

中海油服 (601808.SH)

公司研究/深度报告

油价上涨带动上游资本开支，中海油服受益

-中海油服深度报告

深度研究报告/石油石化

2021年2月24日

报告摘要:

● 本报告试图解决：从单位固定资产盈利能力角度评估中海油服的盈利优势

油价、上游资本开支和油服企业业绩有强相关关系。本文将分析中海油服的单位固定资产盈利能力，并判断未来公司的盈利中枢。

● 行业逻辑:

油价、上游资本开支和油服企业业绩有强相关关系。展望 2021 年，全球石油供需结构稳定，预计全年油价中枢为 50-60 美元/桶，较 2020 年有所上涨，因此资本开支将上涨。油价与资本开支有较强相关性，以中石油为例，公司资本开支与油价的相关性大的 0.8。上游的资本开支增加，则油服行业盈利能力增加。

国家推进能源安全战略推动上游资本开支增加，利好油服行业。为相应国家号召，中石油、中海油等分别提出“七年行动计划”，大力发展国内能源勘探开发业务。比如，中海油提出，到 2025 年，公司的勘探工作量和探明储量要翻一番，实现南海西部油田 2000 万平方米、东部油田 2000 万吨的上产目标，由此利好油服行业。

● 公司逻辑:

中海油未来资本开支较大，助力中海油服业绩向上。本文选取 2012-2019 年中海油资本开支和中海油服营收的数据最终得出，二者之间线性相关性达 0.9，属于强相关关系。依据中海油的七年行动计划目标，中海油将加大资本开支，预计资本开支年增速为 17%，由此利好中海油服。

公司资产回报率处于行业领先水平。本文选取了油服行业三家公司与中海油服作对比，分别为中油工程、石化油服和海油工程。公司 2019 年资产回报率为 3.35%，行业平均水平为 1.43%，同行领先。

受益油价上涨，预计 21 年公司业绩大幅增加。2002-2019 年公司每亿元固定资产的盈利能力中枢为 0.1 亿元，对应历史油价中枢为 66 美元/桶。参考公司 2012 年以来固定资产规模平均增长率 3%，则公司 2021 年固定资产规模可达到 463 亿，由此从单位固定资产盈利能力角度测算公司可获得净利 46 亿元。

● 盈利能力预测与投资建议

基于公司核心业务板块的分析，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.73、0.99 和 1.30 元，以 2021 年 2 月 23 日收盘价测算，得到对应 PE 为 28X，21X，16X，可比公司 TTMPE 为 40X，此外 2021-2022 年公司 PEG<1，维持“推荐”评级。

● 风险提示

原油价格剧烈震荡风险、上游资本开支下滑风险。

推荐

维持评级

当前价格： 20.32

交易数据 2021-02-23

近 12 个月最高/最低(元)	21.29/10.40
总股本(百万股)	4771.59
流通股本(百万股)	2960.47
流通股比例(%)	62%
总市值(亿元)	969.59
流通市值(亿元)	601.57

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

相关研究

1,《中海油服(601808)19年年报点评报告：受益油服行业复苏，19年净利同比增长3434%》20200325

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	31,135	28,782	35,914	44,890
增长率 (%)	41.9%	-7.6%	24.8%	25.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,502	3,474	4,739	6,216
增长率 (%)	3434.1%	38.8%	36.4%	31.2%
每股收益 (元)	0.52	0.73	0.99	1.30
PE (现价)	38.7	27.9	20.5	15.6
PB	2.6	2.5	2.3	2.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

1 本报告试图解决：从单位固定资产盈利能力角度评估中海油服的盈利能力	4
2 公司概况：油服行业领军企业	4
2.1 公司是油服行业的领先企业	4
2.2 近四年，公司业绩保持增长	5
2.3 降本成效显著，中海油服三项费用率持续改善	7
3 行业逻辑：至暗时刻已过，油服行业迎来景气度拐点	8
3.1 展望 2021 年，预计油价持续回暖	8
3.2.1 预计 2021 年石油需求总体增长	9
3.2.2 减产协议达成，石油供给全年维持低位	9
3.2 油价与油服行业上游资本开支密切相关	10
3.3 国家能源安全战略为油服行业发展提供有力支撑	11
4 公司逻辑	14
4.1 中海油“七年行动计划”保障公司未来收入稳定增长	14
4.2 从单位资产盈利能力角度预测中海油服 2021 年盈利情况	15
4.3 公司资产回报率处于行业领先地位	16
4.4 公司深耕油服行业多年，优势显著	16
5 盈利预测及投资建议	17
6 风险提示	19
插图目录	21
表格目录	21

1 本报告试图解决：从单位固定资产盈利能力角度评估中海油服的盈利能力

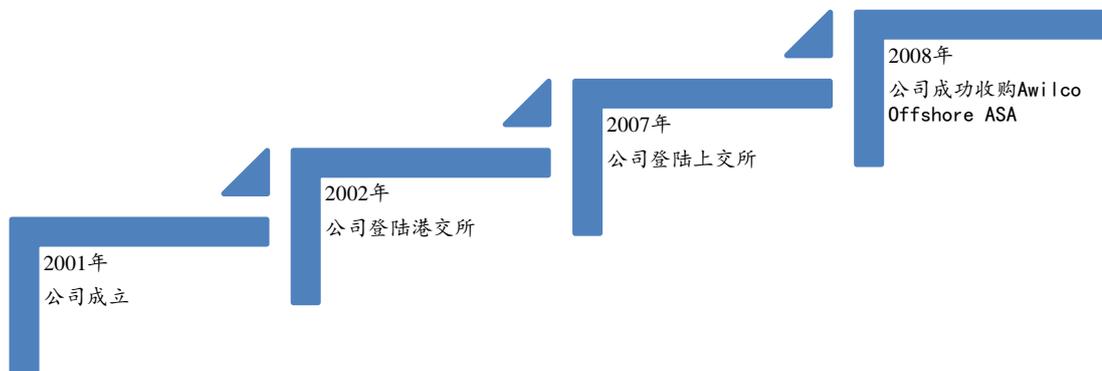
油价、上游资本开支和油服企业业绩有强相关关系。本文将分析中海油服的单位固定资产盈利能力，并判断未来公司的盈利中枢。

2 公司概况：油服行业领军企业

2.1 公司是油服行业的领先企业

公司是油服行业的领先企业。公司成立于 2001 年，由中海油旗下 5 家子公司合并而成，是中国近海最具规模的油田服务供应商，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公司。公司的业务涉及石油及天然气勘探、开发及生产的各个阶段，主要分为钻井服务、油田技术服务、船舶服务、物探勘察服务四大板块。公司的服务区域涵盖中国海域，并拓展至亚太、中东、美洲、欧洲、非洲、远东六大区域，覆盖全球 40 多个国家和地区。2002 年，公司在港交所上市，后在 2007 年，公司登陆上交所。

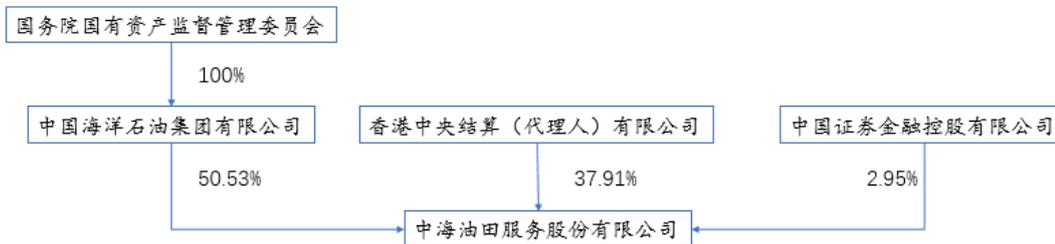
图1: 公司成立以来业务发展历程



资料来源：公司网站，民生证券研究院

公司股权结构集中。公司前两大股东为中国海洋石油集团有限公司和香港中央结算（代理人）有限公司，持股比例分别为 50.53% 和 37.91%，公司隶属于中海油，实际控制人为国资委。

图2: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

截至 2019 年底, 公司共运营、管理五十四座钻井平台 (包括四十座自升式钻井平台、十四座半潜式钻井平台)、五套模块钻机 etc 装备。其中 9 座在中国海域作业, 10 座在国际地区作业, 12 座正在待命, 3 座正在船厂修理。船舶业务方面, 公司经营和管理中国近海规模最大及功能最齐全的近海工作船船队, 包括三用工作船、平台供应船、油田守护船等 140 余艘船舶。在物探采集和工程勘察服务板块, 拥有 5 艘拖缆物探船、1 艘专业震源船、2 支海底电缆队和 5 艘综合性海洋工程勘察船、2 艘深水公司作业支持船。

表1: 公司主要设备

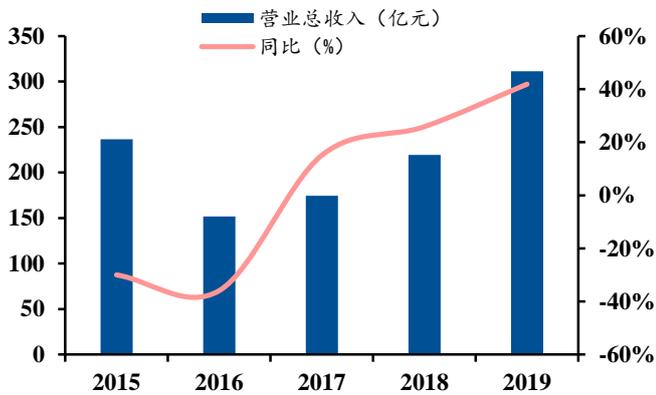
	数量
钻井平台	54 座
船舶业务	140 余艘
物探采集和工程勘察服务	5 艘拖缆物探船、1 艘专业震源船、2 支海底电缆队、5 艘综合性海洋工程勘察船、2 艘深水公司作业支持船-

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.2 近四年, 公司业绩保持增长

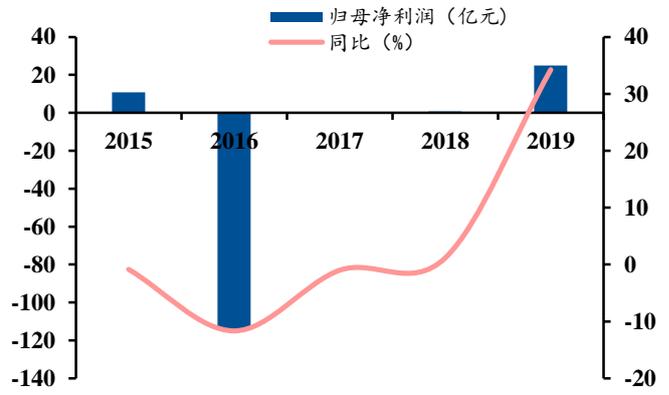
2017 年以来, 公司营收、净利润保持增长。2015-2016 年由于油价下跌, 其上游资本开支大幅降低, 导致油服行业遭受打击, 公司 2015-2016 年两年间营收和净利润出现暴跌。2017 年以后, 油价缓慢回暖, 公司业绩随之上行。2019 年公司营收为 311 亿元, 同比增长 42%; 归母净利润达 25%, 同比增长 3424%。

图3: 公司营收及同比增速 (左轴亿元, 右轴%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

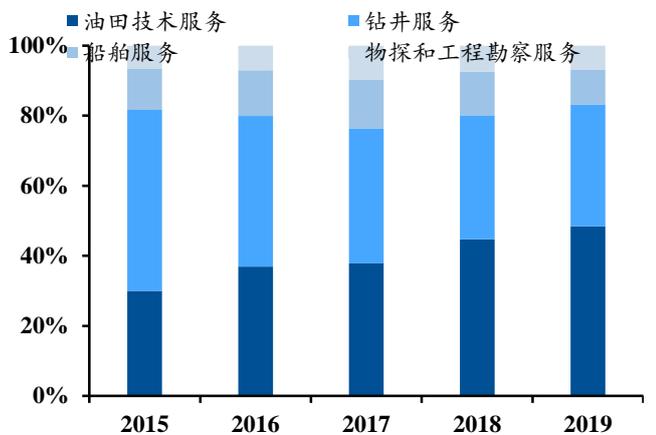
图4: 公司归母净利润及同比增速 (左轴亿元, 右轴%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

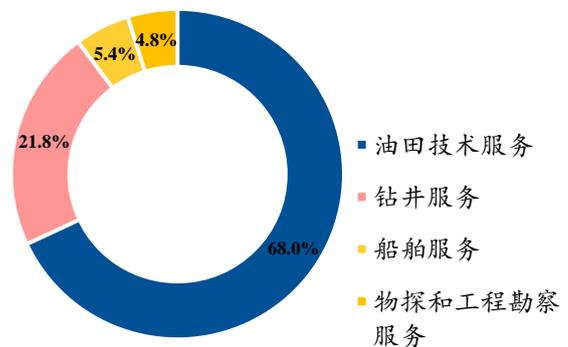
油田技术服务成公司营收和毛利第一大来源。钻井和油田技术服务是公司营收的主要来源, 二者占公司营收来源的 80% 以上。近年来, 油田技术服务营收占比缓慢提升, 2019 年, 油田技术服务营收为 151 亿元, 占比 48%, 毛利为 40 亿元, 占比 68%; 钻井服务营收为 108 亿元, 占比 35%, 毛利为 13 亿元, 占比 22%。

图5: 2015-2019 年公司主营业务构成 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

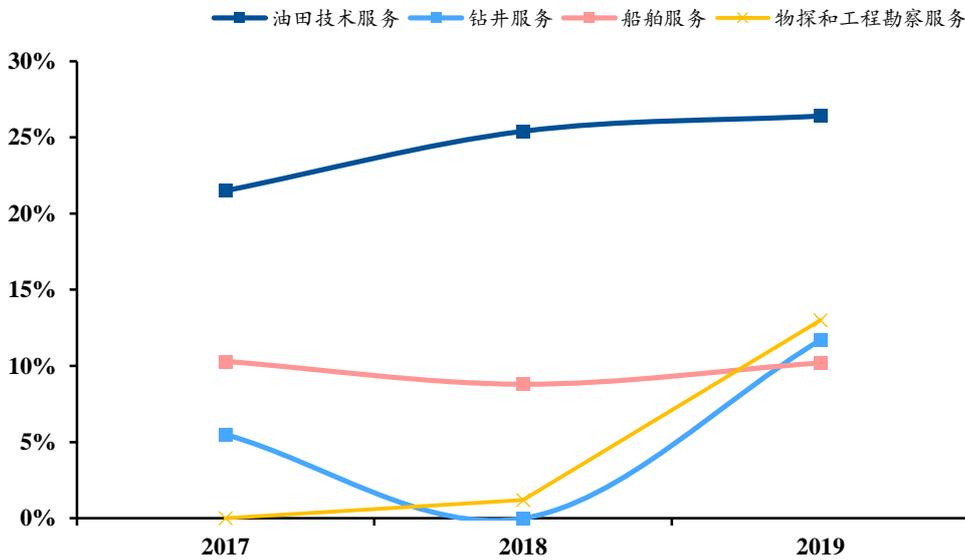
图6: 2019 年公司毛利构成 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司主营业务毛利率普遍提升, 油服技术服务毛利率最高。2015-2019 年公司主营业务如油服技术、物探和工程勘察服务毛利率有略微或大幅度提升。油服技术服务始终是公司毛利率领先的业务, 2019 年其毛利率为 26%; 物探和工程勘察服务毛利率提升显著, 由 2018 年的 1% 提高到 2019 年的 13%。

图7: 公司主营业务毛利率 (%)

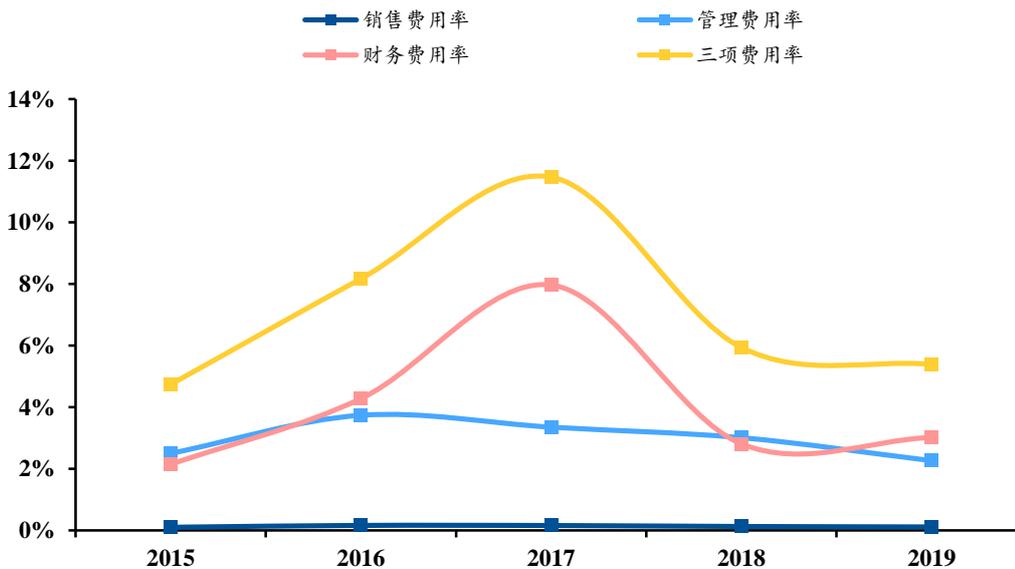


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.3 降本成效显著, 中海油服三项费用率持续改善

降本成效显著, 中海油服三项费用率持续改善。2017-2019 年公司的三项费用率分别为 11%、6%和 5%, 处于下降趋势, 说明公司在油价波动后采取的一系列降本措施成效显著。2019 年公司三项费用率各项分别为销售费用率 0%、管理费用率 2%和财务费用率 3%。

图8: 2015-2019 年中海油服三项费用率 (%)

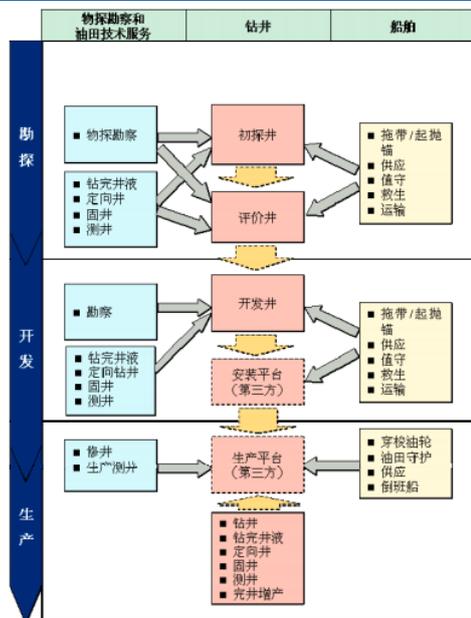


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 行业逻辑：至暗时刻已过，油服行业迎来景气度拐点

石油和天然气是油服行业的根基，油服行业主要业务流程是油气勘探、开发和生产，业务涉及油田技术服务、钻井、船舶和物探服务。

图9: 油田服务工作流程



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

3.1 展望 2021 年，预计油价持续回暖

预计 2021 年 GDP 回暖，利好油服行业。根据 IMF 数据，2010 年以后，全球 GDP 年增速稳定在 3% 左右。2020 年受疫情等因素影响，全球 GDP 增速表现极差。随着疫苗的普及，疫情在大部分国家得到控制，因此，预计 2021 年全球 GDP 增速将高于 2020 年，由此全社会对一次性能源的消费需求加大，利好油服行业。

图10: 全球 GDP 增速 (%)

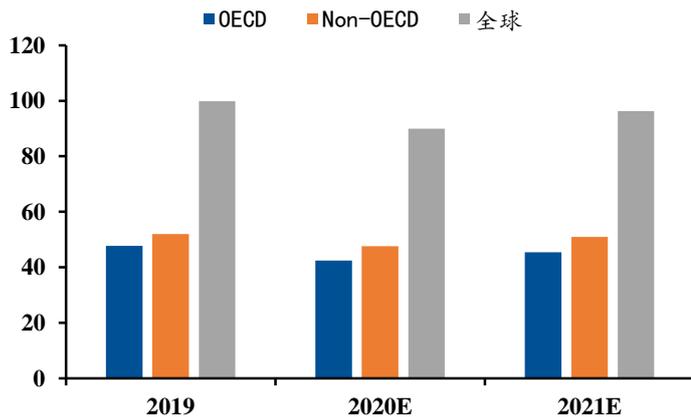


资料来源：Wind，民生证券研究院

3.2.1 预计 2021 年石油需求总体增长

OPEC 预计 2021 年全球石油需求将较去年增长 6.2 百万桶/日。2020 年，受新冠疫情影响，全球经济增长放缓，国内外依然面临着增长动力不足、投资持续低迷等多种风险和挑战。在此背景下，石油需求增速也持续放缓。根据 OPEC 在 2020 年 11 月的报告显示，OPEC 估计 2021 年全球石油需求较 2020 年增长 6.2 百万桶/日，全球总需求将达到 96.3 百万桶/日。

图11: 2019-2022E 全球原油需求 (百万桶/天)



资料来源: OPEC, 民生证券研究院

3.2.2 减产协议达成, 石油供给全年维持低位

产油国达成减产协议, 石油供给端可控。2020 年 4 月, OPEC 组织与非 OPEC 达成了分阶段减产的历史性协议, 计划从 2021 年 1 月开始每天减产 580 万桶石油。

表2: 2020 年 4 月 OPEC 与非 OPEC 减产协议阶段性目标

时间	阶段性减产目标
2020 年 5-6 月 (后修改为 5-7 月)	970 万桶/日
2020 年 7-12 月 (后修改为 8-12 月)	770 万桶/日
2021 年 1 月-2022 年 4 月	580 万桶/日

资料来源: OPEC, 民生证券研究院

美国: 受疫情影响, 2020 年全年原油产量较低

美国原油产量自 2018 年页岩油开发以来始终维持高位。而 2020 年受美国疫情影响, 美国原油产量下降, 2020 年 11 月美国原油产量为 333721 千桶/月。预计拜登上台后会采取一系列疫情防控措施, 原油产量预计回暖。

图12: 美国原油产量 (千桶/月)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

石油钻机运行数是衡量未来产量的一个先驱指标。2020年石油钻机运行数量年初到现在持续下滑。截至2020年12月，美国原油钻机数量降至311座，触及近十年以来的低谷。

图13: 美国石油钻井运行数 (个)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3.2 油价与油服行业上游资本开支密切相关

油价与上游资本开支呈正相关关系。油服行业的景气度取决于其上游的石油勘探开发的资本开支。而上游的资本开支受油价影响较大。通常情况下，油价与上游资本开支呈正相关关系。以中石油为例，公司资本开支与油价的相关性大的0.8，具有强相关性。

图14: 中石油资本开支与油价 (左美元/桶, 右亿元)



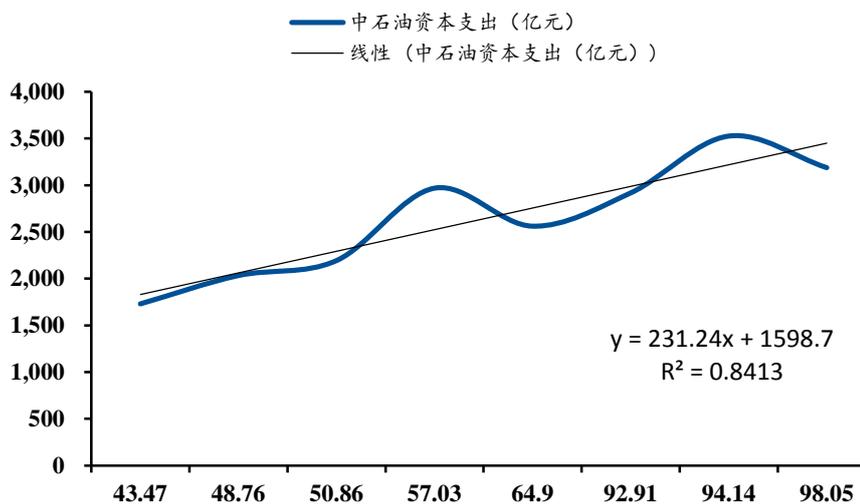
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图15: 中海油资本开支与油价 (左美元/桶, 右亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图16: 中石油资本开支与油价走势图 (亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

展望 2021 年, 预计全年油价中枢为 50-60 美元/桶, 较 2020 年有所上涨, 因此资本开支将上涨, 带动油服行业。

3.3 国家能源安全战略为油服行业发展提供有力支撑

我国原油及天然气对外依存度较高。近 40 年来, 我国原油的对外依存度始终保持增长势头。2018 年以来, 我国原油对外依存度保持在 70% 以上。天然气的情况也大致如此, 2018 年以来其对外依存度在 40% 以上。

图17: 我国原油对外依赖度 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图18: 我国天然气对外依赖度 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

国家大力推进能源安全战略。原油、天然气等能源事关国家安全,是实现国家安全稳定发展的重要基石。能源安全事关国家稳定、社会发展,对一个国家的独立健康发展具有重要战略意义。由于我国能源的对外依存度始终居高不下,实现对重要能源的自主可控成为当务之急。自 2017 年开始,国家先后发文支持企业发展能源勘探开发相关事业。

表3: 国家能源安全战略相关政策

时间	事件
2017.01	十三五规划提出:到 2020 年国内石油产量达 2 亿吨,天然气保供能力达 3600 亿立方米以上
2018.07	总书记重提能源安全,“七年行动计划随之出台”
2018.09	国务院发布《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》:力争到 2020 年底前国内天然气年产量达到 2000 亿立方米以上
2019.05	国家能源局:要求企业落实主体责任,完成 2019-2025 七年行动方案工作要求
2020.04	中央政治局“六保”政策:加大能源储备,加速陆地和海上能源勘探力度
2020.05	国家全面开放油气勘探开采市场

资料来源: 国家能源局, 民生证券研究院

以三桶油为首的企业积极响应国家号召,加大能源勘探开发力度。2018 年下半年,三桶油召开专门会议,讨论能源安全,增储上产,确立国内勘探开发业务“优先发展”的战略定位,加大油气勘探开发投资力度,加快油气增储上产步伐。

“七年行动计划”开启油服行业春天。为相应国家号召,中石油、中海油等分别提出“七年行动计划”,大力发展国内能源勘探开发业务。比如,中海油提出,到 2025 年,公司的勘探工作量和探明储量要翻一番,实现南海西部油田 2000 万平方米、东部油田 2000 万吨的上产目标。

表4: 中石油、中海油七年行动计划

企业	七年行动规划
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”》： 1) 到 2025 年，公司勘探工作量和探明储量要翻一番。 2) 实现南海西部油田 2000 万平方米、东部油田 2000 万吨的上产目标。
中石油	《2019—2025 年国内勘探与生产加快发展规划方案》： 1) 2019-2025 年每年安排风险勘探投资 50 亿元，是目前年度的 5 倍； 2) 以“致密气”为开发重点，预计 2020 年致密气产量调增到 320 亿立方米，2025 年达到 350 亿立方米； 3) 加大页岩气开发力度，2020 年页岩气产量力争达到 120 亿立方米，到 2025 年产量达到 240 亿立方米。

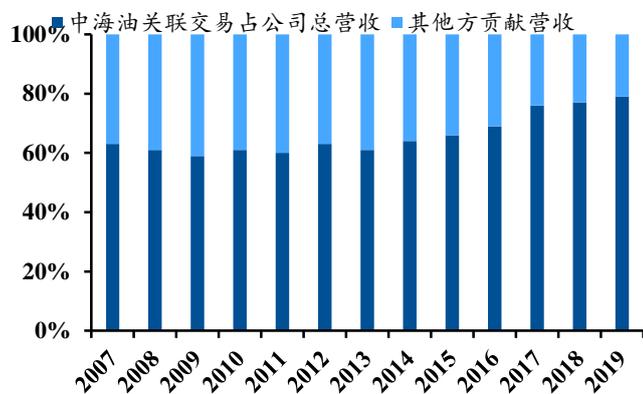
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 公司逻辑

4.1 中海油“七年行动计划”保障公司未来收入稳定增长

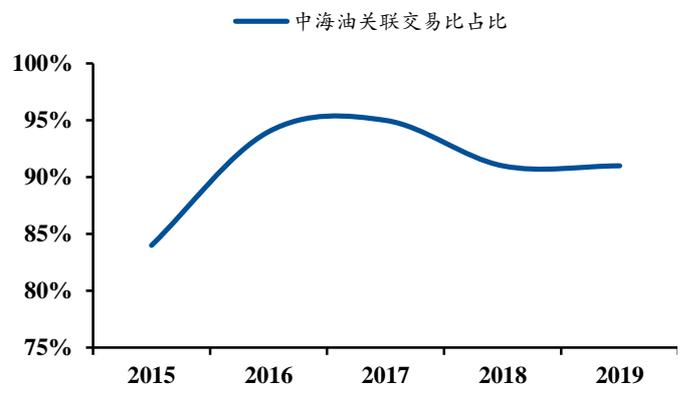
与中海油的关联交易是公司营收的主要来源。公司隶属于中海油，中海油贡献了公司大部分营收。以 2019 年年为例，公司总营收中，中海油的关联交易占比近 80%，近 4 年中海油的关联交易占公司总营收的比例在 70% 以上。油田技术服务业务受益中海油关联交易最多，2019 年公司受益于中海油的收入占公司该板块总收入的 91%，因此中海油的资本开支情况将影响公司在油田技术服务板块的盈利能力。

图19: 中海油关联交易占公司油营收比重 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

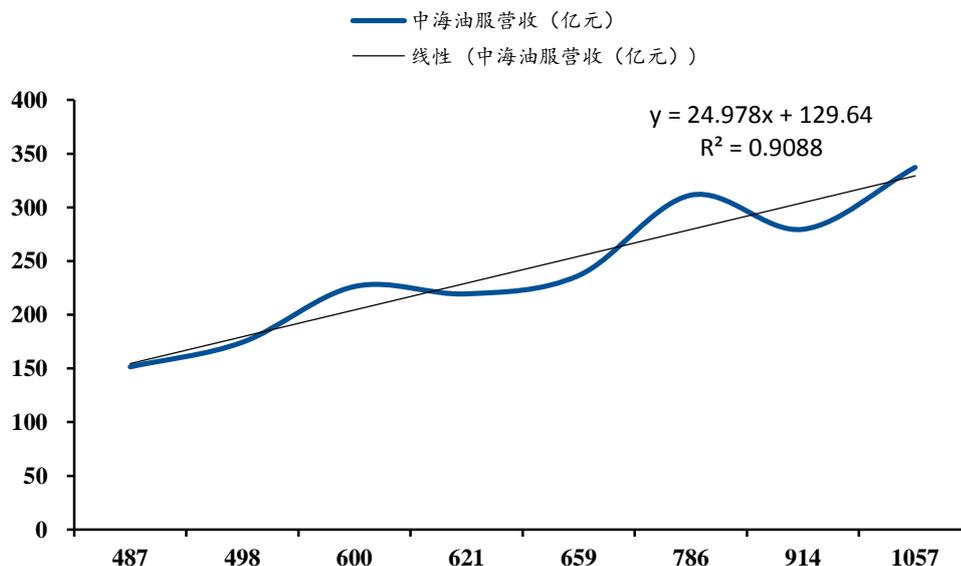
图20: 中海油关联交易占油田技术服务营收比重 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

中海油资本开支与中海油服营收相关性达到 0.9。本文选取 2012-2019 年中海油资本开支和中海油服营收的数据，做出线性相关图，最终得出，二者之间线性相关性达 0.9，属于强相关关系，相关性公式如下图所示。因此，根据中海油资本开支计划，可以大致预测出明年中海油服营收情况。

图21: 中海油资本开支与中海油服营收线性关系图 (亿元)



资料来源: 中海油年报、中海油服公司公告, 民生证券研究院

中海油“七年行动计划”成为公司业绩强力支撑点。2019年中海油制定了《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》，提出到2025年，公司勘探工作量和探明储量要翻一番。2019年6月，中海油到2025年，决定全面推进建成南海西部油田2000万方、南海东部油田2000万吨的上产目标。因此，为达成目标，中海油势必会增加资本开支，由此利于中海油服。2019年中海油资本开支为786亿，预计2025年之前每年资本开支年增速为17%。

4.2 从单位资产盈利能力角度预测中海油服2021年盈利情况

2002年以来公司单位资产的盈利能力中枢为0.1元/元。单位资产代表的盈利能力是评估整个公司未来盈利能力的重要参考指标。本文选取2002年以来中海油服的净利润和固定资产规模，来了解其历史的单位资产盈利能力。对2002年至今的数据取平均值，可得到公司单位资产的盈利能力中枢为0.1元/元，对应油价中枢66美元/桶。

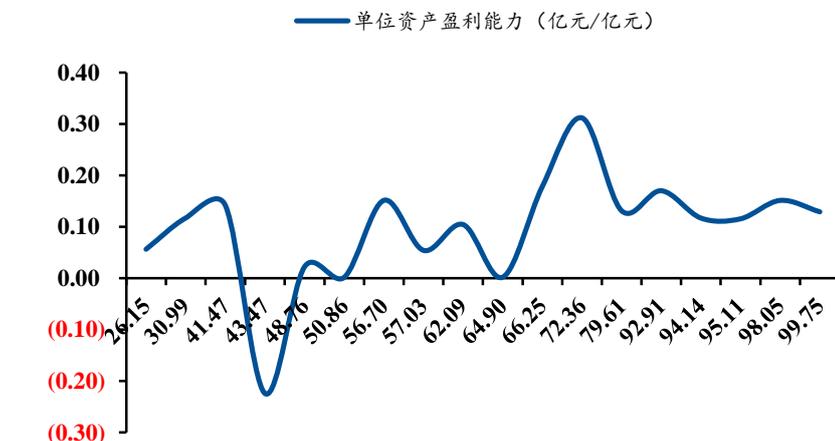
图22: 公司成立以来单位资产盈利能力 (亿元/亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

对单位资产盈利能力与油价的关系做相关性分析可以得到, 当油价在50-70美元/桶时, 中海油服的单位资产盈利能力与油价有较明显相关性, 相关系数为0.5。

图23: 公司单位资产盈利随油价走势图 (亿元/亿元)



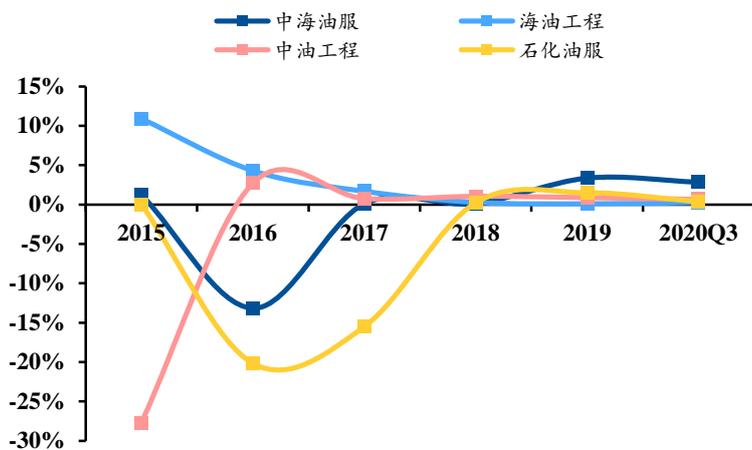
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司 2012 年以来固定资产规模平均增长率为 3%，2019 年公司固定资产规模为 437 百万元，以 3% 来测算，公司 2021 年固定资产规模可达到 463 亿，则公司 2021 年可获得净利 46 亿元。

4.3 公司资产回报率处于行业领先地位

自 2016 年以来，公司资产回报率稳定增长。本文选取了油服行业三家公司与中海油服作对比，分别为中油工程、石化油服和海油工程。公司 2019 年资产回报率为 3.35%，行业平均水平为 1.43%，同行领先。

图24: 可比公司资产回报率 (%)



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

4.4 公司深耕油服行业多年，优势显著

公司深耕油服行业 50 余年，具有物探采集和工程勘察、钻井、油田技术、船舶服务等“四大板块”专业服务的独特优势，具有相对完整的油田勘探开发生产服务链条，可为客户提供各种单项服务和总包一体化服务。

受益于公司轻资产重技术战略，公司降本优势显著，具备行业影响力的大型装备运营与保障能力、较强的抵御风险能力。

5 盈利预测及投资建议

我们做出如下盈利假设：

(1) 假设 2020 年各项目相关数据参考公司 2020 年半年报。

(2) 公司盈利能力受中海油资本开支影响较大，二者相关系数达 0.9。由于 2019 年中海油资本开支成本同比增速为 27%，因此假设 2021-2022 年中海油资本开支增速为 27%、27%，等同于油田技术服务和钻井服务营收增速。

(3) 假设 2021-2022 年船舶服务、物探和工程勘察服务的营收增速为 2018-2019 年的平均增速，分别为 12%、15%。

(4) 由于公司单位资产盈利能力与油价呈正相关关系，且预计 21 年油价增加，因此假设各板块毛利率每年增加 1%。

表5: 中海油服主要指标预测

产品	主要指标	2020E	2021E	2022E
油田技术服务	营收 (百万元)	12,120.00	15,392.40	19,548.35
	增长率 (%)	-19.53%	27.00%	27.00%
	毛利率 (%)	26.40%	26.40%	26.40%
钻井服务	营收 (百万元)	12,106.00	15,374.62	19,525.77
	增长率 (%)	11.66%	27.00%	27.00%
	毛利率 (%)	11.70%	11.70%	11.70%
船舶服务	营收 (百万元)	3,072.00	3,440.64	3,853.52
	增长率 (%)	0.42%	12.00%	12.00%
	毛利率 (%)	10.20%	10.20%	10.20%
物探和工程勘察服务	营收 (百万元)	1,484.00	1,706.60	1,962.59
	增长率 (%)	-31.72%	15.00%	15.00%
	毛利率 (%)	13.00%	13.00%	13.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

估值方法一(相对 PE 法):基于公司核心业务板块的分析,2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.73、0.99 和 1.30 元，以 2021 年 2 月 23 日收盘价测算，得到对应 PE 为 28X, 21X, 16X，可比公司 TTMPE 为 39.6 倍。

表6: 中海油服与可比公司估值比较

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			TTMPE
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600871.SH	石化油服		0.05	0.01	0.04	43.8	141.9	52.6	94.3
600968.SH	海油发展		0.13	0.14	0.15	18.3	17.8	16.6	17.5
600583.SH	海油工程		0.01	0.15	0.24	516.0	34.3	21.4	30.7
600339.SH	中油工程		0.14	0.17	0.20	20.0	16.7	14.1	15.8
	平均		0.08	0.12	0.16	149.5	52.7	26.2	39.6

资料来源：Wind，民生证券研究院

估值方法二 (PEG 法): 根据对公司各项目的盈利预测, 可得出 2021-2022 年公司业绩高速增长, 未来两年 $PEG < 1$, 给予“推荐”评级。

6 风险提示

原油价格剧烈震荡风险、上游资本开支下滑风险。

原油价格剧烈震荡风险：油服行业盈利能力受油价影响较大，原油价格低时其盈利能力下降。

上游资本开支下滑风险：油服行业盈利能力与其上游公司的资本开支额高度相关，资本开支下降将对油服公司业绩产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	31,135	28,782	35,914	44,890
营业成本	25,292	23,372	28,761	35,450
营业税金及附加	59	55	68	86
销售费用	34	32	39	49
管理费用	704	651	812	1,015
研发费用	933	862	1,076	1,345
EBIT	4,113	3,811	5,158	6,945
财务费用	939	(167)	(517)	(826)
资产减值损失	(248)	0	0	0
投资收益	539	539	539	539
营业利润	3,447	4,839	6,601	8,659
营业外收支	25	0	0	0
利润总额	3,472	4,839	6,601	8,659
所得税	944	1,316	1,795	2,355
净利润	2,528	3,523	4,806	6,305
归属于母公司净利润	2,502	3,474	4,739	6,216
EBITDA	8,489	7,661	8,988	10,794

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3466	9518	16271	24531
应收账款及票据	10350	10264	12748	15621
预付款项	133	121	163	190
存货	1425	1611	1936	2364
其他流动资产	2577	2577	2577	2577
流动资产合计	23469	29154	39360	50679
长期股权投资	881	1419	1958	2497
固定资产	46853	46853	46853	46853
无形资产	406	345	293	274
非流动资产合计	52085	46914	42353	38407
资产合计	75554	76068	81712	89086
短期借款	2444	0	0	0
应付账款及票据	9694	9818	11786	14335
其他流动负债	251	251	251	251
流动负债合计	19829	17966	20368	23488
长期借款	201	201	201	201
其他长期负债	18585	18585	18585	18585
非流动负债合计	18815	18815	18815	18815
负债合计	38644	36781	39183	42303
股本	4772	4772	4772	4772
少数股东权益	176	225	293	381
股东权益合计	36910	39287	42529	46783
负债和股东权益合计	75554	76068	81712	89086

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	41.9%	-7.6%	24.8%	25.0%
EBIT 增长率	350.3%	-7.4%	35.3%	34.7%
净利润增长率	3434.1%	38.8%	36.4%	31.2%
盈利能力				
毛利率	18.8%	18.8%	19.9%	21.0%
净利率	8.0%	12.1%	13.2%	13.8%
总资产收益率 ROA	3.3%	4.6%	5.8%	7.0%
净资产收益率 ROE	6.8%	8.9%	11.2%	13.4%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.6	1.9	2.2
速动比率	1.1	1.5	1.8	2.1
现金比率	0.4	0.8	1.0	1.2
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	105.9	112.1	111.6	109.9
存货周转天数	20.0	23.3	22.2	21.8
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.7	1.0	1.3
每股净资产	7.7	8.2	8.9	9.7
每股经营现金流	1.2	1.6	1.5	2.0
每股股利	0.2	0.2	0.3	0.4
估值分析				
PE	38.7	27.9	20.5	15.6
PB	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	12.6	13.0	10.3	7.9
股息收益率	0.8%	1.2%	1.6%	2.1%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,528	3,523	4,806	6,305
折旧和摊销	4,307	3,850	3,830	3,849
营运资金变动	(1,468)	949	(1,051)	60
经营活动现金流	5,749	7,851	7,058	9,686
资本开支	2,977	(1,859)	(1,270)	(636)
投资	1,342	0	0	0
投资活动现金流	(1,154)	1,859	1,270	636
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(4,220)	0	0	0
筹资活动现金流	(5,652)	(3,658)	(1,575)	(2,062)
现金净流量	(1,057)	6,052	6,753	8,260

插图目录

图 1: 公司成立以来业务发展历程	4
图 2: 公司股权结构图	5
图 3: 公司营收及同比增速 (左轴亿元, 右轴%)	6
图 4: 公司归母净利润及同比增速 ((左轴亿元, 右轴%)	6
图 5: 2015-2019 年公司主营业务构成 (%)	6
图 6: 2019 年公司毛利构成 (%)	6
图 7: 公司主营业务毛利率 (%)	7
图 8: 2015-2019 年中海油服三项费用率 (%)	7
图 9: 油田服务工作流程	8
图 10: 全球 GDP 增速 (%)	8
图 11: 2019-2022E 全球原油需求 (百万桶/天)	9
图 12: 美国原油产量 (千桶/月)	10
图 13: 美国石油钻井运行数 (个)	10
图 14: 中石油资本开支与油价 (左美元/桶, 右亿元)	11
图 15: 中海油资本开支与油价 (左美元/桶, 右亿元)	11
图 16: 中石油资本开支与油价走势图 (亿元)	11
图 17: 我国原油对外依赖度 (%)	12
图 18: 我国天然气对外依赖度 (%)	12
图 19: 中海油关联交易占公司油营收比重 (%)	14
图 20: 中海油关联交易占油田技术服务营收比重 (%) (%)	14
图 21: 中海油资本开支与中海油服营收线性关系图 (亿元)	14
图 22: 公司成立以来单位资产盈利能力 (亿元/亿元)	15
图 23: 公司单位资产盈利随油价走势图 (亿元/亿元)	15
图 24: 可比公司资产回报率 (%)	16

表格目录

表 1: 公司主要设备	5
表 2: 2020 年 4 月 OPEC 与非 OPEC 减产协议阶段性目标	9
表 3: 国家能源安全战略相关政策	12
表 4: 中石油、中海油七年行动计划	13
表 5: 中海油服主要指标预测	17
表 6: 中海油服与可比公司估值比较	17

分析师简介

杨侃，南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石油化工及减产等方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。