

基本面向好，降本增效凸显业绩韧性

华泰研究

2021年3月25日 | 中国内地

年报点评

工业/机械设备

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

21.06

研究员

SAC No. S0570512070051

肖群稀

xiaoqunxi@htsc.com
+86-755-82492802

研究员

SAC No. S0570520080005

时威

shiyu013577@htsc.com

研究员

SAC No. S0570519040003

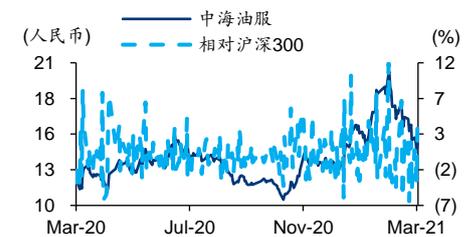
关东奇来

guandongqilai@htsc.com
SFC No. BQI170 +86-21-28972081

基本数据

目标价(人民币)	21.06
收盘价(人民币 截至3月25日)	14.78
市值(人民币百万)	70,524
6个月平均日成交额(人民币百万)	225.30
52周价格范围(人民币)	10.44-20.32
BVPS(人民币)	8.07

股价走势图



资料来源: Wind

2020年归母净利同增8.03%，作业量稳定，毛利率提升显著

2020年实现营业收入289.59亿元/yoy-6.99%，归母净利润27.03亿元/yoy+8.03%。在20年低油价背景下，公司受中海油(0883 HK)国内资本开支支撑，作业量基本稳定。且公司通过1)持续践行轻资产模式+降本增效；2)优化技术研发水平降低分包率，实现毛利率的显著提升，20年实现毛利率23.05%，超出我们预期(18.40%)，归母净利润也高于我们预期(24.6亿元)。综合考虑1)中海油21年资本开支计划；2)公司降本增效进程，上调盈利预测，预计21-23年EPS为0.81/1.02/1.23(21-22前值0.61/0.69)元，PE为18/15/12倍，维持“增持”评级。

中海油资本开支托底，船舶及钻井平台作业日数维持高位

2020年公司钻井平台作业日数为14,569天，同比下滑1.1%，日历天使用率为71.6%，相比2019年的78.5%降低了6.9pct，实际工作的平台数多于2019年。2020年外租船舶共运营17,887天，同比增长17.2%，自有船队工作30,151天，同比减少2.7%。钻井业务2020年实现毛利率26.00%，相比2019年的11.73%提升14.3pct，提升主要系公司通过集中采购/维修及长期战略合作协议等模式有效降低材料/维修成本及分包商报价。

油田技术服务毛利率水平稳增，竞争优势显现

公司通过持续的研发投入，提升油田技术服务技术含量，有效减少分包比例，优化收入结构。油田技术服务的收入占比从12年的22%提升至2019年48%的高点，20年占比受全球油气资本开支下行影响，降至46%。但该业务的毛利率从12年的15.2%提升至20年28.8%，20年毛利率同比增2.40pct。

21年中海油计划资本开支增速可观，油价逐步复苏，基本面持续向好

截止3月25日，布伦特原油价格60.79美元/桶，1-3月份均价为61.05美元/桶/yoy+15.15%。据中海油2021战略指引，预计其2020年资本开支为795亿元，2021年计划为900-1000亿元，同比增长13.2%-25.8%。我们认为，短期油价有望复苏企稳，长期考虑中海油21年可观的资本开支增速及“七年行动计划”，国内需求有望支撑公司中长期发展。

上调盈利预测，维持“增持”评级

上调盈利预测，预计21-23年归母净利润为38/49/59(21-22年前值为29/33)亿元，对应PE分别为18/15/12x。参考可比公司Wind一致预期21PE均值26倍，给予21PE 26x，目标价21.06元(前值18.21元)，“增持”。

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、服务日费率下滑超预期、油气产业政策波动的风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	31,135	28,959	33,909	38,641	43,143
+/-%	41.87	(6.99)	17.09	13.96	11.65
归属母公司净利润(人民币百万)	2,502	2,703	3,843	4,852	5,879
+/-%	3,434	8.03	42.18	26.24	21.18
EPS(人民币，最新摊薄)	0.52	0.57	0.81	1.02	1.23
ROE(%)	6.85	7.03	9.08	10.29	11.08
PE(倍)	28.18	26.09	18.35	14.54	12.00
PB(倍)	1.92	1.83	1.67	1.49	1.33
EV EBITDA(倍)	9.62	9.26	8.25	6.02	5.67

资料来源：公司公告、华泰研究预测

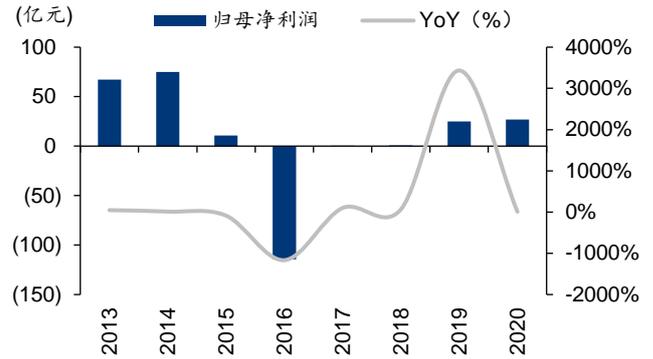
主要经营指标

图表1: 2014-2020 中海油服营业收入及同比情况



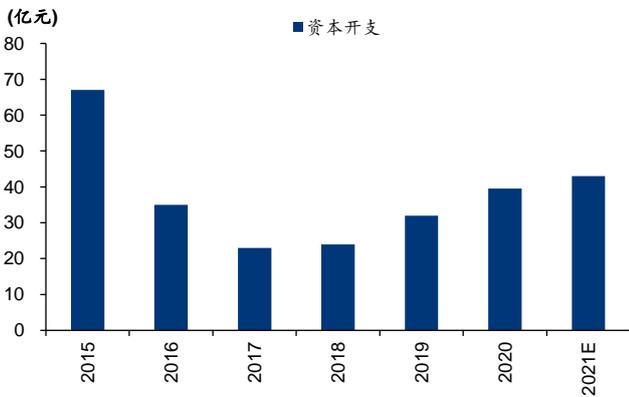
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 2013-2020 中海油服归母净利润及同比情况



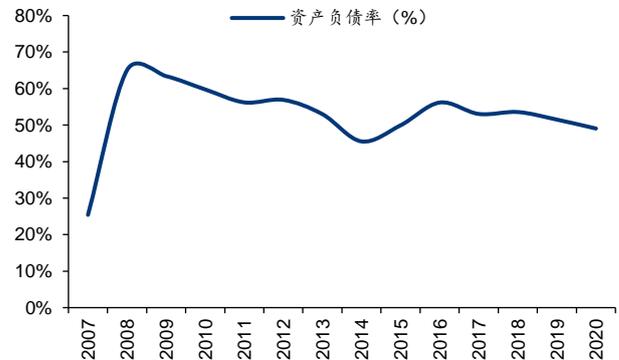
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 2015-2021E 中海油服资本性支出情况



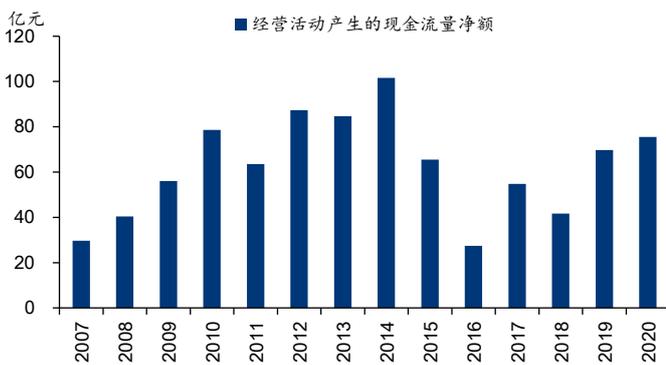
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 2007-2020 中海油服资产负债率情况



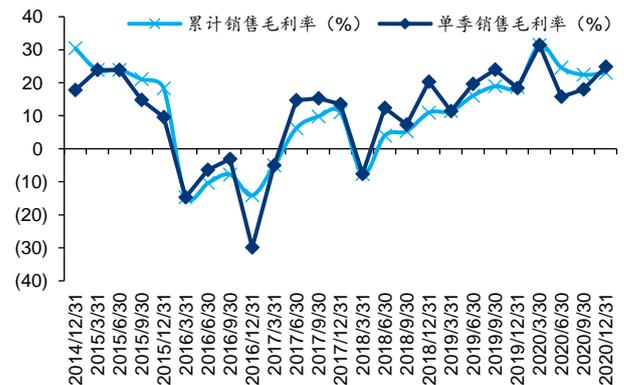
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 2007-2020 中海油服经营活动现金流净额



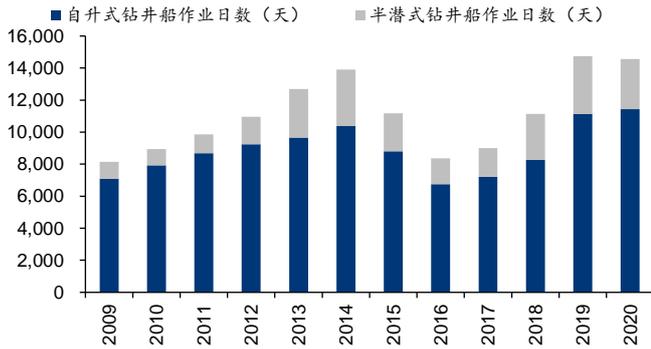
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表6: 2014-2020 中海油服单季及累计毛利率情况



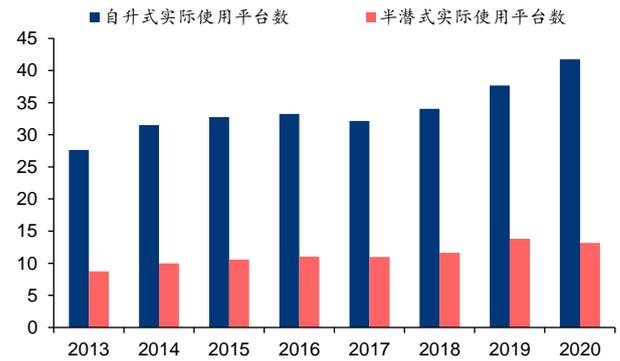
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表7：2009-2020 中海油服钻井平台作业天数



资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：2013-2020 中海油服钻井平台数 (单位：座)



资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测变动说明表

图表9：盈利预测变动说明

项目	原假设		现假设			盈利预测变动幅度		调整原因
	2021E	2022E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	
收入增速 (%)	14.4	10.5	17.1	14.0	11.7	2.7 pct	3.4 pct	基本面情况向好，油价复苏，中海油资本开支增速可观，据此略上调收入增速情况
油田技术服务毛利率 (%)	25.8	26.0	29.0	30.0	31.0	3.2 pct	4.0 pct	公司油田技术服务水平进步高于我们预期，有望通过覆盖更多更高技术的服务范围，降低分包率，提升毛利率水平
钻井服务毛利率 (%)	13.0	13.0	26.0	26.0	26.0	13.0 pct	13.0 pct	公司降本增效能力高于我们预期，有望通过签订长期战略协议、降低材料成本及修理成本等举措有效提升毛利率水平
船舶服务毛利率 (%)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	-	-	
物探和工程勘察服务毛利率 (%)	5.0	5.0	1.5	13.0	15.0	-3.5 pct	8.0 pct	考虑到该业务重资产，具有规模效应，2020 年收入大幅下滑，2021 年收入或低于我们此前预测，故略下调毛利率水平，2022 年预测收入水平或与 2019 年相当，因此毛利率水平或相当
综合毛利率 (%)	18.8	19.1	24.8	25.9	26.6	6.0 pct	6.8 pct	综合毛利率水平受油技服务及钻井板块毛利率提升而有显著提升
期间费用率 (%)	4.6	4.3	6.6	5.3	4.4	2.0 pct	1.0 pct	期间费用率变化主要系人民币升值或导致汇兑损失，提升财务费用率
净利率 (%)	8.7	9.0	11.3	12.6	13.6	2.6 pct	3.6 pct	
归母净利润 (百万元)	2896	3310	3843	4852	5879	33%	48%	
EPS (元)	0.61	0.69	0.81	1.02	1.23	33%	48%	

资料来源：公司公告，华泰研究

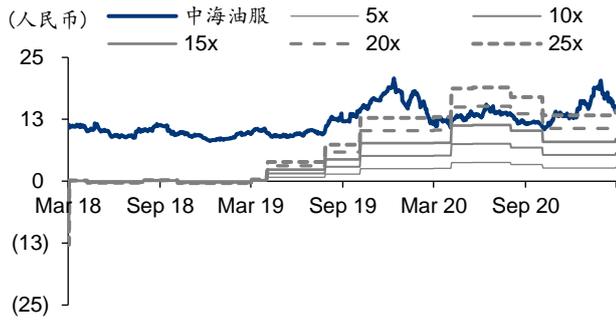
可比公司估值

图表10：可比公司估值 (数据日期：2021/3/25)

证券代码	证券简称	市值(亿元)	EPS (元)				PE (x)			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600871 CH	石化油服	379.69	0.05	0.00	0.04	0.06	41.53	480.75	50.12	379.69
600968 CH	海油发展	265.31	0.12	0.14	0.15	0.00	21.52	18.91	17.73	265.31
002353 CH	杰瑞股份	335.73	1.42	1.77	2.12	2.55	24.67	19.85	16.49	335.73
600583 CH	海油工程	196.75	0.01	0.08	0.22	0.34	704.52	54.16	20.35	12.99
	平均数	294.37	0.40	0.50	0.63	0.74	198.06	143.42	26.18	20.06

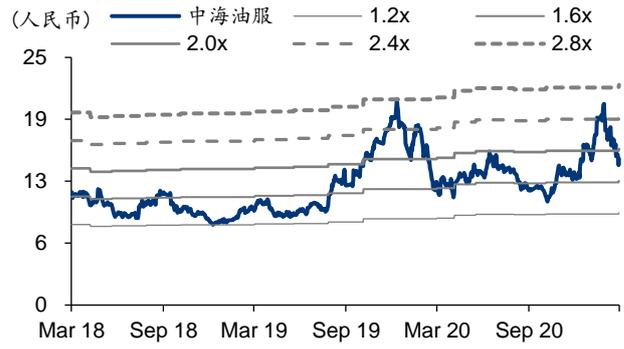
资料来源：Wind 一致预测，华泰研究

图表11: 中海油服 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表12: 中海油服 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	23,030	26,323	30,507	34,107	39,317
现金	3,466	6,587	5,001	14,087	10,218
应收账款	10,306	10,212	15,872	9,889	18,873
其他应收账款	265.18	0.00	310.51	43.33	351.73
预付账款	132.79	105.26	170.03	143.80	209.81
存货	1,425	2,265	1,957	2,782	2,460
其他流动资产	7,436	7,153	7,196	7,161	7,205
非流动资产	53,072	49,620	48,208	46,658	45,625
长期投资	880.58	1,102	1,102	1,224	1,305
固定投资	46,853	42,087	42,039	41,641	40,927
无形资产	556.48	535.63	475.71	415.80	355.88
其他非流动资产	4,782	5,895	4,591	3,378	3,038
资产总计	76,102	75,942	78,714	80,765	84,942
流动负债	19,829	16,876	19,713	20,813	23,008
短期借款	2,444	2,284	2,500	2,500	2,500
应付账款	9,690	8,847	9,368	11,833	12,520
其他流动负债	7,695	5,745	7,844	6,480	7,988
非流动负债	19,363	20,378	16,448	12,519	8,589
长期借款	18,130	19,647	15,717	11,788	7,859
其他非流动负债	1,233	730.75	730.75	730.75	730.75
负债合计	39,192	37,253	36,161	33,332	31,597
少数股东权益	176.09	178.88	200.39	227.54	260.45
股本	4,772	4,772	4,772	4,772	4,772
资本公积	12,366	12,366	12,366	12,366	12,366
留存公积	19,705	21,629	25,493	30,372	36,285
归属母公司股东权益	36,734	38,510	42,353	47,205	53,084
负债和股东权益	76,102	75,942	78,714	80,765	84,942

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	6,968	7,545	5,325	16,523	3,339
净利润	2,528	2,718	3,865	4,879	5,912
折旧摊销	4,376	4,339	4,065	4,384	3,902
财务费用	939.41	1,259	1,431	1,130	868.23
投资损失	(538.67)	(481.09)	(500.00)	(493.70)	(495.80)
营运资金变动	(956.52)	(1,804)	(3,571)	6,587	(6,885)
其他经营现金	620.21	1,514	35.07	37.07	37.07
投资活动现金	(1,154)	(3,343)	(2,188)	(2,377)	(2,411)
资本支出	3,002	4,182	2,653	2,712	2,788
长期投资	1,342	500.00	0.00	(121.64)	(81.09)
其他投资现金	3,189	1,338	464.93	213.35	296.54
筹资活动现金	(5,652)	(727.05)	(4,723)	(5,059)	(4,798)
短期借款	1,071	(159.61)	215.66	0.00	0.00
长期借款	(3,728)	1,517	(3,929)	(3,929)	(3,929)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,995)	(2,085)	(1,010)	(1,130)	(868.23)
现金净增加额	193.98	3,220	(1,586)	9,086	(3,869)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	31,135	28,959	33,909	38,641	43,143
营业成本	25,292	22,284	25,501	28,622	31,659
营业税金及附加	59.31	33.88	64.43	64.02	74.97
营业费用	34.24	28.63	40.69	42.51	47.46
管理费用	704.18	655.15	762.96	869.43	970.71
财务费用	939.41	1,259	1,431	1,130	868.23
资产减值损失	247.64	(1,470)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
公允价值变动收益	38.83	26.57	(38.00)	(40.00)	(40.00)
投资净收益	538.67	481.09	500.00	493.70	495.80
营业利润	3,447	3,173	5,284	6,817	8,281
营业外收入	205.50	291.97	233.46	237.06	236.89
营业外支出	180.73	85.85	149.85	133.62	132.25
利润总额	3,472	3,379	5,368	6,921	8,386
所得税	944.16	660.42	1,503	2,042	2,474
净利润	2,528	2,718	3,865	4,879	5,912
少数股东损益	25.78	15.13	21.51	27.15	32.90
归属母公司净利润	2,502	2,703	3,843	4,852	5,879
EBITDA	9,307	9,154	10,064	11,634	12,356
EPS (人民币, 基本)	0.52	0.57	0.81	1.02	1.23

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	41.87	(6.99)	17.09	13.96	11.65
营业利润	425.24	(7.97)	66.56	29.01	21.48
归属母公司净利润	3,434	8.03	42.18	26.24	21.18
获利能力 (%)					
毛利率	18.77	23.05	24.80	25.93	26.62
净利率	8.04	9.33	11.33	12.56	13.63
ROE	6.85	7.03	9.08	10.29	11.08
ROIC	6.73	7.67	8.20	11.52	11.89
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.50	49.06	45.94	41.27	37.20
净负债比率 (%)	63.11	50.55	41.95	10.20	8.95
流动比率	1.16	1.56	1.55	1.64	1.71
流动比率	0.94	1.32	1.36	1.42	1.52
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.38	0.44	0.48	0.52
应收账款周转率	3.35	2.82	2.59	2.99	2.99
应付账款周转率	2.81	2.40	2.80	2.70	2.60
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.57	0.81	1.02	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	1.52	1.12	3.46	0.70
每股净资产(最新摊薄)	7.70	8.07	8.88	9.89	11.13
估值比率					
PE (倍)	28.18	26.09	18.35	14.54	12.00
PB (倍)	1.92	1.83	1.67	1.49	1.33
EV EBITDA (倍)	9.62	9.26	8.25	6.02	5.67

免责声明

分析师声明

本人,肖群稀、时或、关东奇来,兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见;彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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,但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)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,华泰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。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员,其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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,华泰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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现,过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现,分析中所做的预测可能是基于相应的假设,任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰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,华泰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,为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员,也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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(无论整份或部分)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,需在允许的范围内使用,并需在使用前获取独立的法律意见,以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求,同时注明出处为“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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师肖群稀、时或、关东奇来本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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

香港: 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: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司