

投资评级 优于大市 维持

量增价跌，总体收入相对稳定

股票数据

08月26日收盘价(元)	13.70
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)	65371/65371

相关研究

《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

《海上油服龙头，受益国内勘探开发力度加大》
2019.10.15

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:朱建军

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:** 2020H1 国内工作量维持增长，但服务价格承压，公司营业收入 145.11 亿元，若扣除 1.88 亿美元和解收入，同比基本持平；上半年归母净利润 17.14 亿元，同比+76.2%。在低油价影响下，油服行业仍面临压力，但考虑到国内“七年行动计划”的持续实施，公司预计 3Q20 工作量将保持平稳。
- 钻井服务: 量增价跌。** 2020H1，钻井板块营业收入 61.74 亿元，同比+37.4% (含 Equinor 支付的 1.88 亿美元和解收入)；公司钻井平台作业天数为 7662 天，同比增长 749 天 (+10.8%)；平均日收入 8.2 万美元/天，同比下滑 5.7%。
- 油田技术服务: 量增价跌，收入下滑。** 2020H1，板块主要业务线作业量有所上升，但由于价格下降，板块总体收入减少至 60.60 亿元，同比-8.6%。
- 船舶服务: 工作量提升，收入同比增长。** 2020H1，船舶服务业务实现收入 15.36 亿元，同比+6.6%；其中，外租船舶收入 5.41 亿元。上半年，公司自有船队作业 15541 天，同比增长 103 天；日历天使用率为 97.0% (同比增长 2.2 个百分点)。公司外租船舶工作量提升，上半年作业 9221 天，同比+35.5%。
- 物探勘察服务: 工作量下降，收入下滑。** 2020H1，受疫情和低油价影响，全球物探行业受到较大冲击，公司采集、海底电缆工作量下滑，收入减少，上半年板块收入 7.42 亿元，同比-25.8%。
- 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，压降物料消耗、分包支出等成本，降低管理费用、财务费用。2020H1，公司营业成本 109.45 亿元，同比减少 4.39 亿元 (-3.85%)；管理费用 2.88 亿元，同比减少 0.16 亿元 (-5.33%)；财务费用 3.87 亿元，同比减少 1.36 亿元 (-25.99%)。
- 固定资产减值拖累盈利。** 2020H1，公司产生资产减值损失 8.60 亿元，同比增加 8.57 亿元；其中固定资产减值损失 8.44 亿元，主要为一季度对钻井平台 COSLInnovator 计提资产减值准备 1.2 亿美元。
- 公司预计 3Q20 工作量保持平稳。** 低油价环境下，全球油公司缩减资本支出。根据公司 2020 年半年报援引 Spears & Associates 预测，预计 2020 年全球油田设备和服务市场规模 2110 亿美元，同比下降 21%，行业承压。但考虑到国内“七年行动计划”的持续实施，公司预计 3Q20 工作量将保持平稳。
- 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

2020H1 归母净利润维持高增长。2020H1, 公司实现营业收入 145.11 亿元, 同比+7.0%; 实现归母净利润 17.14 亿元, 同比+76.2%。其中, 2Q20 单季度实现收入 63.43 亿元, 同比-17.1%, 环比-22.4%; 单季度归母净利润 5.75 亿元, 同比-39.0%, 环比-49.6%。

国内工作量维持增长, 但服务价格承压, 整体收入稳定。2020H1, 受国内外疫情和油价大幅下跌影响, 国际油服市场服务价格、工作量双降; 国内在复工复产推进以及“七年行动计划”的持续实施下, 工作量同比仍有增长, 但服务价格承担一定压力。上半年, 公司收入增长主要由于一季度收到 Equinor 支付的 1.88 亿美元和解收入 (约合人民币 13.10 亿元), 若扣除此影响, 公司上半年收入同比基本持平。

钻井服务: 量增价跌。截至 2020 年上半年末, 公司运营管理 56 座钻井平台 (包括 42 座自升式钻井平台、14 座半潜式平台), 上半年营业收入 61.74 亿元, 同比+37.4% (其中包括收到 Equinor 支付的 1.88 亿美元和解收入, 约合人民币 13.10 亿元)。工作量方面, 2020H1, 公司钻井平台作业天数为 7662 天, 同比增长 749 天 (+10.8%); 日历天使用率 76.2%, 同比相对稳定。日费率方面, 2020H1 公司钻井平台平均日收入 8.2 万美元/天, 同比下滑 5.7%; 其中, 自升式钻井平台平均日收入 6.3 万美元/天, 同比下滑 7.4%; 半潜式钻井平台平均日收入 15.3 万美元/天, 同比微增 1.3%。

表 1 中海油服钻井服务作业情况

	2020H1	2019H1	变化	幅度
作业日数 (天)	7662	6913	749	10.8%
自升式钻井平台	5985	5177	808	15.6%
半潜式钻井平台	1677	1736	-59	-3.4%
可用天使用率	80.7%	80.0%		增加 0.7 个百分点
自升式钻井平台	83.3%	81.8%		增加 1.5 个百分点
半潜式钻井平台	72.6%	74.9%		减少 2.3 个百分点
日历天使用率	76.2%	76.6%		减少 0.4 个百分点
自升式钻井平台	79.8%	78.9%		增加 0.9 个百分点
半潜式钻井平台	65.8%	70.4%		减少 4.6 个百分点

资料来源: 中海油服 2020 年半年报, 海通证券研究所

油田技术服务: 量增价跌, 总体收入下滑。2020H1, 油田技术服务主要业务线作业量有所上升, 但由于价格下降, 板块总体收入减少至 60.60 亿元, 同比-8.6%。

船舶服务: 工作量提升, 收入同比增长。2020H1, 船舶服务业务实现收入 15.36 亿元, 同比+6.6%; 其中, 外租船舶收入 5.41 亿元。上半年, 公司自有船队作业 15541 天, 同比增长 103 天; 日历天使用率为 97.0% (同比增长 2.2 个百分点)。公司外租船舶工作量提升, 上半年作业 9221 天, 同比+35.5%。

表 2 中海油服船舶服务自有船队作业情况

	2020H1	2019H1	变动量	变动幅度
作业日数 (天)				
油田守护船	6770	6642	128	1.9%
三用工作船	4825	4994	-169	-3.4%
平台供应船	2535	2432	103	4.2%
多用船	712	687	25	3.6%
修井支持船	699	683	16	2.3%
合计	15541	15438	103	0.7%

资料来源: 中海油服 2020 年半年报, 海通证券研究所

物探勘察服务: 工作量下降, 收入下滑。2020H1, 受疫情和低油价影响, 全球物探行业受到较大冲击, 公司采集、海底电缆工作量下滑, 收入减少, 上半年板块收入 7.42 亿元, 同比-25.8%。其中, 二维采集作业量 9077 公里, 同比-41.1%; 三维采集工作量 10466 平方公里, 同比-40.9%; 海底电缆业务作业量 589 平方公里, 同比减少 16.1%。

表 3 中海油服物探勘察板块作业情况

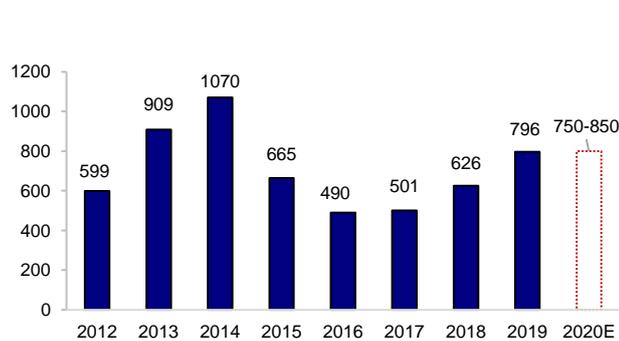
	2020H1	2019H1	变动量	变动幅度
二维				
采集 (公里)	9077	15404	-6327	-41.1%
其中: 多用户	0	1350	-1350	-100.0%
三维				
采集 (平方公里)	10466	17718	-7252	-40.9%
其中: 多用户	2918	4189	-1271	-30.3%
海底电缆 (平方公里)	589	702	-113	-16.1%

资料来源: 中海油服 2020 年半年报, 海通证券研究所

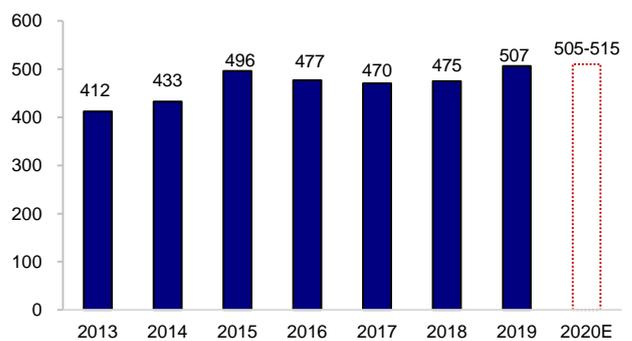
成本管控, 降本增效。2020H1, 公司及时制定低油价应对策略, 降本提质增效, 压降物料消耗、分包支出等成本, 降低管理费用、财务费用。2020H1, 公司营业成本 109.45 亿元, 同比减少 4.39 亿元 (-3.85%); 管理费用 2.88 亿元, 同比减少 0.16 亿元 (-5.33%); 财务费用 3.87 亿元, 同比减少 1.36 亿元 (-25.99%)。

固定资产减值拖累盈利。2020H1, 公司产生资产减值损失 8.60 亿元, 同比增加 8.57 亿元; 其中固定资产减值损失 8.44 亿元, 主要为一季度对钻井平台 COSLInnovator 计提资产减值准备 1.2 亿美元。

2020 年中海油资本支出同比相对稳定。2020 年 4 月 29 日, 中海油发布公告, 由于低油价环境, 公司将 2020 年净产量目标由 5.20-5.30 亿桶油当量调减为 5.05-5.15 亿桶油当量, 将资本支出预算由 850-950 亿元调减为 750-850 亿元, 调整后的产量目标和资本支出计划相比 2019 年仍维持相对稳定。

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

公司预计三季度工作量保持平稳。2020 年以来国际油价大幅下跌至低位, 全球主要油公司陆续宣布缩减资本支出。根据中海油服 2020 年半年报援引 Spears & Associates 预测, 预计 2020 年全球油田设备和服务市场规模 2110 亿美元, 同比下降 21%。但考虑到国内“七年行动计划”的持续实施, 公司预计 3Q20 工作量将保持平稳。

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 2020.08.26 日价格作为收盘价)

	收盘价 (元)	BPS (元, 2020E)	PB (倍, 2020E)
海油工程	5.06	5.19	0.97
杰瑞股份	33.14	11.88	2.79
石化油服	1.88	0.43	4.37
平均		5.83	2.71

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	26.12	26.80	26.16	24.57	营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
P/B	1.78	1.70	1.63	1.56	管理费用	704	725	750	776
P/S	2.10	2.03	1.96	1.90	管理费用率%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
EV/EBITDA	12.76	11.05	10.68	10.09	EBIT	4113	3812	3814	3983
股息率%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	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 08 月 26 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: 皇马科技,梅花生物,恒力石化,滨化股份,上海石化,苏博特,东华能源,德美化工,浙江龙盛,通源石油,东方盛虹,中石化冠德,桐昆股份,飞凯材料,石大胜华,海油发展,中国石化,卫星石化,万顺新材,金石资源,华锦股份,中油工程,新宙邦,嘉化能源,中国石油,星湖科技,八亿时空,新奥股份,中国海洋石油,荣盛石化

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。