

# 油气钻采服务

证券研究报告  
2019年05月15日

## 油服专题二：重资产油服公司的复苏之路

投资评级

行业评级 强于大市(首次评级)

上次评级

作者

张樨樨 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

贾广博 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110519010002  
jiaguangbo@tfzq.com

刘子栋 联系人  
liuzidong@tfzq.com

郑小兵 联系人  
zhengxiaobing@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

《专题：油服行业能否走出价值陷阱》  
(2019-4-5)

### 1. 轻资产型 vs. 重资产型油服公司

本文将重资产型油服公司作为一个类别进行分析。按照从重资产到轻资产排序应该是，装备服务>技术服务>工程公司>设备生产。

### 2. 重资产油服公司 14-17 年“断臂求生”

重资产型油服公司降成本方式主要有二：减员、减资产（处置资产或计提减值）。国际油服公司，以 Transocean 和 Diamond 为代表的海上钻井服务公司，无论是员工数量，还是钻井平台数量都大幅下降 1/3 到 2/3 不等（14-17 年）。中国油服公司，也经历了人员精简，以及资产减值或者资产处置，但不如国际公司剧烈。

### 3. 面对需求恢复，油服公司扩大投资意愿很低

上一轮周期痛苦的记忆直接导致了，面对这一轮需求复苏，油服公司资本开支回开的意愿并不强。融资租赁、经营租赁和分包，成为行业新趋势。

### 4. 盈亏平衡点下降才是真的改善

我们一般会对油公司进行盈亏平衡点的分析，对油服公司很少这样做，这是本文的创新之处。我们仅对中海油服、石化油服的钻井板块（最典型的重资产业务）进行分析。

结论是：2014~2017 年，盈亏平衡点都出现了比较明显的下降，但是二者驱动因素不尽相同。中海油服本身成本管控不错，是跟随行业景气进行调节。而石化油服基础差、包袱重，2016 年以来通过主动的减员增效、计提减值，成本累计下降了 60 亿，未来还有小幅下降空间。预计 2019 年，随着钻井使用率和价格的恢复，二者的钻井板块毛利率都有望回到 15% 左右。

**风险提示：**油价大跌风险再度压制长周期资本开支信心的风险；油服公司缺少资本开支，导致未来分包成本增加，拉低毛利率的风险。

## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-05-14	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601808.SH	中海油服	9.25	增持	0.01	0.24	0.75	0.83	925.00	38.54	12.33	11.14
600339.SH	中油工程	4.07	增持	0.17	0.29	0.38	0.46	23.94	14.03	10.71	8.85

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 轻资产型 vs.重资产型油服公司.....	3
2. 重资产油服公司 14-17 年“断臂求生”.....	3
3. 面对需求恢复，油服公司扩大投资意愿很低.....	5
4. 盈亏平衡点下降才是真的改善.....	5

## 图表目录

图 1: 油服公司成本结构（各项成本/收入，左轴），和固定资产占比（右轴）.....	3
图 2: Transocean(海上钻井服务商)15~17 年减资产及减员情况.....	4
图 3: Diamond(海上钻井服务商)15~17 年减资产及减员情况.....	4
图 4: HP（页岩油钻井服务商）2017 年以后快速恢复.....	4
图 5: LBRT（页岩油压裂服务商）获得持续快速成长.....	4
图 6: 中海油服（海上钻井及技术服务商）15~17 年减资产及减员.....	4
图 7: 石化油服（陆上钻井及技术服务商）15~17 年减资产及减员.....	4
图 8: 海油工程（海上工程总包商）15~17 年减员.....	4
图 9: 中曼石油（陆上钻井及技术服务商）受益区域市场获得增长.....	4
图 10: 油服公司资本开支意愿恢复不明显（资本开支，单位：亿元）.....	5
图 11: 中海油服钻井板块盈亏平衡点日费 vs. 实际日费（美元/天）.....	6
图 12: 石化油服钻井板块盈亏平衡点进尺 vs. 实际进尺（万米）.....	6
表 1: 重资产型油服公司 2014~2017 年“断臂求生”.....	3

## 1. 轻资产型 vs. 重资产型油服公司

油服公司可以用三个方式分类：

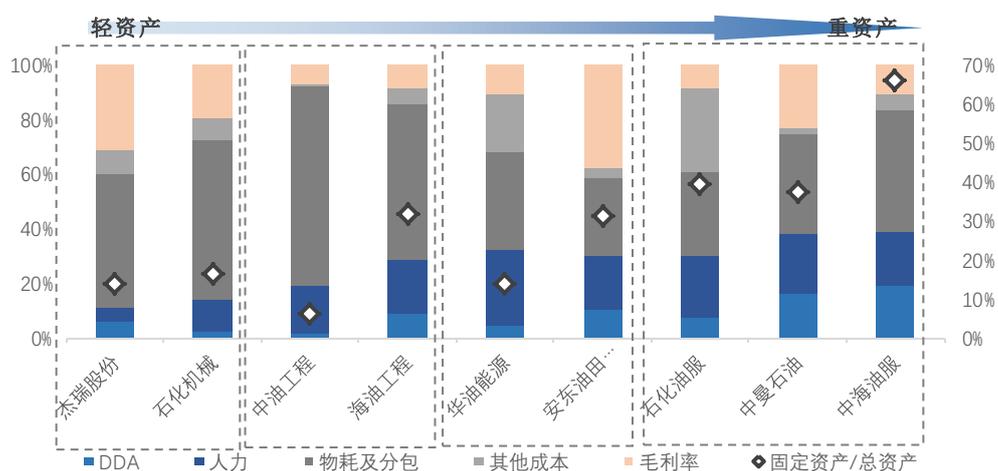
一是专业分类：具体做哪个环节的，油服细分为 32 个专业，具体从事的是钻井服务、压裂服务、完井服务、测录井服务等等。

二是市场分类：主要服务哪个市场，中国市场、中东市场、美国市场，以及作业能力偏向于哪种资源类型，常规陆上、海上、超深水还是页岩油气。

三是按资产结构及其对业绩弹性的影响角度分类：是轻资产型还是重资产型公司？显然，重资产型公司在景气下行和低迷期，业绩表现会比较差；而在景气回升期，弹性会更明显。重资产型油服公司，是本篇报告的主题。

把国内几家主要的油服公司，从资产结构、成本结构角度，从“轻”到“重”做个排序。虽然样本有限，但是可以看出大体规律：设备公司（杰瑞股份、石化机械）最“轻”、工程公司（中油工程、海油工程）其次、技术服务公司（华油能源、安东油田服务）再次、设备服务公司（石化油服、中曼石油、中海油服）最“重”。

图 1：油服公司成本结构（各项成本/收入，左轴），和固定资产占比（右轴）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 重资产油服公司 14-17 年“断臂求生”

重资产型油服公司降成本方式主要有二：减员、减资产（处置资产或计提减值）。

**国际油服公司**，同样是重资产型的，在油价低迷的 2014~2017 年的命运不尽相同。以 Transocean 和 Diamond 为代表的海上钻井服务公司，经历了“断臂求生”，无论是员工数量，还是钻井平台数量都大幅下降 1/3 到 2/3 不等，也进行了巨额资产减值（14-17 年）。而以 HP 和 LBRT 为代表的页岩油服务公司，则获得了一定增长。HP 虽然减员，但钻机数量略有增加。LBRT 是 2017 年上市的北美压裂服务公司，上市以来员工数量和运营的压裂机组数量都获得了高速增长。

**中国油服公司**，也经历了人员精简，以及资产减值或者资产处置，但不如国际公司剧烈。中海油服、石化油服在 2015~2017 年分别计提了 114 和 115 亿人民币巨额减值。人员也有不同幅度的精简。

表 1：重资产型油服公司 2014~2017 年“断臂求生”

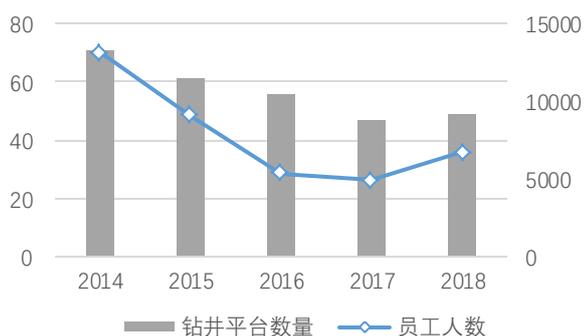
公司	类型	人员	资产购置/处置	资产减值
国际公司				

Transocean	海上钻井	-63%	钻井平台 -34%	累计 34.4 亿美金
Diamond	海上钻井	-54%	钻井平台 -47%	累计 36.6 亿美金
HP	北美钻井	-32%	钻机 +3%	资产减值较少
LBRT	北美压裂	上市以来增长	压裂机组大幅增长	无
<b>中国公司</b>				
中海油服	海上钻井	-11%	钻井平台 -2%	累计计提 114 亿人民币
石化油服	陆地钻井及技术服务	-1%	陆地钻机 -15%	累计计提 115 亿人民币
中曼石油	陆地钻井及技术服务	+12%	陆地钻机大幅增长	0

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：Transocean（海上钻井服务商）15~17 年减资及减员情况

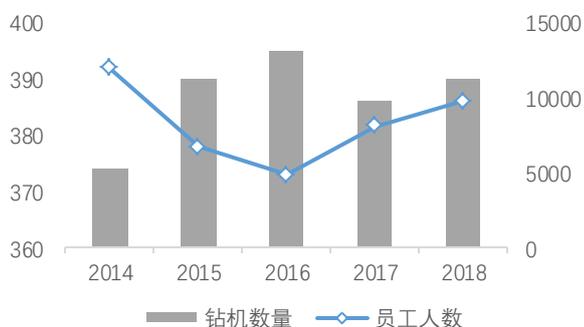
——钻井平台(左轴, 个), 员工人数(右轴, 人)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：HP（页岩油钻井服务商）2017 年以后快速恢复

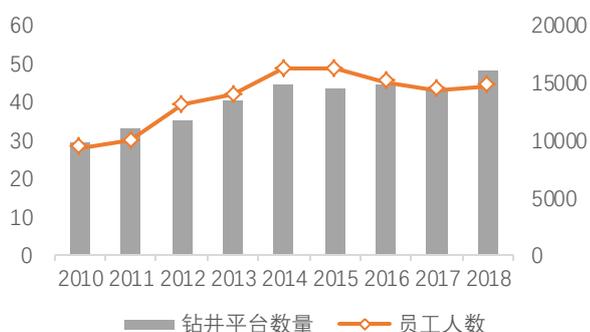
——钻机数量（左轴, 个), 员工人数（右轴, 人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：中海油服(海上钻井及技术服务商)15~17 年减资产及减员

——钻井平台（左轴, 个), 员工人数（右轴, 人）



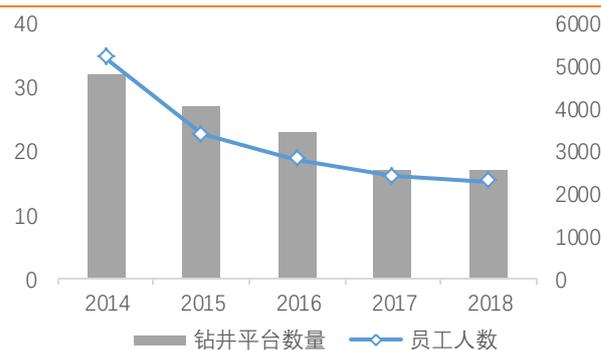
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：海油工程（海上工程总包商）15~17 年减员

——施工船舶数量（左轴, 个), 员工人数（右轴, 人）

图 3：Diamond(海上钻井服务商)15~17 年减资产及减员情况

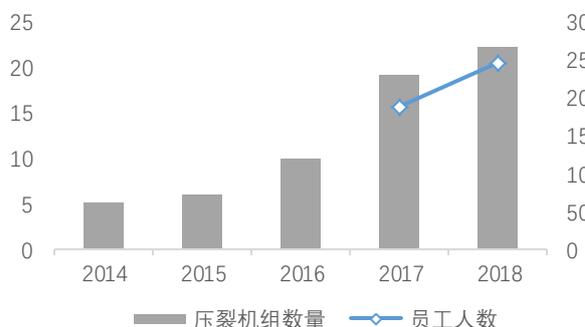
——钻井平台（左轴, 个), 员工人数（右轴, 人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：LBRT（页岩油压裂服务商）获得持续快速成长

——压裂机组数量（左轴, 个), 员工人数（右轴, 人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：石化油服（陆上钻井及技术服务商）15~17 年减资产及减员

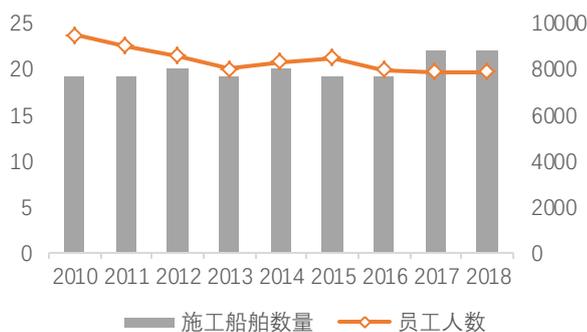
——钻机数量（左轴, 个), 员工人数（右轴, 人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：中曼石油（陆上钻井及技术服务商）受益区域市场获得增长

——钻机数量（左轴, 个), 员工人数（右轴, 人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

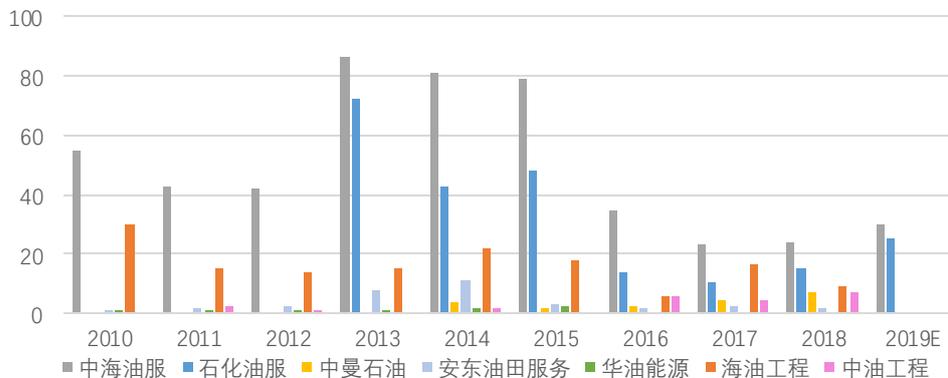
### 3. 面对需求恢复，油服公司扩大投资意愿很低

上一轮周期很多油服公司受过严重伤害，当时一些油服公司购置新设备、大量招聘员工，之后 2014 年底到 2015 年油价暴跌之后，这些设备和员工成为了巨大的负担。痛苦的记忆直接导致了，面对这一轮需求复苏，油服公司资本开支回升的意愿并不强。以最为重资产的两家——中海油服、石化油服举例，2017 年相比前期高点资本开支下降 73% 和 86%，而 2019 年规划的资本开支仅恢复到历史高点的 1/3 左右。

还有一个新趋势——设备租赁，目的是轻资产化。石化油服与太平石化金融租赁签订了 10 亿元的融资租赁业务，这 10 个亿在资产负债表上就从固定资产变成了负债。

少做资本开支，那么应对市场需求增长，必然要增加分包和经营租赁。中海油服 2018 年各业务板块成本中，分包和经营租赁比例都有所上升。石化油服也是如此。

图 10：油服公司资本开支意愿恢复不明显（资本开支，单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 4. 盈亏平衡点下降才是真的改善

我们一般会对油公司进行盈亏平衡点的分析，对油服公司很少这样做。这应该是本文的创新之处。但我们仅对中海油服、石化油服的钻井板块（最典型的重资产业务）进行分析。因为技术服务相对装备服务来讲，不太适合这种思考方式。

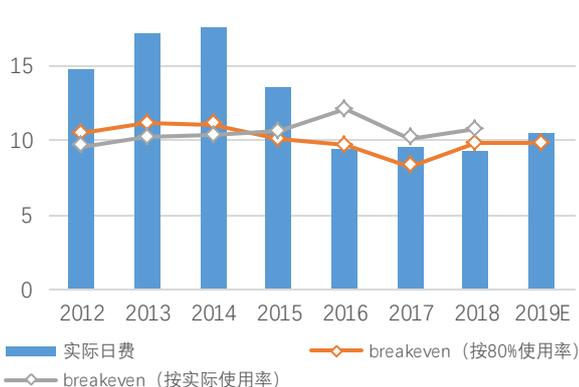
**中海油服：**1) 钻井服务的使用率和日费都是大幅波动的，这会导致业务的收入、盈利弹性巨大。2) 中海油服的历史成本控制情况一直都还可以，最艰难的 2016 年毛利率到 -17.7%，之后随着行业回暖都回升到 0 附近。中海油服可以看作是个基础比较好的选手，成本控制行为根据行业情况调节，景气差的时候压成本，景气恢复之后有所放松。

我们预计 2019 年，公司钻井平台使用率有望回升到 80% 左右，日费按照 2018 年下半年平均水平 10.5 美金/天的话，公司钻井服务板块毛利率有望回升到 15% 左右。

**石化油服：**1) 只有钻井进尺（工作量）大幅波动，单位价格一直在 3400 元/米左右变化不大，即收入盈利弹性主要体现在工作量上。2) 石化油服可以看作一个基础薄弱的选手，历史上包袱重、成本高。在 2016~2017 年公司的钻井实际进尺和 breakeven 之间有非常大的差距，2016 年的毛利率达到-28.3%。相比而言，2016 年两家公司同样是巨亏，中海油服计提减值是主要因素，而石化油服都是经营亏损（石化油服计提巨额减值是在 2017 年）。石化油服明确提出了降本目标，2016/2017/2018 年分别降本 13/15/32 亿，2019 年计划进一步降本 6 亿元。持续降本带来盈亏平衡点下降，2018 年钻井业务已经回到盈亏平衡。

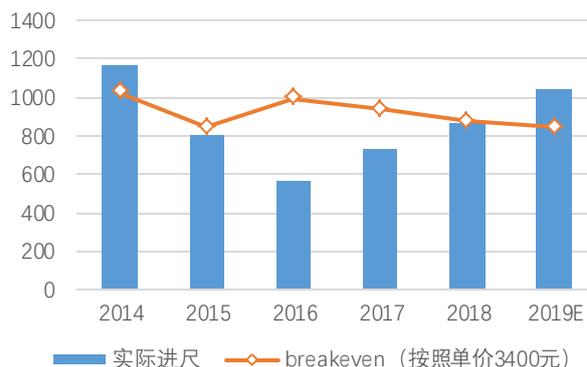
我们预计 2019 年，公司工作量跟随中石化资本开支回升后，钻井服务毛利率有望回到 15% 左右。

图 11：中海油服钻井板块盈亏平衡点日费 vs. 实际日费（美元/天）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：石化油服钻井板块盈亏平衡点进尺 vs. 实际进尺（万米）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

综上，本文将重资产型油服公司作为一个类别进行分析。按照从重资产到轻资产排序应该是，装备服务>技术服务>工程公司>设备生产。

2014~2017 年的超低油价时期，这类公司可以用“断臂求生来形容”，尤其是海外公司。国内公司在这一阶段也进行了减员和计提减值，资产和装备的扩张处于冻结状态。因为这痛苦的记忆，到 2018 年需求回暖之后，公司的扩张意愿普遍非常谨慎。

具体到公司，对中海油服、石化油服的钻井板块（最典型的重资产业务）进行了盈亏平衡分析。2014~2017 年，盈亏平衡点都出现了比较明显的下降，但是二者驱动因素不尽相同。中海油服本身成本管控不错，是跟随行业景气进行调节。而石化油服基础差、包袱重，2016 年以来通过主动的减员增效、计提减值，成本累计下降了 60 亿，未来还有小幅下降空间。预计 2019 年，随着钻井使用率和价格的恢复，二者的钻井板块毛利率都有望回到 15%左右。

欢迎关注我们的油服系列报告：《专题一：油服行业能否走出价值陷阱》(2019-4-5)

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com