

公司研究

Q4 业绩显著改善，行业景气回暖业绩可期

——中海油服（601808.SH/02883.HK）2020 年报告点评

A 股：买入（维持）

当前价：14.12 元

H 股：增持（维持）

当前价：7.51 港元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

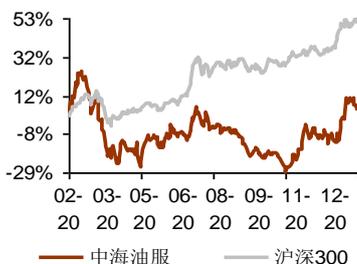
010-58452014

wuyul@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	47.72
总市值(亿元):	673.75
一年最低/最高(元):	10.40/21.29
近3月换手率:	23.18%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-15.51	6.80	-22.35
绝对	-24.87	5.37	13.61

资料来源：Wind

相关研报

一季度表现远超预期，多措并举景气势头依旧——中海油服（601808.SH/02883.HK）2020 年一季报点评（2020-05-05）
政策支持驱动上游资本开支，业务结构优化前景广阔——中海油服（601808.SH/02883.HK）2019 年报告点评（2020-04-07）

要点

事件：

2021 年 3 月 24 日，公司发布 2020 年年度报告，报告期内公司实现营业收入 289.6 亿元，同比下降 7.0%；实现归母净利润 27.0 亿元，同比+8.0%；实现扣非后归母净利润 23.1 亿元，同比+7.7%；实现经营活动产生的现金流量净额 75.5 亿元，同比+8.3%；实现 EPS 0.57 元。其中四季度单季度实现归母净利润 5.49 亿元，同比+43.1%，环比+24.6%。

点评：

公司取得疫情防控和应对低油价挑战双胜利，20 年业绩超预期增长

2020 年在疫情和油价波动叠加压力影响下，全球油田服务市场受到严重冲击和挑战，据 IMF 数据显示，20 年全球经济萎缩 4.4%，经济下滑导致石油需求大幅下跌，据 IEA 数据显示，20 年全球石油需求同比下降超过 10%，20 年国际原油均价同比大幅下跌。在全球疫情和低油价的双重挑战下，公司主动融入、服务高质量发展重大国家战略，积极统筹推进疫情防控和生产运营，精细管理，降本增效，取得疫情防控和应对低油价挑战双胜利，经营业绩稳定增长，大超市场预期。2020 年，公司实现归母净利润 27.0 亿元，同比增长 8.0%，实现经营活动产生的现金流量净额 75.5 亿元，同比增长 8.3%。20 年 Q4 实现归母净利润 5.49 亿元，同比、环比均显著改善。

国内方面，由于应对疫情复苏经济“六保”、“六稳”任务的提出和保障国家能源安全战略推动下，以及中国海油“七年行动计划”的持续实施，国内工作量有一定的保证，但由于服务价格承压，公司 20 年国内营业收入 215.5 亿元，同比下降 11.0%。公司坚持海外市场开拓和战略布局，20 年国外营业收入 74.1 亿元，同比增长 7.2%。

21 年油价中枢有望维持在 55-65 美元/桶，油服行业景气度逐渐回升

需求端，后疫情时代，随着疫苗逐渐推广使用，疫情有望逐渐可控，全球经济有望共振复苏，带动原油需求快速回升。2021 年，国际货币基金组织最新发布的《世界经济展望报告》显示，全球经济增长率为 5.5%，中国经济增长率为 8.1%，全球经济复苏有望大幅带动原油需求回升。IEA3 月报告显示，预计强劲的经济增长和积极的疫苗部署将带动 2021 年全球石油需求增长 550 万桶/日至 9650 万桶/日。供给端，2 月份全球石油供应量下降 200 万桶/日至 9160 万桶/日，OPEC+减产执行顺利，2 月 OPEC 原油产量较上月减少 64.8 万桶/日至 2484.8 万桶/日，全球原油供给仍旧有序。我们认为需求端的复苏叠加供给端的减少导致原油市场供需格局有望从 2020 年的“宽松”逐渐转为 2021 年的“紧平衡”状态，2021 年油价中枢有望维持在 55-65 美元/桶。

自 21 年年初以来，国际原油价格维持上涨趋势，布油价格一度突破 70 美元/桶。随着油价逐渐回暖，油服行业景气度有望逐渐回升。据 IHS Markit 2021 年 1 月的预测数据显示，2021 年全球上游勘探开发投资为 3,205 亿美元，较 2020 年相比增加 6.11%。随着油服行业景气度回暖，公司业绩有望持续增长。

集团母公司中海油资本开支有望大幅增长，公司未来业绩可期

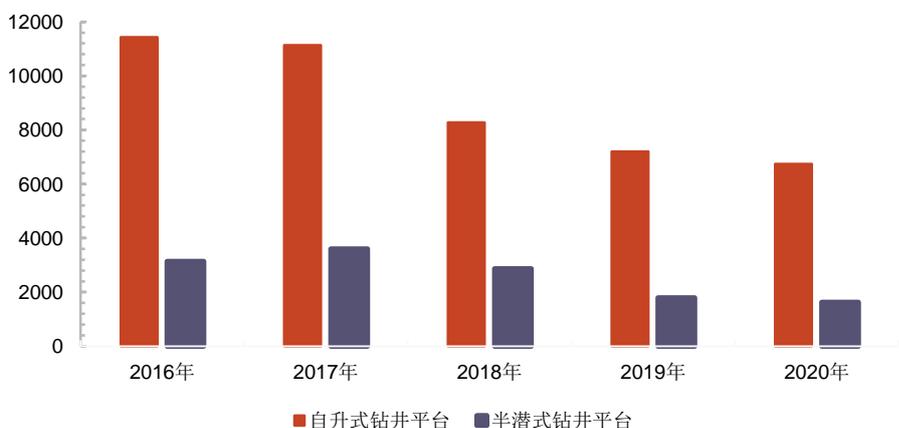
在中央定调明确要求加大油气勘探力度的大背景下，集团母公司中海油2021年资本支出预算为900-1000亿元，较2020年795亿元增长13%-26%。中海油资本支大幅增长，将直接利好旗下子公司中海油服。未来，在国家“争产上储”的发展战略推动下，中海油资本开支的稳定增长有望推动公司业绩实现持续增长，公司未来业绩可期。

积极统筹推进疫情防控和生产运营，各业务线条运营稳步推进

公司是全球最具规模的油田服务供应商之一，拥有完整的服务链条和强大的海上石油服务装备群，业务覆盖油气田勘探、开发和生产的全过程，是全球油田服务行业屈指可数的有能力提供一体化服务的供应商之一，既可以为客户提供单一业务的作业服务，也可以为客户提供一体化勘探开发、油田生产服务。公司坚定执行“技术发展、国际化发展”两大战略，装备和技术实力持续提升，行业地位进一步巩固。

钻井板块突破挑战稳定增长。2020年公司钻井服务业务全年实现营业收入114.66亿元，较2019年同期的108.42亿元增幅5.8%，毛利率26%，较同期增长14.3个百分点。2020年公司钻井平台作业日数为14,569天，同比减少168天，减幅1.1%，日历天使用率为71.6%，同比下降6.9个百分点。其中自升式钻井平台作业11,427天，同比增加292天，增幅2.6%；半潜式钻井平台作业3,142天，同比减少460天，减幅12.8%。主要受疫情和油价波动影响，全球上游勘探开发投入下降，油服市场受到冲击，钻井作业量总体有所下降。五套模块钻机在墨西哥湾作业940天，同比减少500天。日历天使用率为51.4%，同比下降27.5个百分点。

图 1：近年钻井平台作业日数（天）

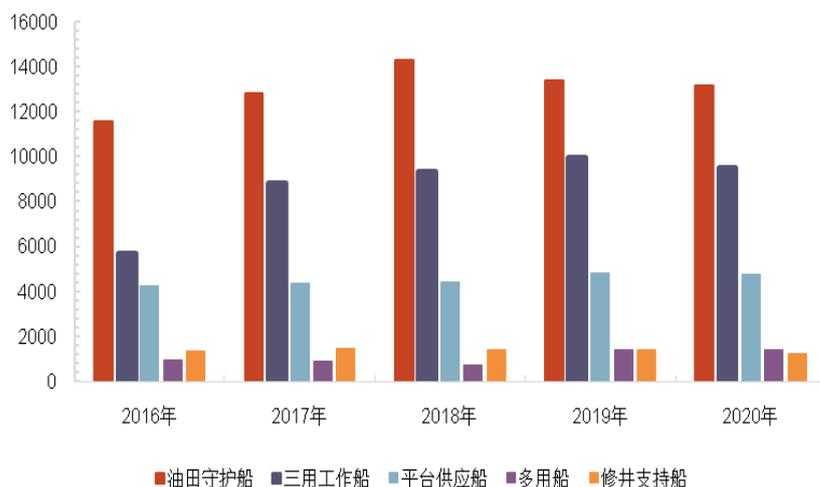


资料来源：公司公告，光大证券研究所

油田技术服务板块加快研发，竞争优势显现。2020年油田技术服务业务实现营业收入133.24亿元，较2019年同期的150.61亿元减幅11.5%。2020年，公司持续加大科研投入和技术创新力度，技术发展成果层出不穷，自主研发技术产品产业化试验接连成功，商业化进程持续加速，在疫情影响和行情整体持续低迷情况下，公司技术服务业务保持住了快速发展趋势，毛利率较上年同期上升2.4个百分点，竞争优势显现。

船舶板块运营稳健。2020 年船舶服务业务实现营业收入人民币 29.19 亿元，较 2019 年同期的 30.59 亿元减幅 4.6%。全年外租船舶共运营 17,887 天，同比增幅 17.2%，实现营业收入 9.97 亿元，较 2019 年同期 9.30 亿元增幅 7.3%。2020 年自有船队作业 30,151 天，同比减幅 2.7%，日历天使用率为 94.4%，同比增加 0.1 个百分点。

图 2：近年工作船队作业日数（天）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

物探采集与工程勘察服务板块受疫情冲击较大。2020 年物探采集和工程勘察服务业务全年营业收入为 12.51 亿元，较 2019 年同期的 21.73 亿元减幅 42.4%。其中，工程勘察业务全年取得营业收入 3.71 亿元，较 2019 年同期的 3.86 亿元减幅 4.1%。公司二维采集业务作业量 9,652 公里，同比减少 67.9%。公司三维采集业务作业量 14,457 平方公里，同比减少 54.7%。

图 3：近年物探船队作业量（公里/平方公里）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

盈利预测、估值与评级：我们维持公司 21-22 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年净利润分别为 33.31/38.55/44.39 亿元，折合 EPS0.70/0.81/0.93 元，维持 A 股“买入”评级，维持 H 股“增持”评级。

风险提示：国际原油价格波动风险；中海油资本开支不及预期；汇率风险；海外市场风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	31,135	28,959	38,701	43,732	49,417
营业收入增长率	41.87%	-6.99%	33.64%	13.00%	13.00%
净利润 (百万元)	2,502	2,703	3,331	3,855	4,439
净利润增长率	3434.12%	8.03%	23.22%	15.75%	15.14%
EPS (元)	0.52	0.57	0.70	0.81	0.93
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.81%	7.02%	8.12%	8.79%	9.41%
P/E	27	25	20	17	15
P/E (H 股)	12	11	9	8	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-24；汇率：按 1HKD=0.83962CNY 换算

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	31,135	28,959	38,701	43,732	49,417
营业成本	25,292	22,284	30,294	37,127	41,806
折旧和摊销	3,989	3,708	3,265	3,399	3,526
税金及附加	59	34	45	51	58
销售费用	34	29	58	65	74
管理费用	704	655	876	989	1,118
研发费用	933	769	1,028	1,162	1,313
财务费用	939	1,259	52	-14	-38
投资收益	539	481	500	500	500
营业利润	3,447	3,173	4,127	4,779	5,505
利润总额	3,472	3,379	4,177	4,829	5,555
所得税	944	660	817	944	1,086
净利润	2,528	2,718	3,361	3,885	4,469
少数股东损益	26	15	30	30	30
归属母公司净利润	2,502	2,703	3,331	3,855	4,439
EPS(按最新股本计)	0.52	0.57	0.70	0.81	0.93

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6,968	7,545	9,679	7,956	7,687
净利润	2,502	2,703	3,331	3,855	4,439
折旧摊销	3,989	3,708	3,265	3,399	3,526
净营运资金增加	-1,164	-125	-1,308	-41	1,064
其他	1,640	1,259	4,390	743	-1,342
投资活动产生现金流	-1,154	-3,343	-3,500	-3,525	-3,500
净资本支出	-2,977	-4,174	-4,000	-4,000	-4,000
长期投资变化	881	1,102	0	0	0
其他资产变化	942	-272	500	475	500
融资活动现金流	-5,652	-727	-2,947	-794	-928
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2,335	-151	-2,084	200	200
无息负债变化	1,517	-1,787	4,536	3,183	2,258
净现金流	194	3,220	3,232	3,637	3,259

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	18.8%	23.0%	21.7%	15.1%	15.4%
EBITDA 率	28.9%	38.7%	25.7%	18.4%	18.1%
EBIT 率	14.8%	23.7%	17.3%	10.6%	10.9%
税前净利润率	11.2%	11.7%	10.8%	11.0%	11.2%
归母净利润率	8.0%	9.3%	8.6%	8.8%	9.0%
ROA	3.3%	3.6%	4.2%	4.5%	4.8%
ROE (摊薄)	6.8%	7.0%	8.1%	8.8%	9.4%
经营性 ROIC	5.6%	9.7%	9.5%	6.6%	7.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	51%	49%	49%	49%	49%
流动比率	1.16	1.56	1.60	1.62	1.69
速动比率	1.09	1.43	1.49	1.51	1.57
归母权益/有息债务	1.44	1.51	1.76	1.86	1.98
有形资产/有息债务	2.89	2.89	3.36	3.60	3.81

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	76,102	75,942	80,943	87,203	92,964
货币资金	3,466	6,587	9,819	13,456	16,715
交易性金融资产	4,511	5,539	5,539	5,539	5,539
应收帐款	10,306	10,212	10,645	12,029	13,593
应收票据	44	10	387	437	494
其他应收款 (合计)	265	0	387	437	494
存货	1,425	2,265	2,057	2,535	2,863
其他流动资产	2,573	247	247	247	247
流动资产合计	23,030	26,323	30,589	36,223	41,510
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	881	1,102	1,102	1,102	1,102
固定资产	46,853	42,087	42,901	43,322	43,498
在建工程	1,914	3,148	2,677	2,465	2,369
无形资产	406	380	372	365	357
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,326	905	905	905	905
非流动资产合计	53,072	49,620	50,354	50,980	51,454
总负债	39,192	37,253	39,705	43,087	45,545
短期借款	2,444	2,284	0	0	0
应付账款	9,690	8,847	12,118	14,851	16,723
应付票据	3	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	505	570	570	570	570
流动负债合计	19,829	16,876	19,150	22,333	24,590
长期借款	201	191	391	591	791
应付债券	17,928	19,456	19,456	19,456	19,456
其他非流动负债	1,171	706	706	706	706
非流动负债合计	19,363	20,378	20,555	20,755	20,955
股东权益	36,910	38,689	41,238	44,115	47,419
股本	4,772	4,772	4,772	4,772	4,772
公积金	14,875	14,875	14,875	14,875	14,875
未分配利润	17,196	19,120	21,639	24,486	27,760
归属母公司权益	36,734	38,510	41,030	43,877	47,150
少数股东权益	176	179	209	239	269

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.11%	0.10%	0.15%	0.15%	0.15%
管理费用率	2.26%	2.26%	2.26%	2.26%	2.26%
财务费用率	3.02%	4.35%	0.13%	-0.03%	-0.08%
研发费用率	3.00%	2.66%	2.66%	2.66%	2.66%
所得税率	27%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.16	0.17	0.21	0.24	0.28
每股经营现金流	1.46	1.58	2.03	1.67	1.61
每股净资产	7.70	8.07	8.60	9.20	9.88
每股销售收入	6.53	6.07	8.11	9.17	10.36

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	27	25	20	17	15
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	10.6	8.2	8.4	10.1	8.9
股息率	1.1%	1.2%	1.5%	1.7%	2.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，也不将与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------