

【太平洋化工】行业研究报告

行业评级：看好

先勘探后开发，海油产业链确定性 复苏，推荐中海油服和海油工程

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

分析师助理：翟绪丽

电话：010-88695269

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

太平洋证券研究院

2019年12月3日



- 1、自主可控，努力保障国家能源安全
- 我国自1993年成为原油净进口国，原油对外依存度持续攀升，2009年超过50%，2018年超过72%，天然气对外依存度超43%，自2017年成为全球最大原油进口国。尽管当前全球原油供给过剩，但美沙俄三足鼎立左右全球市场，我国原油产量多年负增长，储采比处于10年低位水平。自主可控，努力保障我国能源安全具有重要战略意义。国家能源安全已经从国家战略层面传导至企业执行阶段，三桶油确定“2019-2025年七年行动计划”，纷纷提升上游资本支出，发力增储上产，完成既定目标。
- 2、海油产业链确定性复苏
- 根据中海油“七年行动计划”目标，到2025年探勘工作量和探明储量翻倍。产量角度，我们预计中海油七年产量CAGR约5%，考虑自然衰减率10%，资本开支CAGR预计超过10%。2019年为七年行动计划元年，中海油资本支出预算中枢为750亿元，同比+19.8%，海油产业链确定性复苏。
- 3、投资建议
- **先勘探后开发，中海油服率先复苏。**中海油服2019年前三季度钻井平台日历天使用率达到80.9%，同比提升15.6%，Q2、Q3单季度归母净利润达到9.4、11.5亿元，特别是营收占比49%的轻资产的有技术服务版块贡献了大部分利润增量。预计公司2019-2021年归母净利润为25.8/34.9/45.1亿元，对应EPS 0.54/0.73/0.95元，PE 31/23/18倍。**考虑钻井业务复苏，油田技术服务业绩爆发占比提升，未来成长空间巨大，首次覆盖，给予“买入”评级。**



- **3、投资建议**
- **探勘传导至开发，海油工程有望迎来拐点。**受沙特项目拖累，海油工程前三季度归母净利润-6.4亿元，但Q3单季度归母净利润0.8亿元，环比转正，随着沙特项目影响远去及工作量提升，业绩将延续反弹之势。截至Q3，公司在手订单287亿元，达到历史高位水平，充足的在手订单为未来2-3年的业绩增长提供保障。预计公司2019-2021年归母净利润分别为0.18/10.01/17.34亿元，对应EPS 0.004/0.23/0.39元，PE 1727/31/18倍。**考虑国内国家能源安全背景下，中海油资本开支持续增长，公司业绩触底反弹，在手订单充足，维持“买入”评级。**

图表：中海油服及海油工程估值表

公司简称	市值，亿元	股价，元	归母净利润（亿元）				EPS（元）				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
中海油服	792.08	16.6	0.71	25.75	34.93	45.12	0.01	0.54	0.73	0.95	1119	31	23	18
海油工程	308.17	6.97	0.8	0.18	10.01	17.34	0.02	0.004	0.23	0.39	386	1744	31	18

资料来源：Wind，太平洋证券研究院，日期：2019年12月2日

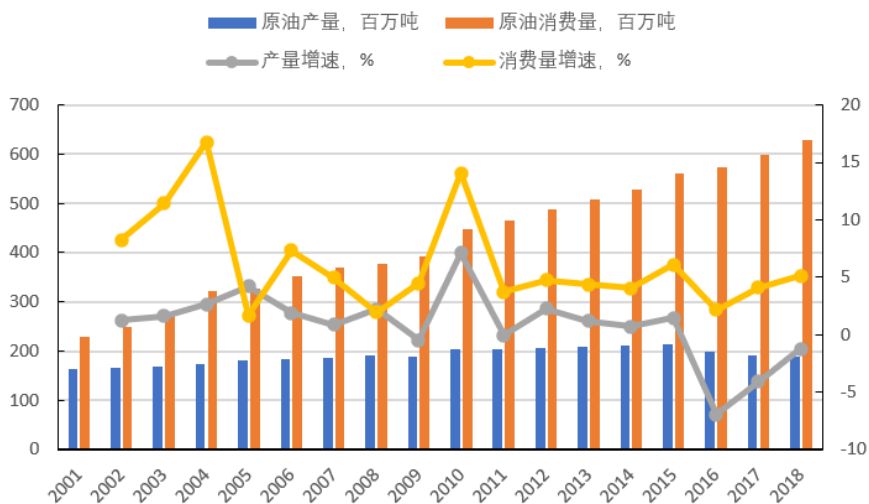
- **4、风险提示**
- **中海油资本开支不及预期；国际油价大幅波动；中海油服作业日费上涨乏力导致毛利率不及预期；海油工程项目运营过程中因各种因素导致毛利率不及预期；汇率波动。**



- 1、自主可控，努力保障国家能源安全
- 2、三桶油加大资本开支，落实“七年行动计划”
- 3、海油产业链率确定性复苏
- 4、投资建议
 - 4.1 中海油服率先复苏
 - 4.2 海油工程有望迎来拐点
- 5、风险提示

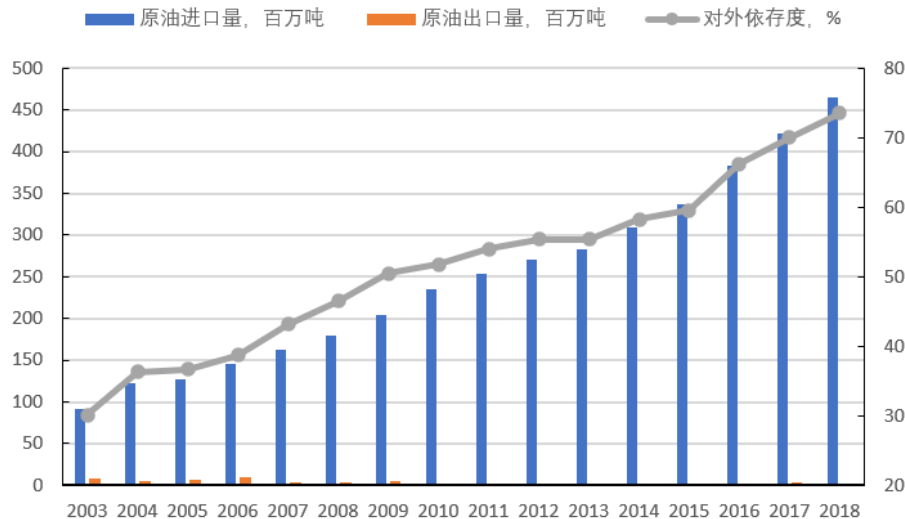
- **原油对外依存度超72%：**国内原油消费量持续稳步攀升，2018年达到6.28亿吨，同比+5.1%，但原油产量自2016年以来却连续三年下滑，2018年仅为1.89亿吨，同比-1.25%。
- **世界最大原油进口国：**根据BP数据，2018年中国原油进口量达到4.645亿吨，同比+10.04%，对外依存度随之不断攀升，继续保持世界最大原油进口国地位。

图表：国内原油消费量上涨产量却下跌



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

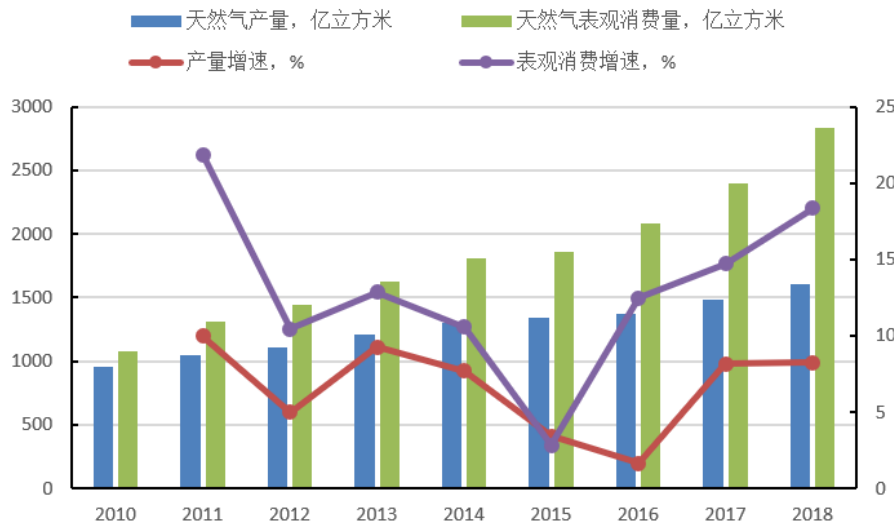
图表：中国原油进口量持续攀升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

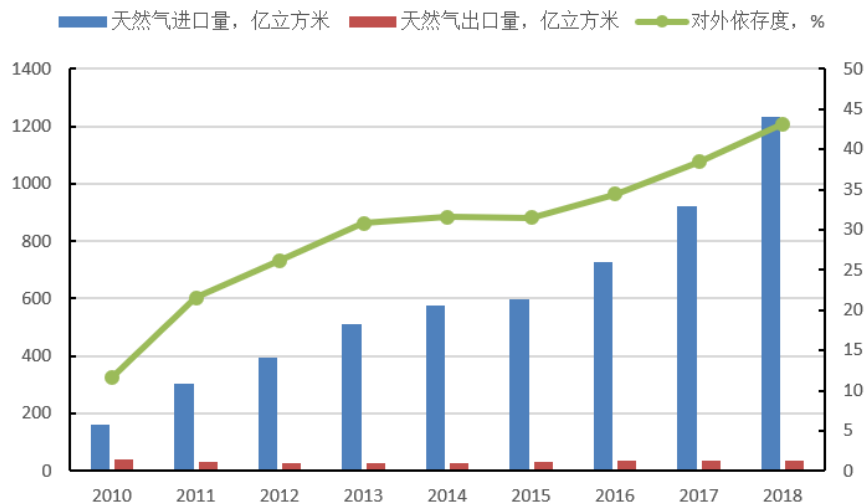
- **天然气表观消费量增速长期大于产量增速：**过去8年，我国天然气表观消费量增速平均为13%，但是产量增速平均仅为6.7%，供需缺口日益扩大。
- **2018年我国天然气产量1603亿立方米，而十三五规划中2020年天然气产量2000亿立方米，目前仍有较大差距。**
- **天然气对外依存度攀升至43%。**2018年，我国天然气进口量首次突破1000亿立方米大关，达到1234亿立方米，首次超过日本，成为天然气最大进口国。

图表：我国天然气消费增速长期大于产量增速



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表：天然气对外依存度攀升至43%



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

■ 国家层面：大力推行“能源安全战略”

2018/5/18	在全国生态环境保护大会上，习近平总书记提出要加快天然气产供储销体系建设，保障天然气供应。
2018/7/1	习近平总书记再次作出重要批示，要求提升国内油气勘探开发力度，努力保障国家能源安全。
2019/5/24	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议，强调石油企业要将大力提升油气勘探开发各项工作落到实处，不折不扣完成2019-2025七年行动方案工作要求。

■ 企业层面：落实“七年行动计划”

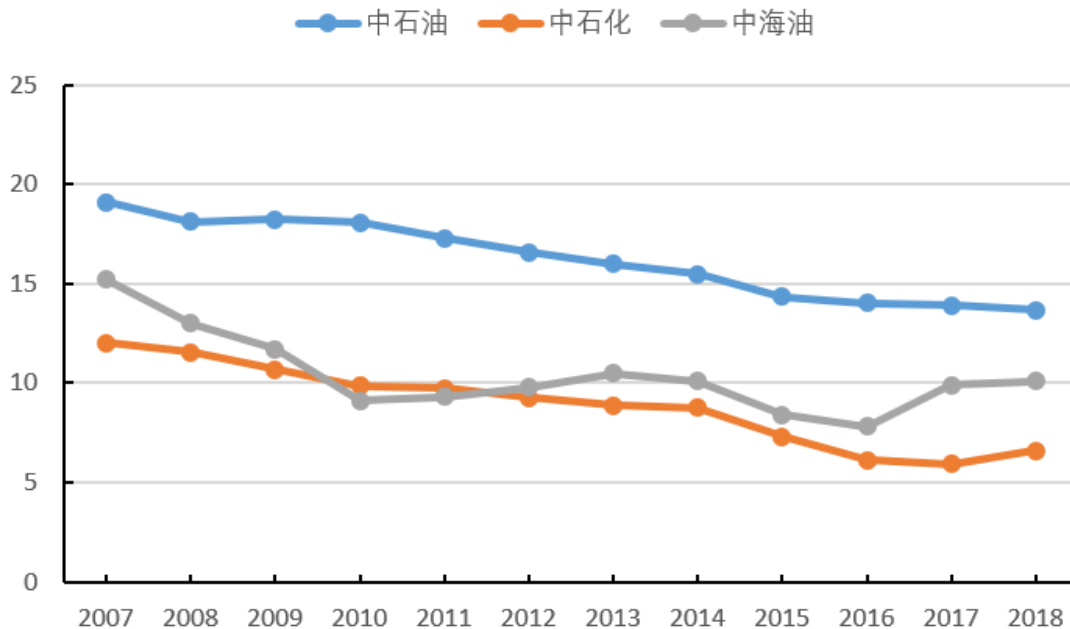
中石油	编制《2019-2025年国内勘探与生产加快发展规划方案》，进一步加大风险勘探投资，2019-2025年，每年安排50亿元。按照“深化东部、发展西部，海陆并进，油气并重，立足常规、加强非常规”的战略布局。
中石化	确立国内勘探开发“优先发展”战略定位，2019年勘探开发资本支出同比增加41%。根据规划，其增加的支出将主要用于胜利油田和页岩气田的扩产。特别是针对一些战略性、长远性的重点探区和领域，风险勘探投入增加两到三倍。
中海油	编制《强化国内勘探开发“七年行动计划”》，到2025年，勘探工作量和探明储量将翻一番，全面建成南海西部油田2000万方、南海东部油田2000万吨的上产目标。

资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理



- 从三桶油储采比看，中石油2018年储采比（储量可采年限）为13.7年，中海油为10.1年，中石化仅为6.6年，相对于2007年分别降低5.5年，5.1年和5.4年，均处于历史低位。
- **三桶油增加资本开支不仅是为保障国家能源安全的需要，也是自身可持续发展的需要。**

图表：三桶油储采比处于历史地位（单位：年）

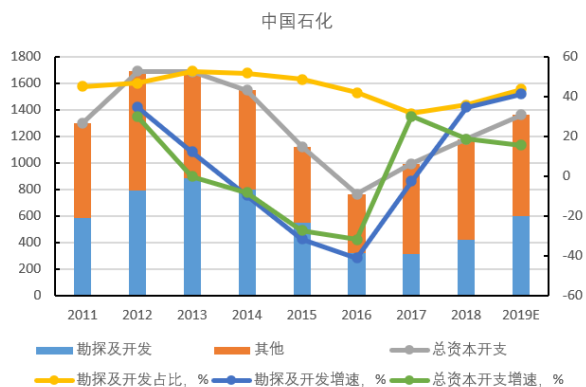


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

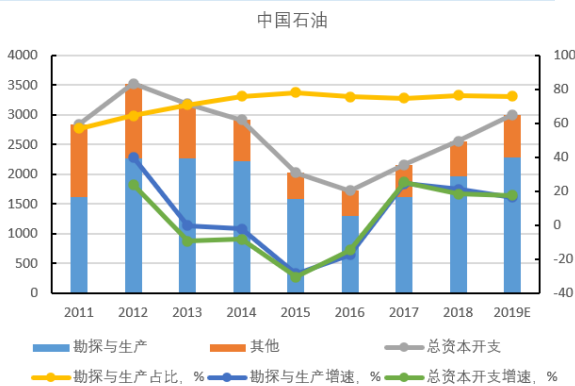


- **三桶油的“七年行动计划”，使国家能源安全战略完成从政策到行动的转变，将带来国内新一轮勘探开发周期。**
- **2019年作为“七年行动计划”的元年，“三桶油”资本支出合计3688-3788亿元，同比增长19-22%，相当于历史最高水平2014年的4264亿元的88%左右。**
- **2019年，中国石油计划资本开支2392亿元，同比增长16%；中国石化计划资本开支596亿元，同比增长41%；中海油计划资本开支700-800亿元，同比增长12%-28%。**

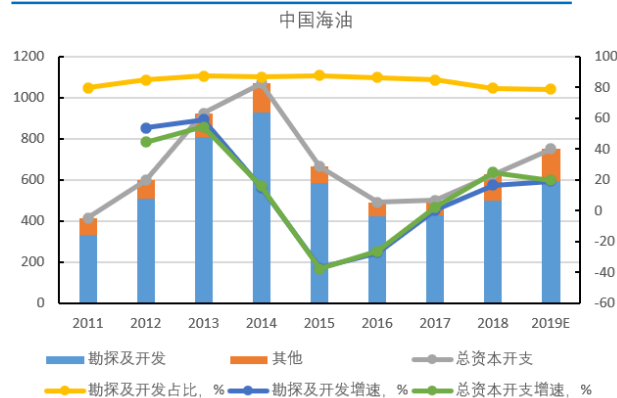
图表：中国石化资本开支增加



图表：中国石油资本开支增加



图表：中国海油资本开支增加



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

■ **我国陆上油气勘探开发时间较长，整体开发程度高，开采难度大。而海上油气开发程度低，开发时期较短，可采资源更丰富。无论石油还是天然气资源，海上剩余可采占比均高于剩余占比，就说明了这一点。**

■ **中国海上石油产量占比进入平台期。同国内原油产量趋势相同，2015年以来，国内海洋原油产量已经连续三年下滑，近四年来海洋原油占比稳定在25%左右。相比于全球平均海上石油产量占比30%，仍有一定差距。**

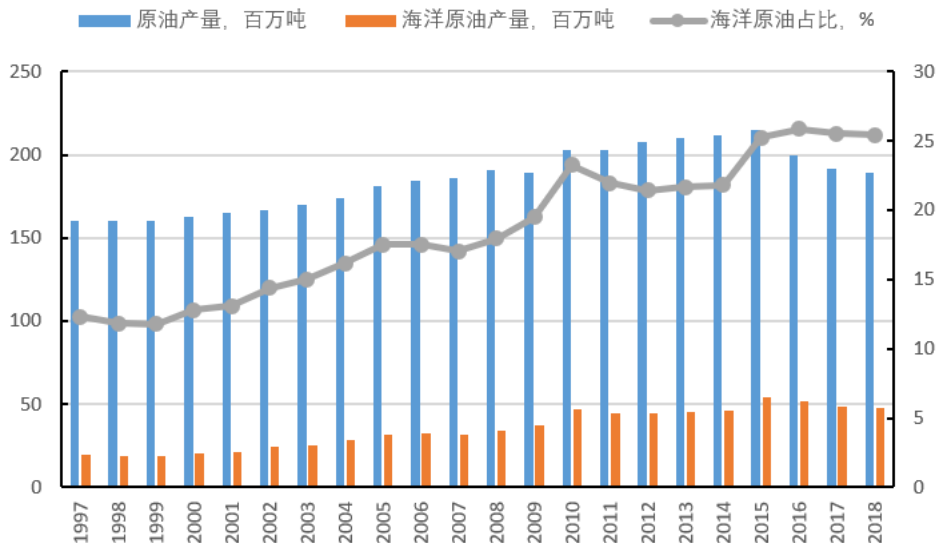
■ **中海油在南海确立的“两个2000万”目标，相比较于当前南海西部油田1000万方、南海东部油田1500万方的产量水平而言，意味着必须在南海地区再造一个超千万吨的大油田。毫无疑问，中海油油气勘探开发将再一次驶向快车道。**

图表：我国海上油气可采资源更丰富

%	剩余占比		剩余可采占比	
	陆上	海上	陆上	海上
石油	71	27	66	34
天然气	55	45	48	52

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表：我国海上石油产量占比稳定在25%左右

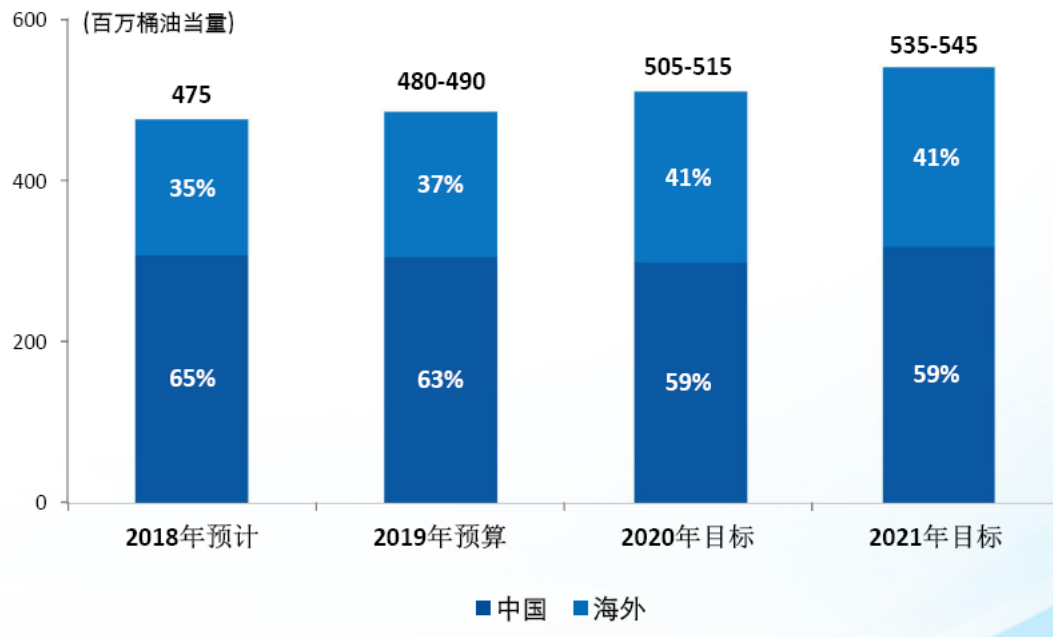


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

■ **中海油将增储上产确定为今年重点发展方向，三年滚动产量目标增速逐年增加。**

预算均以中间值为计算基准，2019年增加1000万桶油当量，增速2.1%，2020年增加2500万桶油当量，增速5.15%，2021年增加3000万桶油当量，增速5.88%。

图表：中海油三年滚动产量目标逐年增长



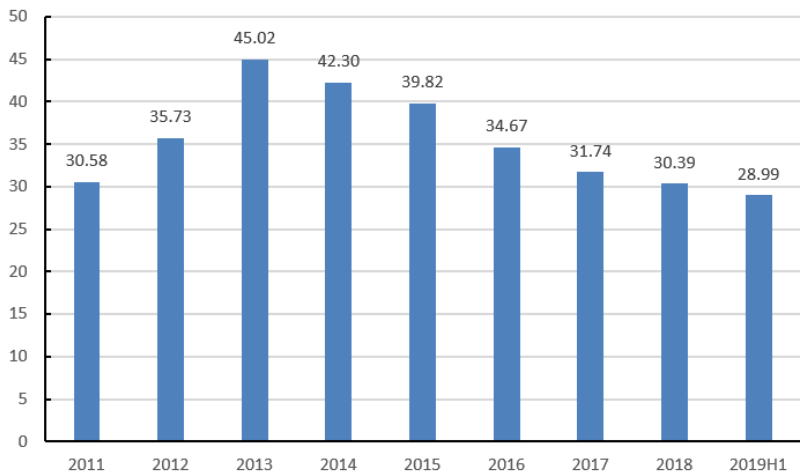
资料来源：中海油2019年经营策略展望

■ **我们认为，海上油气开发已不需要高油价支撑，60-70美元/桶即可以支撑中海油资本开支的增长。原因如下：**

1、**中海油桶油成本逐年降低。**2019年上半年，中海油桶油成本已经降至29美元/桶，较2013年高点下降35.6%，已显著低于国际油价波动区间，大大降低了油价波动对其生产经营的影响。

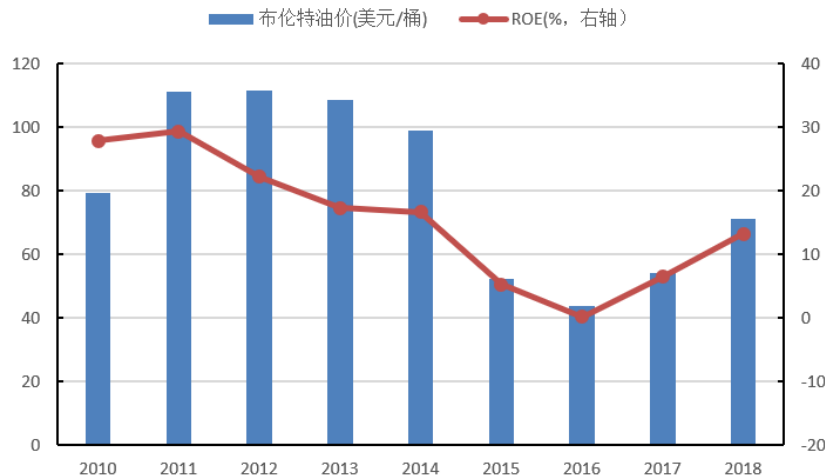
2、**中油价区间中海油即可获得良好的投资回报率。**2016年布伦特均价仅为44美元/桶，中海油仍在盈亏平衡线上方。2018年布伦特均价71美元/桶，ROE回到13.22%水平。

图表：中海油桶油成本逐年降低



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

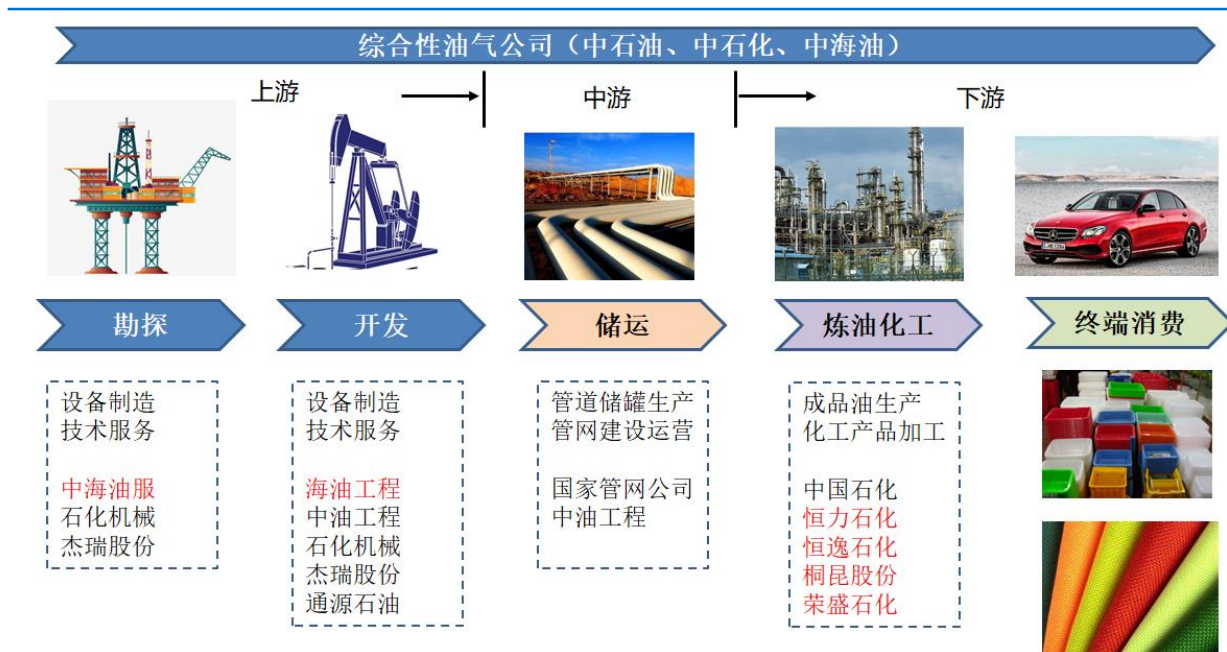
图表：中海油投资回报率不再需要高油价支撑



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

- 先勘探后开发，中海油服先于海油工程复苏。

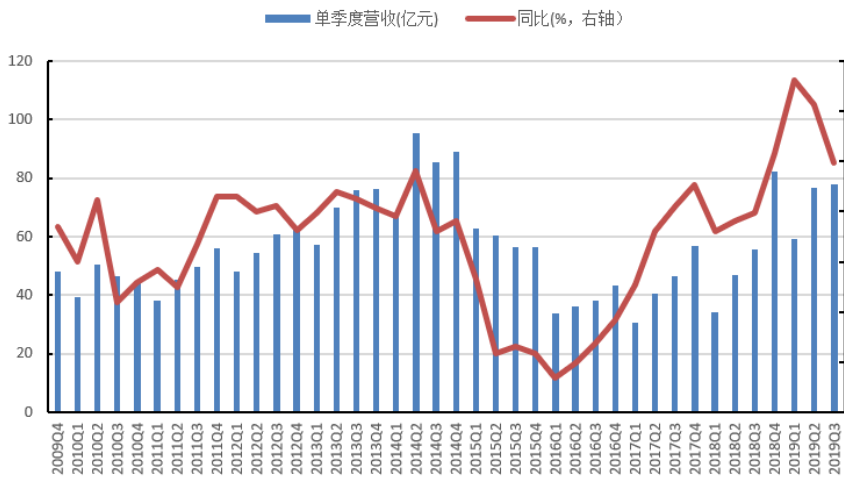
图表：油气开发产业链



资料来源：太平洋证券研究院整理

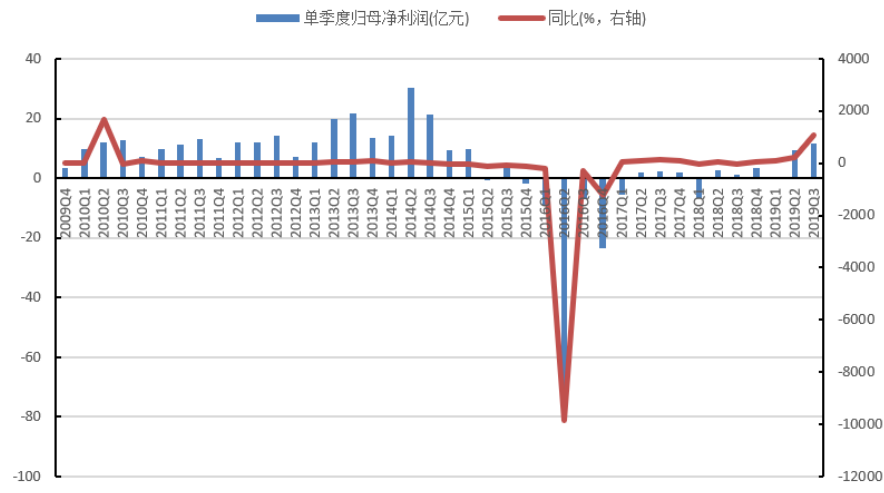
- **2019年，中海油服前三季度营业收入213亿元，同比+56%；归母净利润21.2亿元，同比大幅扭亏。其中Q3营业收入78亿元，同比+39%，环比+1.5%；归母净利润11.5亿元，同比+1066%，环比+21.6%。**
- **由于油田技术服务版块贡献主要利润增量，以及该版块利润率较高的影响，公司综合毛利率从5.3%提升至18.9%，同比提升14.6pcts。其中Q3综合毛利率达到23.96%，为近年来单季最高水平。**

图表：中海油服营收增长



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

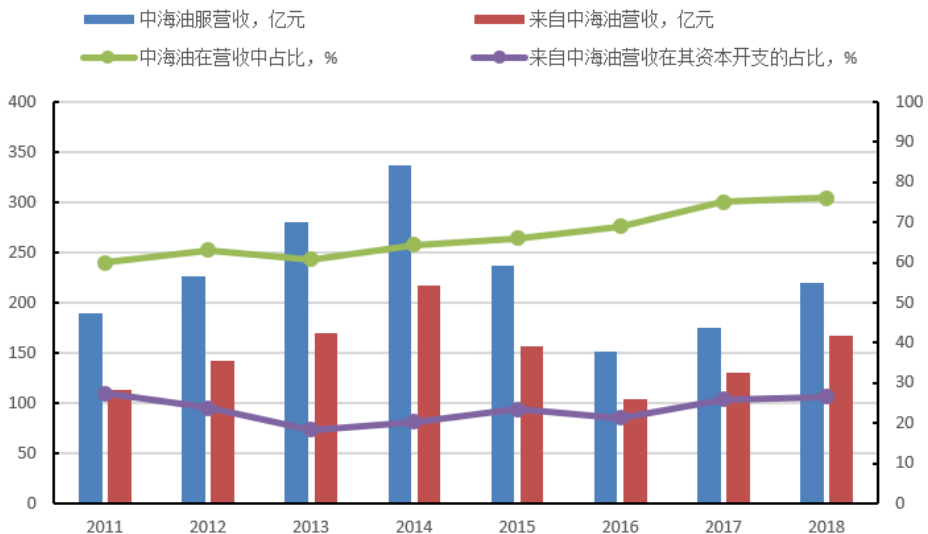
图表：中海油服自Q2开始业绩爆发



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

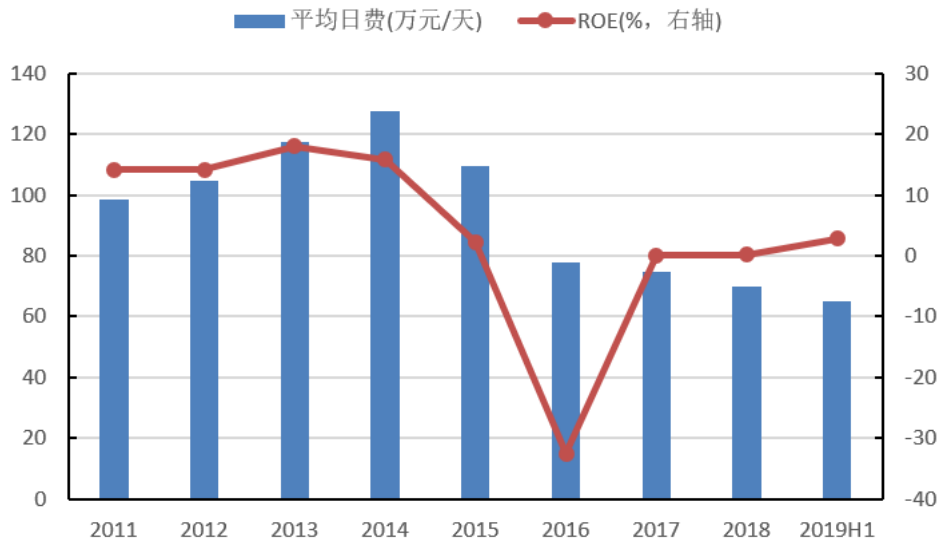
- **在中海油资本开支提升的背景下，公司营收增长确定性强。**近8年来，中海油资本开支的平均**23.4%**转变为中海油服的营收。来自中海油营收在总营收中占比平均为**66.7%**，近年来呈现增长趋势，2018年这一比例为**76%**。
- **中海油服盈利能力显著增强。**基于自身技术突破及降本增效，**2019H1**尽管平均日费仅为**65万元/天**，**ROE**达到**2.77%**，已经高于2015年平均日费**109万元/天**时的**ROE 2.3%**。尽管日费水平难以回到上一轮周期高点，但是**盈利能力显著增强。**

图表：中海油服营收增长确定性强



资料来源：wind，太平洋证券研究院

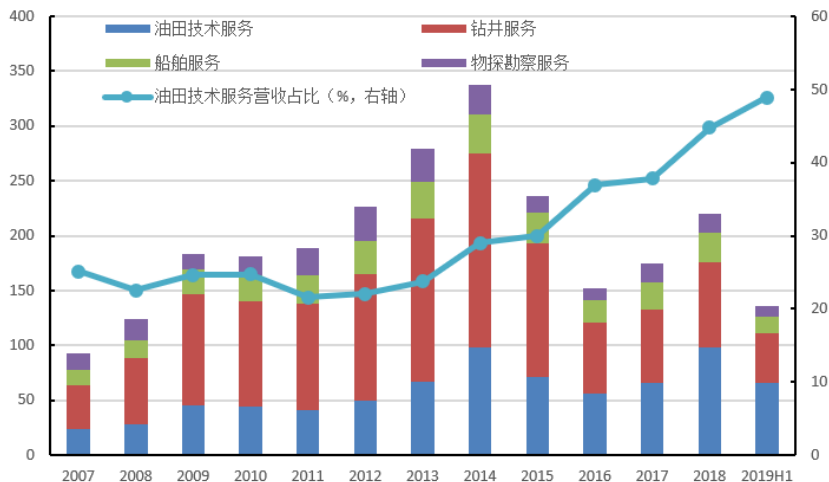
图表：中海油服盈利能力显著增强



资料来源：wind，太平洋证券研究院

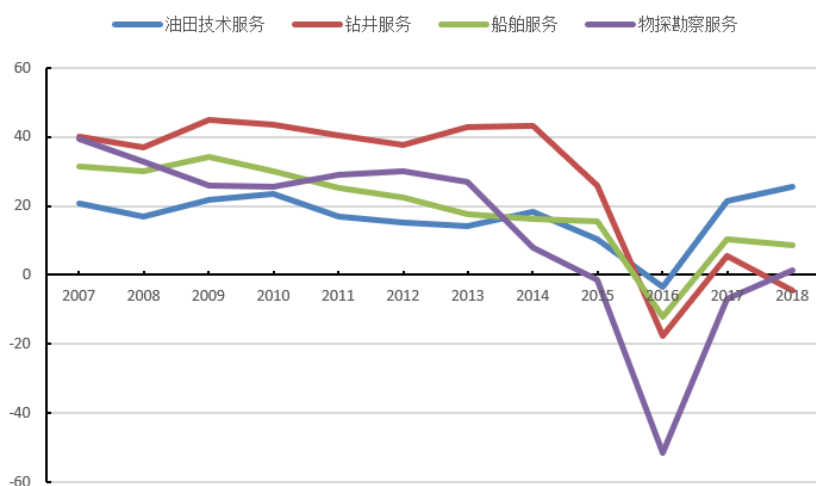
- **公司油田技术服务板块厚积薄发，贡献增量，占比提升。**公司多年研发投入带来定向随钻和电缆测井等技术突破，2019H1营收占比已经达到49%。后续有望进一步替代国际竞争对手，并且开拓海外市场。中海油服长期战略规划提升油田技术服务板块占比，2020年收入占比50%，2025年收入占比75%，将有效提升公司盈利水平。
- **钻井、物探板块扭亏为盈。**受益中海油“七年行动计划”，公司钻井业务工作量率先回复。2019年前三季度钻井平台日历天使用率80.9%，同比+15.6pct，环比+4.3pct，预计不断增加的工作量逐步推升板块业绩。

图表：油田技术服务板块营收占比提升



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表：油田技术服务板块毛利率快速修复



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

- 盈利预测及评级：预计公司2019-2021年归母净利润为25.8/34.9/45.1亿元，对应EPS 0.54/0.73/0.95元，PE 31/23/18倍。考虑钻井业务复苏，油田技术服务业绩爆发占比提升，未来成长空间巨大，首次覆盖，给予“增持”评级。**

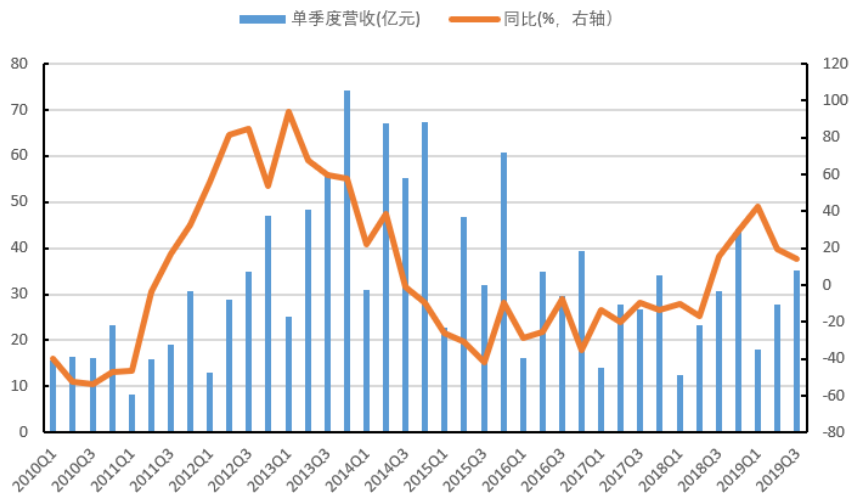
图表：中海油服盈利预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	21946	28530	37089	44506
(+/-%)	25.9	30.0	30.0	20.0
净利润(百万元)	71	2575	3493	4512
(+/-%)	114.1	3537	35.6	29.2
摊薄每股收益(元)	0.01	0.54	0.73	0.95
市盈率(PE)	1143	31.4	23.2	17.9

资料来源：太平洋证券研究院

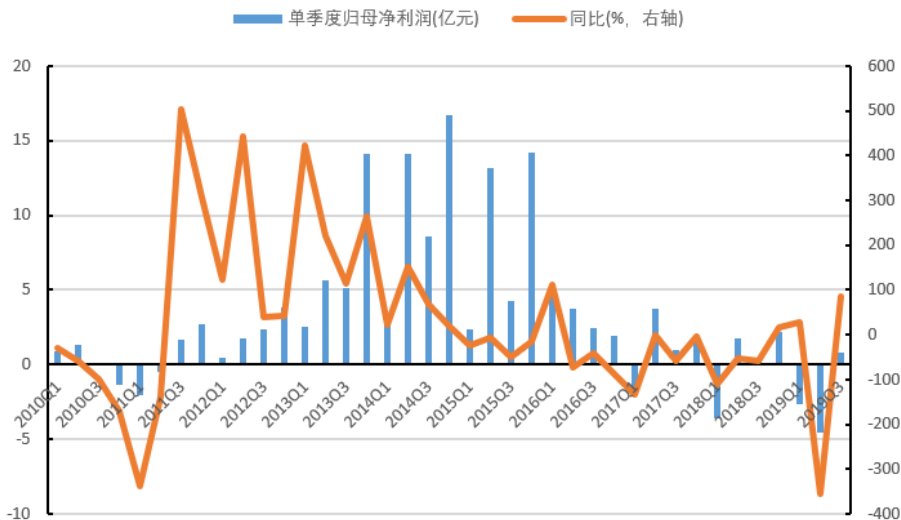
- **海油工程单季度业绩转正。**受沙特项目短期拖累，公司前三季度归母净利润-6.4亿元，但是Q3单季度实现归母净利润0.8亿元，环比转正，而且沙特项目后续进展正常，影响将逐渐得到控制和消除，**业绩有望延续反弹之势。**

图表：海油工程2019年单季度营收稳步增长



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

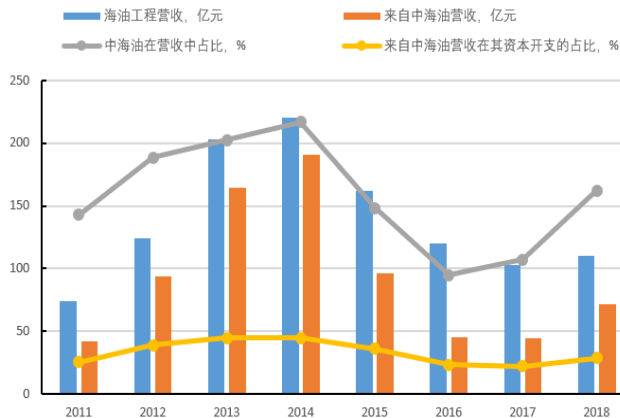
图表：海油工程2019年Q3单季度业绩转正



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

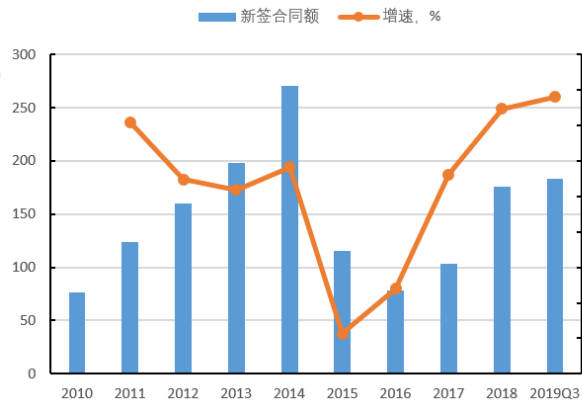
- **在中海油资本开支提升的背景下，公司营收增长确定性强。**近8年来，中海油资本开支的平均13%转变为海油工程的营收。来自中海油营收在总营收中占比平均为63%，2016-2017年由于Yamal项目的贡献，导致该比例走低，2018年回升至65%。
- **充足的在手订单保障未来2-3年业绩增长。**公司前三季度订单承揽额183亿元，同比+76%，截止三季度末，公司在手订单287亿元，较年初增加102亿元，增幅55%，已经创自2012年以来历史最高水平。

图表：海油工程营收增长确定性强

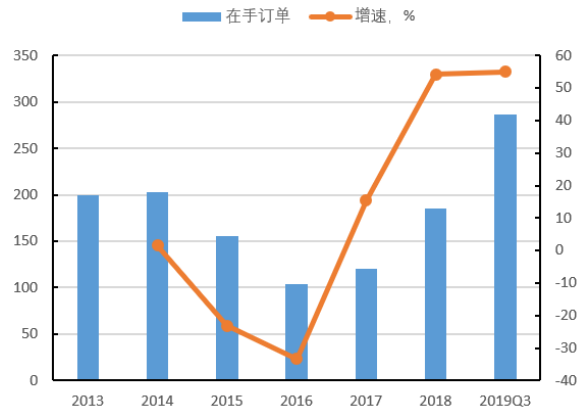


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表：海油工程新签合同额持续增长



图表：海油工程在手订单重回历史高位



■ 海洋工程增长点：深水项目

序号	项目名称	进度	意义
1	国内荔湾3-1总包项目	100%	国内首个深水气田，是中海油迈向深水的标志性工程。
2	陵水17-2气田工程开发项目	23%	国内首批真正意义上的深水工程，公司通过其积累经验，有望打开深水市场的大门。
3	流花16-2油田群工程项目	63%	
4	流花29-1项目	50%	

■ 非海洋工程增长点：LNG项目

序号	项目名称	进度	意义
1	俄罗斯Yamal LNG模块化建造项目	100%	体现了公司极寒条件下的LNG建造能力，成功进入国际市场
2	福建漳州LNG接收站及储罐项目	34%	深耕国内LNG市场，不断加强LNG工程建造能力
3	浙江宁波LNG接收站二期项目	55%	
4	北美LNG项目	0%	LNG工程建造能力再次得到国际任何。
5	唐山LNG项目	0%	目前承揽的金额最大的国内LNG工程项目合同

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

- 盈利预测及评级：预计海油工程2019-2021年归母净利润分别为0.18/10.01/17.34亿元，对应EPS 0.004/0.23/0.39元，PE 1727/31/18倍。考虑国内国家能源安全背景下，中海油资本开支持续增长，公司业绩触底反弹，在手订单充足，维持“买入”评级。**

图表：海油工程盈利预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11052	14368	18678	24282
(+/-%)	7.8	30	30	30
净利润(百万元)	80	18	1001	1734
(+/-%)	-84	-78	5568	73
摊薄每股收益(元)	0.02	0.004	0.23	0.39
市盈率(PE)	315	1727	31	18

资料来源：太平洋证券研究院

■ 更多内容:

【太平洋化工】海油工程2019三季度报点评：盈利边际改善，或迎来业绩拐点



【太平洋化工】海油工程动态点评：再获LNG大单，行业趋势确定性向上



- 中海油资本开支不及预期；
- 国际油价大幅波动；
- 中海油服作业日费上涨乏力导致毛利率不及预期；
- 海油工程项目运营过程中因各种因素导致毛利率不及预期；
- 汇率波动。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761/88321717

传真：(8610) 88321566