们预计板块盈利能力仍将持续修复态势。

图 27：公司钻井板块毛利率仍处于底部，回升空间大



数据来源：wind，东吴证券研究所



## 5. 盈利预测及投资评级

### 5.1. 核心假设

公司作为国内海上油服龙头，在目前国家政策层面推进油气上产背景下，我们预计未来三桶油资本开支规模将保持快速增长态势，公司业绩将直接受益。分板块来看：

#### 1) 技术服务板块

公司技术板块受益国内海上油服业务线作业量大幅提升，板块订单量持续丰厚。我们预计技术板块在未来作业量的提升以及公司精细化管理驱动降本增效共振下，仍将保持较高收入、毛利率水平。我们预计公司技术板块 2019/2020/2021 年营收增速分别达 142/171/197 亿元，同比增速分别为+45%/+20%/+15%；预计 2019/2020/2021 年板块毛利率分别为 29%/29%/30%。

#### 2) 钻井板块

国内油服行业景气度的持续提升带动公司钻井作业量回升，海上钻井平台使用率与日费呈现同步提升趋势。我们预计国内海域钻井作业未来量价齐升背景下，公司钻井板块随收入步入上升通道的同时毛利率也将启动修复，2019/2020/2021 年实现营收 84/93/102 亿元，同比增速分别为+8.5%/+10.0%/+10.0%；预计 2019/2020/2021 年板块毛利率分别为 10%/15%/18%。

#### 3) 船舶、物探等板块

公司船舶板块随着船舶队伍作业量与使用率的高位运转，我们预计板块收入将保持稳健增长；物探板块随着继续加强海外市场开拓，我们预计板块作业量将持续饱满。我们预计公司船舶板块 2019/2020/2021 年实现营收 30/35/40 亿元，板块毛利率分别为 11%/12%/12%；物探板块 2019/2020/2021 年实现营收 21/25/28 亿元，板块毛利率分别为 6%/8%/8%。

图 28：公司营收、毛利率分板块预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
油田技术服务	98.2	142.4	170.9	196.5
YOY		45.0%	20.0%	15.0%
毛利率	25.4%	29.0%	29.0%	30.0%
钻井服务	77.7	84.3	92.7	102.0
YOY		8.5%	10.0%	10.0%
毛利率	-4.5%	10.0%	15.0%	18.0%
船舶服务	27.1	30.3	34.9	40.1
YOY		12.0%	15.0%	15.0%
毛利率	8.8%	11.4%	12.0%	12.0%
物探和工程勘察服务	16.5	20.6	24.8	28.5
YOY		25.0%	20.0%	15.0%
毛利率	1.2%	5.8%	8.0%	8.0%
收入合计	<b>219.5</b>	<b>277.6</b>	<b>323.2</b>	<b>367.1</b>
YOY		<b>26.5%</b>	<b>16.4%</b>	<b>13.6%</b>
综合毛利率	<b>10.9%</b>	<b>19.6%</b>	<b>21.5%</b>	<b>23.0%</b>

数据来源：wind，东吴证券研究所

## 5.2. 公司估值分析

拐点逐步明晰，业绩弹性大，享受行业平均 PE 溢价。通过对比国内油服行业上市公司，我们认为由于公司业绩拐点逐步明朗，未来国内海上油服市场弹性空间广阔，预计将享受行业平均 PE 溢价。以杰瑞股份为例，其作为国内压裂设备龙头，受益国内页岩气开发持续提速，业绩已处于快速上升通道，按照东吴证券研究所 2019 年盈利预测享有 23 倍 PE；中海油服作为国内海上油服龙头，受益以中海油为主的国内油企资本开支持续加码，业绩拐点初现，以目前公司业绩所处阶段测算 PE 倍数较高（2019 年 28 倍），未来随着业绩高增趋势的持续明确，估值有望快速消化。此外中海油提出的七年行动计划与目前仍有较大缺口，预计本轮资本开支投资强度具备持续性，海上油服景气周期有望拉长，我们预计公司钻井平台利用率及日费均将受益提升，体现于公司订单量与盈利能力的持续反弹，故给予公司一定估值溢价。

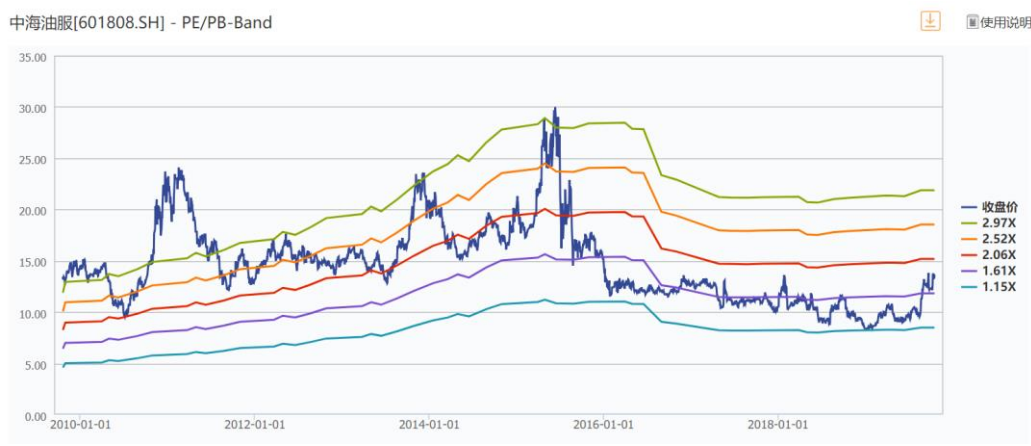
图 29：公司业绩弹性大，享受行业平均估值溢价（市值截至报告日）

股票名称	股票代码	总市值（百万）	归母净利润（百万）			PE			PB
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019中报
中海油服	601808	68233.74	2430.70	3244.30	4207.20	28	21	16	1.94
杰瑞股份	002353	29396.42	1285.30	1641.30	2060.30	23	18	14	3.17
海油工程	600583	24936.41	497.70	885.70	1415.60	50	28	18	1.13
通源石油	300164	2350.75	146.45	196.46	244.00	16	12	10	1.31
中油工程	600339	20155.17	1083.89	1460.19	1684.97	19	14	12	0.86
平均值（除中海油服）						27	18	13	1.62

数据来源：wind，东吴证券研究所（通源石油、中油工程预测净利润来自 wind 一致预期）

资产质量佳，PB 处于历史低位。PB 方面，截至报告日，公司 PB 为 1.94，纵向对比来看处于历史低位。资产质量方面，截至 2019 年 6 月底，公司货币资金达 34.9 亿元，充足的在手现金有助于保证公司于行业周期拐点时期承接订单的实力；固定资产总额为 476.2 亿元，占总资产 63.1%，主要包括公司海上钻井平台等装备。我们预计随着国内海域油服市场景气度持续提升，公司海上钻井平台利用率与日费同步提升，短期内大幅计提对应资产减值准备风险较小。且公司于行业低谷 2016 年已计提资产减值大额损失 82.7 亿元（其中包括固定资产减值损失 36.9 亿元，商誉减值损失 34.6 亿元，其余主要系应收账款坏账准备），2017/2018 年则分别计提资产减值损失 0.9/1.3 亿元，相比 2016 年已大幅降低，体现出公司资产质量风险的稀释。

图 30：公司 PB 仍处于历史低位



数据来源：wind，东吴证券研究所

### 5.3. 盈利预测及投资建议

公司作为国内海上油服龙头，在目前国家政策层面推进油气上产背景下，预计将直接受益于中海油等国内油企资本开支加码。目前公司业绩拐点逐渐明晰，未来预计将释放出充分弹性。预计公司 2019-2021 年营收 277.6/323.3/367.1 亿元，归母净利润 24.3/32.4/42.1 亿元，对应 PE 28/21/16 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 6. 风险提示

国内油气上产力度不及预期：

公司作为油田服务企业，国内作业量与国内油气开发进度有较强的相关性。若国内油气上产力度不及预期，则可能会导致国内油服行业作业量提升不及预期，传导至公司钻井平台日费、利用率等指标回升不及预期，影响公司毛利率水平，对公司业绩造成影响。

国内油企资本开支力度不及预期：

公司作为油田服务企业，其国内订单量主要来自于国内三桶油。故国内油企资本开支与公司收入等指标存在较强相关性。若国内油企资本开支不及预期，则对公司收入造成影响。

中海油服三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>21708.9</b>	<b>27962.1</b>	<b>36858.8</b>	<b>40128.2</b>	<b>营业收入</b>	<b>21945.9</b>	<b>27763.7</b>	<b>32322.3</b>	<b>36707.2</b>
现金	3339.9	6171.3	6196.7	5235.9	营业成本	19543.7	22325.5	25359.2	28266.8
应收款项	8478.6	11357.2	12682.3	14533.3	营业税金及附加	59.2	95.9	101.5	113.7
存货	1379.8	1574.3	1818.6	2005.3	营业费用	27.1	40.3	45.7	50.2
其他	8510.7	8859.4	16161.1	18353.6	管理费用	717.1	1113.9	1296.2	1398.2
<b>非流动资产</b>	<b>52978.1</b>	<b>52895.4</b>	<b>52284.5</b>	<b>51009.2</b>	财务费用	616.3	905.7	984.0	903.5
长期股权投资	679.2	679.2	679.2	679.2	投资净收益	349.0	383.9	422.3	464.5
固定资产	50785.9	50706.6	50099.1	48827.1	其他	-675.1	73.4	33.3	33.3
无形资产	337.9	334.5	331.2	327.9	<b>营业利润</b>	<b>656.3</b>	<b>3739.6</b>	<b>4991.2</b>	<b>6472.6</b>
其他	1175.1	1175.1	1175.1	1175.1	营业外净收支	50.0	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>74687.0</b>	<b>80857.5</b>	<b>89143.3</b>	<b>91137.5</b>	<b>利润总额</b>	<b>706.3</b>	<b>3739.6</b>	<b>4991.2</b>	<b>6472.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>17011.0</b>	<b>21566.3</b>	<b>27506.0</b>	<b>26473.3</b>	所得税费用	617.7	1308.8	1746.9	2265.4
短期借款	6067.5	8330.8	12717.3	10099.7	少数股东损益	17.9	0.0	0.0	0.0
应付账款	8325.3	10167.4	11263.0	12489.6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>70.8</b>	<b>2430.7</b>	<b>3244.3</b>	<b>4207.2</b>
其他	2618.2	3068.2	3525.8	3884.0	EBIT	1655.6	4191.4	5522.9	6881.6
<b>非流动负债</b>	<b>22998.6</b>	<b>22790.8</b>	<b>22703.6</b>	<b>22575.1</b>	EBITDA	5533.7	9462.6	11408.7	13300.6
长期借款	787.6	787.6	787.6	787.6					
其他	22210.9	22003.1	21916.0	21787.4	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债总计</b>	<b>40009.6</b>	<b>44357.1</b>	<b>50209.7</b>	<b>49048.4</b>	每股收益(元)	0.01	0.51	0.68	0.88
少数股东权益	147.5	147.5	147.5	147.5	每股净资产(元)	7.24	7.62	8.13	8.79
归属母公司股东权益					发行在外股份(百万股)	4771.6	4771.6	4771.6	4771.6
益	34529.9	36352.9	38786.1	41941.5	ROIC(%)	0.3%	4.3%	5.2%	6.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>74687.0</b>	<b>80857.5</b>	<b>89143.3</b>	<b>91137.5</b>	ROE(%)	0.2%	6.7%	8.4%	10.0%
					毛利率(%)	10.7%	19.6%	21.5%	23.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EBIT Margin(%)	7.5%	15.1%	17.1%	18.7%
经营活动现金流	4172.4	4451.5	1724.8	7852.3	销售净利率(%)	0.3%	8.8%	10.0%	11.5%
投资活动现金流	-7058.5	-3275.7	-5274.9	-5143.7	资产负债率(%)	53.6%	54.9%	56.3%	53.8%
筹资活动现金流	-3060.5	1655.5	3575.5	-3669.4	收入增长率(%)	25.9%	26.5%	16.4%	13.6%
现金净增加额	-5840.1	2831.4	25.5	-960.8	净利润增长率(%)	114%	3333%	33%	30%
企业自由现金流	-1376.1	-315.8	-3204.4	2974.4					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

