

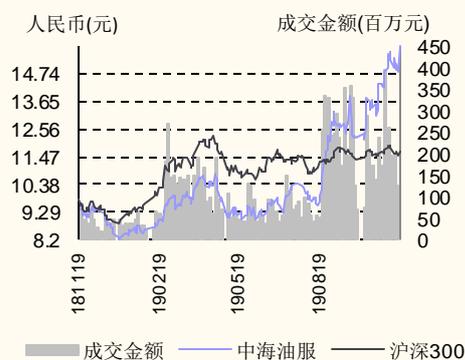
中海油服 (601808.SH) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 16.26 元
 目标价格 (人民币): 19.90-19.90 元

市场数据 (人民币)

总股本 (亿股)	47.72
已上市流通 A 股 (亿股)	29.60
流通港股 (亿股)	18.11
总市值 (亿元)	753.91
年内股价最高最低 (元)	15.80/13.10
沪深 300 指数	3908
上证指数	2909



王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
 wanghua.jun@gjzq.com.cn

丁健 分析师 SAC 执业编号: S1130519060005
 ding_jian@gjzq.com.cn

受益国家能源安全, 油服国企龙头业绩崛起

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.01	0.01	0.57	0.87	1.06
每股净资产 (元)	7.24	7.24	7.37	7.47	7.79
每股经营性现金流 (元)	1.24	0.80	1.37	1.67	1.67
市盈率 (倍)	1,524	576	28	18	15
净利润增长率 (%)	-100.29%	114.12%	3765.20%	51.14%	22.16%
净资产收益率 (%)	0.10%	0.21%	7.78%	11.60%	13.59%
总股本 (百万股)	4,772	4,772	4,772	4,772	4,772

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中海油旗下专业油服公司。**中海油服 80%左右收入来自中海油及其关联方, 直接受益于中海油资本开支增长。预计 2019 年中海油资本开支接近 800 亿元, 同比增长 25%左右。“三桶油”里中海油的桶油成本持续下降至目前的 29 美元/桶, 显著低于当前油价和其他两家油公司的成本线, 盈利能力相对最强, 为其配套的相关油服企业业绩率先复苏。目前中海油的资本开支主要以渤海 (浅海) 领域为主, 七年行动计划到 2025 年, 全面建成南海西部油田 2000 万方、南海东部油田 2000 万吨的上产目标, 中海油资本开支具备持续高增长的潜力, 预计未来三年有望继续保持 15%~20%的增速。
- **油田技术服务是当前业绩增长主力, 钻井业务利润弹性较大。**①轻资产属性的油田技术服务以 49%的收入占比贡献了公司 104%的毛利, 收入和盈利能力均超过 2014 年高峰时水平, 判断油田技术服务带来的业绩增长具有持续性。第一, 开采目标精确性要求提升带动高端测井等产品需求, 如随钻测井系统、核磁共振测井仪 EMRT 等; 第二, 自有装备能力提升。②重资产属性的钻井业务, 目前主要受益资本开支带动呈现“量升价平”, 若日费率提升, 则存在较大的利润弹性。我们的模型测算, 如果日费率在目前基础上提升 10%, 则将带动中海油服 2020~2021 年, 额外增加 12、14 亿元净利润。
- **全球油服龙头盈利仍在探底, 中海油服业绩率先崛起。**全球油服行业跟随下游资本开支扩张呈现持续复苏的趋势, 斯伦贝谢今年计提了 898 亿元的资产减值损失导致公司大幅亏损, 哈里伯顿近两个季度的净利润依然处于亏损中, 中海油服扣非净利润拐点在 2019 年显现, 预计在未来几年将继续维持。中海油服对标斯伦贝谢, 未来公司油田技术服务收入占比将超过 60%。

投资建议与估值

- 预计公司 19~21 年, 营业收入分别为 319、381、451 亿元, 同比增长 45%、19%和 18%, 净利润分别为 27.4、41.4、50.5 亿元, 同比增长 3765%、51%和 22%; EPS 分别为 0.57、0.87 和 1.1 元, 对应 PE 分别为 28、18 和 15 倍。给予公司明年 23 倍 PE 估值, 2.67 倍 PB, 对应 952 亿合理市值, 6-12 月目标价 19.9 元, 给予“增持”评级。

风险提示

- 中海油资本开支不及预期; 油价大幅下行超预期。

投资要件

1、驱动因素、关键假设及主要预测

- **驱动因素：**国家能源安全战略驱动，中海油资本开支持续高增长；钻井业务日费率提升。
- **关键假设与主要预测**
 - ① **关键假设：**未来三年中海油资本开支维持 15%~20%增速；未来两年油价中枢与今年持平，55-65 美元区间震荡；中海油钻井日费率维持 9.4 万美元/日水平。
 - ② **主要预测：**油田技术服务业务产品结构继续优化，高端产品占比继续提升，盈利能力保持稳定；钻井业务明年有望实现盈亏平衡，日费率存在上涨空间。

2、我们与市场不同的观点

- 1) **市场对中海油资本开支持续平稳增长存有疑虑。**我们认为国家能源安全背景下，中海油持续保持较高的资本开支增速可能会成为常态，七年规划对南海开发的目标成为中海油资本开支的重要方向，目前的油价环境支撑中海油资本开支的平稳增长。
- 2) **市场对钻井业务日费率提升普遍较为悲观。**我们认为随着全球油服行业景气度继续回升，钻井利用率有希望继续回升至 85%左右，带动日费率底部爬升，推动油服公司的业绩弹性。

3、盈利预测与估值

预计公司 19~21 年，营业收入分别为 319、381、451 亿元，同比增长 45%、19%和 18%，净利润分别为 27.4、41.4、50.5 亿元，同比增长 3765%、51%和 22%；EPS 分别为 0.57、0.87 和 1.1 元，对应 PE 分别为 28、18 和 15 倍。给予公司明年 23 倍 PE 估值，2.67 倍 PB，对应 952 亿合理市值，6-12 月目标价 19.9 元，给予“增持”评级。

4、催化剂

明年中海油资本开支计划继续高增长。

5、主要风险因素

中海油资本开支不及预期；油价大幅下行超预期。

内容目录

一、受益中海油资本开支增长，公司业绩拐点加速显现.....	5
1.1 直接受益中海油资本开支增长，南海具备大开发潜力.....	5
1.2 中海油旗下专业油服平台，向轻资产模式发展.....	7
二、钻井业绩弹性空间较大，技术服务增长具备持续性.....	9
2.1 钻井业务：随日费率缓慢抬升，盈利能力有望改善.....	9
2.2 油田技术服务：业绩核心支撑，长期发力方向.....	12
2.3 船舶与物探服务：毛利占比 11%，预计增长稳健.....	13
三、国内油公司盈利复苏好于海外，公司发展路径对标斯伦贝谢.....	14
3.1 全球油公司盈利复苏，国内三桶油盈利复苏好于海外.....	14
3.2 对标斯伦贝谢，油田技术服务具备发展潜力.....	15
四、盈利预测与估值：明年合理市值 952 亿元.....	17
4.1 盈利预测：预计明年净利润 41 亿元，同比增长 51%.....	17
4.2 估值分析：明年合理估值给予 23PE 估值.....	18
五、风险提示	19

图表目录

图表 1：中海油服 80%左右的收入来自于中海油集团.....	5
图表 2：中海油资本开支持续提升（单位：亿元）.....	5
图表 3：中海油国内勘探投资保持 20%以上增长.....	5
图表 4：中海油 2019 年资本开支重点在渤海领域.....	5
图表 5：布伦特油价均价与中海油桶油成本.....	6
图表 6：中海油收入持续高增长.....	6
图表 7：中海油净利润回复至 2014 年水平.....	6
图表 8：中海油销售净利率接近 2012 年水平.....	6
图表 9：2019 前三季度中海油服收入同比增长 56%.....	7
图表 10：2019 前三季度中海油服净利润同比增长 866%.....	7
图表 11：中海油服控股股东中海油集团持股 51%.....	7
图表 12：中海油服业务结构.....	7
图表 13：2019 上半年中海油服资产分布.....	8
图表 14：中海油服不同业务毛利率.....	8
图表 15：中海油服毛利率与净利率.....	8
图表 16：资产减值主要在 2016 年计提完成.....	8
图表 17：中海油服 2016 年计提资产减值损失 83 亿元.....	8
图表 18：中海油服员工总数较 2014 年减少 1509 人.....	8
图表 19：中海油服钻井平台.....	9

图表 20: 全球各类钻井平台数量 (单位: 座)	9
图表 21: 2019 年中海油服钻井装备合同	9
图表 22: 2019 年中海油服钻井装备合同	9
图表 23: 中海油服历年平台数量 (单位: 台)	10
图表 24: 2019 年前三季度作业日数同比增长 33%	10
图表 25: 中海油服钻井服务作业天数 (单位: 天)	10
图表 26: 中海油服可用天使用率为 84%	10
图表 27: 2019 年 H1 全球钻井平台利用率	11
图表 28: 2018 年自升式钻井平台全球分布情况	11
图表 29: 全球钻井日费低位徘徊, 缓慢回升	11
图表 30: 中海油服钻井平台日费率	11
图表 31: 中海油服钻井业务毛利率处在低位	12
图表 32: 预测的中海油服钻井业务收入 (单位: 亿元)	12
图表 33: 公司资本开支向“轻资产重技术”方向倾斜	12
图表 34: 中海油服油田技术服务市场份额	12
图表 35: 油田技术服务收入已超过上一轮高点	13
图表 36: 油田技术服务毛利率已超过上一轮高点	13
图表 37: 高端产品代表-随钻测井系统	13
图表 38: 高端产品代表-核磁共振测井仪 EMRT	13
图表 39: 中海油服物探采集里程较为平稳	14
图表 40: 中海油服船舶服务作业天数 (单位: 天)	14
图表 41: 船舶与物探工程业务增长稳健	14
图表 42: 船舶与物探工程业务毛利率处于底部	14
图表 43: 国际石油巨头 2017-2018 年收入逐步回升	15
图表 44: 国际石油巨头 2017-2018 年净利润逐步回升	15
图表 45: “三桶油” 2018 年营收继续大幅增长	15
图表 46: “三桶油” 净利润表现均创近 4 年新高	15
图表 47: 2017-2018 年国际三大油服公司业绩持续回暖	15
图表 48: 全球主要油服公司 2018 年财务数据	16
图表 49: 全球主要油服公司单季度收入与净利润指标	16
图表 50: 斯伦贝谢油田技术服务收入构成	17
图表 51: 哈里伯顿营业收入构成	17
图表 52: 中海油服收入预测模型 (单位: 百万元)	18
图表 53: 中海油服三项费用率预测	18
图表 54: 中海油服与对标公司核心指标比较	19
图表 55: 给予公司明年合理估值 2.67 倍 PB 估值	19

一、受益中海油资本开支增长，公司业绩拐点加速显现

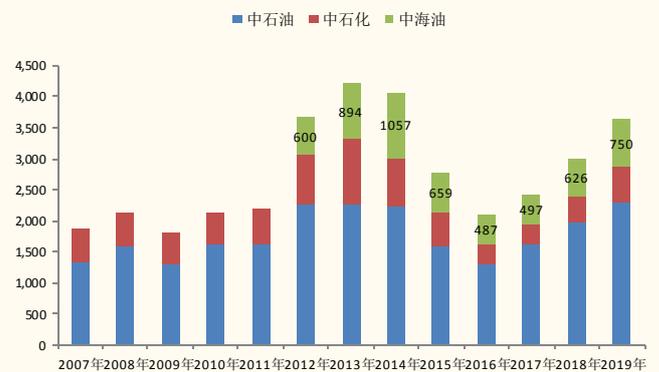
1.1 直接受益中海油资本开支增长，南海具备大开发潜力

- 中海油服 80%左右的收入来自中海油集团及其关联方。根据公司未来 2020-2022 年关联交易指引，受益国内原油资本开支增长，未来几年，来自中海油及其关联方的营收占中海油服营收的比重在 81%~83%之间。
- 目前中海油服业绩增长的主要动力来自中海油资本开支增长。①按照《2019—2025 年国内勘探与生产加快发展规划方案》，未来 7 年上游油气勘探资本开支或迎来景气周期；②三桶油资本开支增长确定性较高，以中海油为例，2018、2019 年资本开支分别为 626、750 亿元（按中枢计算），同比增长 26%和 20%，预计未来三年保持在 15%~20%的复合增速。

图表 1：中海油服 80%左右的收入来自于中海油集团



图表 2：中海油资本开支持续提升（单位：亿元）



来源：中海油服公司年报，国金证券研究所

来源：各公司年报，国金证券研究所

- 近三年，中海油国内勘探资本开支保持每年 20%以上的增速增长。中海油近三年国内勘探投资分别为 80、100、120 亿元，2019 年国内投资重点投向渤海湾地区（浅海领域）。
- 中海油“七年规划”重点开发南海区域。目前中海油资本开支的重点在渤海（浅海）区域，未来资本开支重点将转移至南海（深海）区域。根据《2019—2025 年国内勘探与生产加快发展规划方案》，中海油计划到 2025 年，全面建成南海西部油田 2000 万方、南海东部油田 2000 万吨的上产目标（当前南海西部油田 1000 万方、南海东油田 1500 万方），南海为深海领域，较浅海区域对油服的资本开支需求量加大。

图表 3：中海油国内勘探投资保持 20%以上增长



图表 4：中海油 2019 年资本开支重点在渤海领域

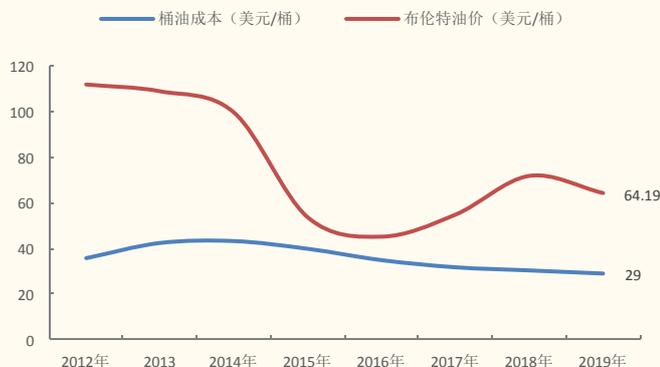


来源：中海油 2019 战略指引，国金证券研究所

来源：中海油 2019 战略指引，国金证券研究所

- 中海油是“三桶油”中桶油成本最低，也是最先实现盈利拐点的企业。预计中海油的桶油成本在 29 美元/桶，中石化和中石油的桶油成本要高于中海油。2017~2019 年，布伦特均价分别为 55、72 和 64 美元/桶，该油价区间有利于中海油率先实现盈利。

图表 5：布伦特油价均价与中海油桶油成本



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：中海油收入持续高增长



来源：Wind，国金证券研究所

- 中海油 2018 年净利润改善显著，盈利能力最先修复。布伦特油价由 2014 年 6 月的 110 美元/桶下跌至 2016 年 1 月的 27 美元/桶，中海油收入和净利润在此期间持续下滑，2017 年以来，随着布伦特油价企稳上行，中海油的业绩改善明显，2019 年上半年营收同比增长 4%，净利润同比增长 19%，2019 年销售净利率已经超过 2014 年水平。

图表 7：中海油净利润回复至 2014 年水平



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：中海油销售净利率接近 2012 年水平



来源：Wind，国金证券研究所

- 中海油服扣非净利润在 2019 年开始转正。受益中海油盈利能力改善带来资本开支增加，中海油服业绩拐点在 2019 年到来。2019 年前三季度，中海油服实现营收 214 亿元，同比增长 56%，实现净利润 21 亿元，同比增长 866%；扣非后净利润 18.9 亿元，开始转正。

图表 9：2019 前三季度中海油服收入同比增长 56%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：2019 前三季度中海油服净利润同比增长 866%

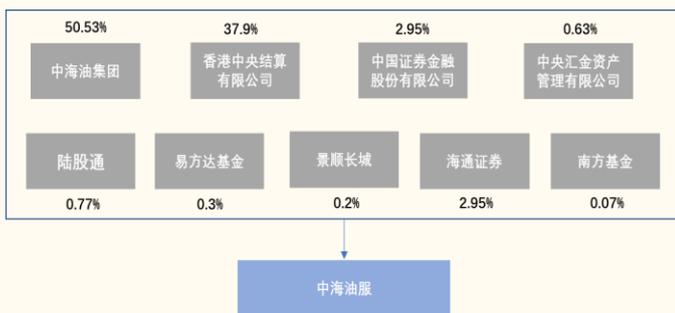


来源：Wind，国金证券研究所

1.2 中海油旗下专业油服平台，向轻资产模式发展

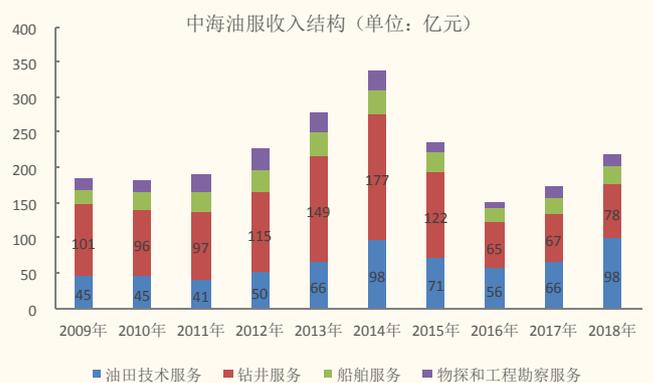
- 中海油服的控股股东为中海油集团，持股 50.53%，2002 年在香港交易所主板上市，2007 年 9 月在上交所上市。中海油服是中海油旗下专业从事海上油田服务的子公司，也是亚洲地区功能最全、服务链最完整、最具综合性的海上油田服务供应商。公司的服务区域涵盖中国海域，并拓展至东南亚、中东、美洲、欧洲、非洲、远东等区域，覆盖全球 30 多个国家和地区。客户包括中海油、中石油、中石化、英国石油、雪佛龙、康菲石油等国内外石油巨头。
- 中海油服有四大业务板块：钻井服务、油田技术服务、船舶服务与物探服务，2018 年收入占比分别为 45%、35%、12%和 8%。上一轮油服高峰 2014 年，四大业务占比分别为 29%、53%、11%和 8%。钻井业务是中海油服之前盈利能力最强的业务，2014 年毛利率高达 43%，是油田技术服务毛利率的两倍以上。

图表 11：中海油服控股股东中海油集团持股 51%



来源：Wind，国金证券研究所绘制

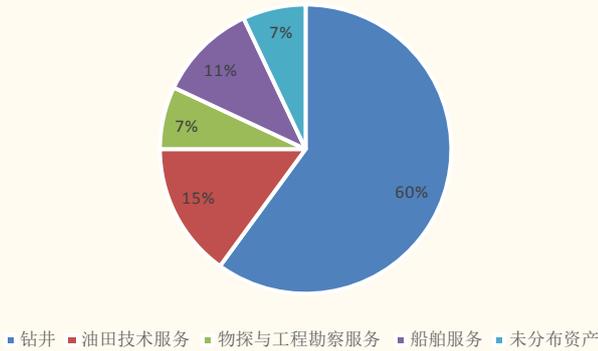
图表 12：中海油服业务结构



来源：Wind，国金证券研究所

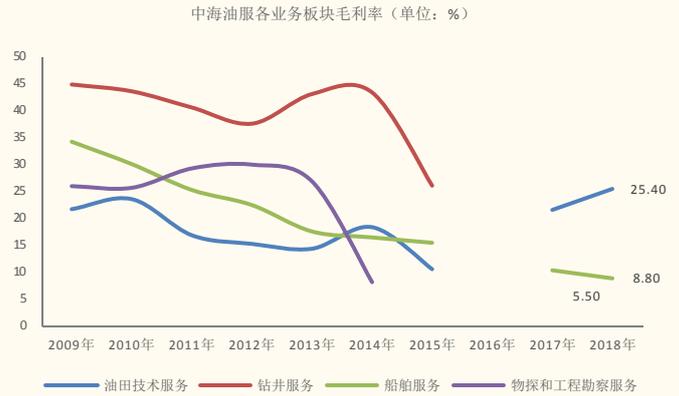
- 钻井业务具有重资产属性，曾经是公司盈利能力最强的板块：2012-2014 年，公司盈利能力最强的板块为钻井服务，与当时高油价和高日费率环境有关。2014 年高峰时钻井服务贡献的毛利 77 亿元，占总毛利的 53%，目前依然处于亏损当中，由于钻井业务具有重资产属性，折旧摊销成本拖累业绩。截至 2019 年上半年，钻井业务总资产 453.55 亿元，占总资产 60%，钻井业务折旧摊销 15.9 亿元，占营业成本 37%。
- 油田技术服务轻资产属性，后续将成为公司业绩增长的主要驱动力。2019 年上半年，油田技术服务资产占比 15%，收入占比 49%，却贡献了 104% 的毛利。油田技术服务将成为公司重点培育的业务板块。

图表 13: 2019 上半年中海油服资产分布



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 中海油服不同业务毛利率



来源: Wind, 国金证券研究所

- **销售费用率较低, 2016 年计提 83 亿元的资产减值损失:** 公司在 2010~2015 年油服行业景气周期期间, 销售费用率在 0.05%~0.1% 之间, 这是因为公司 80% 以上的订单来源于控股股东及其关联方; 管理费用率一般在 2.5% 左右; 财务费用率在 1.3%~3% 之间。2016 年计提 83 亿资产减值损失主要是公司考虑到全球油田服务市场还处在低迷状态, 计提了固定资产减值损失人民币 36.88 亿元, 计提了商誉减值损失人民币 34.55 亿元。

图表 15: 中海油服毛利率与净利率



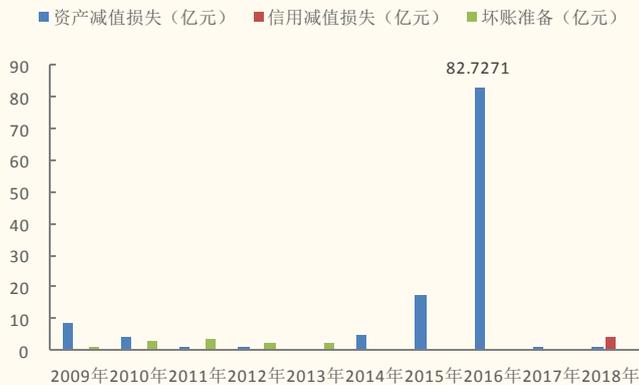
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 资产减值主要在 2016 年计提完成



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 中海油服 2016 年计提资产减值损失 83 亿元



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 中海油服员工总数较 2014 年减少 1509 人



来源: Wind, 国金证券研究所

二、钻井业绩弹性空间较大，技术服务增长具备持续性

2.1 钻井业务：随日费率缓慢抬升，盈利能力有望改善

- 海上钻井平台主要分为自升式、半潜式和钻井船三种。自升式和半潜式的主要区别为适用水域特点不同，自升式作业水深 5-120 米，使用成本较低，在浅海领域发挥主导作用；而半潜式作业水深为 100-3600 米，在深水特别是恶劣海域优势明显。钻井船与半潜式作业水深一致。
- 全球来看，半潜式平台使用率低于自升式。截至 2018 年，全球自升式钻井平台 508 座，使用率在 65%左右；半潜式有 136 座，使用率在 47%左右。
- 南海大开发将加大对半潜式钻井平台的需求。南海平均水深 1212 米，渤海平均水深 26 米，南海大开发将加大对半潜式钻井平台的需求量。

图表 19：中海油服钻井平台



来源：中海油服公司官网，国金证券研究所

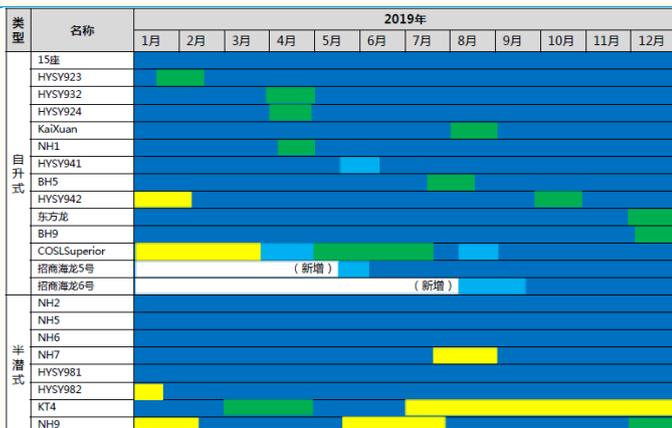
图表 20：全球各类钻井平台数量（单位：座）



来源：中海油服公司官网，国金证券研究所

- 2019 年中海油服运营钻井平台总数超出年初计划。截至 2019 年 6 月底，公司共运营、管理 52 座平台（包括 38 座自升式钻井平台、14 座半潜式平台），超出 2019 年初战略指引的 51 座平台规划（其中 36 座自升式，15 座半潜式），相比去年增加了 6 座管理平台。其中有 32 座在中国海域作业，10 座在挪威、英国、墨西哥、印尼等国际地区作业，9 座平台正在待命，1 座正在拖航。

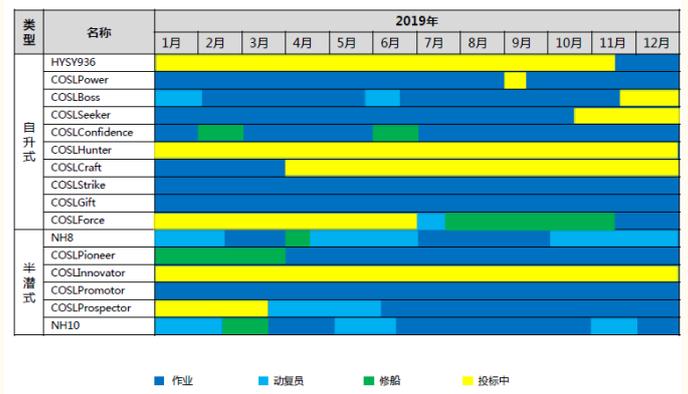
图表 21：2019 年中海油服钻井装备合同



备注：动态更新日期截止到2019年6月30日，以上信息后续存在变化的可能。■ 作业 ■ 动员 ■ 修船 ■ 投标中 17

来源：中海油服 2019 年战略指引材料，国金证券研究所

图表 22：2019 年中海油服钻井装备合同



备注：动态更新日期截止到2019年6月30日。由于部分合同还在投标或谈判过程中，以上信息后续存在变化的可能。 18

来源：中海油服 2019 年战略指引材料，国金证券研究所

- 钻井业务的景气度取决于钻井平台的量和价。量的因素与中海油资本开支对应的工作量有关，观察指标为作业天数；价的因素主要与钻井平台的供需关系有关，观察指标为日费率（即钻井平台每天工作的收入）。
- 首先看量的因素：衡量钻井平台作业量的重要指标有钻井平台数量、作业天数、可用天使用率、日历天使用率。2019 年前三季度以上三个指标同比分别增长 33%、15.3%和 15.6%，与中海油资本开支基本匹配（预计 2019 年同比增长 20%左右）。
- 与 2014 年相比，2019 年前三季度①作业天数 10662 天已经超过 2014 年高峰的 10297 天；②可用天使用率为 84%，日历天使用率为 81%，两者均有 10pct 的提升空间；③我们预计的钻井平台日费率大概在 9.3 万美元左右，较 2014 年 17.6 万美元，有较大提升空间。

图表 23: 中海油服历年平台数量 (单位: 台)



来源: 中海油服历年年报, 国金证券研究所

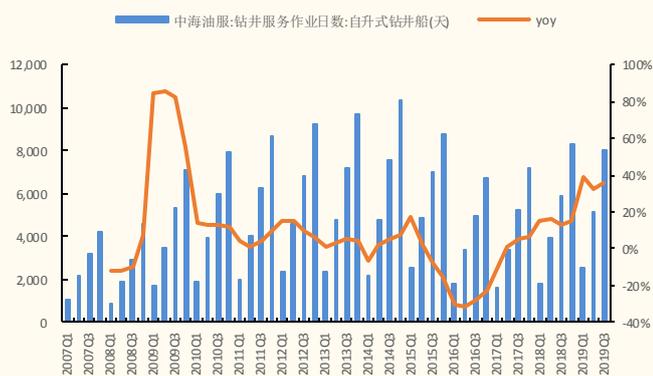
图表 24: 2019 年前三季度作业日数同比增长 33%



来源: 中海油服历年年报, 国金证券研究所

- 钻井单季作业量已超过 2014 年同期高点。截至到 2019Q3, 中海油服钻井服务作业天数为 8036 天, 同比增长 36%。从单三季度来看, 已经超过了 2014 年高点的 7599 天, 表示此轮油服钻井业务的工作量较为饱满。

图表 25: 中海油服钻井服务作业天数 (单位: 天)



来源: 中海油服历年年报, 国金证券研究所

图表 26: 中海油服可用天使用率为 84%



来源: 中海油服历年年报, 国金证券研究所

- 其次, 看价格因素, 预计日费率未来几年总体平稳, 逐渐有抬升趋势。根据 IHS 报告, 2019 年全球钻井平台利用率接近 70%, 较 2016 年低点回升 12pct 左右, 但是仍然距离之前 80%~90%的利用率有一定差距。钻井平台产能过剩压制了日费率的提升。
- 日费率抬升需要钻井平台利用率超过 85%。根据中海油服 2019 年战略指引材料, 公司判断钻井平台产能过剩在中短期内仍然存在, 日费率短期内明

显上涨的可能性较小。截至 2019 年 6 月数据，全球目前闲置 100 余台，在建 98 座钻井平台，其中中国地区 55 座。98 座在建平台仅签约 7 座，签约率仅 7%，而且钻井平台无强制报废标准，判断上一轮钻井平台产能过剩压力需要较长的时间消化。

图表 27: 2019 年 H1 全球钻井平台利用率



来源: IHS Market, 国金证券研究所

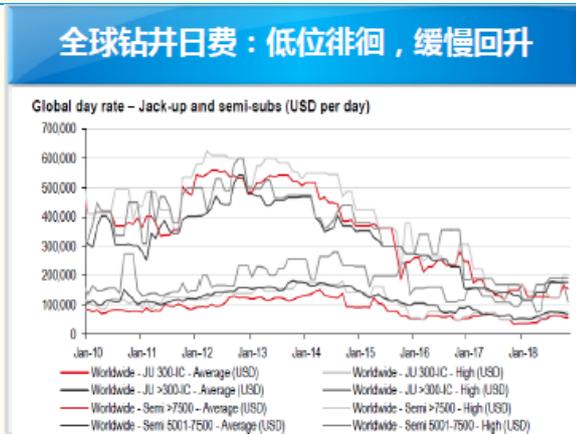
图表 28: 2018 年自升式钻井平台全球分布情况

Contracted Utilisation of Jackup Fleet								
Region	Total Supply	Total Contracted	Marketed Supply	Marketed Contracted	September 2018		Total Newbuilds	Contracted Newbuilds
					Total Util %	Marketed Util %		
Aus/NZ	2	2	2	2	100	100	0	0
Baltic	1	1	1	1	100	100	0	0
C America	6	3	6	3	50	50	0	0
Canada	1	1	1	1	100	100	0	0
Caspian	11	6	9	6	54.5	66.7	0	0
Far East	42	31	42	31	73.8	73.8	62	0
Indian Ocean	39	30	38	30	76.9	78.9	2	0
Med/Black Sea	15	12	15	12	80	80	0	0
Mexico	42	19	39	19	45.2	48.7	0	0
Middle East	177	131	163	131	74	80.4	3	0
NW Europe	45	34	38	34	75.6	89.5	0	0
Russian Arctic	2	2	2	2	100	100	0	0
S America	7	2	3	2	28.6	66.7	0	0
SE Asia	63	37	55	37	58.7	67.3	22	0
US Alaska	2	2	2	2	100	100	0	0
US GOM	39	12	15	12	30.8	80	0	0
W Africa	22	13	14	13	59.1	92.9	0	0
Total	516	338	445	338	65.5	76.0	89	0

来源: IHS Market, 国金证券研究所

- 全球钻井日费低位徘徊，缓慢回升。中海油服钻井日费率在 2014 年最高曾达到 17.6 万美元/日，到 2018 年日费率在 9.3-10 万美元/日期间，较高点下滑 40% 以上。全球钻井的日费率从 2013 年以来持续下滑，目前在低位徘徊，影响了中海油服钻井业务盈利能力的回升。

图表 29: 全球钻井日费低位徘徊，缓慢回升



来源: IHS Market, 国金证券研究所

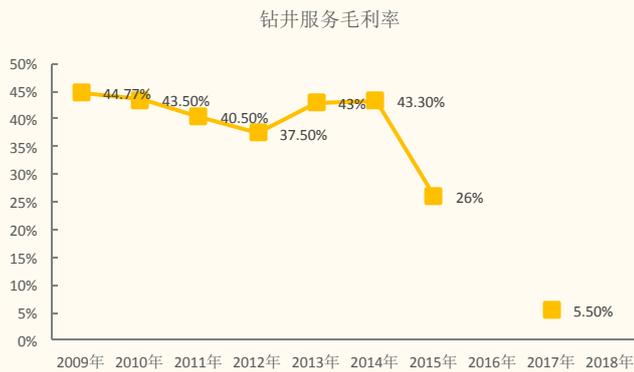
图表 30: 中海油服钻井平台日费率



来源: 中海油服历年年报, 国金证券研究所

- 我们从量和价的角度对钻井平台收入做出预测模型：假设 1，基于中海油资本开支持续提升的预期，2019~2021 年作业平台工作天数同比增加 30%、25%和 20%；假设 2，近三年钻井日费率保持在 9.4 万美元/日水平（同 2016 年）。我们推算 2019~2021 年，中海油服钻井平台收入分别为 95、114、137 亿元；
- 我们的模型里做了业绩敏感性测试，如果日费率提升 10%，则将带动中海油服 2020~2021 年，额外增加 12、14 亿元净利润。截止到 2019 年第三季度，钻井平台业务依然处于亏损中。

图表 31: 中海油服钻井业务毛利率处在低位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 32: 预测的中海油服钻井业务收入 (单位: 亿元)

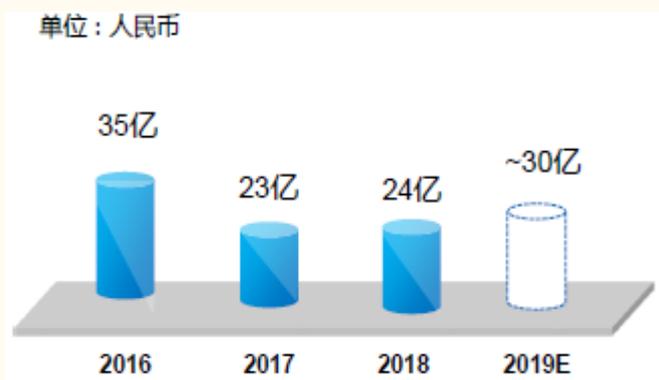


来源: 国金证券研究所绘制

2.2 油田技术服务: 业绩核心支撑, 长期发力方向

- 判断公司油田技术服务业务未来占比有望达到 60% 以上。①与油价关联度相对较低, 盈利能力较平稳; ②2019 年上半年以 15% 的净资产贡献了公司 104% 的毛利; ③2019 年上半年收入占比已经接近 50%, 超过钻井业务。
- 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。具体包括: 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。油田设备则是为完成上述作业任务所需的装备, 包括物探设备、钻井设备、测井录井等。
- 中海油服油田技术服务板块的市场份额存在较大提升空间。2017 年, 公司油田技术服务板块收入 66 亿元, 全球市占率 0.4% 左右; 油田技术服务全球近 2 万亿市场规模, 公司市场占有率有望继续提升。市场份额提升得益于公司高端测井设备等产品对以前分包给斯伦贝谢业务形成替代和海外收入占比提升。

图表 33: 公司资本开支向“轻资产重技术”方向倾斜



来源: 中海油服 2019 年战略指引材料, 国金证券研究所

图表 34: 中海油服油田技术服务市场份额



来源: 中海油服 2019 年战略指引材料, 国金证券研究所

- 油田技术服务的收入和盈利能力均已超过上一轮高点。我们判断有两个主要原因: 第一, 中海油资本开支驱动对测井等油田技术服务的精度要求提升, 带动下游对公司高端的产品需求增加, 如随钻测井系统、核磁、增强型微电阻率扫描成像测井仪、核磁共振测井仪 EMRT 等, 高端产品盈利能力更高, 占比提升将直接带动该板块业绩提升; 第二, 较 2014 年, 公司自有装备能力提升。
- 我们判断油田技术服务产品结构升级和装备能力提升具有持续性, 是支撑公司业绩持续增长的主要力量。

图表 35: 油田技术服务收入已超过上一轮高点



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: 油田技术服务毛利率已超过上一轮高点



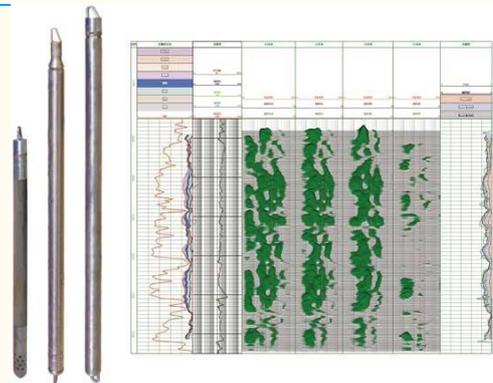
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 高端产品代表-随钻测井系统



来源: 中海油服公司官网, 国金证券研究所

图表 38: 高端产品代表-核磁共振测井仪 EMRT

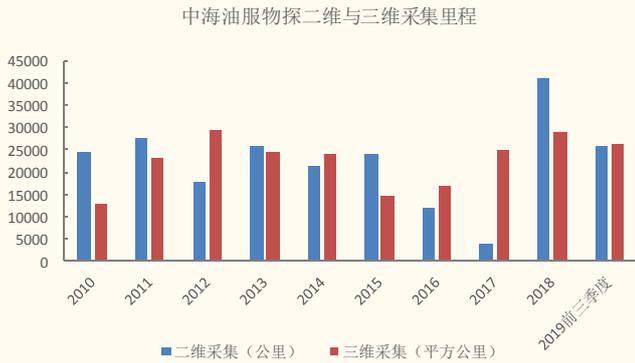


来源: 中海油服公司官网, 国金证券研究所

2.3 船舶与物探服务: 毛利占比 11%, 预计增长稳健

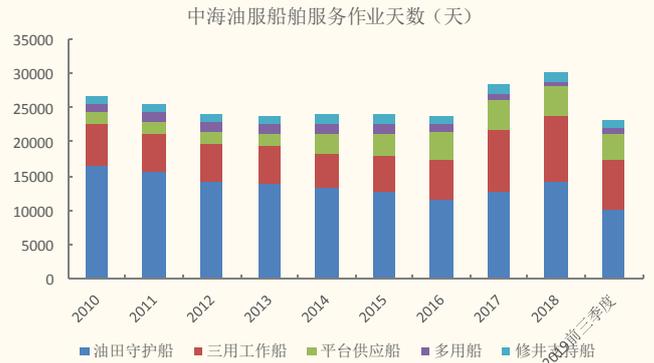
- **船舶业务主要包括:** 提供起抛锚作业、钻井/工程船(平台)的拖航、运输、提油作业、修井支持、海上人员倒班、油/气田的守护、破冰、消防、救助、海上油污处理等多种船舶作业服务。
- **勘探业务主要包括:** 二维/三维常规地震勘探数据采集、二维/三维高分辨地震勘探数据采集、四维地震勘探数据采集、OBC(4C)三维地震勘探数据采集、宽频地震勘探数据采集、宽方位/多方位地震勘探数据采集、上下缆/上下震源地震数据采集、重磁力数据采集。公司拥有 4 艘三维物探船、1 艘二维物探船, 2 支海底电缆队、1 艘专业震源船和 2 艘多功能支持船, 年采集能力三维 35000 平方千米、二维 20000 千米、海底电缆 2000 平方千米。
- 目前船舶与勘探业务在公司收入构成占比 18%, 毛利占比 11%, 与 2014 年高峰时占比相近。
- 预计未来三年, 船舶和物探业务增速继续保持稳健回升趋势, 毛利率自底部缓慢爬升。

图表 39: 中海油服物探采集里程较为平稳



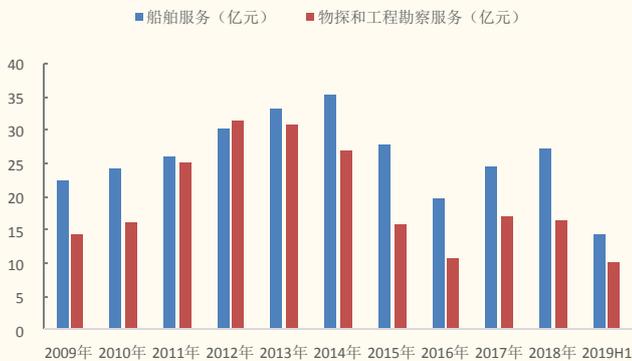
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 40: 中海油服船舶服务作业天数 (单位: 天)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 41: 船舶与物探工程业务增长稳健



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 42: 船舶与物探工程业务毛利率处于底部



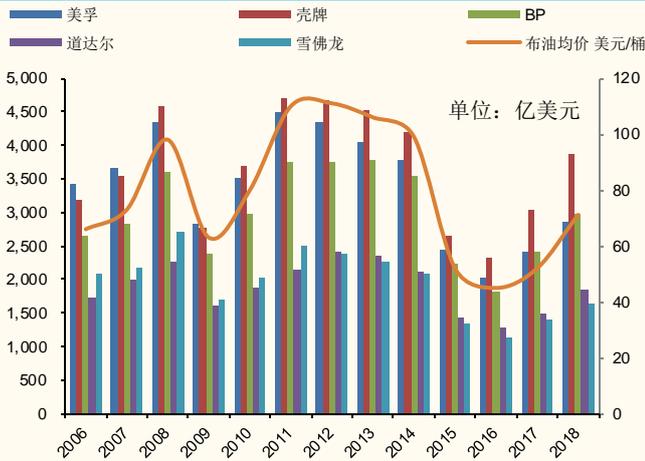
来源: Wind, 国金证券研究所

三、国内油公司盈利复苏好于海外，公司发展路径对标斯伦贝谢

3.1 全球油公司盈利复苏，国内三桶油盈利复苏好于海外

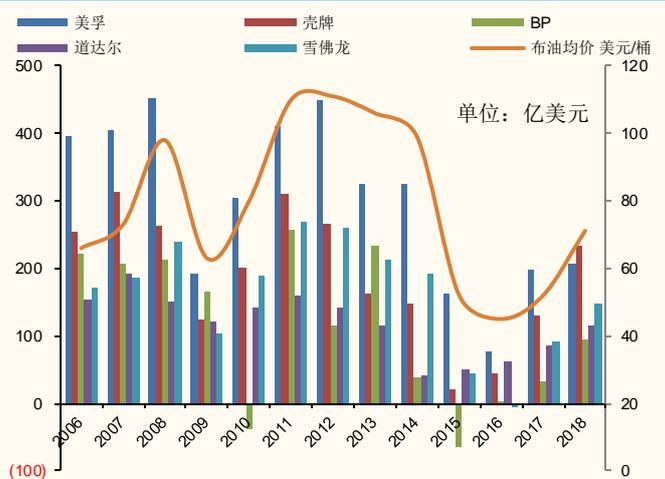
- 中海油服盈利复苏是建立在全球油公司盈利复苏基础之上。油价与油公司的业绩呈现强相关性，2016~2019 年，布油均价从 45 美元/桶缓慢爬升至目前的 63 美元/桶，全球主要油公司如美孚、壳牌、BP、道达尔、雪佛龙公司的盈利出现缓慢复苏，国内中石油、中石化、中海油为代表的“三桶油”业绩受国家能源安全战略驱动，业绩回暖好于海外油公司。
- 从趋势上看，全球油公司的盈利复苏将带动其资本开支扩张从而带动油服公司业绩拐点。

图表 43: 国际石油巨头 2017-2018 年收入逐步回升



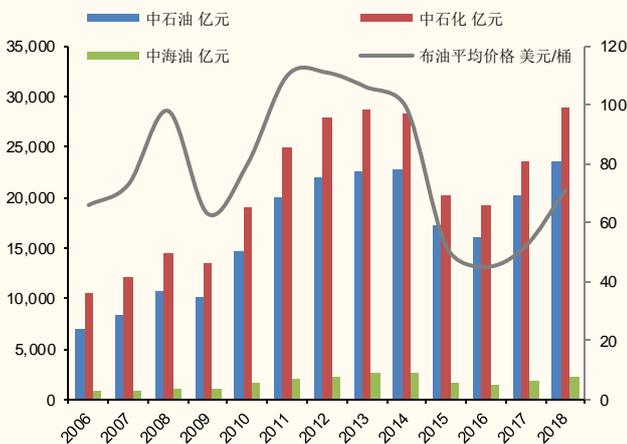
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 44: 国际石油巨头 2017-2018 年净利润逐步回升



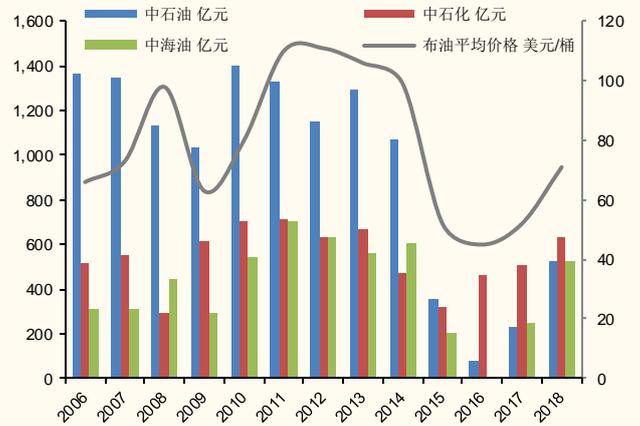
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 45: “三桶油” 2018 年营收继续大幅增长



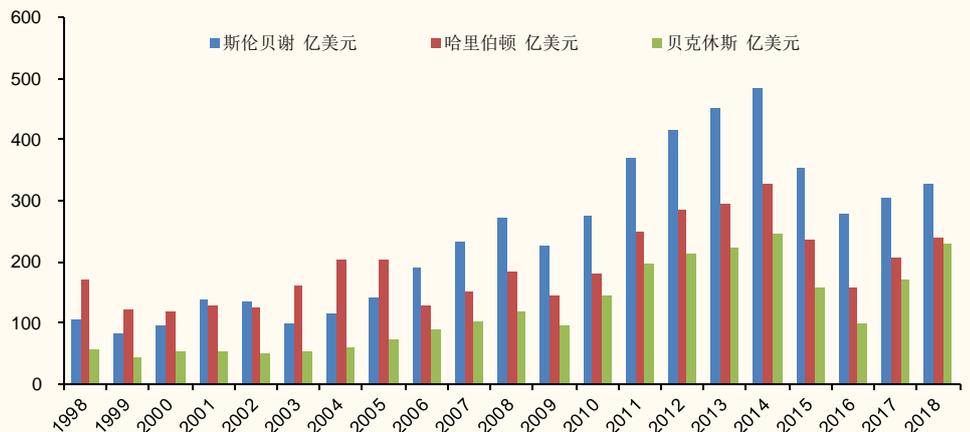
来源: wind, 国金证券研究所

图表 46: “三桶油” 净利润表现均创近 4 年新高



来源: wind, 国金证券研究所

图表 47: 2017-2018 年国际三大油服公司业绩持续回暖



来源: wind, 国金证券研究所

3.2 对标斯伦贝谢, 油田技术服务具备发展潜力

- 中海油服是全球主要油服公司中最早出现盈利拐点的企业。中海油服海外对标公司主要为斯伦贝谢和哈里伯顿，2018 年收入体量分别为 2252 和 1647 亿元；国内同行业公司包括石化油服、中油油服和中海油服。中海油服、石化油服、中油油服分别为中海油、中石化、中石油旗下专业的油服公司。
- 中海油服产品结构持续优化，保障本轮业绩增长的持续性。高端产品如随钻测井系统、增强型微电阻率扫描成像测井仪、核磁共振测井仪 EMRT 等盈利能力较常规产品更高，占比提升将带动业务板块盈利能力提升。

图表 48：全球主要油服公司 2018 年财务数据

	收入(亿元)	净利润(亿元)	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	ROE	市值(亿元)
斯伦贝谢	2252	146.7	13.22%	6.63%		1.35%	1.75%	5.90%	4487
哈里伯顿	1647	113	12.40%	6.90%		1.05%	2.49%	17.40%	1309
中海油服	219	0.7	10.95%	0.40%	0.12%	6.39%	2.81%	0.21%	728
石化油服	584	1.42	8.71%	0.24%	0.11%	7.14%	0.76%	2.46%	420
中油油服	超过 1500								

来源：Wind，国金证券研究所

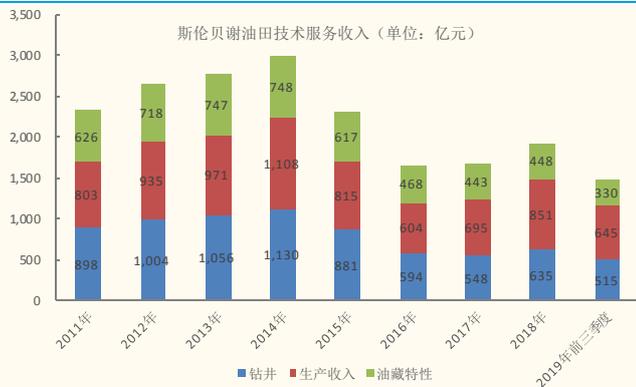
图表 49：全球主要油服公司单季度收入与净利润指标

收入(亿元)	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
斯伦贝谢	525	534	492	549	585	561	531	568	604
哈里伯顿	361	388	361	407	425	407	386	408	393
中海油服	47	57	34	47	56	82	59	77	78
石化油服	102	185	103	134	135	212	135	168	173
中油油服									
净利润(亿元)	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
斯伦贝谢	36	-147	33	28	44	37	28	34	-805
哈里伯顿	24	-54	3	34	30	46	10	5	21
中海油服	2.23	1.79	-6.51	2.76	0.98	3.48	0.31	9.42	11.46
石化油服	-10.21	-72.77	0.30	3.71	0.39	-2.98	1.88	3.21	2.14
中油油服									
收入 yoy	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
斯伦贝谢					11%	5%	8%	3%	3%
哈里伯顿					18%	5%	7%	0%	-8%
中海油服	23%	31%	12%	17%	20%	45%	72%	62%	39%
石化油服	12%	22%	13%	-11%	49%	41%	48%	11%	91%
中油油服									
净利润 yoy	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
斯伦贝谢					22%	-125%	-15%	21%	-1930%
哈里伯顿					25%	-185%	233%	-85%	-30%
中海油服								321%	214%
石化油服								-13%	448%
中油油服									

来源: Wind, 国金证券研究所 (单位: 亿元)

- 斯伦贝谢是全球最大的油田技术服务公司, 美股代码 SCL.L, 其油田技术服务收入分为钻井、生产和油藏特性三大业务, 2014 年油价高峰时收入分别为 748、1108 和 1130 亿元, 2018 年三大业务分别为高峰时的 60%、77% 和 56%。斯伦贝谢 2019 年 Q3 计提减值费用 898 亿元导致今年产生大幅亏损。
- 哈里伯顿是仅次于斯伦贝谢的油田技术服务公司, 美股代码 HAL.N, 其核心业务分为完工生产和钻井评估, 2018 年收入分别为 551 和 1095 亿元, 分别为油价高峰时的 57%和 62%。
- 低油价环境中, 油服公司钻井业务占比下滑是常态。2012~2014 年强油价周期里, 斯伦贝谢的钻井业务占总收入的 38%左右, 而在 2016~2018 年, 钻井业务占比下降到 30%以下, 轻资产的油田技术服务占比将提升。因此, 如果油价一直维持在目前水平上, 中海油服油田技术服务业务在公司收入占比有望继续提升至 60%以上。

图表 50: 斯伦贝谢油田技术服务收入构成



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 51: 哈里伯顿营业收入构成



来源: Wind, 国金证券研究所

四、盈利预测与估值: 明年合理市值 952 亿元

4.1 盈利预测: 预计明年净利润 41 亿元, 同比增长 51%

- **油田技术服务:** 该业务收入增长主要依赖中海油资本开支增长, 盈利能力则依赖产品结构优化, 我们预计 2019~2021 年, 中海油资本开支增速维持 15%~20%区间, 则预计公司未来三年的收入分别为 177、216 和 259 亿元, 同比增长 80%、22%和 20%。而该业务盈利能力强化则主要由于中海油对原油开采精确度要求提升, 高端产品占比提升导致有关。预计 2019~2021 年, 公司油田技术服务毛利率分别为 26%、27.5%和 27%。
- **钻井业务:** 该业务收入取决于日费率和钻井工作天数两大指标, 我们假设日费率保持 9.3 万美元/天水平保持不变情形下, 钻井工作天数依赖资本开支带来的增量需求, 未来三年保持 30%、20%和 20%的增幅, 则钻井业务收入分别为 95.3、114.3 和 137.2 亿元, 同比增长 23%、20%和 20%。毛利率分别为 6%、10%和 13%。我们同时做了日费率对净利润的弹性测试, 假设日费率在 9.3 万美元/天基础上, 提升 10%, 则将带动中海油服 2020~2021 年, 额外增加 12、14 亿元净利润。
- **船舶业务:** 预计增长稳健, 2019~2021 年, 收入分别为 29.8、32.8 和 36 亿元, 同比增长 10%、10%和 10%; 毛利率分别为 8%、8%、8%。
- **物探与工程勘察业务:** 预计增长稳健, 2019~2021 年, 收入分别为 17、18 和 19 亿元, 同比增长 5%、5%和 5%; 毛利率分别为 1.2%、2%、2%。

图表 52: 中海油服收入预测模型 (单位: 百万元)

	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
油田技术服务					
销售收入	6592	9822	17680	21570	25884
Yoy	17.8%	49%	80%	22%	20%
毛利率	21.47%	25.43%	26%	27.5%	27%
钻井业务					
销售收入	6708	7766	9527	11433	13719
Yoy	2.88%	15.77%	22.68%	20%	20%
毛利率	5.53%	-4.55%	6%	10%	13%
船舶业务					
销售收入	2447	2707	2977	3275	3602
Yoy	24.5%	10.6%	10%	10%	10%
毛利率	10.3%	8.75%	8%	8%	8%
物探与工程勘察业务					
销售收入	1690	1652	1734	1821	1912
Yoy	57.36%	-2.28%	5%	5%	5%
毛利率	-7%	1.24%	1.2%	2%	2%
总收入	17436	21946	31919	38098	45117
Yoy	15%	26%	45%	19%	18%
总毛利	1920	2402	5427	7406	9118
毛利率	11%	11%	17%	19.44%	20.21%

来源: 国金证券研究所绘制 (单位: 亿元)

- 预计 2019~2021 年, 公司实现的营业收入分别为 319、381、451 亿元, 同比增长 45%、19%和 18%; 综合毛利率分别为 17%、19.4%、20.2%。

图表 53: 中海油服三项费用率预测

	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
销售费用率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用率	3.3%	3.0%	1.5%	1.5%	1.6%
研发费用率			2.1%	2.1%	2.2%
财务费用率	8.0%	2.8%	2.3%	2.4%	2.5%
所得税率	78.6%	87.4%	27.4%	25.5%	24.6%
净利率	0.2%	0.3%	8.6%	10.9%	11.2%

来源: 国金证券研究所绘制

- 预计 2019~2021 年, 公司①销售费用率维持在 0.1%稳定水平上, 主要系公司 80%以上收入来自关联方股东; ②管理费用率维持在 1.5%水平; ③财务费用率维持在 2.3%~2.5%; ④研发费用率保持在 2.1%~2.2%水平; ⑤所得税率分别为 27.4%、25.5%和 24.6%。
- 预计公司 19~21 年, 营业收入分别为 319、381、451 亿元, 同比增长 45%、19%和 18%, 净利润分别为 27.4、41.4、50.5 亿元, 同比增长 3765%、51%和 22%; EPS 分别为 0.57、0.87 和 1.1 元, 对应 PE 分别为 28、18 和 15 倍。

4.2 估值分析: 明年合理估值给予 23PE 估值

- PE 估值: 根据 Wind 一致预期, 哈里伯顿 2019 年 PE 为 17 倍, 国内石化油服 36 倍, 2009 年~2015 年中海油服平均 PE 为 21 倍, 我们认为目前油服处于景气周期的起点, 未来行业景气度将持续提升, 给予公司明年 23 倍 PE。
- PB 估值: 海外哈里伯顿和斯伦贝谢 PB 分别为 1.9 和 1.4, 均值为 1.65, 中海油服目前 PB 为 2 倍, 2009~2015 年 PB 均值为 2.67 倍。

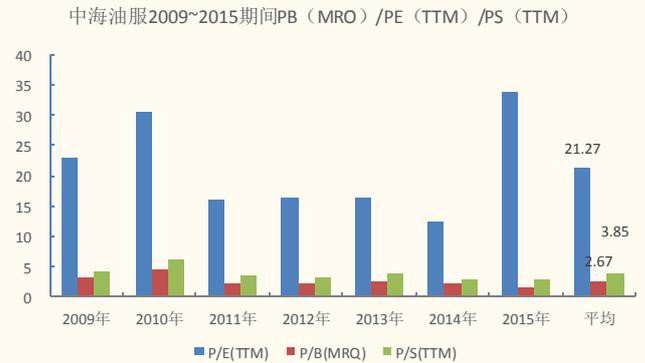
- 我们给予公司明年 23 倍 PE 估值，2.67 倍 PB，对应 952 亿合理市值，6-12 月目标价 19.9 元，给予“增持”评级。

图表 54：中海油服与对标公司核心指标比较

证券代码	证券简称	PB	PE 2019	PS	ROE	总市值
600871.SH	石化油服	7.0	36	0.69	11.38%	328
601808.SH	中海油服	2.0	26	3.24	5.97%	709
HAL.N	哈里伯顿	1.9	17	0.77	5.42%	1288
SLB.N	斯伦贝谢	1.4	-	1.53	-34.86%	3507
均值		3.1	26	1.56	-	-

来源：Wind，国金证券研究所（PE 根据 Wind 一致预测）

图表 55：给予公司明年合理估值 2.67 倍 PB 估值



来源：Wind，国金证券研究所

五、风险提示

- 中海油资本开支不及预期的风险。国内盈利能力和资本开支同时受到油价影响，如果油价下滑超预期，则影响中海油盈利能力，进而影响资本开支，油价不确定性因素较高。
- 钻井日费率进一步下滑超预期的风险。目前还有 98 座钻井平台处于新建之中，产能投放后将加剧钻井平台产能过剩风险，钻井日费率存在进一步下滑风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	15,152	17,436	21,946	31,919	38,098	45,117	货币资金	6,095	9,079	3,340	5,842	6,439	8,077
增长率		15.1%	25.9%	45.4%	19.4%	18.4%	应收账款	7,026	6,706	8,511	13,188	15,825	18,919
主营业务成本	-17,296	-15,516	-19,544	-26,460	-30,657	-35,936	存货	1,158	1,149	1,380	1,794	2,079	2,437
%销售收入	114.1%	89.0%	89.1%	82.9%	80.5%	79.7%	其他流动资产	7,273	2,902	8,479	4,621	6,564	8,332
毛利	-2,144	1,920	2,402	5,459	7,442	9,181	流动资产	21,552	19,835	21,709	25,445	30,907	37,765
%销售收入	n.a	11.0%	10.9%	17.1%	19.5%	20.3%	%总资产	26.8%	26.9%	29.1%	31.9%	38.0%	45.4%
营业税金及附加	-67	-57	-59	-86	-103	-122	长期投资	600	583	679	679	679	679
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	56,808	52,124	50,786	51,948	47,538	42,125
销售费用	-24	-27	-27	-29	-34	-41	%总资产	70.5%	70.6%	68.0%	65.1%	58.5%	50.7%
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	1,202	1,049	1,176	1,721	2,140	2,527
管理费用	-566	-584	-660	-479	-571	-722	非流动资产	58,992	54,022	52,978	54,348	50,357	45,331
%销售收入	3.7%	3.3%	3.0%	1.5%	1.5%	1.6%	%总资产	73.2%	73.1%	70.9%	68.1%	62.0%	54.6%
研发费用	0	0	-742	-670	-800	-993	资产总计	80,544	73,857	74,687	79,793	81,265	83,096
%销售收入	0.0%	0.0%	3.4%	2.1%	2.1%	2.2%	短期借款	5,990	2,850	6,068	10,123	9,522	9,578
息税前利润 (EBIT)	-2,800	1,253	913	4,195	5,933	7,304	应付款项	9,170	7,695	8,910	9,636	10,664	10,418
%销售收入	n.a	7.2%	4.2%	13.1%	15.6%	16.2%	其他流动负债	1,556	1,498	2,034	2,339	2,878	3,338
财务费用	-648	-1,389	-616	-731	-930	-1,135	流动负债	16,716	12,043	17,011	22,098	23,064	23,334
%销售收入	4.3%	8.0%	2.8%	2.3%	2.4%	2.5%	长期贷款	2,057	1,409	788	1,288	1,288	1,288
资产减值损失	-8,273	-88	-128	-170	-158	-253	其他长期负债	26,474	25,728	22,211	21,070	21,070	21,070
公允价值变动收益	0	0	49	-49	-35	-35	负债	45,248	39,179	40,010	44,455	45,421	45,692
投资收益	209	294	349	350	350	350	普通股股东权益	35,206	34,555	34,530	35,172	35,654	37,186
%税前利润	-1.8%	88.6%	49.4%	9.2%	6.3%	5.3%	其中：股本	4,772	4,772	4,772	4,772	4,772	4,772
营业利润	-11,512	198	656	3,853	5,450	6,587	未分配利润	15,450	15,245	15,034	15,676	16,158	17,690
营业利润率	n.a	1.1%	3.0%	12.1%	14.3%	14.6%	少数股东权益	90	123	148	166	191	219
营业外收支	-295	135	50	-56	78	54	负债股东权益合计	80,544	73,857	74,687	79,793	81,265	83,096
税前利润	-11,807	332	706	3,797	5,528	6,641							
利润率	n.a	1.9%	3.2%	11.9%	14.5%	14.7%	比率分析						
所得税	348	-261	-618	-1,042	-1,367	-1,560		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	n.a	78.6%	87.4%	27.4%	24.7%	23.5%	每股指标						
净利润	-11,459	71	89	2,755	4,161	5,081	每股收益	-2.401	0.007	0.015	0.574	0.867	1.059
少数股东损益	-3	38	18	18	25	28	每股净资产	7.378	7.242	7.237	7.371	7.472	7.793
归属于母公司的净利润	-11,456	33	71	2,737	4,136	5,053	每股经营现金净流	0.609	1.243	0.805	0.952	1.216	1.369
净利率	n.a	0.2%	0.3%	8.6%	10.9%	11.2%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.229	0.347	0.424
							回报率						
							净资产收益率	-32.54%	0.10%	0.21%	7.78%	11.60%	13.59%
							总资产收益率	-14.22%	0.04%	0.09%	3.43%	5.09%	6.08%
							投入资本收益率	-3.95%	0.42%	0.18%	4.49%	6.59%	8.06%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-35.94%	15.08%	25.86%	45.44%	19.36%	18.42%
							EBIT增长率	N/A	-144.75%	-27.08%	359.22%	41.43%	23.11%
							净利润增长率	-1166.78%	-100.29%	114.12%	3765.17%	51.15%	22.17%
							总资产增长率	-13.88%	-8.30%	1.12%	7.81%	0.92%	2.25%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	137.9	115.3	118.4	145.0	147.0	150.0
							存货周转天数	26.2	27.1	23.6	25.0	25.0	25.0
							应付账款周转天数	163.4	181.8	142.6	121.0	115.0	106.0
							固定资产周转天数	1,230.3	990.2	819.3	526.0	410.6	322.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	77.15%	56.74%	65.85%	70.43%	66.09%	59.11%
							EBIT利息保障倍数	-4.3	0.9	1.5	5.7	6.4	6.4
							资产负债率	56.18%	53.05%	53.57%	55.71%	55.89%	54.99%

来源：公司年报、国金证券研究所

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH