

公司研究/首次覆盖

2019年11月15日

机械设备/工程机械 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 15.10
合理价格区间(元): 17.31~18.93

章诚 执业证书编号: S0570515020001
021-28972071
zhangcheng@htsc.com

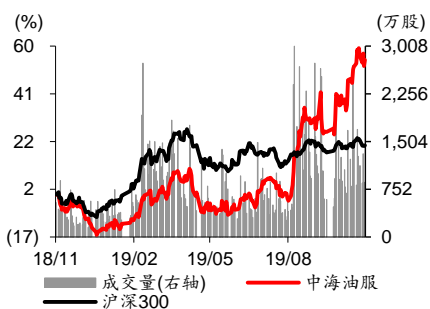
李倩倩 执业证书编号: S0570518090002
liqianqian013682@htsc.com

关东奇来 执业证书编号: S0570519040003
021-28972081
guandongqilai@htsc.com

黄波 执业证书编号: S0570519090003
0755-82493570
huangbo@htsc.com

时威 021-28972071
联系人 shiyu013577@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

海上油服龙头，业绩复苏趋势明显

中海油服(601808)

海上油田服务龙头，受益于油公司资本开支上行，业绩复苏趋势明显

公司拥有强大的海上石油服务装备群，服务贯穿海上油气勘探开发生产各个阶段。全球范围看，海油市场温和复苏，海油开采成本逐步下降；国内角度看，中海油“七年行动计划”要求增储上产，有望持续推动资本开支上行，公司作为关联方有望直接受益。公司层面看，轻资产转型成效初显，现金流充裕，中长期需求增长抬升日费率，有望量价齐升，业绩弹性较大。预计公司19-21年归母净利润为25.81/31.23/35.10亿元，同比增长3546%/20.98%/12.41%，对应PE为28/23/21倍，首次覆盖给予“增持”评级。

海油成本下降经济性初显，全球油气资本支出温和增长

据Rystad Energy，截止2019年年中，浅海开采成本仅为49美元/桶，深海为58美元/桶，在目前油价水平下（2019年前十个月布伦特原油均价为64美元/桶），海油开采经济性逐步凸显。全球海油景气度有望逐步回升，据Rystad Energy预测，在60-70美元的油价区间中，海油市场收入规模有望在2025年前每年实现7%的增长。

中海油“七年计划”探明储量有望翻番，公司有望直接受益提升工作量

据公司历年年报，公司营业收入的约60%-70%均来自于中海油及其关联方，公司有望全面受益中海油资本支出加码。据中海油“七年行动计划”，到2025年公司勘探工作量和探明储量要翻一番。我们通过测算得到2014-2018五年的公司油田技术服务收入增速与中海油国内资本开支增速的相关系数为0.94，公司有望直接受益中海油勘探开发力度的加大，工作量有望显著提升。

轻资产模式践行卓有成效，资产负债率稳步下降，现金流充沛

公司一方面在重资产业务选择以租代建，在产能过剩的市场上，租赁合同相对租期灵活、费率优惠；一方面大力扩张油田技术服务类轻资产及高技术含量业务，以调整收入结构，提升公司盈利能力。公司财务状况逐步优化，资产负债率从2016年底的56.18%下降至2019年三季度末的52.75%。2019Q1-3经营性净现金流11.34亿元/yoy+250%，是净利润的0.53倍。

直接受益于中海油资本开支提升，业绩有望持续复苏，“增持”评级

公司受益中海油资本开支较大概率稳步增长，各项业务工作量有望显著增加，带动盈利能力改善。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为25.81、31.23和35.10亿元，同比增长3546%、20.98%和12.41%，对应EPS分别为28、23、21倍。同时参考其他油服公司Wind一致预测2019年PE均值32倍，考虑到中海油在“三桶油”中相对较好的盈利能力和经营质量，以及公司从中海油资本开支增长直接受益程度较高，我们认为公司业绩复苏的概率高于其他油服公司，给予中海油服2019年32-35倍PE估值，目标价17.31-18.93元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：原油价格波动、中海油勘探开发资本开支投入不及预期、服务日费率回升不及预期、油气产业政策波动的风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	4,772
流通A股(百万股)	2,960
52周内股价区间(元)	8.26-15.56
总市值(百万元)	72,051
总资产(百万元)	77,438
每股净资产(元)	7.63

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17,516	21,946	27,469	29,521	31,580
+/-%	15.60	25.29	25.17	7.47	6.97
归属母公司净利润(百万元)	42.77	70.80	2,581	3,123	3,510
+/-%	100.37	65.54	3,546	20.98	12.41
EPS(元,最新摊薄)	0.01	0.01	0.54	0.65	0.74
PE(倍)	1,685	1,018	27.91	23.07	20.53

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心观点及公司逻辑	4
中海油服：全球最具规模的油服公司之一，业绩复苏趋势明显	5
布局四大板块，提供油气勘探开发一体化服务	6
公司业绩持续复苏，毛利率改善明显	7
海油成本下降经济性初显，海上油气投资或趋于活跃	9
海油盈亏平衡点持续下降，高油价或非投资必选项	9
全球油气资本支出温和增长，海油景气度回升	10
我国油气勘探开发投资有望持续增加，推动油服行业景气向好	12
勘探开发“七年行动”拉开序幕，油公司有望进入资本开支扩张期	12
油服公司收入与油公司资本开支正相关，油服新一轮景气周期有望开启	13
轻资产模式+油公司资本开支上行，油服龙头业绩持续复苏	14
轻资产转型成效初显，经营性净现金流充裕	14
全面受益中海油资本支出加码，收入增长有望持续	14
下游需求提振有望带动钻井服务量价齐升，中长期业绩弹性较大	16
盈利预测及投资建议	18
盈利预测	18
可比公司估值	22
PE/PB - Bands	22
风险提示	22

图表目录

图表 1：中海油服发展历程	5
图表 2：中海油服股权结构（截止 2019 年 9 月底）	5
图表 3：油气行业产业链示意图	6
图表 4：2018 年中海油服业务领域	6
图表 5：2018 年中海油服业务布局	6
图表 6：中海油服 2019H1 各业务营收占比	7
图表 7：中海油服各业务毛利率	7
图表 8：中海油服 2014-2019Q1-3 年营业收入及同比增速	7
图表 9：中海油服 2014-2019Q1-3 年归母净利润及同比增速	7
图表 10：2014Q4-2019Q3 公司单季度毛利率及累计毛利率情况	8
图表 11：2014-2019H1 公司各业务营收及同比	8
图表 12：2018~2025 年，全球将新增油气开发项目资本开支	9
图表 13：2011 年至 2019 年 10 月底国际油价	9
图表 14：不同类型的海油盈亏平衡点价格（Brent）	9
图表 15：全球油气资本开支投资及增速	10

图表 16:	全球主流油公司 2019 年预计上游油气投资及增速.....	10
图表 17:	2012-2019E 全球海上钻井市场规模	11
图表 18:	全球海上项目批准数及类型.....	11
图表 19:	中海油勘探开发资本支出概况	12
图表 20:	三大油公司勘探开发资本开支增速.....	12
图表 21:	中石化勘探开发资本开支和石化油服收入关系	13
图表 22:	中海油勘探开发资本开支和中海油服收入关系	13
图表 23:	中海油服资本开支	14
图表 24:	2007-2019Q3 中海油服资产负债率.....	14
图表 25:	2007-2019Q1-3 中海油服经营性净现金流	14
图表 26:	2010-2018 年中海油营业收入来源拆分.....	15
图表 27:	中海油桶油成本及桶油作业费用.....	15
图表 28:	三桶油销售净利率对比	15
图表 29:	中海油近五年探井工作量	16
图表 30:	中海油三年滚动产量目标	16
图表 31:	中海油 2019 年新项目	16
图表 32:	中海油服钻井平台数.....	16
图表 33:	中海油服钻井平台日历天使用率.....	16
图表 34:	全球范围>7500 英尺的半潜式平台日费率和使用率	17
图表 35:	东南亚高规格自升式钻井平台 (361-400 IC) 日费率和使用率.....	17
图表 36:	海外可比公司 2019Q1-3 平台利用率情况一览.....	17
图表 37:	中海油服钻井平台平均日收入	17
图表 38:	钻井服务收入预测表.....	19
图表 39:	2019-2025 年中海油探明储量复合增长率预测.....	19
图表 40:	油田技术服务收入预测表	20
图表 41:	船舶服务收入预测表.....	20
图表 42:	物探及工程勘察服务收入预测表.....	20
图表 43:	2019H1 经营利润率倒算毛利率	21
图表 44:	分业务毛利率预测	21
图表 45:	期间费用率预测表	21
图表 46:	可比公司估值 (数据日期: 2019/11/14)	22
图表 47:	中海油服历史 PE-Bands	22
图表 48:	中海油服历史 PB-Bands	22

核心观点及公司逻辑

中海油服成立于2001年，于2002年11月在香港联合交易所主板上市，后于2007年9月在上海证券交易所上市，是全球最具规模的综合型油田服务供应商之一。由于2013-2014年高油价时代，全球海油钻井平台大规模扩产导致行业供给过剩及随后的油价断崖式下跌等因素，公司收入于2015及2016年大幅下滑，且由于其重资产属性，公司于2016年计提大额资产减值损失，导致2016年业绩亏损115个亿。我们认为，油服及油气设备行业由于重要变量较多，且变量波动性较大，故市场对油服及油气设备行业的趋势判断分歧较大，具备一定预期差。我们对报告的核心观点和推荐逻辑总结如下：

1) 全球范围来看，整体海油市场的趋势主要有两方面：1.技术不断突破下，海油开采成本逐步下降，据 Rystad Energy，截止2019年年中，浅海开采成本仅为49美元/桶，深海为58美元/桶，在目前油价水平下（2019年前十个月布伦特原油均价为64美元/桶），海油开采经济性逐步凸显；2.全球海油景气度有望逐步回升，据 Rystad Energy 预测，在60-70美元的油价区间中，海油市场有望在2025年前每年实现7%的增长。全球海油市场的温和复苏叠加海油开采成本的下降有望带动公司工作量及盈利能力的提升。

2) 国内角度来看，2019年是“七年计划”的开局之年，三大油公司积极响应号召，有望大力推动增储上产。据公司历年年报，公司营业收入的约60%-70%均来自于中海油及其关联方，公司有望全面受益中海油资本支出加码。据中海油“七年行动计划”，到2025年公司勘探工作量和探明储量要翻一番。公司有望直接受益中海油勘探开发力度的加大，业绩复苏概率较高。

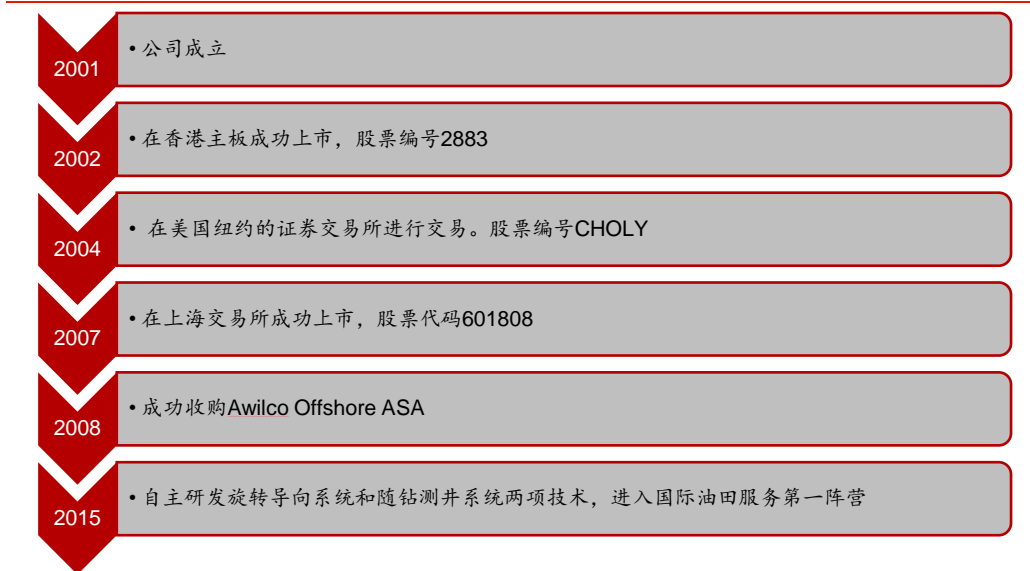
3) 短期来看，公司践行轻资产模式卓有成效，一方面重资产业务公司选择以租代建，在产能过剩的市场上，租赁合同相对租期灵活费率优惠；一方面公司大力扩张油田技术服务类轻资产及高技术含量业务，以调整公司收入结构，提升公司盈利能力。公司已于2016年计提大额资产减值损失，未来资产减值压力相对较小。长期来看，如全球海油市场持续复苏，全球海油钻采需求提升，有望带动服务业务量价齐升，中长期公司业绩弹性较大。

公司有望直接受益中海油资本开支增长，各项业务工作量有望显著增加，带动盈利能力改善。同时参考其他油服公司 Wind 一致预测2019年PE估值均值32倍，考虑到中海油在“三桶油”中相对较好的盈利能力和经营质量，以及公司从中海油资本开支增长直接受益程度较高，我们认为公司业绩复苏的概率高于其他油服公司，给予中海油服2019年32-35倍PE估值，目标价17.31-18.93元，首次覆盖，给予“增持”评级。

中海油服：全球最具规模的油服公司之一，业绩复苏趋势明显

中海油田服务股份有限公司是全球最具规模的综合型油田服务供应商之一。公司拥有亚太地区最强大的海上石油服务装备群，服务贯穿海上石油及天然气勘探，开发及生产的各个阶段。公司成立于2001年，于2002年11月在香港联合交易所主板上市，后于2007年9月在上海证券交易所上市，公司自2002年重组上市以来，经受了2009年和2014年下半年开始的两次行业寒冬的考验，总体上实现了高速发展。

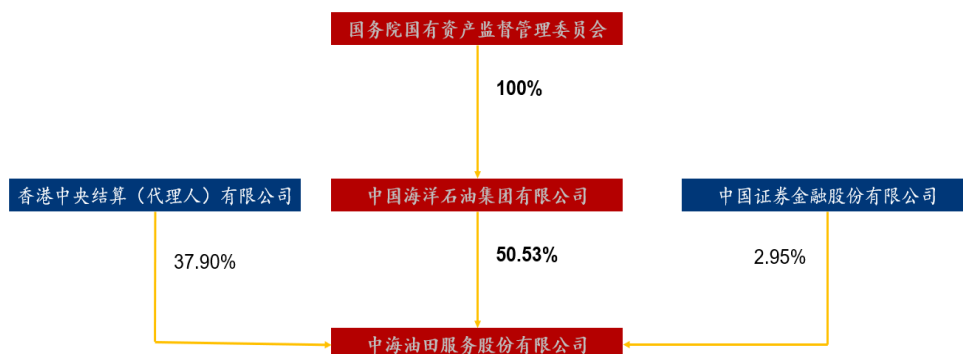
图表1：中海油服发展历程



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

公司股权结构集中，隶属于中海油，实际控制人为国资委。公司由中国海洋石油集团有限公司（以下简称“中海油”）直接控股。据公司公告，截至2019年9月底，中海油持有公司50.53%股份。中海油是国务院国有资产监督管理委员会直属的特大型国有企业，是中国最大的海上油气生产商。公司主要向中海油就其近海石油及天然气勘探、开发及生产活动提供油田服务，同时中海油向公司提供装备租赁、设备、原料及公共设施服务。

图表2：中海油服股权结构（截止2019年9月底）

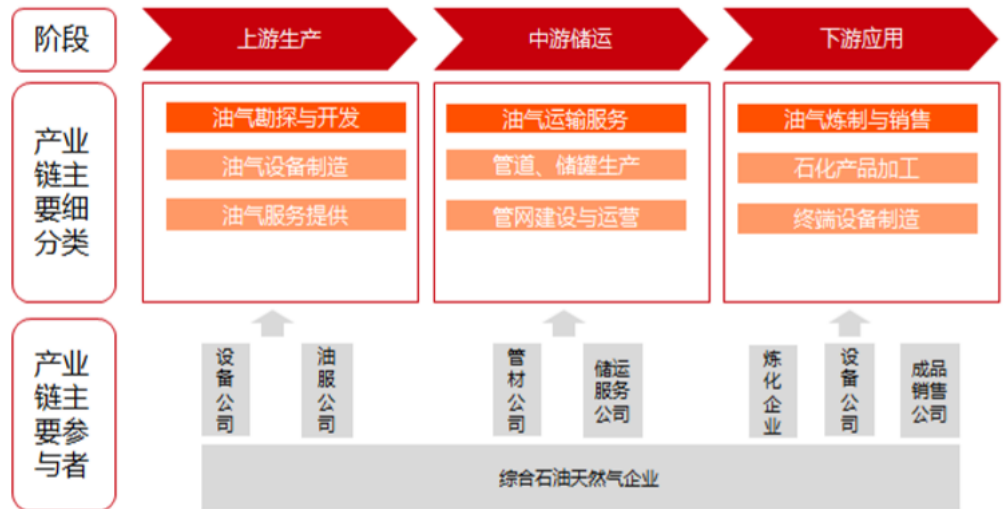


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

布局四大板块，提供油气勘探开发一体化服务

公司提供油气产业链上游勘探生产一体化服务。油服产业属于上游生产环节，主要包括油田技术服务和油气设备，其中油田技术服务是指在石油公司勘探、开发过程中为其提供的工程和技术服务的总称。国际范围内，油田技术服务标准定义包括 5 大板块 32 项服务：物探、钻完井、测录试、油田生产和油田工程建设 5 大服务板块，服务内容主要包括地震勘探、钻井完井、测井录井、油气开采、油田建设等方面。中海油服通过四大板块的业务向客户提供在石油及天然气勘探、开发与生产的各个阶段所需的单一业务作业服务、捆绑服务、一体化服务及总承包作业服务，实现全板块完整覆盖。

图表3：油气行业产业链示意图



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

公司主营业务包括四个板块，业务布局广泛，市场规模居世界前列。公司的主营业务分为油田技术服务、钻井服务、船舶服务、物探勘察服务四个板块，多个业务市场规模位于世界前列。据公司 Investor Presentation，2018 年，公司钻井平台规模位居全球第二，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。公司业务在国外多个国家和地区均有布局，服务区域包括中国及亚太、中东、远东、欧洲、美洲和非洲等地区和国家。2018 年公司围绕国际化发展战略，加快海外六大区域的建设和布局，加强重点市场和核心客户的沟通交流，海外市场规模效应逐步发挥。

图表4：2018 年中海油服业务领域



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

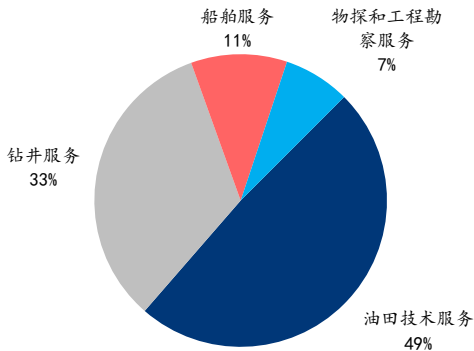
图表5：2018 年中海油服业务布局



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

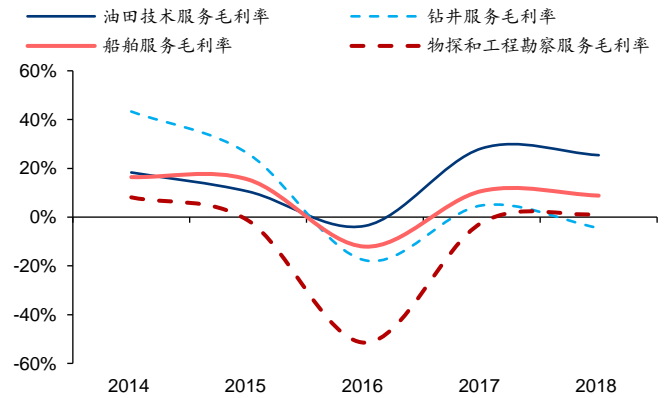
油田技术服务和钻井服务贡献公司主要营收。2019H1 公司营收 135.63 亿元，油田技术服务板块营收 66.31 亿元，占比高达 49%，贡献近一半营收，其次是钻井服务，营收 44.92 亿元，占比 33%，两者合计贡献 82% 营收。船舶服务及物探和工程勘察服务营收占比分别为 11%、7%。从盈利能力来看，营收占比最高的油田技术服务板块毛利率连续三年领先其他三个板块。

图表6：中海油服 2019H1 各业务营收占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7：中海油服各业务毛利率

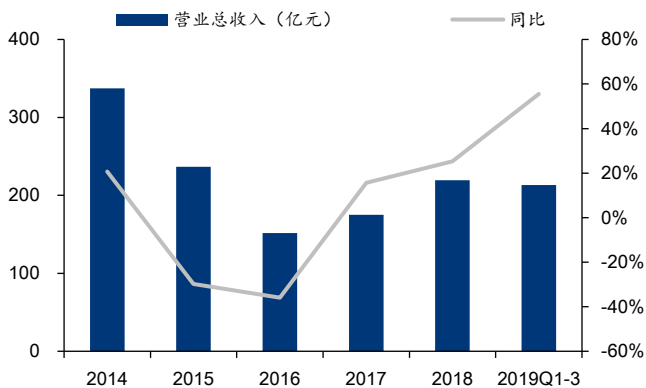


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司业绩持续复苏，毛利率改善明显

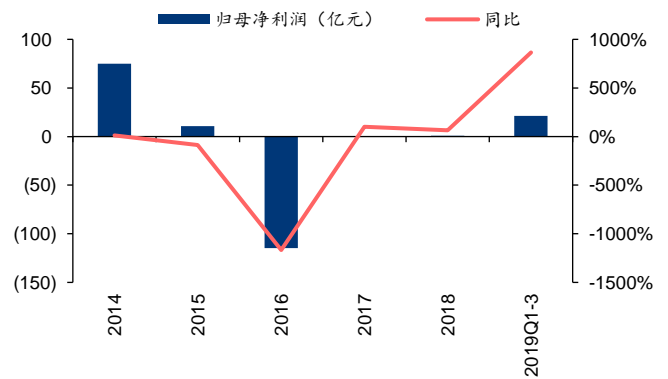
2016 年以来公司业绩持续向好，复苏趋势明显。自 2016 年一轮行业寒冬褪去后，公司的业绩随之改善，2017 年扭亏为盈，营收和归母净利润重上增长轨道。公司 2018 年实现营收 219.46 亿元，同比增长 25%，归母净利润 0.71 亿元，同比增长 66%。公司 2019 年前三季度实现营收 213.34 亿元，同比增长 55.52%，归母净利润 21.19 亿元，同比增长 866%，远超 2018 年全年归母净利润，复苏趋势明显。

图表8：中海油服 2014-2019Q1-3 年营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

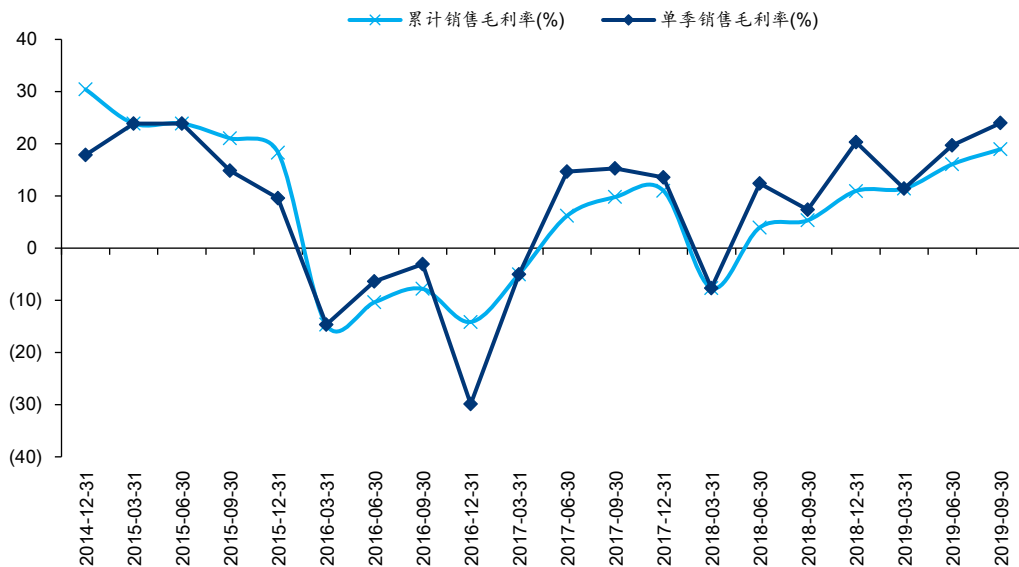
图表9：中海油服 2014-2019Q1-3 年归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2016 年起公司盈利水平持续震荡回升。据公司公告，2019 年前三季度公司实现毛利率 18.94%，2019Q3 单季度销售毛利率为 23.96%，已回升至接近 2014 年高油价时期水平，盈利能力改善明显。

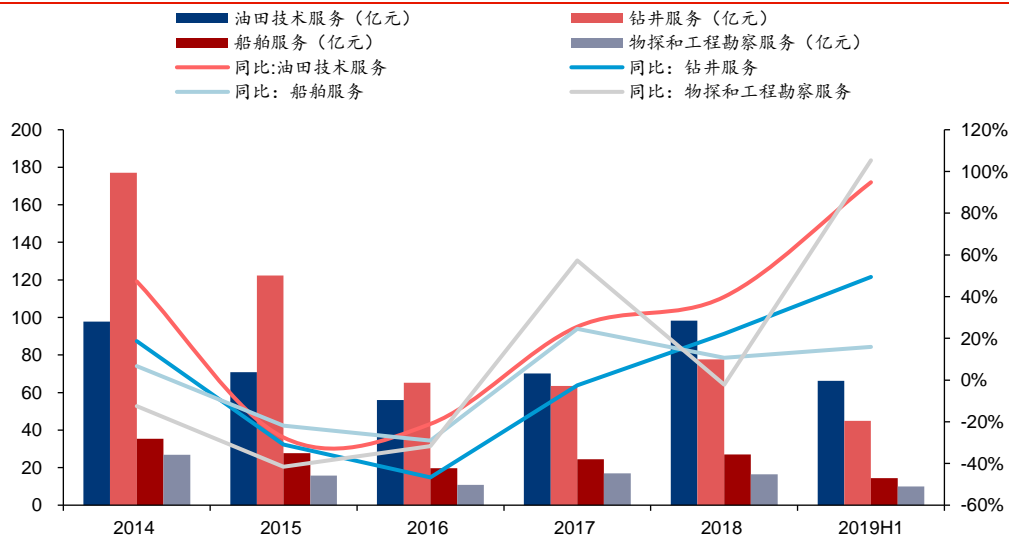
图表10： 2014Q4-2019Q3 公司单季度毛利率及累计毛利率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司各业务板块营收增长明显。2019H1，公司油田技术服务服务、钻井服务、船舶服务、物探和工程勘察服务营收分别增长 94.81%、49.42%、15.88%以及 105.34%，复苏强劲。除船舶业务外，增速均创 2014 年以来新高，船舶业务增速较 2018 年的 10.61%增加了 5.27PCT。随着国内油公司进一步提高资本开支，加大勘探开发力度，公司工作量有望持续提升。

图表11： 2014-2019H1 公司各业务营收及同比

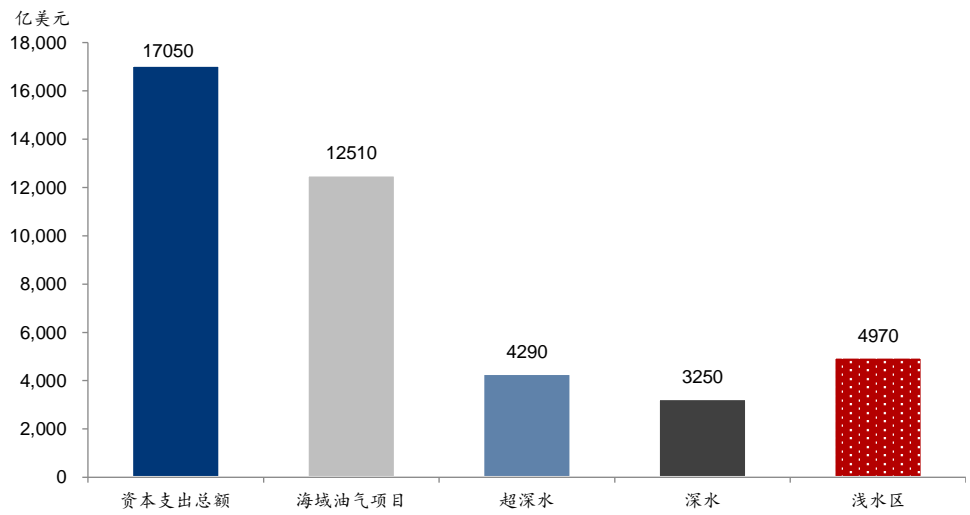


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

海油成本下降经济性初显，海上油气投资或趋于活跃

全球海洋油气勘探开发迎来新机遇。随着陆上油气资源开采难度和成本的增加，世界油气勘探开采正逐渐转向海洋。深水、超深水海域，勘探程度低，油气资源储量丰富。据中国石油网，自2018年来，南美北海岸、北美墨西哥湾等区域相继获得多处重大油气勘探突破，深水油气正逐渐成为未来油气产量新的增长点和石油公司上游投资的焦点。据GlobalData统计，2018-2025年全球将新增油气开发项目615个，在整个周期内共需资本支出约1.7万亿美元，有望生产原油超过120.03亿吨，天然气24.56万亿立方米。在这些资本支出中，海域油气项目共支出12510亿美元，占支出总额的73.4%。其中，超深水、深水和浅水区的资本支出分别为4290亿美元、3250亿美元和4970亿美元。

图表12：2018~2025年，全球将新增油气开发项目资本开支



资料来源：GlobalData，中国石油新闻中心，华泰证券研究所

海油盈亏平衡点持续下降，高油价或非投资必选项

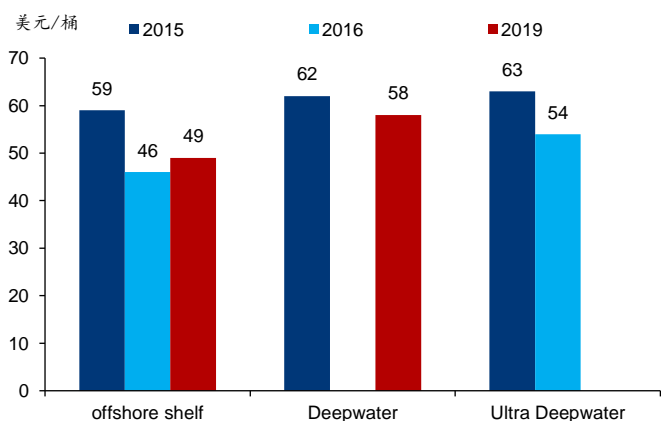
国际油价走出2016年的低谷。2014年下半年以来，受益于美国页岩油气技术的发展，美国原油产量持续上升，全球原油供应充分，而国际经济增速放缓，原油需求的增长较为疲软，国际油价一路下跌，2016年1月20日Brent原油跌破28美元/桶，而后随着OPEC国家减产协议的达成和执行，油价出现反弹趋势，2016年Brent原油平均价格为45美元/桶，2018年4月突破了70美元大关，截至2019年10月底，Brent油价为60美元/桶。

图表13：2011年至2019年10月底国际油价



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14：不同类型的海油盈亏平衡点价格 (Brent)



资料来源：Rystad Energy，华泰证券研究所

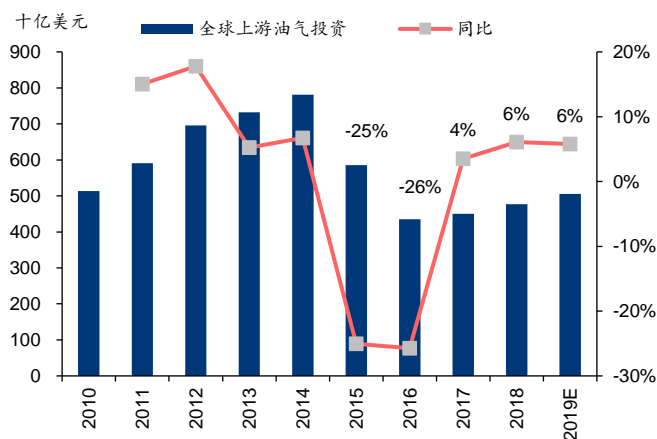
海油盈亏平衡点持续下降，经济性显现。 Rystad Energy 在其 2015 年 10 月的报告中指出，全球海油对应的 Brent 原油盈亏平衡价格范围为 59-63 美元/桶，得益于海上石油开采技术的发展以及海上钻井业务的合并带来的规模效应，海上油气开采成本大幅降低。Rystad Energy 2016 年 4 月公布的全球石油成本曲线中，海油盈亏平衡点降至每桶 54 美元，其中浅水领域的开采成本更是降至 46 美元/桶。据 Rystad Energy，深水领域的盈亏平衡价格从 2015 年的 62 美元/桶降至 2019 年的 58 美元/桶。

高油价或非投资必选项。 Rystad Energy 预计，如果 Brent 原油的价格跌至每桶 50 美元，到 2022 年，该水平的价格仍足以支撑海油市场 5% 的年增长率。据 Rystad Energy 预测，在 60-70 美元的油价环境中，海油市场收入规模有望在 2025 年前每年实现 7% 的增长。据 Wind，2019 年前 10 个月的 Brent 油价中枢约为 64 美元/桶，我们认为，在目前的油价环境下，海洋油气的开采已高于盈亏平衡点。

全球油气资本支出温和增长，海油景气度回升

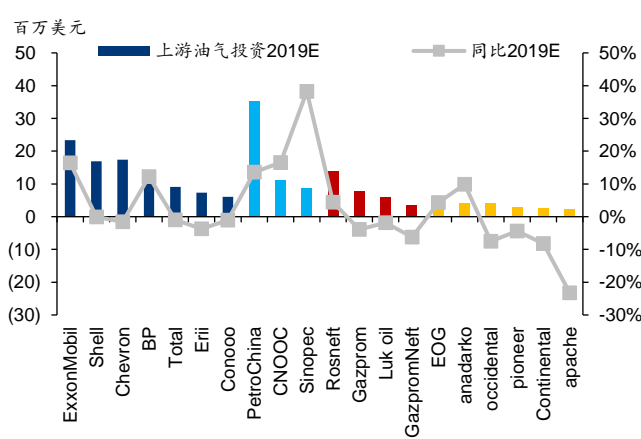
2019 年全球油气资本开支有望持续增长。 随着 2016 年后国际油价止跌企稳，全球上游石油和天然气投资额开始温和增长。据 IEA，2018 年上游投资总额约 4773 亿美元，较 2017 年增长 6%。在深水领域，自 2018 年来，南美北海岸、北美墨西哥湾等区域相继获得多处重大油气勘探突破，巴西等海上油气资源国也持续加大上游油气对外合作力度。据 IEA 预测，2019 年全球油气资本开支约为 5050 亿美元，同比增加 6%，有望延续此前温和增长态势。

图表15： 全球油气资本开支投资及增速



资料来源：IEA，华泰证券研究所

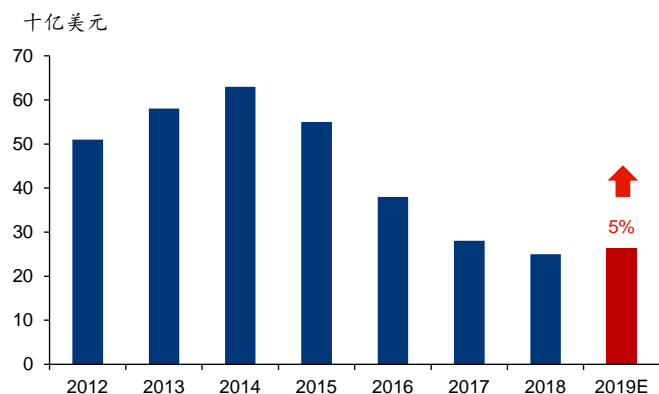
图表16： 全球主流油公司 2019 年预计上游油气投资及增速



资料来源：Rystad Energy，华泰证券研究所

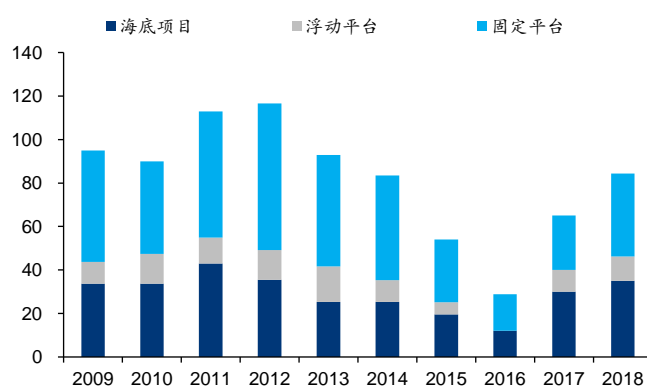
海油资本支出增加，海上钻井市场恢复增长。 据 Rystad Energy，2019 年油公司计划新开发 110 个新的海底项目，2018 年仅 96 个，2016 年仅 43 个。受益海油资本开支回升，全球海上钻井市场收入规模也将恢复增长。据 Spear&Associate，2019 年全球海上钻井市场收入规模有望达到 260 亿美元，同比增长 5%。

图表17: 2012-2019E 全球海上钻井市场规模



资料来源: Spear&Associate, IFPEN, 华泰证券研究所

图表18: 全球海上项目批准数及类型



资料来源: Spear&Associate, IFPEN, 华泰证券研究所

海上项目批准数自 2016 年触底起持续增加。据 Spear&Associate, 2018 年海上项目的批准数量同比增长 29%。油公司在倾向于在油价疲软时推迟其开发项目, 但 2016 年起油价触底逐步回升, 使得之前已经待命的项目逐步启动。

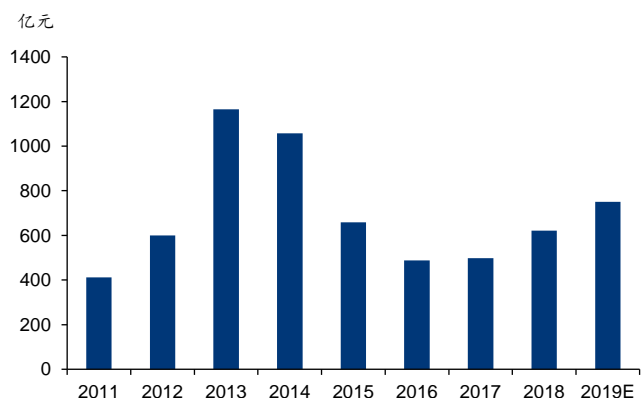
我国油气勘探开发投资有望持续增加，推动油服行业景气向好 勘探开发“七年行动”拉开序幕，油公司有望进入资本开支扩张期

我国正面临严峻的能源安全问题。作为全球最大的一次能源消费国，中国对石油天然气的需求将不断提升，能源安全问题凸显。一方面，据 Wind，2018 年中国原油、天然气对外依存度分别高达 70%、45.3%；另一方面，美国页岩油气革命引发全球能源格局巨变，伊朗、委内瑞拉等产油国屡遭美国制裁，且中美贸易摩擦不断升级，能源安全问题日益凸显。

多个政策出台加码油气勘探生产。2017 年油、气“十三五”规划将“加强勘探开发，增加国内资源供给”作为重点任务，2018 年 9 月，国务院发布《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，要求加大国内勘探开发力度，各油气企业要全面增加国内勘探开发资金和工作量投入，力争到 2020 年底前国内天然气年产量达到 2000 亿立方米以上，而 2018 年产量约为 1600 亿立方米，仍有缺口。2019 年 5 月 24 日，国家能源局召开“大力提升油气勘探开发力度工作推进会”，第一次在油气勘探开发行业提出“七年行动”计划，要求石油企业要落实增储上产主体责任。

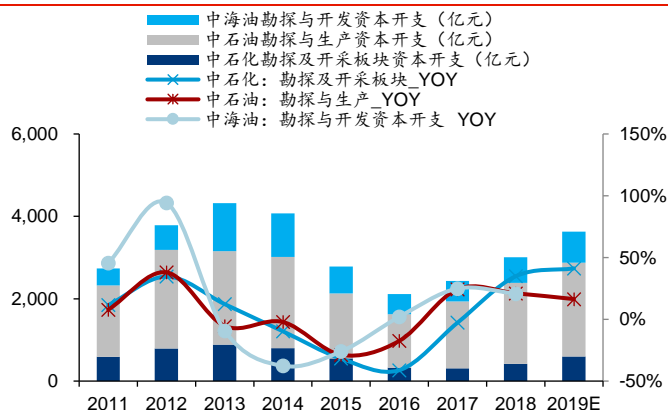
三大油公司积极响应中央政府号召，勘探开发资本开支有望持续增加。受益油价回暖以及政策督促，我国三大石油公司中石化、中石油、中海油均将增储上产作为工作目标，2016 年以后各公司均进入资本开支扩张期。2019 年各公司计划资本开支较 2018 年实际支出增长明显。过去三年三家油公司合计发生勘探开发资本开支分别为 2112、2430、3004 亿元，2019 年这一数字计划增加到 3628 亿元，同比增加 21%。

图表19：中海油勘探开发资本支出概况



资料来源：中海油年报，华泰证券研究所

图表20：三大油公司勘探开发资本开支增速

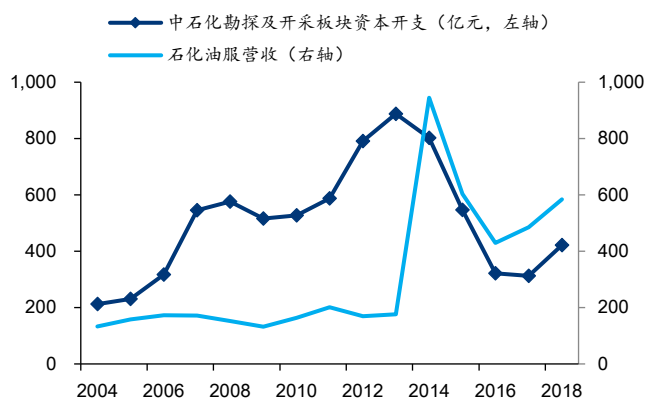


资料来源：中石化、中石油、中海油年报，华泰证券研究所

油服公司收入与油公司资本开支正相关，油服新一轮景气周期有望开启

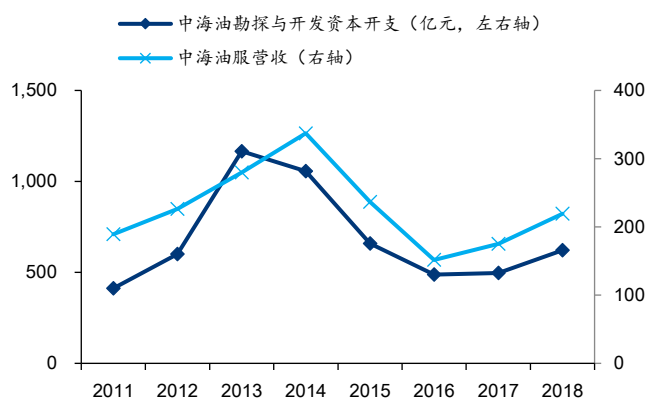
油服公司收入和油气公司勘探开发资本开支呈同向变动趋势，滞后约0-1年。油气公司的勘探开发资本开支是下属油服公司营业收入的主要来源，二者具有较强的联动关系，我们着重分析了中石化和石化油服、中海油和中海油服的关系。油服公司的营业收入变动与对应的油气公司的勘探开发资本开支变动高度趋同，时滞约为0-1年。

图表21： 中石化勘探开发资本开支和石化油服收入关系



资料来源：中石化、石化油服年报，华泰证券研究所

图表22： 中海油勘探开发资本开支和中海油服收入关系

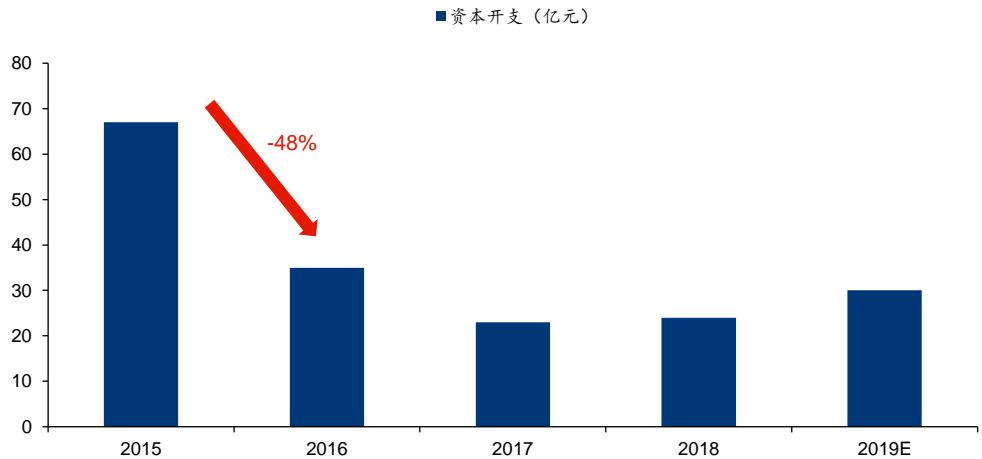


资料来源：中海油、中海油服年报，华泰证券研究所

轻资产模式+油公司资本开支上行，油服龙头业绩持续复苏 轻资产转型成效初显，经营性净现金流充裕

公司2016年开启轻资产模式，资本开支大幅降低。2014年下半年至2016年初，国际油价经历了一轮下跌周期，油气公司大幅削减资本开支，油田服务市场需求减少明显，公司积极应对行业新形势，严控资本开支规模，装备由“建买租管”变“优先租赁”，并且在2016年提出将“租赁”作为未来公司装备发展的常态模式。基于这种轻资产模式，公司的资本性支出由2015年的67亿大幅降低48%至2016年的35亿，并且有望持续保持较低的资本开支水平。

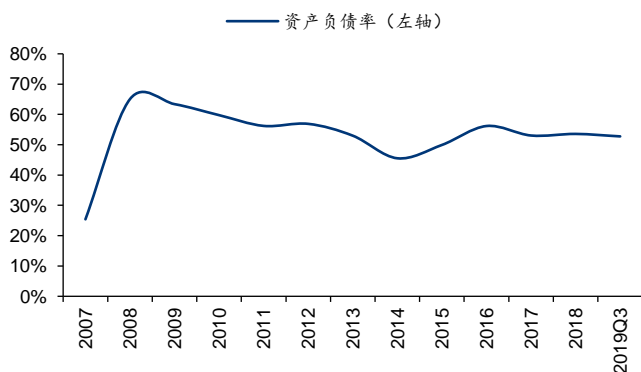
图表23：中海油服资本开支



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

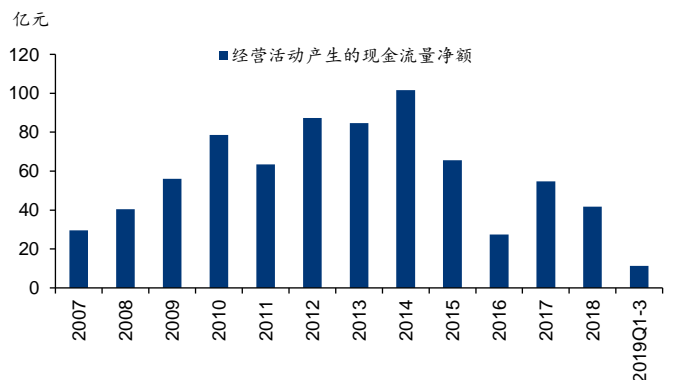
受益于轻资产模式，公司财务状况逐步优化，现金流充裕。据调研，考虑到整体钻井平台及船舶行业目前供过于求情况，公司可获得价格优惠，周期灵活的短期租赁合同，较少存在有工作量而无工作设备的情况。同时，短期租赁属于经营租赁，按照直线法计入成本，据调研，租赁成本小于新建设备的折旧成本，因此有望提升公司毛利率水平。公司实现轻资产转型以来，财务状况得到较大改善，据公司公告，公司资产负债率从2016年底的56.18%下降至2019年三季度末的52.75%。2019年前三季度实现经营性净现金流11.34亿元，同比增长250%。

图表24：2007-2019Q3中海油服资产负债率



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表25：2007-2019Q1-3中海油服经营性净现金流

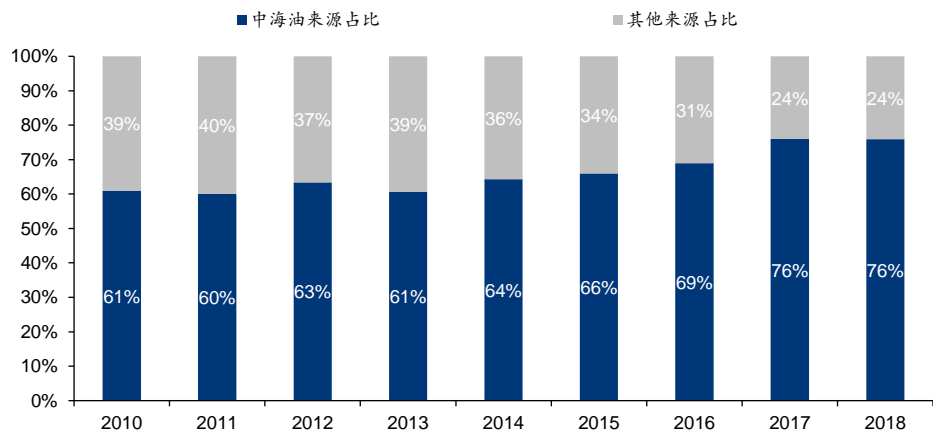


资料来源：wind，华泰证券研究所

全面受益中海油资本支出加码，收入增长有望持续

中海油及其关联方贡献公司60%-70%营业收入。中海油服隶属中海油，据公司年报显示，2010年以来，中海油服每年的营业收入有60%-70%来源于中海油及其关联方，2017、2018年这一比例跃升至76%，中海油服的业绩受中海油经营情况影响较大。

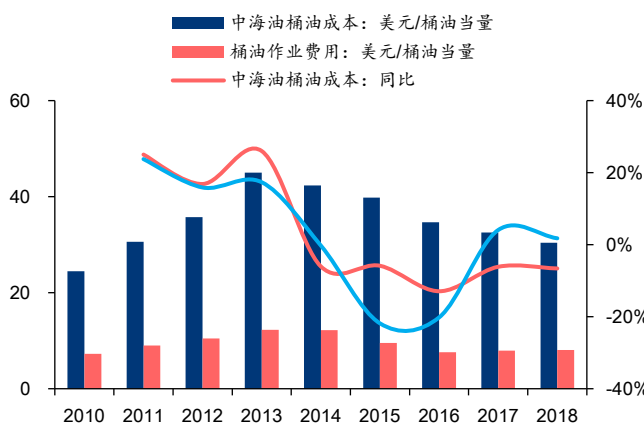
图表26： 2010-2018年中海油营业收入来源拆分



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

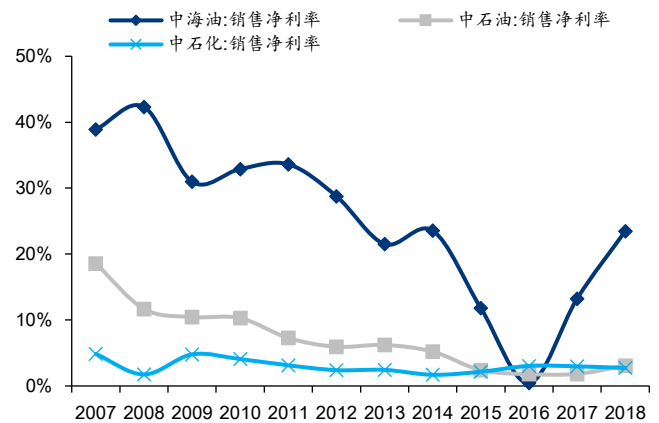
中海油具有较强的成本控制能力，在三桶油中盈利能力出色。据中海油 2013-2018 年年报，得益于成本管控和储量增加，中海油桶油主要成本连续五年录得下降，从 2013 年的 45.02 美元/桶油当量，降低至 2018 年的 30.39 美元/桶油当量，降幅达 32%，桶油作业费用也呈现下降趋势。成本不断走低有助于释放利润空间，2016-2018 年中海油的盈利能力不断提升，2018 年销售净利率大幅高于中石油和中石化。

图表27： 中海油桶油成本及桶油作业费用



资料来源：中海油公告，华泰证券研究所

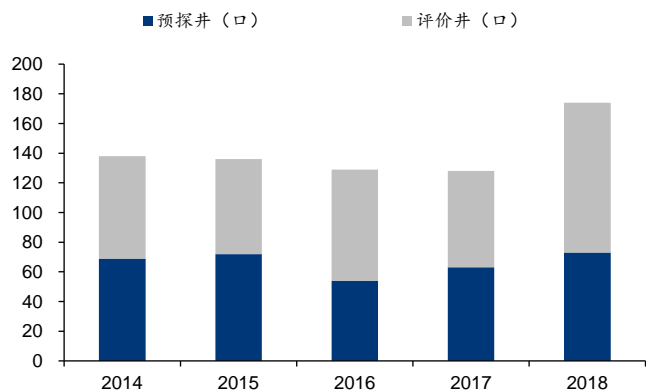
图表28： 三桶油销售净利率对比



资料来源：wind，华泰证券研究所

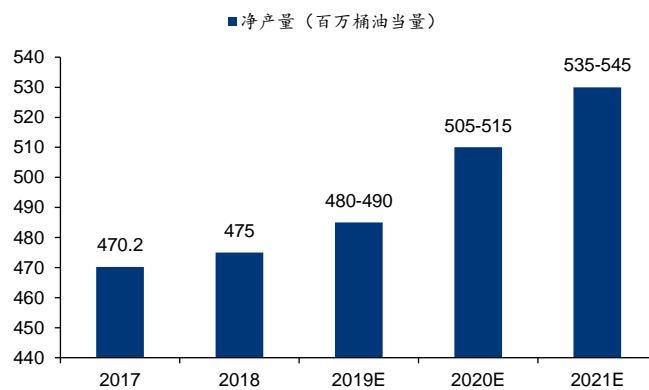
中海油加大勘探力度，中海油服有望直接受益。中海油不断加大国内勘探，积极部署海外勘探，据中海油 2013-2018 年年报，2018 年中海油探井工作量创五年新高，同比增加 36%。2019 年公司产量目标为 480-490 百万桶油当量，计划投产 6 个新项目，中海油服有望直接受益。

图表29: 中海油近五年探井工作量



资料来源: 中海油公告, 华泰证券研究所

图表30: 中海油三年滚动产量目标



资料来源: 中海油公告, 华泰证券研究所

图表31: 中海油 2019 年新项目

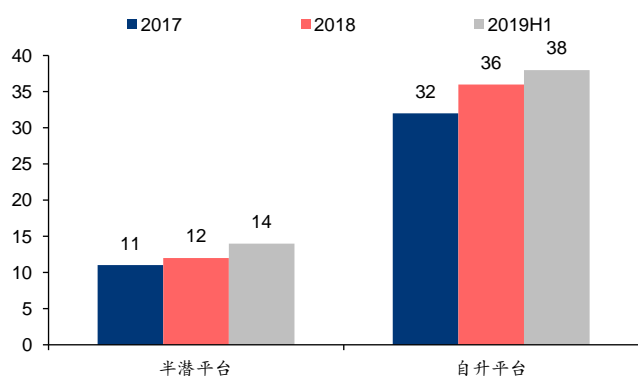
项目	地理位置	投产时间	高峰产量 (桶油当量/天)	权益
Egina 油田	尼日利亚	已提前投产	200,000	45%
联合开发项目惠州 32-5 油田综合调整/惠州 33-1 油田	南海东部	已提前投产	19,200	100%
渤中 34-9 油田	渤海	上半年	22,500	100%
Appomattox 项目	美国墨西哥湾	下半年	175,000	21%
曹妃甸 11-1/11-6 油田综合调整项目	渤海	下半年	28,700	51%-60%
文昌 13-2 油田综合调整项目	南海西部	下半年	11,500	100%

资料来源: 中海油 2019 战略展望, 华泰证券研究所

下游需求提振有望带动钻井服务量价齐升, 中长期业绩弹性较大

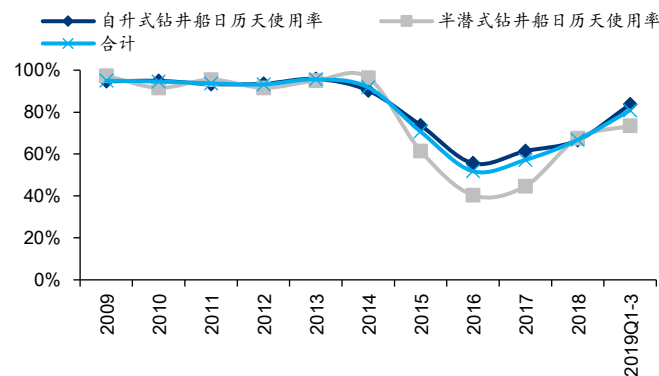
公司钻井服务产能利用率自 2016 年起持续提升。据公司公告, 截至 2019H1, 公司共管理 52 座平台, 包括 38 座自升式钻井平台、14 座半潜式平台, 钻井平台产能略有上升, 但产能利用率仍大幅提升, 2019 年 1-9 月份平台合计日历天使用率为 80.9%, 同比增加 15.6 pp。

图表32: 中海油服钻井平台数



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

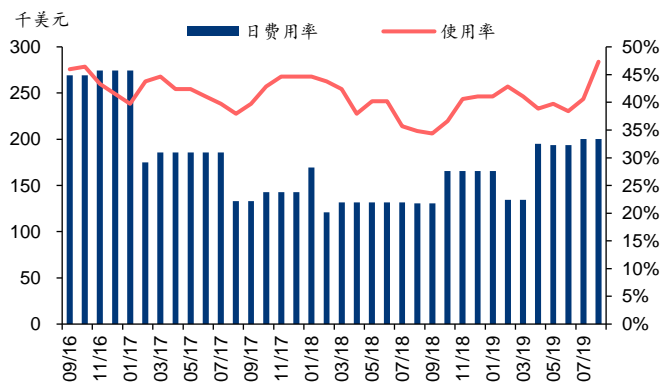
图表33: 中海油服钻井平台日历天使用率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

钻井平台使用率和日费率成正相关关系, 中长期下游需求提振有望带动钻井服务量价齐升。油气公司勘探开发投资持续增加会提高对钻井服务的需求, 而钻井平台的服务产能有限, 短期供给刚性使日费率对需求更敏感, 因此日费率与钻井平台使用率成正相关关系。据 IHS Markit, 2016 年 9 月至 2019 年 8 月间, >7500 英尺的半潜式平台及东南亚高规格自升式钻井平台 (361-400 IC) 的平均日费率与平台使用率大致成正相关关系。

图表34： 全球范围>7500英尺的半潜式平台日费率和利用率



资料来源：IHS，华泰证券研究所

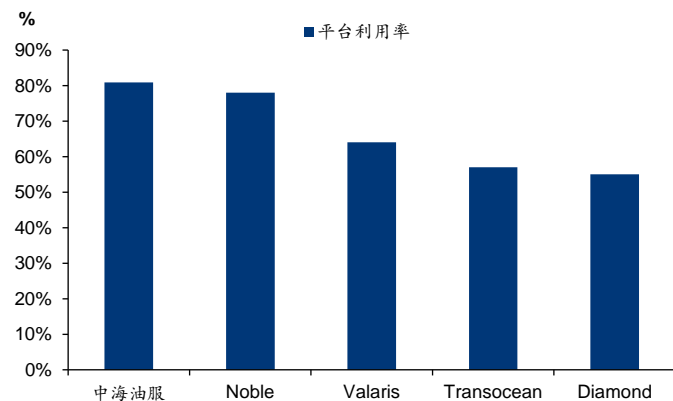
图表35： 东南亚高规格自升式钻井平台（361-400 IC）日费率和利用率



资料来源：IHS，华泰证券研究所

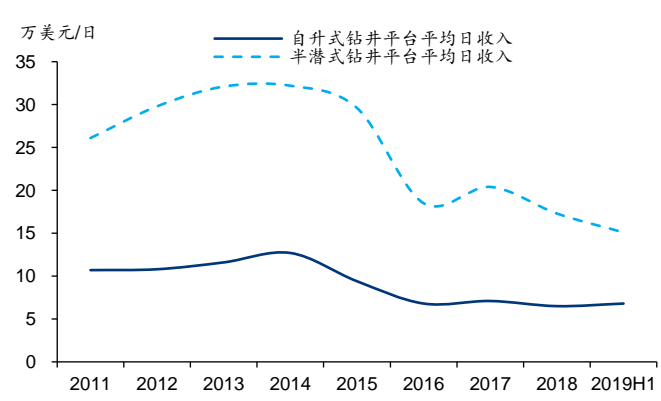
全球海油景气度逐步回暖，钻井平台使用率提升，中长期有望带动钻井服务平均日收入提升。据调研，目前全球闲置钻井平台产能超过100座，且在造产能有98座，全球范围内产能目前仍充足。据各海外主流油服公司公告，各公司产能利用率复苏程度仍慢于中海油服。我们认为，短期内各项业务日费率或仍维持稳定，公司综合日费率的提升或来自服务结构的变化。但中长期来看，全球海油景气度逐步回暖有望逐步提升钻井平台使用率，从而带动钻井服务平均日收入提升，为公司业绩提供较大弹性潜力。

图表36： 海外可比公司 2019Q1-3 平台利用率情况一览



资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

图表37： 中海油服钻井平台平均日收入



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测及投资建议

盈利预测

营业收入：我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 274.69、295.21 及 315.80 亿元，对应增速分别为 25.17%、7.47% 及 7.0%，收入的具体构成及分项预测如下：

1) 钻井服务

钻井服务的测算公式如下：

$$\begin{aligned} \text{钻井平台作业日数} &= \text{实际使用平台数} * 365 * \text{钻井平台日历天使用率} \\ \text{钻井平台总收入} &= \text{日费收入比例} * (\text{钻井平台作业日数} * \text{平均日收入}) \end{aligned}$$

注：实际使用平台数非整数主要系部分平台由于是临时租赁或调用，实际使用时间未达到一整年；钻井平台服务收入并非均是平台的日费收入，部分其他收入主要系 1) 动复员收入；2) 合同为整体大包合同时，大包合同中超出平台日费的收入；3) 提前完工的奖励收入等等。

据调研，截止 2019 年 11 月，公司拥有的平台数为 39 只，但整体市场上闲置的平台较多，租赁合同较为灵活，因此公司近期没有增加平台的计划。据公司 2019 三季度报计算，半潜式及自升式实际使用平台数分别为 34.02、12.35 台。由于半潜式平台主要用于外国海域，考虑到四季度北欧海域有冰封期，因此我们预测半潜式平台 2019 年整体实际使用数为 12 台。同时，由于全球海油有望温和复苏，我们认为 2020 及 2021 年半潜式平台的工作量有望略有增加，预计实际平台使用数有望达到 12.5 台。自升式平台由于主要用于中国的渤海海域，较少受到冰封期影响，因此我们预测自升式平台四季度使用平台数将保持稳定，预计为 34 台。同时，考虑到中海油“七年计划”有望增加资本开支，对公司自升式平台有拉动作用，我们预计 2020-2021 年自升式平台实际使用数分别为 35、36 台。

据公司 2019 年三季度报，前三季度自升式平台及半潜式平台日历天使用率分别为 83.7% 和 73.5%，考虑到海油开采的旺季顺序是二、三季度>四季度>一季度，我们认为 2019 年四季度使用率或部分拉低整体使用率水平，因此预计 2019 年自升式平台及半潜式平台日历天使用率分别为 80% 和 70%。同时考虑到该指标为日历天使用率，因此需要将每年维修检查及工程间运输调配的时间纳入考虑，我们认为，自升式平台 80% 的使用率水平已经较高，公司可能会倾向于增加平台数而非在此基础上提高使用率来应对增加的工作量，因此预计 2020-2021 年自升式平台使用率将维持 80%，而半潜式平台使用率有望受益全球海油复苏略有缓慢提升，预计 2020-2021 年使用率将分别为 71% 和 72%。

由于日均收入主要由平台供求决定，而经上文分析，全球平台产能较为充足，因此我们预计，短期内各项业务日费率或仍维持稳定，各平台日收入的变化或来自服务结构的变化，因此我们预计 2019-2021 年的平台日收入为 2016-2018 年三年平均，主要系经过 2013-2014 年的平台大扩产之后，2016-2018 年平台的供需格局与目前较为接近。因此对应自升式和半潜式平台 2019-2021 年平均日收入分别为 46.43 和 127.91 万元/日。考虑到每年来自日费收入之外的收入比例都略有波动，我们用 2016-2018 年日费占钻井服务收入比例的平均作为 2019-2020 年的预测比例，这一比例为 86.57%。

综上可以计算得，2019-2021 年钻井服务总收入分别为 98.55、102.68、104.92 亿元，同比增长 26.90%、4.19% 和 2.18%。

图表38： 钻井服务收入预测表

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
自升式平台实际使用数	32.72	33.24	32.14	34.02	34.00	35.00	36.00
半潜式平台实际使用数	10.58	11.02	11.00	11.64	12.00	12.50	12.50
合计	43.30	44.26	43.14	45.66	46.00	47.50	48.50
自升式钻井平台日历史使用率	73.70%	55.60%	61.40%	66.60%	80.00%	80.00%	80.00%
半潜式钻井平台日历史使用率	61.50%	40.40%	44.70%	67.50%	70.00%	71.00%	72.00%
合计	70.70%	51.80%	57.20%	66.80%	77.39%	77.63%	77.94%
自升式钻井平台作业日数	8,802	6,745	7,203	8,271	9,928	10,220	10,512
半潜式钻井平台作业日数	2,374	1,625	1,794	2,867	3,066	3,239	3,285
合计	11,176	8,370	8,997	11,138	12,994	13,459	13,797
自升式钻井平台平均日收入(万元/日)	64.19	46.43	48.48	44.38	46.43	46.43	46.43
半潜式钻井平台平均日收入(万元/日)	202.11	126.32	139.30	118.13	127.91	127.91	127.91
钻井平台日费收入(亿元)	104.48	51.85	59.91	70.58	85.32	88.89	90.83
钻井平台日费收入/钻井服务总收入	85.43%	79.52%	89.31%	90.88%	86.57%	86.57%	86.57%
钻井服务总收入(亿元)	122.29	65.20	67.08	77.66	98.55	102.68	104.92
YoY-钻井服务总收入	-30.94%	-46.68%	2.88%	15.77%	26.90%	4.19%	2.18%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2) 油田技术服务

据中海油《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》，提到2025年，公司勘探工作量和探明储量要翻一番。据此我们以2018年的探明储量油当量为基准，计算出如需达到计划目标，2025年的探明储量油当量为99.75亿桶。据公司Investor Presentation对2019年的RRR及产量油当量目标，可计算出2019年预计探明储量油当量为50.85亿桶，以及2019-2025年探明储量复合增长率为11.89%。

图表39： 2019-2025年中海油探明储量复合增长率预测

	2016	2017	2018	2019E
中海油储采比(年)	8.10	10.30	10.50	10.48
中海油RRR(%)	0.08	3.05	1.26	1.20
中海油产量油当量(百万桶)	476.90	470.20	475.00	485.00
中海油探明储量油当量(百万桶)			4987.50	5084.50
2025年探明储量=2018*2(百万桶)				9975.00
2019-2025年探明储量复合增长率				11.89%

资料来源：中海油公司公告，华泰证券研究所

据调研，公司油田技术服务收入与中海油国内资本开支有直接联系，我们通过测算得到2014-2018五年的公司油田技术服务收入增速与中海油国内资本开支增速的相关系数为0.94，回归得油田技术服务收入增速 = 1.01*中海油国内资本开支增速。我们根据中海油Investor Presentation对2019年资本开支的计划，及国内资本开支的占比，得到2019年国内资本开支预计为48.36亿元/+33.59%，因此对应中海油服油田技术服务收入增速为33.93%。如假设每单位探明储量对应资本开支大致相等，则我们预计2020-2021年中海油资本开支增速与2019-2025年探明储量复合增长率相等，为11.89%，对应2020-2021年中海油服油田技术服务收入增速为12.01%。

图表40: 油田技术服务收入预测表

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中海油资本开支(亿元)	65.86	48.70	49.70	62.10	78.00	87.27	97.64
中海油国内资本开支(亿元)	34.702	21.25	24.74	36.20	48.36	54.11	60.54
YoY-中海油国内资本开支	-44.78%	-38.76%	16.42%	46.32%	33.59%	11.89%	11.89%
油田技术服务(亿元)	70.84	55.94	65.92	98.22	131.54	147.34	165.02
YoY-油田技术服务	-27.54%	-21.03%	17.84%	49.00%	33.93%	12.01%	12.01%

资料来源:公司公告,中海油公司公告,华泰证券研究所

3) 船舶服务

船舶服务收入的计算思路与钻井平台类似,我们认为,考虑到供给短期内仍较充裕,因此2019-2021年船舶服务日收入和2018年持平,自有船队预计为7.14万元/日,外租船队预计为5.53万元/日。据公司2019年三季报,2019年前三季度自有船队日历天使用率为94.2%,同时考虑到四季度是较淡季节,因此我们预计2019年全年自有船队日历天使用率为92%。同时由于使用率水平已较高,我们预计2020-2021年自有船队使用率将持平。由于公司践行轻资产模式,我们认为2019-2021年自由船队数量将基本保持持平,为92艘。考虑到中海油资本开支有望逐步提升,我们认为船舶服务工作量的增长主要体现在外租船队的作业日数上,我们预计2019-2021年外租船队的作业日数均同比增加10%。

综上可以计算得,2019-2021年船舶服务总收入分别为28.08、28.68、29.34亿元,同比增长3.72%、2.14%和2.31%。

图表41: 船舶服务收入预测表

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
自有船队数量(艘)	75.32	83.24	89.82	91.88	92.00	92.00	92.00
自有船队日历天使用率	87.2%	78.7%	86.7%	90.2%	92.0%	92.0%	92.0%
自有船队作业日数(天)	23974.00	23912.00	28424.00	30249.00	30894.00	30894.00	30894.00
自有船队日收入(万元)	7.64	6.45	6.94	7.14	7.14	7.14	7.14
自有船队营业收入(亿元)	18.31	15.43	19.74	21.60	22.06	22.06	22.06
外租船队作业日数(天)	13,289	7,809	8,094	9,894	10,883	11,972	13,169
作业日数-YoY	-22.66%	-41.24%	3.65%	22.24%	10.00%	10.00%	10.00%
外租船队日收入(万元)	7.06	5.40	5.85	5.53	5.53	5.53	5.53
外租船队营业收入(亿元)	9.39	4.22	4.73	5.47	6.01	6.61	7.27
船舶服务收入(亿元)	27.69	19.65	24.47	27.07	28.08	28.68	29.34
YoY-船舶服务收入	-21.87%	-29.04%	24.53%	10.63%	3.72%	2.14%	2.31%

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

4) 物探和工程勘察服务

物探和工程勘察主要范围为中国海域,一般同一片区域8-10年内仅需勘探一次,由于中国的领海面积固定,因此整体市场较为固定,且竞争对手较少,公司倾向于每年维持较为稳定的勘探量,因此我们假设2019-2021年该业务的收入增速为0。

图表42: 物探及工程勘察服务收入预测表

亿元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
物探和工程勘察服务	15.72	10.74	16.90	16.52	16.52	16.52	16.52
YoY-物探	-41.58%	-31.68%	57.36%	-2.25%	0.00	0.00	0.00

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

5) 毛利率

由于油气服务公司重资产的属性，不同收入体量下毛利率波动相对比较大，且各种服务种类多样，附加值不同，不同服务种类的结构调整也会导致毛利率的波动。同时，公司在2017年会计基准前将大部分研发费用并入营业成本而非管理费用，因此2017年以前的毛利率因口径不同，可比性较差。同时我们认为，历史年度毛利率波动较大，可比性较低。而考虑到公司与中海油的服务合同费率是一年一定，同时合同长度在3个月至1年不等，因此我们认为同一年度内的毛利率相对更有可比性。而且公司2019年Q1/H1/Q3定期报告未披露分项毛利率，因此我们以公司港股半年报的经营利润率为基准，加回期间费用率，倒算出分项业务的毛利率。

图表43：2019H1 经营利润率倒算毛利率

	经营利润率	税金及附加	销售费用	管理费用	研发费用	财务费用	资产减值损失	倒算毛利率
钻井服务	5.62%	0.08%	0.11%	2.25%	2.04%	3.85%	0.01%	13.96%
油田技术服务	17.96%							26.29%
船舶服务	9.77%							18.10%
物探采集及工程勘察服务	1.83%							10.17%

资料来源：公司港股公告，华泰证券研究所

据调研，由于国外市场供大于求的问题更严重，且国外行业竞争更加市场化，公司各项业务的毛利率均是国内高于国外，考虑到公司国外的作业地大多在北欧，四季度或将进入冰封期，部分设备进入空闲状态，或进一步拉低毛利率，因此我们保守估计2019年的除物探和工程勘察服务的另三项毛利率。考虑到物探和工程勘察服务全在中国海域，我们维持其2019-2021年的毛利率为10.17%。考虑到我们预计的2019-2021年另三项服务收入维持稳定增速，我们预计在这一收入体量下，毛利率有望维持。

图表44：分业务毛利率预测

亿元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
油田技术服务	10.52%	-3.58%	21.47%	25.43%	25.50%	25.50%	25.50%
钻井服务	25.98%	-17.67%	5.53%	-4.55%	12.00%	12.00%	12.00%
船舶服务	15.42%	-12.11%	10.30%	8.76%	17.00%	17.00%	17.00%
物探和工程勘察服务	-1.46%	-51.49%	-6.98%	1.27%	10.17%	10.17%	10.17%
总体毛利率	18.29%	-14.15%	14.34%	10.95%	18.87%	19.12%	19.42%
营业收入	236.54	151.52	174.36	219.46	274.69	295.21	315.80
营业收入-YoY	-29.85%	-35.94%	15.07%	25.87%	25.17%	7.47%	6.97%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

6) 期间费用率

由于公司的主要客户是中海油，因此销售费用率较低，我们认为，虽然公司收入逐步增加，但随着全球海油开采逐步复苏，公司有望投入更多销售费用用以开拓海外市场，因此我们预计2019-2021年公司销售费用率有望持平，为0.12%。由于规模效应，我们认为公司管理费用率将逐步下降，预计2019-2021年分别为2.5%、2.4%、2.3%。由于公司需要满足高新技术企业的条件（最近一年销售收入在2亿元以上的企业，研发费用比例不低于3%），即使2019年公司收入提升较多，我们预计公司仍将达到3%的研发费用率。同时预计2020-2021年公司研发费用率保持3%。

图表45：期间费用率预测表

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	0.10%	0.16%	0.16%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
管理费用率	2.50%	3.73%	3.23%	3.01%	2.50%	2.40%	2.30%
研发费用率			3.42%	3.38%	3.00%	3.00%	3.00%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

可比公司估值

综上，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 25.81、31.23 和 35.10 亿元，同比增长 3546%、20.98% 和 12.41%，对应 EPS 分别为 0.54、0.65、0.74 元。同时参考其他油服公司 Wind 一致预测 2019 年 PE 估值均值 32 倍，考虑到中海油在“三桶油”中相对较好的盈利能力和经营质量，以及公司从中海油资本开支增长的直接受益程度较高，我们认为公司业绩复苏的概率高于其他油服公司，给予中海油服 2019 年 32-35 倍 PE 估值，目标价 17.31-18.93 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

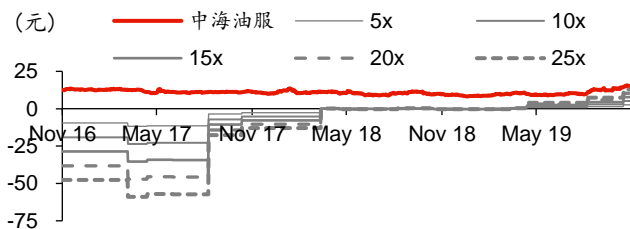
图表46：可比公司估值（数据日期：2019/11/14）

股票代码	股票简称	收盘价	EPS(元)				P/E(倍)				PB
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	LF
600871	石化油服	2.14	0.01	0.06	0.09	0.11	267.5	35.9	24.7	20.1	5.87
603619	中曼石油	13.66	0.07	0.35	0.63	0.95	195.1	39.4	21.7	14.4	2.28
600968	海油发展	2.77	0.13	0.14	0.17	0.20	21.6	20.1	16.3	13.6	1.55
平均值		6.19	0.07	0.18	0.30	0.42	161.4	31.8	20.9	16.0	3.23

资料来源：Wind 一致预期，华泰证券研究所

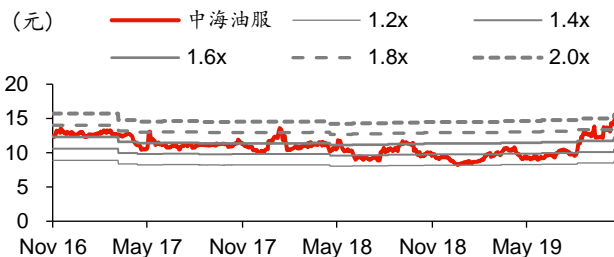
PE/PB - Bands

图表47：中海油服历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表48：中海油服历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

原油价格波动的风险

油价传导路径可总结为油价上涨，油气公司资本支出的提升与勘探开发投入增加，服务与设备公司工作量增加，或将提振下游服务与设备公司的经营业绩。而原油价格波动或将致使油气公司资本开支波动或增加低于预期，以致油气服务与设备企业的工作量低于预期，从而影响油服公司的业绩。

中海油勘探开发资本开支投入不及预期的风险

当油价回升时，石油勘探开发行业的景气度依次由油气公司向油服向油气装备传导，油气公司资本支出的提升与勘探开发投入增加，将提升油气服务与设备企业工作量，或将提振下游服务与设备制造公司的经营业绩。而油气公司资本开支增加低于预期，或将使油气服务与设备企业的工作量低于预期。中海油服的大部分收入均来自中海油，如中海油勘探开发资本开支不及预期，或导致中海油服工作量及日收入不及预期，从而会有业绩波动的风险。

服务日费率回升不及预期的风险

如行业竞争加剧，服务日费率回升不及预期，则同样工作量下公司收入增长将低于预期，从而会有业绩波动的风险。

油气产业政策波动的风险

国家油气产业政策的执行有望有效提升油气公司资本开支，对油服行业稳步增长有较大的正向影响。如产业政策波动，或将导致油气公司勘探开发资本开支投入不及预期，从而导致油服行业需求不及预期及公司业绩波动的风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	19,871	21,709	26,140	31,439	37,217
现金	9,079	3,340	5,078	8,806	14,839
应收账款	0.00	8,015	10,033	10,782	11,534
其他应收账款	403.29	262.40	328.44	352.98	377.60
预付账款	58.71	127.71	108.02	116.31	126.35
存货	1,149	1,380	1,573	1,686	1,797
其他流动资产	9,182	8,584	9,020	9,696	8,544
非流动资产	54,064	52,978	51,961	50,226	48,262
长期投资	582.70	679.16	778.03	778.03	778.03
固定投资	47,333	49,263	48,603	47,310	45,598
无形资产	430.84	337.89	277.18	215.99	154.74
其他非流动资产	5,718	2,698	2,303	1,922	1,732
资产总计	73,936	74,687	78,101	81,665	85,480
流动负债	12,117	17,011	20,689	21,619	22,352
短期借款	2,287	1,373	1,200	1,200	1,200
应付账款	7,005	8,275	9,652	10,508	11,241
其他流动负债	2,825	7,363	9,836	9,910	9,911
非流动负债	27,137	22,999	20,082	20,003	19,994
长期借款	1,409	787.63	787.63	787.63	787.63
其他非流动负债	25,728	22,211	19,295	19,216	19,206
负债合计	39,254	40,010	40,771	41,622	42,346
少数股东权益	122.93	147.53	402.04	509.32	714.14
股本	4,772	4,772	4,772	4,772	4,772
资本公积	12,372	12,366	12,366	12,366	12,366
留存公积	17,758	17,542	19,790	22,396	25,282
归属母公司股东权益	34,559	34,530	36,928	39,534	42,420
负债和股东权益	73,936	74,687	78,101	81,665	85,480

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	5,492	4,172	4,070	6,889	9,152
净利润	80.92	88.67	2,836	3,230	3,715
折旧摊销	4,545	4,263	4,283	4,534	4,764
财务费用	1,389	616.30	351.13	231.53	29.47
投资损失	(294.41)	(349.02)	(330.82)	(336.88)	(334.86)
营运资金变动	80.65	(523.32)	(3,002)	(693.60)	984.52
其他经营现金	(309.58)	76.95	(66.43)	(75.92)	(6.38)
投资活动现金	2,561	(7,058)	(941.33)	(2,413)	(2,465)
资本支出	3,111	2,520	2,800	2,800	2,800
长期投资	(4,254)	5,554	98.87	0.00	0.00
其他投资现金	1,418	1,016	1,958	386.81	334.86
筹资活动现金	(4,880)	(3,060)	(1,391)	(747.77)	(654.00)
短期借款	1,593	(914.33)	(172.64)	0.00	0.00
长期借款	(648.03)	(621.54)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(5.46)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(5,825)	(1,519)	(1,218)	(747.77)	(654.00)
现金净增加额	2,938	(5,840)	1,738	3,728	6,033

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	17,516	21,946	27,469	29,521	31,580
营业成本	15,005	19,544	22,287	23,877	25,446
营业税金及附加	57.73	59.25	79.62	83.61	90.14
营业费用	27.19	27.11	32.96	35.43	38.08
管理费用	565.24	660.25	686.73	708.51	726.35
财务费用	1,389	616.30	351.13	231.53	29.47
资产减值损失	88.03	127.63	100.00	80.00	60.00
公允价值变动收益	0.00	49.44	(49.44)	0.00	0.00
投资净收益	294.41	349.02	330.82	336.88	334.86
营业利润	215.82	656.34	3,634	4,134	4,752
营业外收入	301.76	147.27	208.84	206.14	204.31
营业外支出	175.32	97.29	120.00	100.00	80.00
利润总额	342.27	706.33	3,722	4,240	4,877
所得税	261.35	617.66	886.79	1,010	1,162
净利润	80.92	88.67	2,836	3,230	3,715
少数股东损益	38.14	17.87	254.51	107.27	204.82
归属母公司净利润	42.77	70.80	2,581	3,123	3,510
EBITDA	6,150	5,535	8,267	8,900	9,546
EPS (元, 基本)	0.01	0.01	0.54	0.65	0.74

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	15.60	25.29	25.17	7.47	6.97
营业利润	101.87	204.11	453.62	13.76	14.96
归属母公司净利润	100.37	65.54	3,546	20.98	12.41
获利能力 (%)					
毛利率	14.34	10.95	18.87	19.12	19.42
净利率	0.24	0.32	9.40	10.58	11.11
ROE	0.12	0.21	6.99	7.90	8.27
ROIC	0.70	0.30	5.59	6.24	7.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.09	53.57	52.20	50.97	49.54
净负债比率 (%)	10.85	17.13	22.32	21.87	21.49
流动比率	1.64	1.28	1.26	1.45	1.67
速动比率	1.54	1.19	1.19	1.37	1.58
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.30	0.36	0.37	0.38
应收账款周转率	3.93	4.37	3.04	2.84	2.83
应付账款周转率	1.94	2.56	2.49	2.37	2.34
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.01	0.54	0.65	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.15	0.87	0.85	1.44	1.92
每股净资产(最新摊薄)	7.24	7.24	7.74	8.29	8.89
估值比率					
PE (倍)	1,685	1,018	27.91	23.07	20.53
PB (倍)	2.08	2.09	1.95	1.82	1.70
EV_EBITDA (倍)	15.30	17.00	11.38	10.57	9.86

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com