

剑指全球蓝海市场 油服巨头蓄势待发

— 中海油服 (601808.SH)

采掘/采掘服务

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

赢在起跑线上的海洋油服龙头

- 在全球地缘政治日趋复杂的背景下,我国能源安全面临严峻挑战。在政策层面,能源安全问题更是被反复提及,政策端的不断加码也为国内油服行业的回暖提供了良好的保障,未来油服行业赛道依旧优质。
- 作为全球最具规模的油田服务供应商之一,公司拥有完整的服务链条,装备规模和技术水平均位居国际同行前列。同时,依托于“三桶油”之一的中海油集团,相比中石油和中石化旗下的油服公司,公司在管理和成本方面具备天然优势。

技术优势助推公司轻资产战略转型

- 海洋油气勘探面临“两高一低”的风险,具备天然的技术壁垒,但是公司践行“技术发展、国际化发展”两大战略,2020年研发支出在营收中占比攀升到4.5%,在关键技术和装备自主性方面均取得较大突破。
- 技术优势推动公司向轻资产方向战略转型,使得重资产的钻井业务收入占比整体下滑,而轻资产的油田技术服务板块晋升为第一大板块,公司周期属性逐渐减弱,盈利能力显著增强。

国际油价上涨推动钻井业务回暖

- 油服行业景气度与国际油价密切相关。受疫情影响,去年国际油价进入历史低位,全球油气公司纷纷大规模削减投资支出。然而,随着供需格局改善,油价重心持续上移,带动钻井板块全面回暖。
- 油价上涨会使得深海勘探业务增加,同时全球钻井平台退役潮推动钻井平台利用率提升,进而影响平台日费率。而得益于国内作业量的支撑,即使在疫情爆发的2020年,公司平台利用率仍然比国际同行高10%以上,未来两年公司的平台利用率有望进一步提升到85%附近,带动钻井平台日费率边际回升。

国内与海外双向业务打开成长空间

- 公司绝大部分业务承接自中海油,而根据中海油2021年经营计划,资本支出预算总额同比增速高达13%—26%,其中与油服密切相关的开发和勘探占比达到78%。在“七年行动计划”背景下,中海油的勘探工作有望持续加大,这对于维持公司长期的工作量提供了强有力的支撑。
- 过去受到装备以及技术等因素的限制,公司海外业务主要是依靠竞争力比较强的钻井板块、物探板块等,全球市场占有率偏低,这与公司的龙头地位严重不匹配。在全球钻井行业洗牌以及自主技术提升的背景下,公司未来的海外业务有望实现跨越式发展。

投资建议: 我们预计2021-2023年公司归母净利润分别为32.4亿、44.3亿、59.1亿元,每股收益(EPS)分别为0.7元、0.9元、1.2元,对应PE分别为18.1、13.3、9.9。根据估值,公司合理股价为19元,目前的股价有所低估。考虑到公司的龙头地位,未来随着中海油资本开支增加以及海外业务拓展,公司业绩仍有较大的成长空间,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 国际油价大幅下跌、台风以及海啸等自然灾害风险等。

评级

买入(首次)

2021年08月09日

曹旭特

分析师

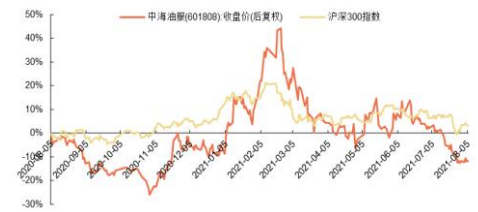
SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2021.08.09

总市值/流通市值(亿元)	456/370
总股本(亿股)	47.72
资产负债率(%)	48.04
每股净资产(元)	8.07
收盘价(元)	12.50
一年内最低价/最高价(元)	10.29/21.06

公司股价表现走势图



资料来源: wind, 申港证券研究所

相关报告

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	31,135.15	28,959.20	31,188.86	36,588.76	42,984.78
增长率 (%)	41.87%	-6.99%	7.70%	17.31%	17.48%
归母净利润 (百万)	2,502.24	2,703.19	3,240.83	4,431.15	5,909.79
增长率 (%)	3434.12%	8.03%	19.89%	36.73%	33.37%
净资产收益率 (%)	6.81%	7.02%	7.84%	9.88%	11.93%
每股收益(元)	0.52	0.57	0.68	0.93	1.24
PE	23.47	21.73	18.12	13.26	9.94
PB	1.60	1.53	1.42	1.31	1.19

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 赢在起跑线上的国内油服龙头	5
1.1 能源安全问题凸显油服行业战略价值.....	5
1.2 公司是海洋油服行业领跑者.....	6
1.3 公司主营业务和盈利表现突出.....	7
2. 技术优势助推公司轻资产战略转型	7
2.1 公司技术实力强劲.....	7
2.2 公司逐步向轻资产方向战略转型.....	9
3. 国际油价上涨推动钻井板块回暖	10
3.1 供需向好推动油价重心上移.....	10
3.2 油价上行推动钻井业务边际改善.....	12
4. 国内与海外双向业务打开成长空间	13
4.1 资本支出为国内业务保驾护航.....	13
4.2 战略布局推动海外业务蓬勃发展.....	14
5. 盈利预测与投资建议	15
5.1 基本假设.....	15
5.2 盈利预测.....	15
6. 估值水平与投资建议	16
6.1 相对估值.....	16
6.2 估值结论与投资建议.....	16
7. 风险提示	17

图表目录

图 1: 中国一次能源消费结构 (2019)	5
图 2: 国内原油进口量及对外依存度 (亿吨, %)	5
图 3: 公司具备完整的服务链条	6
图 4: 公司拥有全海域的多元装备	6
图 5: 公司营业收入和同比增速 (亿元, %)	7
图 6: 公司归母净利润 (亿元)	7
图 7: 公司主营业务营收占比	7
图 8: 公司毛利率	7
图 9: 具备全水域作业能力	8
图 10: 公司钻井平台的分布	8
图 11: 公司研发支出及占比 (亿元, %)	8
图 12: 同行业公司研发占营收比重对比	8
图 13: 2016 年各板块收入占比	10
图 14: 2020 年各板块收入占比	10
图 15: 油田技术板块毛利率	10
图 16: 公司整体毛利率	10
图 17: 布伦特原油期货价格 (美元/桶)	11
图 18: 全球活跃钻井平台数	11
图 19: 国际油价 (美元/桶)	12
图 20: 平台日收入及可用天使用率 (万美元, %)	12

图 21: 中海油服营收及对中海油的销售占比 (亿元, %)	13
图 22: 中海油服营收与中海油实际资本支出 (亿元)	13
图 23: 2021 年中海油各阶段资本支出计划	13
图 24: 2021 年中海油国内外资本支出计划	13
图 25: 近年来中海油勘探开发资本支出 (亿元)	14
图 26: 中海油服钻井平台作业天数	14
图 27: 公司目前全球业务布局	14
表 1: 国内油气领域相关政策	5
表 2: 公司不同板块的技术优势 (部分)	错误!未定义书签。
表 3: 油田技术服务板块	9
表 4: 全球能源巨头转型目标	11
表 5: 公司业务收入预测 (百万元)	15
表 6: 可比公司估值	16
表 7: 主要财务指标预测	16
表 8: 公司盈利预测表	18

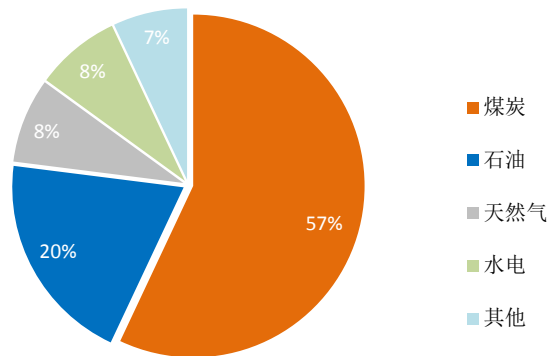
1. 赢在起跑线上的国内油服龙头

1.1 能源安全问题凸显油服行业战略价值

从能源安全角度来看,我国“富煤,贫油,少气”的资源格局使得原油以及天然气的进口依存度居高不下,在全球地缘政治日趋复杂的背景下,国家能源安全面临严峻挑战,油服行业的战略价值日益凸显。

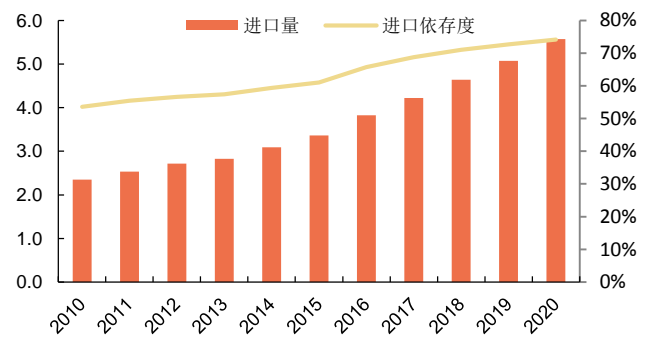
- ◆ 根据中国石油和化学工业联合会数据,2020年国内原油产量1.95亿吨,同比增长1.6%,但是原油表观消费量高达7.36亿吨,同比增长5.6%,可见国内原油产量增速远不及消费量增速,这也使得原油对外依存度进一步提升到73.5%。
- ◆ 与此同时,海洋油气资源非常丰富,其平均储量远高于陆地,但是开发利用程度偏低。根据IEA数据,全球海洋石油和天然气的探明率仅24%和31%,尚处于勘探早期阶段。根据第三次全国油气资源评价结果,我国海洋石油资源量为246亿吨,占全国石油资源总量的23%;海洋天然气资源量为16万亿立方米,占总量的30%。作为海洋油气勘探开发的重要支撑,未来油服行业发展空间仍然巨大。

图1: 中国一次能源消费结构 (2019)



资料来源: BP, 申港证券研究所

图2: 国内原油进口量及对外依存度 (亿吨, %)



资料来源: wind, 申港证券研究所

从国家政策来看,能源安全问题更是被反复提及。具体来看,政策目标主要表现在两个层面:

- ◆ 一方面是加速国内矿权流转,从而提升勘探的范围,比如2019年自然资源部发布了《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见(试行)》,要求开展油气探矿权竞争出让试点,探索积累实践经验,稳步推进油气勘查开采管理改革。
- ◆ 另一方面是加大上游投资,提升勘探的强度。比如2020年国务院发布的《新时代的中国能源发展》,要求提升油气勘探开发力度,提高油气自给能力。政策端的不断加码也为国内油服行业的回暖提供了良好的保障。

表1: 国内油气领域相关政策

发布时间	部门	相关文件	主要内容
2019.12	自然资源部	《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见(试行)》	开展油气探矿权竞争出让试点,探索积累实践经验,稳步推进油气勘查开采管理改革
2020.4	国家能源局	《能源法(征求意见稿)》	提出国家统筹协调能源安全,将能源安全战略纳入国家安全战略
2020.12	国家能源局	《2020年能源工作指导意见》	切实提高能源安全保障能力和风险管控应对能力。

发布时间	部门	相关文件	主要内容
			积极推动能源领域军民融合发展
2020.6	国务院	《新时代的中国能源发展》	提升油气勘探开发力度，提高油气自给能力
2021.1	中国石油和化学工业联合会	《石油和化学工业“十四五”发展指南及 2035 年远景目标》	增强油气保障能力被列为“十四五”期间石化行业重要任务之首

资料来源：政府网站，申港证券研究所

1.2 公司是海洋油服行业领跑者

中海油服依托于“三桶油”之一的中海油，相比中石油和中石化旗下的油服公司，在海洋油气开发领域具备天然优势。作为全球最具规模的油田服务供应商之一，公司拥有完整的服务链条，服务贯穿海上石油及天然气勘探，开发及生产的各个阶段。既可以为客户提供单一业务的作业服务，也可以提供一体化整装、总承包作业服务。

图3：公司具备完整的服务链条



资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司的装备规模和技术水平均位居国际同行前列。目前运营和管理钻井平台 57 座，其中自升式平台 43 座，半潜式平台 14 座，位居全球第 1；近海工作船舶 130 多艘，位居全球第 4；拥有自主研发的随钻测井、旋转导向、钻井等超过 430 台套先进的测井、定向井、固井和修井等油田技术服务设备。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。

图4：公司拥有全海域的多元装备

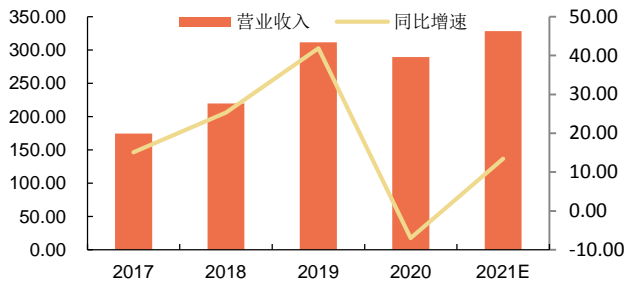


资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.3 公司主营业务和盈利表现突出

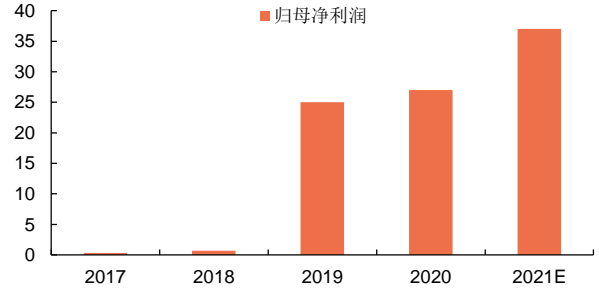
从营收和归母净利润来看，2017年-2019年保持增长态势。2020年，受疫情影响，公司营收小幅下滑到290亿元左右，但是受益于Equinor支付的和解款项以及公司内部的降本增效，仍然实现归母净利润27亿元，同比增长8%。2021年一季度受部分作业项目推迟或调整的影响，各板块主要工作量、装备使用率同比均有所下降，叠加和解款项拉高了去年的业绩基数，导致今年一季度营收和归母净利润均出现明显下滑。

图5：公司营业收入和同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

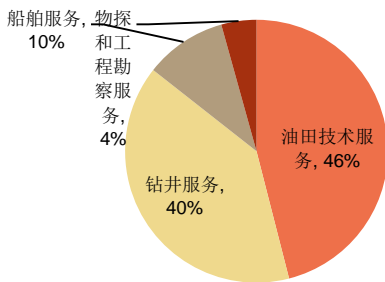
图6：公司归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

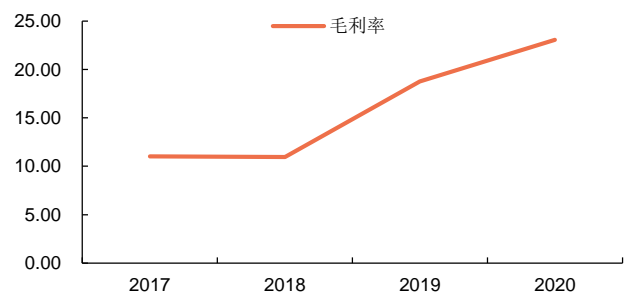
从主营业务来看，公司目前拥有物探勘察服务、钻井服务、油田技术服务及船舶服务四大主营业务。其中2020年油田技术服务和钻井服务营业收入占比达到85.6%。公司毛利率整体维持上涨态势，从2017年的11.01%抬升到2020年的23%，主要是由于公司全面开展降本提质增效行动，推动技术产业转化程度，提高装备运营和技术服务能力，公司向毛利更高的轻资产方向转型。

图7：公司主营业务营收占比



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图8：公司毛利率



资料来源：公司公告，申港证券研究所

2. 技术优势助推公司轻资产战略转型

2.1 公司技术实力强劲

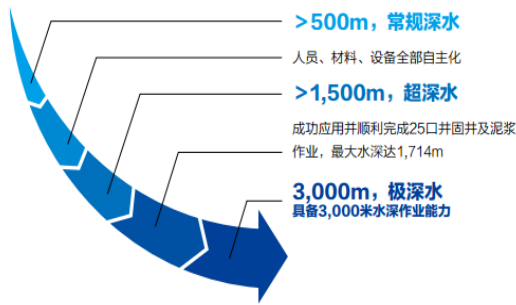
海洋油气勘探面临“两高一低”的风险，即高投入、高风险、低油价的风险，具备天然的技术壁垒：

- ◆ 这一方面跟海洋开发环境有关，复杂的海况和地质情况对于海洋油气勘探成功率影响较大，而海洋钻井作业也面临地质结构复杂、台风极端天气等诸多挑战。

- ◆ 另一方面海洋油气开发对于安全环保要求更高。一旦发生类似于墨西哥湾漏油事件，将对企业造成严重的经济负担，这对于中小型企业技术上还是资金上均构成了极高的门槛。

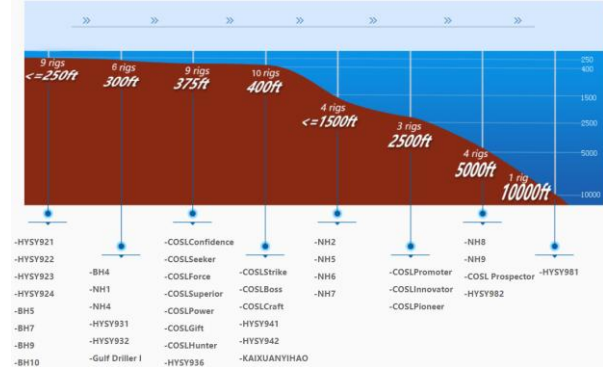
而公司已经全面掌握深水钻探技术，可以保障从浅水到深水提供全方位勘探、开发和服务能力。目前拥有海油石油 981 等多座深水半潜式钻井平台，形成了 2500 英尺、5000 英尺以及 10000 英尺完整的深水梯队。

图9：具备全水域作业能力



资料来源：公司公告，申港证券研究所

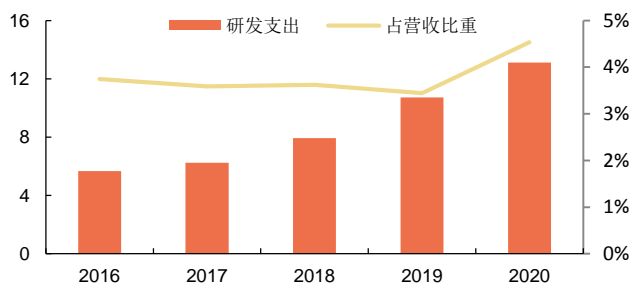
图10：公司钻井平台的分布



资料来源：公司网站，申港证券研究所

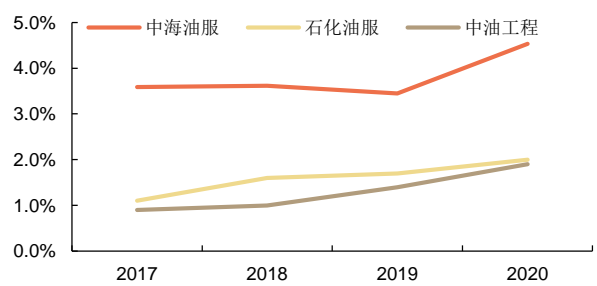
公司依托于中海油集团，践行“技术发展、国际化发展”两大战略，建立了完整的研发体系。近年来研发投入占营收的比重基本稳定在 3%-4%。相比同行业的石化油服、中油工程高 2 个百分点左右。到了 2020 年，公司研发投入提升到 13.12 亿元，较上年增长 22.3%，研发支出在营收中占比进一步攀升到 4.5%。

图11：公司研发支出及占比(亿元，%)



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图12：同行业公司研发占营收比重对比



资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司研发投入不断转化为竞争优势，在关键技术和装备自主性方面均取得突破。形成了 6 个专业，25 个技术发展方向，攻克 103 项关键技术，商业化进程持续加速：

- ◆ 其中公司自研旋转导向钻井与随钻测井系统实现全规格全功能覆盖，累计进尺已超 52 万米；
- ◆ 随钻高速泥浆遥传技术获突破，传输速率提升 24 倍；
- ◆ 高温堵漏、储层裂缝堵漏、强承压堵漏等新技术应用，有效缩短客户建井周期，降低客户开发成本；

- ◆ 深水钻井液技术取得重要突破，以耐受 180°C 恒流变高温的性能超过同期的国际同类产品，成为全球为数极少拥有如此高性能钻井液技术的公司。

表2：公司不同板块的技术优势（部分）

主营业务	技术优势
油田技术板块	1) 油控水技术系列日趋完善，形成覆盖注水/生产井、深水深层 9 项新技术 2) 新型规模化热采装备在某油田成功安装调试，与纯蒸汽相比预计可提高采收率 2%-5%
钻井板块	1) 自研“D+W”工具首次完成高造斜率水平井作业，创下了作业井深、井温、造斜率三项纪录 2) 自主研发的随钻高速率脉冲器（简称“HSVP”）首次完成海上应用，同比提高钻井时效 20%，填补了我国高速率脉冲器技术应用上的空白 3) 自主研制的深水泥头应用成功，实现深水关键设备的国产化替代
船舶服务板块	交付 2 艘 5,000 马力 LNG 动力守护供应船，下水 2 艘 4,000 马力 LNG 动力守护供应船，为推广船舶使用 LNG 清洁能源发挥积极作用
物探勘察板块	1) 突破“两宽一高”地震采集处理技术 2) 国内首套自研小道距海洋拖缆采集装备投入三维地震采集作业，采集资料信噪比高、成像清晰，填补了国内技术空白

资料来源：公司公告，申港证券研究所

2.2 公司逐步向轻资产方向战略转型

油田技术服务板块是公司的核心板块，能够提供测井、钻完井液、定向井、固井、完井、修井、油田增产等油田技术专业服务。由于油田技术服务以技术服务为主，固定成本占比较低，在行业低迷时避免了设备利用率低和资产减值损失大等问题，使得公司周期属性减弱，抗油价波动能力增强。因此提高油田技术服务比重也是公司战略转型的主要方向。

表3：油田技术服务板块

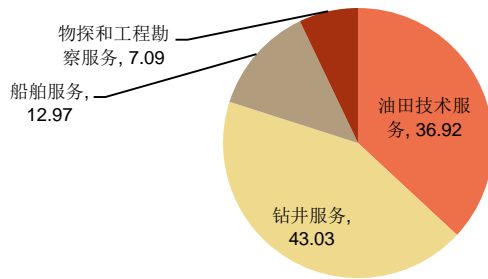
油田技术服务	业务描述
测井	集技术研发、现场作业服务、资料处理与解释、产品销售于一体，可为客户提供完整的电缆测井、随钻测量/测井、套管井及资料处理与解释服务
固井	国内外客户提供安全、优质、高效的海上和陆地固井服务。拥有先进的固井技术、固井工程设计和仿真软件、适用不同需求的水泥浆体系及材料，提供各种固井设备、工具附件
完井	拥有完整的完井产业服务链，可根据不同井型和作业环境需求为客户提供从油藏研究、工艺设计、工具研发、加工制造、工具组装机到现场服务的一体化完井解决方案，达到降低作业风险、扩大产能、延长油气井寿命的目的
修井	拥有 3500 多人的海上钻修井队伍，参与 80 余套钻修机的操作与管理，年各类修井作业 1200 井次以上
钻完井液	拥有多种先进的水基及油基钻完井液体系，先进的钻完井液工程软件、符合国际标准的钻完井液化验和分析设备，为客户提供综合性钻完井液服务
油田增产	集油藏资料研究、油气井生产管理、产能优化方案设计和现场施工于一体，为客户提供油田稳产、增产一体化解决方案

资料来源：公司公告，申港证券研究所

近 5 年来看，公司轻资产战略转型成果显著。周期属性明显的钻井业务收入占比整体下滑（减少 3.4%），而轻资产的油田技术服务收入占比整体抬升（增加 9%）。按

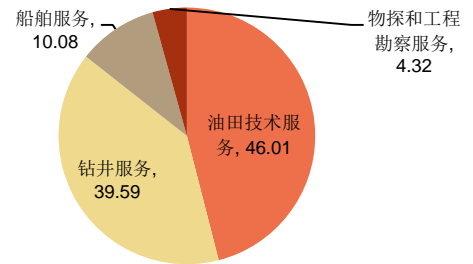
照公司“技术化发展”战略，未来5年，技术板块占比将超过60%，未来10年将进一步提升到70%。

图13：2016年各板块收入占比



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图14：2020年各板块收入占比

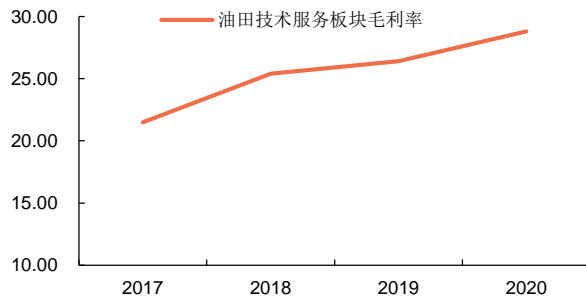


资料来源：公司公告，申港证券研究所

随着轻资产转型的继续推进，公司毛利率明显提升。由于技术板块涉及核心技术更多，更能发挥公司的研发优势，这也使得技术板块的毛利率明显高于其他板块。过去几年来，该板块毛利率逐渐攀升，从2017年的21.5%增加到2020年28.8%，其中2019年该板块贡献的毛利润高达68%。

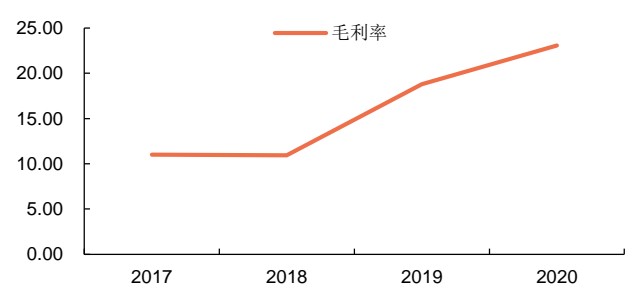
- ◆ 一方面得益于技术进步，比如海水基压裂液技术达到国际领先水平，2021年预计应用15井次以上，预计年度产值3000万；
- ◆ 另一方面得益于分包比例的下滑，以前由于技术原因不能做的业务，只能分包给其他公司来做，通过降低分包比例可以有效的降低成本，提升毛利率。

图15：油田技术板块毛利率



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图16：公司整体毛利率



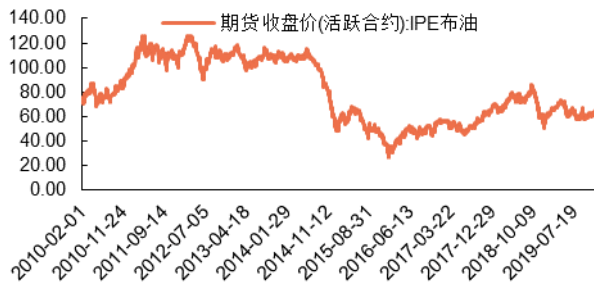
资料来源：公司公告，申港证券研究所

3. 国际油价上涨推动钻井板块回暖

3.1 供需向好推动油价重心上移

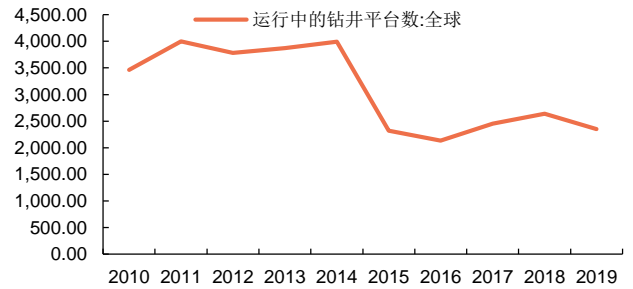
油服行业景气度与国际油价密切相关，因为国际油价直接影响上游资本开支与钻井活跃度。2020年，受疫情影响，原油需求大幅萎缩，拖累国际油价进入历史低位，全球油气公司纷纷大规模削减投资支出。据IHS Markit咨询公司发布的报告显示，2020年国际石油公司的勘探开发资本支出为3,020亿美元，与2019年相比降低了32%，全球油服行业整体处于低迷状态。未来几年，我们认为油价有望在65-75美元附近波动，主要基于以下判断：

图17: 布伦特原油期货价格 (美元/桶)



资料来源: wind, 申港证券研究所

图18: 全球活跃钻井平台数



资料来源: wind, 申港证券研究所

- ◆ 1) OPEC 采取渐进式恢复产量, 对市场供应的冲击较为有限。虽然 7 月 18 日的欧佩克+会议就增产问题达成重要共识: 一方面恢复减产, 从 2021 年 8 月开始每月增产 40 万桶/天, 直到完全恢复 580 万桶/天的主动减产。另一方面, 上调产量基准, 从 2022 年 5 月起, 部分产油国产量配额上调合计上调 170 万桶/天, 其中沙特、俄罗斯产量基准提高 50 万桶/日, 阿联酋、伊拉克、科威特产量基准分别提高 33、15、15 万桶/天。考虑到产量恢复的进度较缓慢, 并且后续也会定期召开欧佩克+会议, 并根据全球原油的需求恢复进度来调整减产幅度和节奏, 保证油市平衡, 使得存量供应相对可控。
- ◆ 2) 经历了去年的暴跌甚至负油价之后, 对于供应端影响较大的美国页岩油开发更加审慎, 能源公司更多的是利用油价复苏来削减债务、增加股东回报, 而不是增加支出以提高产量, 资本纪律性增强, 扩张进程有所放缓。另外, 在碳中和远景之下, BP 等国际石油巨头也在加速布局战略转型, 比如 BP 加大本土海上风能的投资, 壳牌计划将石油产量每年减少 1~2 个百分点, 并在电力和生物燃料等领域进行扩张, 这使得用于上游勘探的开支遭到削弱, 未来新增供应较为有限。

表4: 全球能源巨头转型目标

公司	短期目标	能源转型总体战略
雪佛龙公司	到 2023 年, 石油温室气体排放强度降低 5%-10%	到 2023 年将石油行业上游温室气体净排放强度降低 5%-10%, 天然气行业上游温室气体净排放强度降低 2%-5%
英国石油公司		到 2050 年实现: ①实现整个运营的净零排放; ②上游石油和天然气生产实现净零排放
意大利埃尼集团	到 2035 年降低 30%	到 2050 年将温室气体净排放量减少 80%。计划到 2050 年将碳强度降低至 2018 年的 45%, 中期目标是到 2035 年将碳强度降低至 2018 年的 85%
挪威国家石油公司	到 2030 年实现碳中和	致力于到 2030 年将挪威近海油田的温室气体排放量减少 40%, 到 2040 年减少 70%; 到 2050 年接近净零排放
埃克森美孚公司	到 2025 年减少 15%-20% 的排放	为了实现 2025 年目标, 公司计划在其全球运营范围内, 将甲烷排放强度降低 40%-50%, 燃料排放强度降低 35%-45%
荷兰皇家壳牌	到 2035 年碳强度降低 30%	到 2035 年将排放强度降低 30%, 到 2050 年降低 65%

资料来源: 公司网站, 申港证券研究所

- ◆ 3) 全球疫苗的注射进程逐步加快, 带动经济复苏并推动原油需求, 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%, 这将推动石油需求逐步增加。根据 IEA、OPEC7 月月报, 2021 年三季度全球需求环比增量预期分别为 340 万桶/日、292 万桶/日, 四季度全球需求环比增量分别为 130 万桶/日、158 万桶/日, 供需端的缺口仍然有望维持, 对油价形成支撑。

3.2 油价上行推动钻井业务边际改善

油价上涨叠加钻井平台退役潮推动钻井平台利用率提升，进而影响平台日费率。从过去几年油价与平台日费率的关系来看，在平台利用率大幅波动的情况下，日费率会呈现一定的相关性：

- ◆ 2014 年以后，油价从 100 美元/桶的历史高位大幅回调，使得上游勘探开发投入减少，平台利用率从 2014 年的 96.4% 大幅下滑到 2016 年的 55.5%。与之相对，钻井平台日费率也出现断崖式下跌。
- ◆ 到了 2019 年，中海油勘探力度再次加码，这也使得中海油服的设备利用率明显提升到 81.4%，同比增加 9%，带动平均日费率提升 0.1 万美元/天。

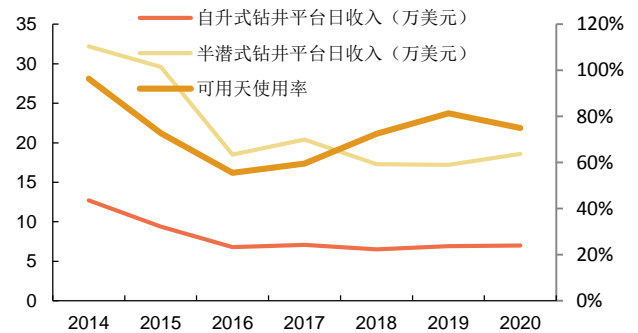
另外，能源咨询公司 Rystad Energy 评估，目前全球活跃的 213 座海上浮式钻井平台中，有 59 座可能面临拆解（或退役），相当于海上浮式钻井船队总量的 1/4。基于以上判断，未来全球钻井平台利用率有望提升，而公司得益于国内作业量的支撑，即使在疫情爆发的 2020 年，平台利用率仍然比国际同行高 10% 以上，未来两年公司的平台利用率有望进一步提升到 85% 附近，带动钻井平台日费率边际回升。

图19：国际油价（美元/桶）



资料来源：wind, 申港证券研究所

图20：平台日收入及可用天使用率（万美元,%）



资料来源：公司公告, 申港证券研究所

最后，油价抬升使得深海勘探业务增加，提高单价较高的半潜平台的作业天数，从而提高整体日费率。一般而言，自升式钻井平台可自行升降，适合在浅水作业，日费率相对较低，2020 年自升式钻井平台的日费率为 7 万美元/天。而半潜式钻井平台并不像自升式钻井平台那样停留在海床上，其工作甲板坐落在巨型驳船及中空的支柱上，因此适合深水钻井工作，作业水深达到 10000 英尺，日费率较高，2020 年半潜式钻井平台日费率 18.6 万美元/天，是自升式平台的 2.7 倍。我们认为，公司未来半潜平台的利用率有望提升，提高整体日费率，主要基于以下原因：

- ◆ 高油价提升深海勘探经济性，国内油气增储上产的未来在海洋，而海上油气增储上产的未来在深海。能源研究和商业情报公司 Rystad 表示，目前深水油气的盈亏平衡点已经低于美国页岩油，预计 2021 年至 2025 年，海上油气开发项目承诺数量将达到 592 个，相比 2016-2020 年期间的 355 个明显增加。
- ◆ 公司深海钻井技术日趋成熟，经过多年的技术攻关和自主创新，公司相继攻克深水、高温、高压领域开发难题，形成了一整套深水油气资源勘探开发技术体系。比如陵水 17-2 深水大气田的勘探开发中，地震数据处理方面，自主开发出针对复杂绕射多次波的衰减技术，形成了一整套浅水—坡折带—深水速度场建立技术，

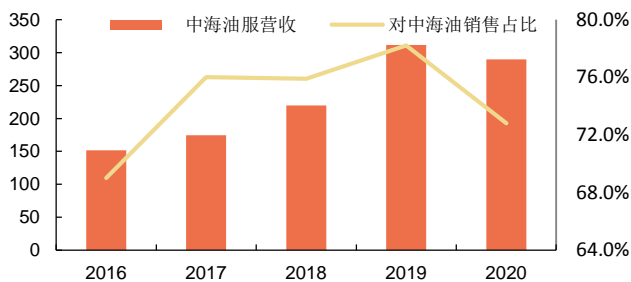
为陵水凹陷勘探提供了基础资料支持；固井装备技术方面，国内首套电驱固井设备和自研深水固井水泥头相继投入使用，向世界成功展示我国高端固井装备水准。

4. 国内与海外双向业务打开成长空间

4.1 资本支出为国内业务保驾护航

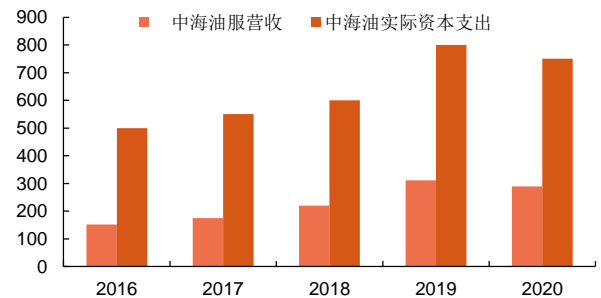
由于中海油在国内海洋油气勘探开发中占据主导地位，而公司是国内海洋领域最大的油田服务公司，因此绝大部分业务承接自中海油。根据主要客户销售情况来看，前五大客户对中海油服的业绩贡献高达 85-90%，而中海油对公司营收贡献在 70-80%附近徘徊，因此中海油的资本支出是否增长对于公司业绩影响较大。

图21：中海油服营收及对中海油的销售占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图22：中海油服营收与中海油实际资本支出（亿元）

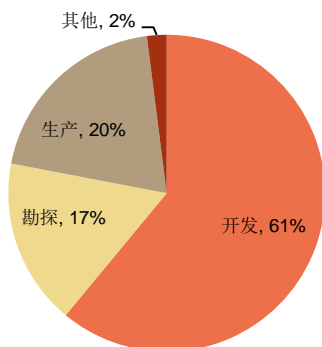


资料来源：公司公告，申港证券研究所

从过去几年油价与资本支出关系来看，油价回暖将推动中海油资本支出持续增加。

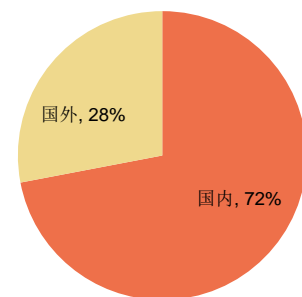
- ◆ 2014 年以后，国际原油价格从历史高位回落，公司全面下调未来石油产量计划，并削减用于勘探开发及生产的资本性支出，使得 2015-2016 年的勘探开发投资同比下降 37.7%、26%；
- ◆ 随着国际原油价格回升，2017-2019 年逐步回升至 497.2 亿元、621 亿元、800 亿元，同比上升 2%、24.9%、28.8%；
- ◆ 虽然受疫情影响，2020 年投资有所下滑，但是根据中海油 2021 年经营计划，资本支出预算总额为 900-1000 亿元人民币，同比增速高达 13%—26%，其中与油服密切相关的开发和勘探占比达到 78%。

图23：2021 年中海油各阶段资本支出计划



资料来源：公司公告，申港证券研究所

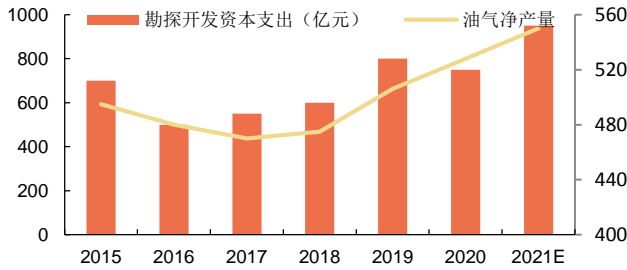
图24：2021 年中海油国内外资本支出计划



资料来源：公司公告，申港证券研究所

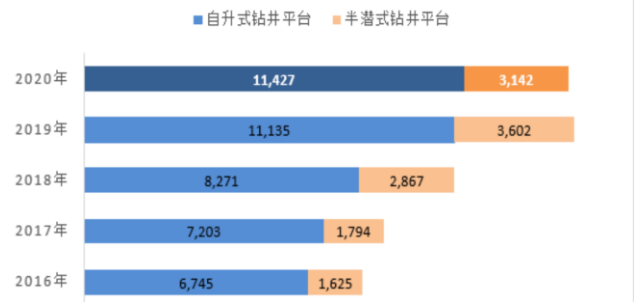
从更长的周期来看，中海油增加勘探开发支出对于国家能源安全至关重要。随着国内陆地常规油田开发进入开发生命周期衰退期，海洋油气成为未来增储上产的主要来源，其中 2020 年，中海油国内海上原油增产 240 万吨，占三大石油公司国内增量的 80% 以上，已经成为国内增储上产的主力军。根据 2019 年发布的《中国海洋石油国内勘探开发未来“七年行动计划”》，2025 年中海油的勘探工作量和探明储量翻一番，这对于维持公司长期的工作量提供了强有力的支撑。

图25：近年来中海油勘探开发资本支出(亿元)



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图26：中海油服钻井平台作业天数



资料来源：公司公告，申港证券研究所

4.2 战略布局推动海外业务蓬勃发展

公司具有成熟的全球服务网络，服务区域遍及 40 多个国家和地区，与中石油、中石化等国内石油巨头以及康菲、道达尔等主要国际石油公司建立了长期稳定的客户关系。根据公司规划，未来将围绕亚太、中东、远东、欧洲、美洲、非洲六大产值贡献区，加大海外市场开拓力度，将海外收入比重从目前的 26% 提升到 50% 以上。

图27：公司目前全球业务布局



资料来源：公司公告，申港证券研究所

从市场占有率角度来看，此前，海外发展主要是依靠竞争力比较强的钻井板块、物探板块等，全球市场占有率不到 5%，这与公司的龙头地位严重不匹配。我们认为，在行业洗牌以及自主技术提升的背景下，公司未来的市场占有率有望逐步攀升。

- ◆ 钻井板块将从去年的行业洗牌中持续收益。2020 年全球疫情引发油价暴跌，全球海上钻井合同大量被取消，装置和人员闲置给行业带来巨大的运营负担，导致国际海洋钻井平台巨头 Diamond Offshore Drilling、Noble Corporation、Valaris

纷纷宣布破产，而公司凭借国内业务的支撑逆势扩大规模，2020 年运营管理的钻井平台数量增加 3 座达到 57 座，跃居全球首位，未来有望抢占更多市场，提升海外钻井业务规模。

- ◆ **技术服务板块主要得益于自主技术的提升，未来将更多的参与国际投标。**过去受到装备等因素的限制，部分进口的先进工具在国际市场的投标中往往受到限制。随着自主技术的突破，技术服务板块对海外营收的贡献有望明显提升。其中 2020 年新签收入合同 70 个，涵盖多个技术服务项目，包括在亚太、中东和美洲等市场新获得海上电缆测井服务、海上增产设备及作业服务、海上固井工程服务、陆地修井及增产总包服务等项目，公司技术服务赢得了作业地多个国际客户认可。

5. 盈利预测与投资建议

5.1 基本假设

油田技术板块：受能源安全保障政策的推动，中国近海的勘探力度稳中有增，而公司依托技术优势，未来将更多的参与国际投标有望在亚太、中东和美洲等市场新获得海上增产作业服务、海上固井工程服务等更多项目。预计未来三年营收增速为 10%、22%、22%。

钻井板块：随着国际油价持续上涨，中海油服钻井平台作业天数有望继续提升。同时，公司在去年的行业洗牌中逆势扩大规模，运营管理的钻井平台数量跃居全球首位，未来增长空间巨大。预计未来三年营收增速为 6%、13%、13%。

船舶服务板块：船舶事业部能够为客户提供起抛锚作业、钻井（平台）的拖航等多种船舶作业服务，以满足作业者的不同需求。随着勘探开发项目的增加，船舶服务板块有望迎来增长空间。预计未来三年营收增速为 5%、13%、13%。

物探勘察板块：勘察作业是增储上产的前提，中国海油“七年行动计划”以及海外项目的增加，将为物探勘察板块带来稳定的收益。预计未来三年营收增速为 5%、15%、15%。

表5：公司业务收入预测（百万元）

产品	指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
油田技术板块	收入（百万元）	150.6	133.2	146.6	178.8	218.2
钻井板块	收入（百万元）	108.4	114.7	121.5	137.3	155.2
船舶服务板块	收入（百万元）	30.6	29.2	30.6	34.6	39.1
物探勘察板块	收入（百万元）	21.7	12.5	13.1	15.1	17.4
总收入		311.4	289.6	311.9	365.9	429.8

资料来源：公司公告，申港证券研究所

5.2 盈利预测

根据上述假设，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 32.4 亿、44.3 亿、59.1 亿元，每股收益 (EPS) 分别为 0.7 元、0.9 元、1.2 元，对应 PE 分别为 18.1、13.3、9.9。

6. 估值水平与投资建议

6.1 相对估值

考虑到公司所处赛道以及主营业务情况，我们选取了石化油服、杰瑞股份、海油工程、海油发展 4 家上市公司作为可比公司。公司作为海洋油服行业龙头，相比同行业其他公司具有明显的技术和成本优势，因此公司应当享有一定的估值溢价。参考同行业公司均值，我们认为给予公司 2021 年 27 倍市盈率是合理的，对应股价为 19 元。

表6：可比公司估值

证券代码	可比公司	EPS			PE		
		20A	21E	22E	20A	21E	22E
600871	石化油服	0	0.03	0.06	470	57.8	33.4
002353	杰瑞股份	1.8	2.1	2.6	19.8	18	14.9
600583	海油工程	0.1	0.2	0.3	54.6	19.2	12.3
600968	海油发展	0.15	0.18	0.22	16	13.7	11.3
行业均值		0.5	0.6	0.8	140.1	27.2	18

资料来源：公司公告，申港证券研究所

6.2 估值结论与投资建议

2021-2023 年公司归母净利润分别为 32.4 亿、44.3 亿、59.1 亿元，每股收益(EPS) 分别为 0.7 元、0.9 元、1.2 元，对应 PE 分别为 18.1、13.3、9.9。根据估值，公司合理股价为 19 元，目前的股价有所低估。考虑到公司的龙头地位，未来随着中海油资本开支增加以及海外业务拓展，公司业绩仍有较大的成长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表7：主要财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	31,135.15	28,959.20	31,188.86	36,588.76	42,984.78
增长率(%)	41.87%	-6.99%	7.70%	17.31%	17.48%
归母净利润(百万元)	2,502.24	2,703.19	3,240.83	4,431.15	5,909.79
增长率(%)	3434.12%	8.03%	19.89%	36.73%	33.37%
净资产收益率(%)	6.81%	7.02%	7.84%	9.88%	11.93%
每股收益(元)	0.52	0.57	0.68	0.93	1.24
PE	23.47	21.73	18.12	13.26	9.94
PB	1.60	1.53	1.42	1.31	1.19

资料来源：公司公告，申港证券研究所

7. 风险提示

国际油价大幅下跌的风险，市场对油服公司的需求受到国际油价的直接影响。如果油价持续低迷，可能会影响油气公司的勘探开发投资，对公司的作业量将造成不利影响。

行业竞争加剧风险，国内油气勘探权力逐步放开，油服行业面临国企、民企和外企的竞争。凭借着经营灵活性以及市场化机制，民营企业的竞争力大幅提升，越来越多的民营企业开始涉足油服行业，行业竞争加剧。

台风以及海啸等自然灾害风险，油服公司主要业务在海上，面临着恶劣的海洋环境，比如台风，海啸、海冰等自然灾害可能会对海上作业的正常进行造成不利影响，严重时会导致公司财产和人员伤亡。

原油泄漏引发的污染风险，海上油气开发有一定的泄露风险，公司已按规定取得了相关业务的安全生产许可证，并已按照行业标准及实际生产运行情况制定了一系列安全生产管理制度，但仍然面临发生安全生产事故的风险，进而可能对公司生产经营造成影响。

表8: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	31135	28959	31189	36589	42985	流动资产合计	23030	26323	28434	32399	37826						
营业成本	25292	22284	23959	27658	31967	货币资金	3466	6587	8236	9920	12651						
营业税金及附加	59	34	36	43	50	应收账款	10306	10212	10998	12903	15158						
营业费用	34	29	31	36	42	其他应收款	265	0	0	0	0						
管理费用	704	655	706	828	972	预付款项	133	105	105	105	105						
研发费用	933	769	936	1029	1132	存货	1425	2265	2435	2811	3249						
财务费用	939	1259	1141	1135	1123	其他流动资产	2532	90	90	90	90						
资产减值损失	-247.64	-1469.82	-858.73	-858.73	-858.73	非流动资产合计	53072	49620	48316	46959	45592						
公允价值变动收益	-38.83	26.57	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	881	1102	1102	1102	1102						
投资净收益	538.67	481.09	481.09	481.09	481.09	固定资产	46852.99	42087.29	42063.78	41430.17	40497.91						
营业利润	3447	3173	3841	5320	7158	无形资产	406	380	342	308	277						
营业外收入	205.50	291.97	291.97	291.97	291.97	商誉	0	0	0	0	0						
营业外支出	180.73	85.85	85.85	85.85	85.85	其他非流动资产	338	343	343	343	343						
利润总额	3472	3379	4047	5527	7364	资产总计	76102	75942	76749	79359	83417						
所得税	944	660	791	1080	1439	流动负债合计	19829	16876	17490	18899	20606						
净利润	2528	2718	3256	4446	5925	短期借款	2444	2284	2364	2324	2344						
少数股东损益	26	15	15	15	15	应付账款	9690	8847	9381	10830	12517						
归属母公司净利润	2502	2703	3241	4431	5910	预收款项	0	0	0	0	0						
EBITDA	8744	8452	7118	8660	10513	一年内到期的非流动负债	5017	3508	3508	3508	3508						
EPS (元)	0.52	0.57	0.68	0.93	1.24	非流动负债合计	19363	20378	20353	20353	20353						
主要财务比率						长期借款	201	191	191	191	191						
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付债券	17928	19456	19456	19456	19456						
成长能力						负债合计	39192	37253	37843	39251	40958						
营业收入增长	41.87%	-6.99%	7.70%	17.31%	17.48%	少数股东权益	176	179	194	209	224						
营业利润增长	425.24%	-7.97%	21.06%	38.52%	34.54%	实收资本(或股本)	4772	4772	4772	4772	4772						
归属于母公司净利润增长	19.89%	36.73%	19.89%	36.73%	33.37%	资本公积	12366	12366	12366	12366	12366						
获利能力						未分配利润	17196	19120	21687	25196	29877						
毛利率(%)	18.77%	23.05%	23.18%	24.41%	25.63%	归属母公司股东权益合计	36734	38510	41333	44843	49524						
净利率(%)	8.12%	9.39%	10.44%	12.15%	13.78%	负债和所有者权益	76102	75942	79114	84047	90450						
总资产净利润(%)	3.29%	3.56%	4.22%	5.58%	7.08%	现金流量表											
ROE(%)	6.81%	7.02%	7.84%	9.88%	11.93%												
偿债能力						经营活动现金流	6968	7545	4913	5764	7067						
资产负债率(%)	51%	49%	48%	47%	45%	净利润	2528	2718	3256	4446	5925						
流动比率	1.16	1.56	1.63	1.71	1.84	折旧摊销	4356.88	4021.02	0.00	2170.68	2200.81						
速动比率	1.09	1.43	1.49	1.57	1.68	财务费用	939	1259	1141	1135	1123						
营运能力						应付账款减少	0	0	-786	-1904	-2256						
总资产周转率	0.41	0.38	0.40	0.45	0.49	预收账款增加	0	0	0	0	0						
应收账款周转率	3	3	3	3	3	投资活动现金流	-1154	-3343	835	340	340						
应付账款周转率	3.47	3.12	3.42	3.62	3.68	公允价值变动收益	-39	27	0	0	0						
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	495	0	0						
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.57	0.68	0.93	1.24	投资收益	539	481	481	481	481						
每股净现金流(最新摊薄)	0.03	0.73	0.35	0.35	0.57	筹资活动现金流	-5652	-727	-4099	-4421	-4676						
每股净资产(最新摊薄)	7.70	8.07	8.66	9.40	10.38	应付债券增加	0	0	0	0	0						
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0						
P/E	23.47	21.73	18.12	13.26	9.94	普通股增加	0	0	0	0	0						
P/B	1.60	1.53	1.42	1.31	1.19	资本公积增加	0	0	0	0	0						
EV/EBITDA	9.25	9.18	11.00	8.58	6.81	现金净增加额	162	3475	1649	1683	2731						

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上