

2022年02月10日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

中海油服(601808):国内景气延续,海外复苏在即

推荐 (首次)

投资要点

分析师: 范益民

执业证书编号: S1050521110003

邮箱: fanyim@cfsc.com.cn

基本数据

2022-2-10

当前股价(元)	15.71
总市值(亿元)	749.6
总股本(百万股)	4,771.6
流通股本(百万股)	2,960.5
52周价格范围(元)	11.86-21.29
日均成交额(百万元)	180.0

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

■ 背靠中海油, 海上油气服务龙头

中海油服隶属于中国海洋石油集团, 是国内海上油气服务龙头公司, 业务覆盖油田技术服务、钻井服务、船舶服务、物探采集和工程勘察服务四大板块, 具备一体化服务链条。受益于原油价格高于舒适区, 2022年海外油服市场预计将进入复苏期, 国内受益于国家能源安全战略下“三桶油”资本支出确定性稳步增加, 公司有望步入盈利弹性释放期。

■ 油技业务向轻资产、重技术方向升级

公司加大自主研发能力, 通过推动关键核心项目技术, 斩获多项技术成果, 使具有技术附加价值的油田技术服务板块能够有效抵御周期波动风险, 达到降本增效战略部署。公司油田服务技术板块经过多年发展, 在关键技术和装备自主性方向获得重大突破, 已打破海外垄断, 在全球市场争得一席之地。

■ 钻井服务复苏期业绩弹性大

公司钻井服务依托自有平台, 重资产属性明显。2020-2021年受疫情影响, 平台利用率下行, 而日费仍处于低位。随着油价走高, 海外油服行业回暖步伐加快, 公司利润弹性将逐步释放。从更长的时间维度, 平台利用率提升有助于日费进入向上通道, 将进一步打开盈利空间。

■ 国内海上油气开发潜力大, 具持续性

从国内看, 不断上升的原油对外依存度超过70%、天然气对外依存度超过40%, 保障国家能源安全迫在眉睫。在“七年行动计划”推动下“三桶油”纷纷加大资本开支。中海油预计到2025年工作量和探明储量要翻一番, 其中探明储量将超50亿桶。我国海上油气资源开采潜力大, 并具备可持续性。中海油服作为海上油气开采服务龙头占据技术和规模优势, 在全球油服复苏期具备强盈利弹性。

■ 盈利预测

预计公司2021-2023年营业收入分别为293亿元、353亿元、405亿元; 归母净利润分别为4.62亿元、38.0亿元、55.6亿元, 对应当前动态市盈率分别为162倍、20倍、14倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

■ 风险提示

油价大幅波动风险；海外油服景气度复苏不及预期；中海油资本支出增长不及预期；海外业务受政治经济环境影响风险等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	28,959	29,275	35,289	40,475
增长率（%）	-7.0%	1.1%	20.5%	14.7%
归母净利润（百万元）	2,703	462	3,802	5,561
增长率（%）	8.0%	-82.9%	722.0%	46.3%
EPS（元）	0.57	0.10	0.80	1.17
ROE（%）	7.0%	1.2%	9.0%	11.8%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

正文目录

1、背靠中海油，立足海上油气.....	6
1.1、综合性海油服务供应商	6
1.2、业绩驱动力转向国内	7
1.3、深耕海上油气开发四十年，产业链完善	8
2、加速向“轻资产重技术”转型.....	9
2.1、双管齐下，提升油技服务天花板	9
2.2、背靠中海油，受益国内海上油气开发	11
2.3、重视研发，掌握核心技术	11
3、钻井服务全球化布局.....	13
3.1、公司拥有一流的钻井装备	13
3.2、平台利用率有望提升，日费率提升空间大	15
4、景气度海外复苏在即，国内有望延续.....	16
4.1、油价上行，全球海上油气复苏在即	16
4.2、稳步推进七年行动计划，海上油气潜力待释放	19
5、公司盈利预测与估值.....	22
6、风险提示.....	24

图表目录

图表1：公司发展历程	6
图表2：公司股权结构（截止2022年2月8日）	6
图表3：公司营业收入及增速（亿元，%）	7
图表4：公司归母净利润及增速（亿元，%）	7
图表5：公司毛利率及净利率水平（%）	8
图表6：公司期间费用率水平（%）	8
图表7：公司四大板块布局	8
图表8：公司各业务板块收入结构（亿元）	9
图表9：公司各业务板块毛利率（%）	9
图表10：油田技术服务板块覆盖油气田开发、勘探、生产全过程.....	9
图表11：油技业务折旧占比（%）	10
图表12：公司油技板块营收及增速（亿元，%）	10
图表13：公司油技板块营收及毛利率（亿元，%）	10
图表14：中海油占公司营收比重（%）	11

图表15: 公司营收与中海油资本开支比重 (亿元, %)	11
图表16: 油技营收与中海油关联收入比重 (亿元, %)	11
图表17: 油技营收与中海油资本开支比重 (亿元, %)	11
图表18: 公司新增专利数量 (件)	12
图表19: 中海油服与石化油服研发费用 (亿元, %)	12
图表20: 旋转导向钻井系统Wellleader	12
图表21: 随钻测井系统Drilog®技术	12
图表22: 公司平台设备	13
图表23: 公司深水作业能力	14
图表24: 钻井平台在全球业务分布	14
图表25: 公司2021H1全球新增作业服务	14
图表26: 公司自升式及半潜式平台数量 (座)	15
图表27: 钻井服务收入与同比增速 (亿元, %)	15
图表28: 钻井平台日费率 (万美元/日)	15
图表29: 钻井平台实际天数使用率 (%)	15
图表30: 布伦特原油价格 (美元)	16
图表31: 半潜式平台日费与利用率 (1500'-5000' WD)	17
图表32: 自升式平台日费与利用率 (10300'-350' WD)	17
图表33: 油价与半潜式平台利用率 (1500'-5000' WD)	17
图表34: 油价与自升式平台利用率 (10300'-350' WD)	17
图表35: 原油市场供求关系 (百万桶/天)	17
图表36: 全球油气上游资本开支 (十亿美金, %)	17
图表37: 全球油田服务和装备市场规模 (亿美元, %)	18
图表38: 经济增长率 (%)	18
图表39: 公司国际营收及占比 (亿元, %)	18
图表40: 公司国际与国内业务毛利率 (%)	18
图表41: 中海油集团海外营收占比 (亿元, %)	19
图表42: 我国原油对外依存度 (万吨, %)	19
图表43: 我国天然气年产量及对外依存度	19
图表44: 政策法规推进油气勘探开发	20
图表45: 七年行动计划	20
图表46: 油价上升带动资本开支	21
图表47: 中海油历年主要资本支出 (亿元)	21
图表48: 中海桶油成本 (美元/桶油)	21
图表49: 近10年全球油气发现占比及平均储量规模 (亿桶油当量, %)	22
图表50: 分项目业务财务假设 (万元, %)	23

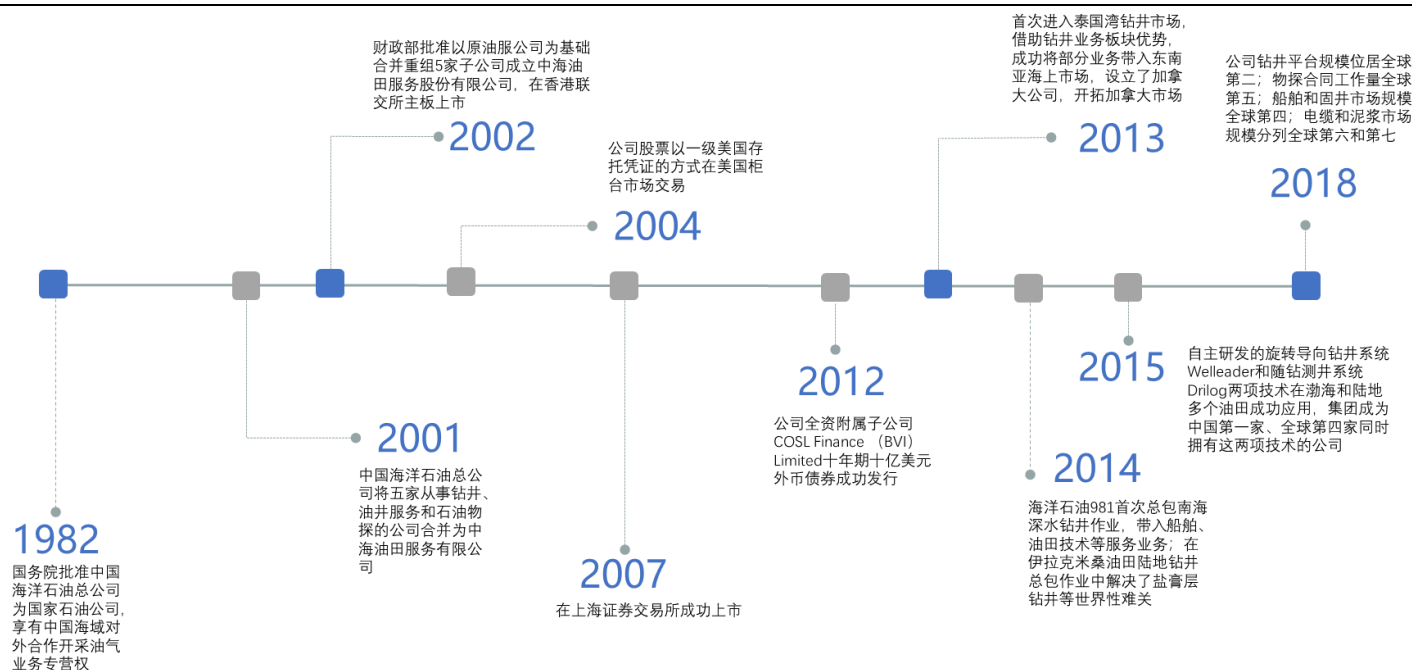
图表51： 公司盈利预测 23

1、背靠中海油，立足海上油气

1.1、综合性海油服务供应商

公司成立于2001年12月，2002年港交所上市，2007年上交所上市。公司由中海油旗下中海石油南方钻井公司、中海石油北方钻井公司、中海石油地球物理勘探公司、中国海洋石油测井公司、中海石油技术服务公司等5家公司重组而成，是中国近海最具规模的油田服务供应商，也是亚洲功能最全、服务链最完整、最具综合性的海上油服公司。

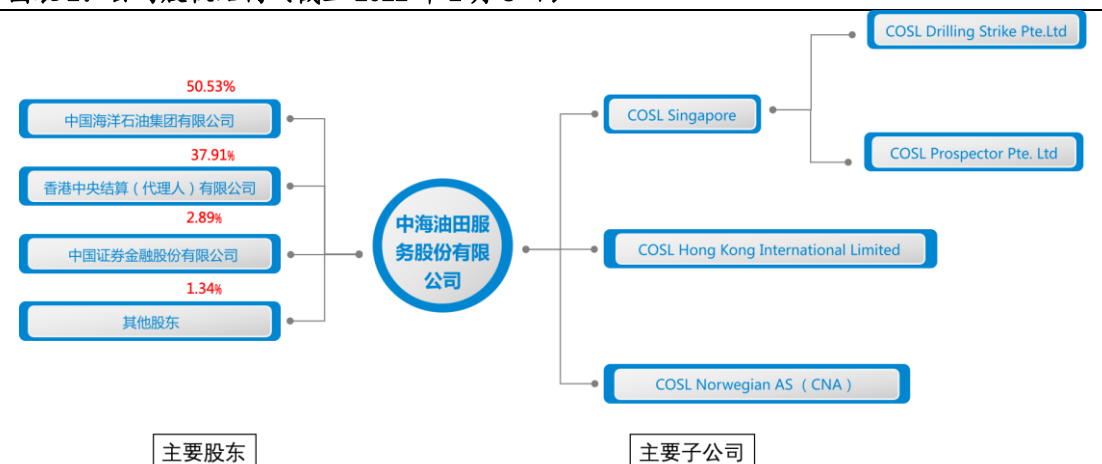
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司年报，华鑫证券研究

公司主要股东包括中国海洋石油集团有限公司（50.5%），香港中央结算有限公司（37.9%），中国证券金融股份有限公司，中央汇金资产管理有限责任公司等。实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会。

图表 2：公司股权结构（截止 2022 年 2 月 8 日）

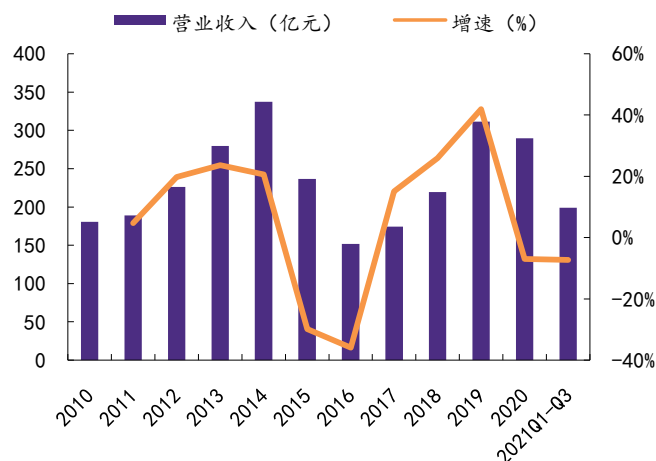


资料来源：Wind、公司年报，华鑫证券研究

1.2、业绩驱动力转向国内

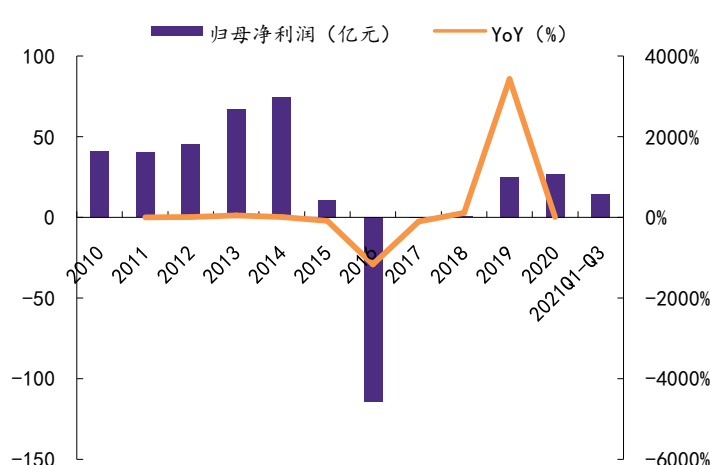
公司2021年前三季度营收达198.8亿元，同比降低7.31%；归母净利润达14.5亿元，同比减少32.6%。2021年全年公司受到计提固定资产减值20.1亿元影响，归母净利润预计同比减少约87%-91%。受益于原油价格高于舒适区，2022年海外油服市场预计将进入复苏期，国内受益于国家能源安全战略下“三桶油”资本支出确定性稳步增加，公司有望步入盈利弹性释放期。

图表 3：公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 4：公司归母净利润及增速（亿元，%）



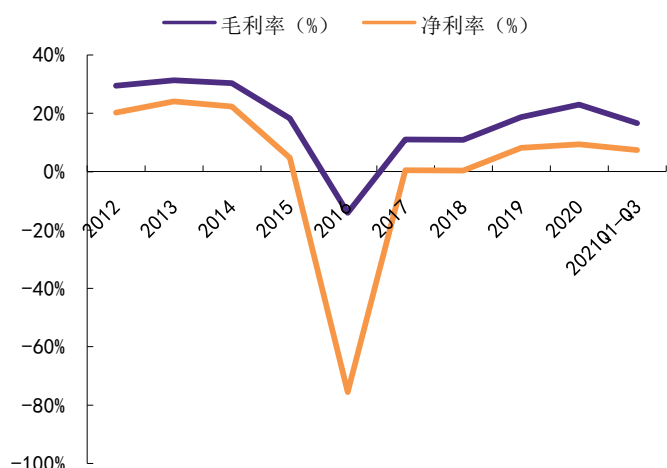
资料来源：Wind，华鑫证券研究

近几年，中海油集团全面开展降本提质增效行动，向轻资产方向转移，坚持高质量发展，扎实QHSE风险管理，推动技术产业转型。公司2020年在疫情和行业双重压力下持续增强成本管控、提高装备运营和技术服务能力带动综合毛利率提升。公司2020年综合毛利率达23.1%；销售净利率恢复至9.39%；公司2021年前三季度综合毛利率达16.65%，销售净利率为7.36%。

公司销售费用率和管理费用率相对稳定。其中2017年和2020年财务费用率较大主要是受人民币对美元等汇率波动影响，导致汇兑损失大幅增加。公司精细化成本管控及降本增效成果显著，三费率整体相对稳定。

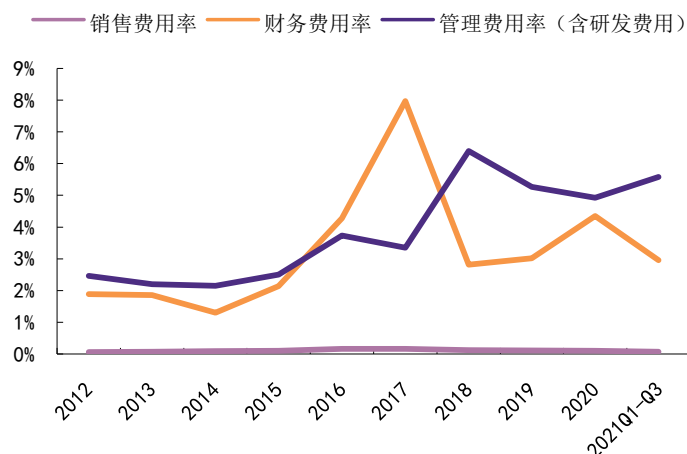
公司坚持“技术发展”为战略，持续加大关键核心技术攻关力度，加快自主技术产品产业化进程，并力促研发成果向生产力转化。2020年，公司研发费用达到7.69亿元，较上年同期增长3.07%。

图表 5：公司毛利率及净利率水平（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 6：公司期间费用率水平（%）

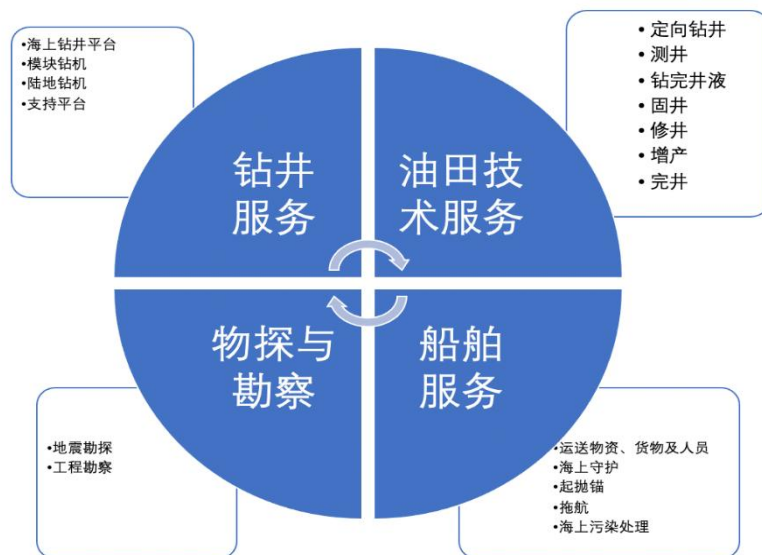


资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.3、深耕海上油气开发四十年，产业链完善

公司业务包括油田技术服务、钻井、物探与勘察、船舶服务四大板块，覆盖油气田勘探、开发、生产全过程。公司深耕油服行业四十载，以钻井服务板块、油田技术服务板块、船舶服务板块、物探勘察服务板块四大主营业务为主导，提供一体化服务链条。公司占据了我国近海油田技术服务市场大部分份额，并向海外区域延伸至亚太、中东、远东、欧洲、美洲和非洲等地区和国家。主要客户有中海油、中石油、中石化、丹文能源、英国超准、埃尼、哈斯基、洛克石油等多家油公司提供一体化服务。

图表 7：公司四大板块布局

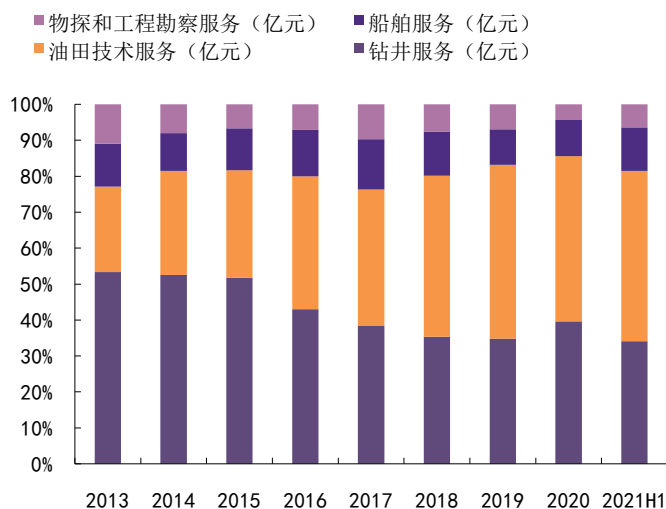


资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

2013年以来，在轻资产重技术战略指引下，公司板块业务盈利结构发生变化。公司2020年全年营收达到290亿，其中油田技术服务收入133亿，钻井服务收入115亿，二者营业收入占比达85.6%。重技术的油田技术服务板块自2018年起营收占比稳健提升，2020年占比提升至46.1%，钻井服务板块营收占比逐年下降至39.6%。油田技术服务板块

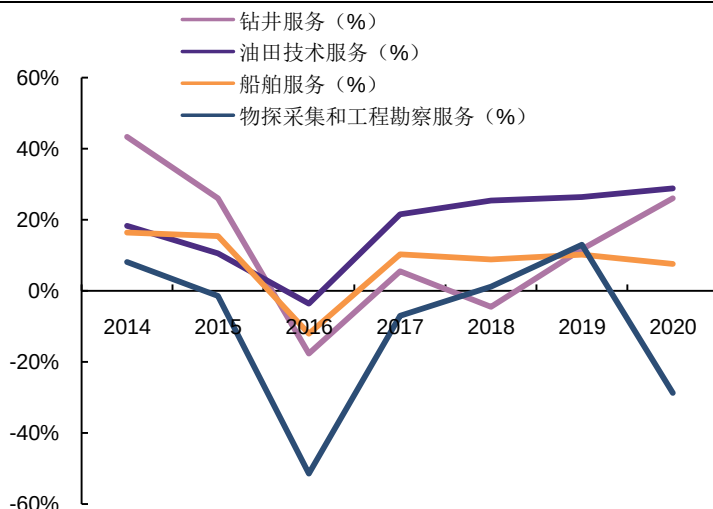
逐渐成为公司主要的盈利贡献点。

图表 8：公司各业务板块收入结构（亿元）



资料来源：Wind，公司年报，华鑫证券研究

图表 9：公司各业务板块毛利率（%）



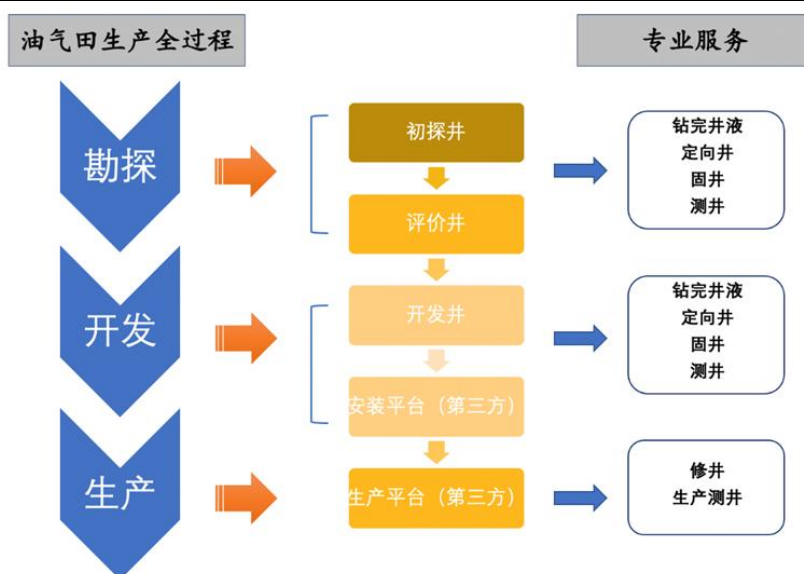
资料来源：公司年报，华鑫证券研究

2、加速向“轻资产重技术”转型

2.1、双管齐下，提升油技服务天花板

油田技术服务板块覆盖油气田开发、勘探、生产全过程。公司是中国近海油田技术服务的主要供应商，拥有30多年的海洋油田技术服务和20多年的陆地油田技术服务经验。公司通过科技研发的持续投入、先进的技术设备和优秀的管理队伍为客户提供完整的油田技术服务，包括但不限于测井、钻完井液、定向井、固井、完井、修井、油田增产等专业服务，同时占有中国近海油田技术服务市场大部分的份额。

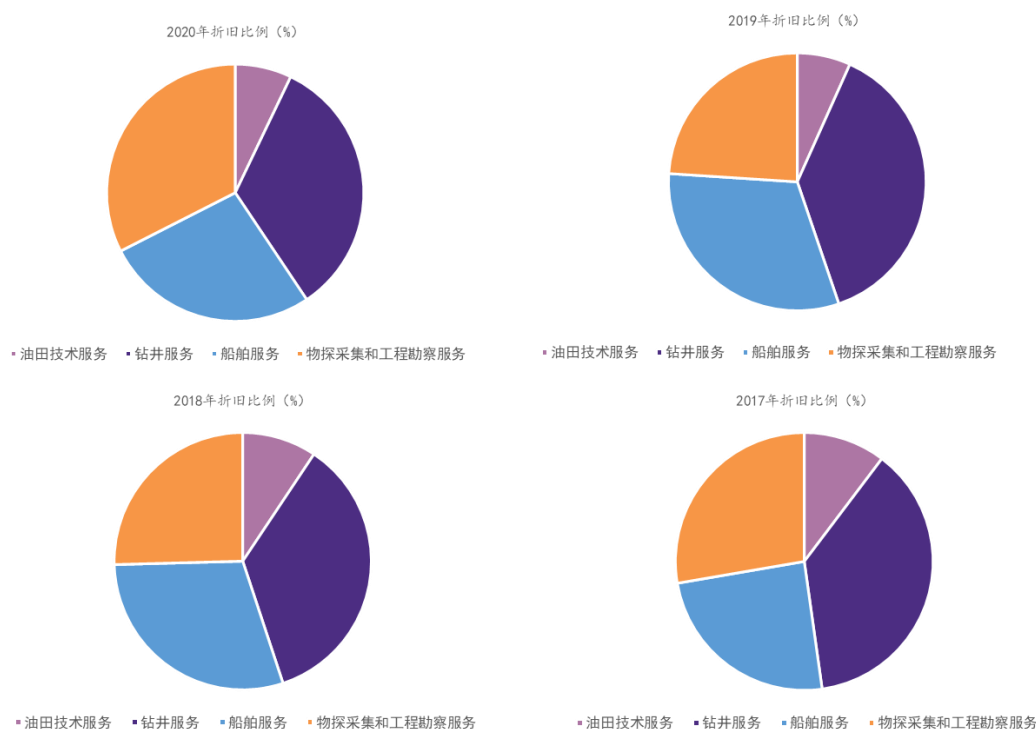
图表 10：油田技术服务板块覆盖油气田开发、勘探、生产全过程



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

油田技术服务板块成本控制显著，2017-2020年油田技术服务板块折旧占总成本比例最低；钻井服务板块、物探采集和工程勘察服务折旧成本最高，总比例近70%。油田技术服务板块相较其他业务板块而言，属于轻资产业务。结合近几年公司采取重技术战略部署，具有技术附加价值的油田技术服务板块能够有效抵御周期波动风险。

图表 11：油技业务折旧占比（%）

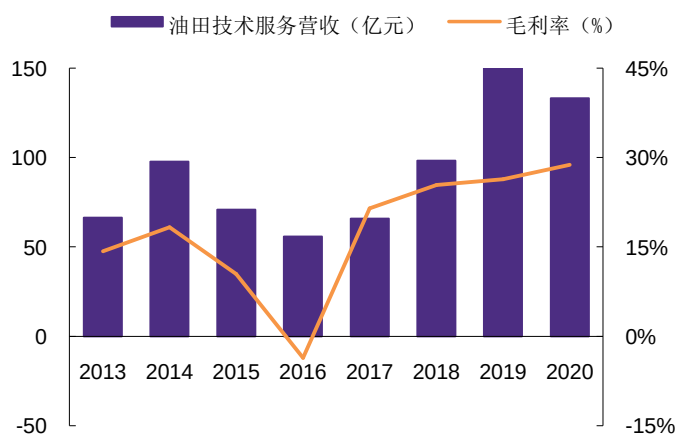
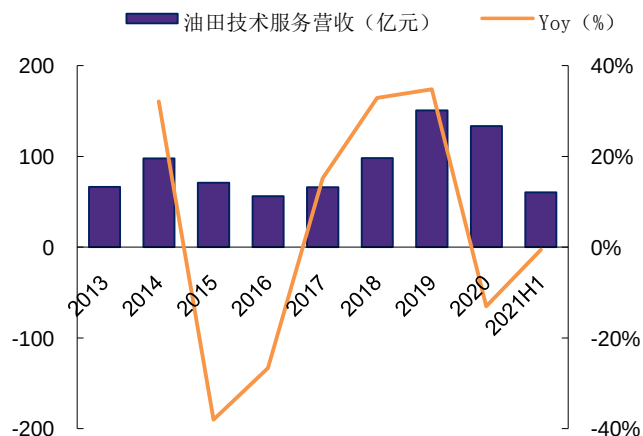


资料来源：公司年报，华鑫证券研究

公司2013-2020年营业收入由280亿元提升至290亿元，复合增速0.50%；而油田技术服务业务营收从66.4亿元增长至133亿元，复合增速为10.5%。2020年受到疫情影响，油田技术服务营收同比降低13.0%至133亿元；2021年上半年油技实现营收60.3亿元，主要业务线作业量受到不同程度的变动，相较去年同期基本持平。公司油田服务业务毛利率自2016年触底后逐步回升，在疫情影响下2020年毛利率仍同比提高2.40pct至28.8%，竞争优势显现。

图表 12：公司油技板块营收及增速（亿元，%）

图表 13：公司油技板块营收及毛利率（亿元，%）



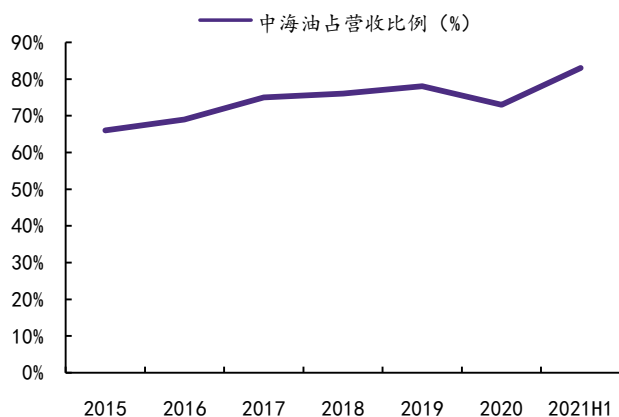
资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.2、背靠中海油，受益国内海上油气开发

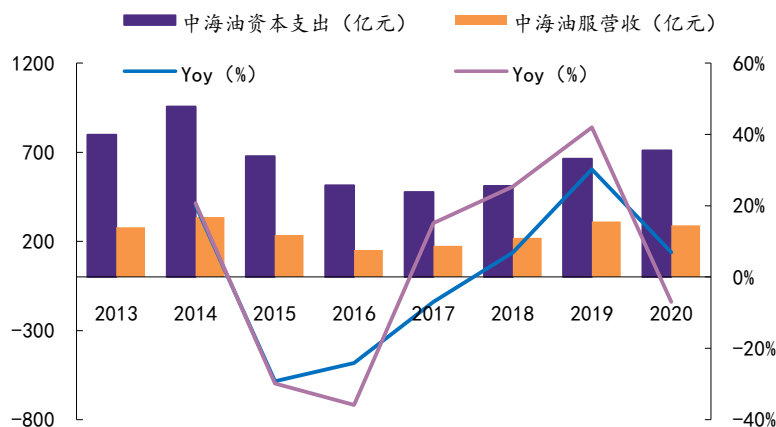
公司背靠中海油，2016年以来，公司70%以上的收入来自中海油，因此公司营收与中海油资本支出息息相关，同步性较好。

图表 14：中海油占公司营收比重 (%)



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

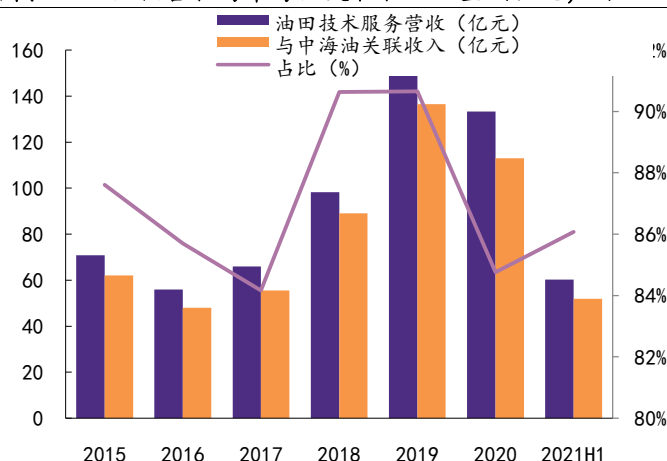
图表 15：公司营收与中海油资本开支比重 (亿元, %)



资料来源：Wind、中海油年报，华鑫证券研究

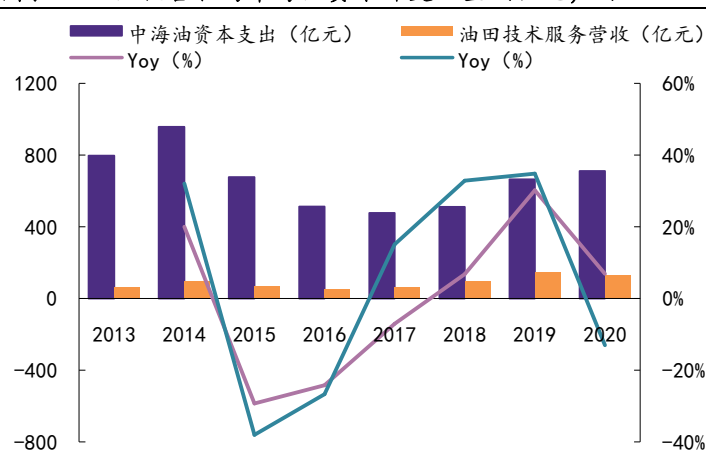
2015年以来，公司油田技术服务营收中，与中海油关联收入比重在84%以上，具有强关联性，因此中海油资本支出将决定油技板块营收。在能源安全战略的指引下，中海油积极响应并制定“七年行动计划”，持续加大勘探开发力度，将为公司油技板块提供强有力的支撑。中海油预计2021年实际资本支出为约900亿元，并制定2022年的资本支出规划为900亿-1000亿元。

图表 16：油技营收与中海油关联收入比重 (亿元, %)



资料来源：Wind、公司年报，华鑫证券研究

图表 17：油技营收与中海油资本开支比重 (亿元, %)



资料来源：Wind、中海油年报，华鑫证券研究

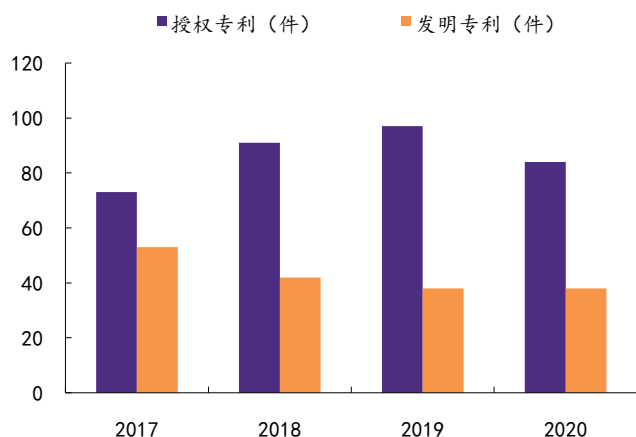
2.3、重视研发，掌握核心技术

公司加大研发支出，突破技术封锁和垄断，助力市场开拓，增强公司核心竞争力。公司2020年获得授权专利84项，其中发明专利38件，推动商业化进程持续加速，加上公

司降低生产服务成本和管理成本，公司盈利能力显著提升。

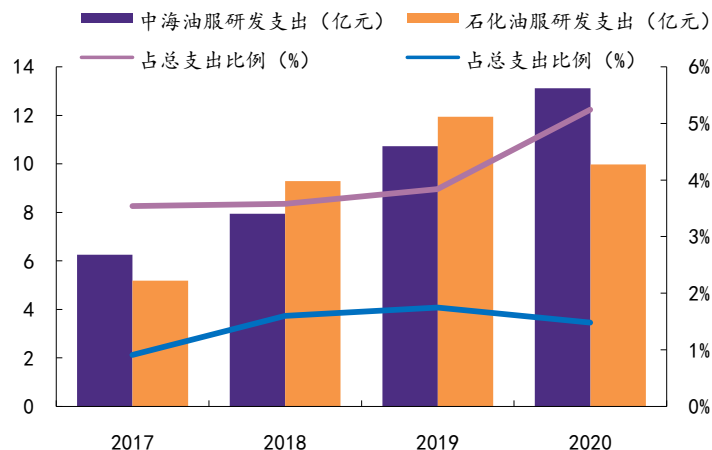
公司2017-2020年研发支出从6.25亿元提升至13.1亿元，复合增长率达28.0%，研发投入占总支出比例从3.54%稳步增长至5.2%；石化油服2017-2020年研发支出从5.18亿元提高至9.97亿元，复合增长率达24.4%。对比看，公司研发投入占总支出比例高于石化油服。

图表 18：公司新增专利数量（件）



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

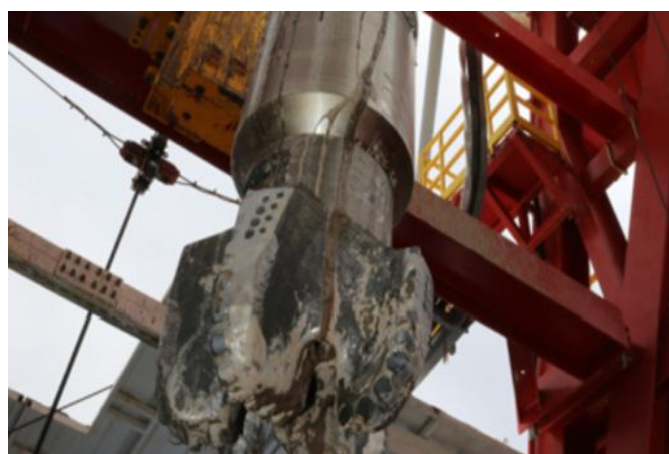
图表 19：中海油服与石化油服研发费用（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

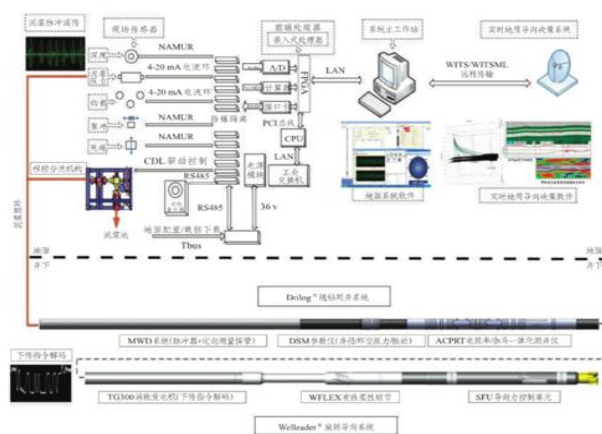
公司加大研发投入的同时兼顾科研产出，其中自主研发的核心技术有旋转导向钻井系统Wellleader和随钻测井系统Drilog®两项技术打破国外垄断，并在渤海和陆地多个油田成功应用，成为中国第一家、全球第四家同时拥有这两项技术的公司。Wellleader系统可以完成复杂的定向钻井，可大大缩短建井周期，降低钻井成本。同时可与Drilog®随钻测井系统组合实现精准的地质导向功能。Drilog®系统由地面系统和井下仪器组成，井下仪器与地面系统具备双向信息通讯功能，可实现井下信息的实时上传及地面指令下传。采用（WITS/WITSML）数据格式实现远程传输，可将井场作业数据实时传输到公司基地，并连接到公司的实时专家决策系统（RTC）。

图表 20：旋转导向钻井系统 Wellleader



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 21：随钻测井系统 Drilog®技术



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

2020年以来，公司自研“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。“D+W”设备的出现扩大公司服务范围，打破国外技术垄断，增强全球竞争力。公司自研大直径旋转井壁仪器在国内海域作业成功；自有技术装

备完成表层喷射钻进作业，实现深水喷射零突破；完成国内首套深水固井水合物分解预测评价软件的开发；在水平井完井射孔圆作业中应用的7英寸定向射孔枪作业技术填补了国内技术空白；自研9-5/8”套管一次多层砾石充填完井工具完成渤海高难度作业，大幅提升作业时效；自主研发的随钻高速率脉冲器(HSVP)首次完成海上应用；自主研发的深水水泥头应用成功；自主研发的随钻四极子声波成像测井仪首次完成海上应用。

公司的技术服务能力得到国际客户的广泛认可。2020年，公司在亚洲承担的浅滩项目第一批次两口井作业顺利完成，标志浅滩泥浆服务首秀告捷；获得了新客户的固井业务授标函；获得亚洲区块新一轮电缆测井服务合同；中标亚洲固井钻完井液一体化服务合同和两年固井服务合同。

3、 钻井服务全球化布局

3.1、 公司拥有一流的钻井装备

公司是中国最大的海上钻井承包商，也是国际知名钻井承包商之一。主要提供自升式钻井平台、半潜式钻井平台、模块钻机、陆地钻机等相关钻完井服务。其中最主要应用的是自升式钻井平台和半潜式钻井平台。钻井平台设备全部持有ABS/DNV/CCS船籍证书，配备先进的顶部驱动装置、大功率柴油机、泥浆泵和振动筛等一流的钻井装备。

图表 22：公司平台设备

钻完井设备名称	主要功能	产品图片
自升式钻井平台 (COSLRigmar)	自升式钻井平台带有能够自由升降的支柱，作业时支柱穿过海水直达海床，能够固定平台及令钻井甲板远高于海浪。作业相对稳定，平稳，涌浪和大风对船的影响比较小，不容易摇晃。	
半潜式钻井平台 (COSLRival)	半潜式钻井平台移动时均浮在水面上，当大部分浮体没于水面下时，它变成一个用作钻井的稳定平台，只在风吹及水流冲击下稍微移动。由于具备卓越的稳定性，适合在波涛汹涌的海面上进行钻井工作。可在水深至1万英尺的地方作业。	
海上模块钻机	拥有并运营6台海洋模块钻机，可满足最大钻井深度为9000米的钻修井作业。截至2020年，5台模块钻机全部在为墨西哥国家石油公司（PEMEX）提供钻修井作业服务，另外一台海洋模块钻机在中国渤海蓬莱油田作业。	

陆地钻机

拥有并运营3套陆地钻机和2套修井机，可提供3000-7000米钻井深度的钻修井作业。钻机和修井机主要部件符合API规范，具有自动化程度高。截至2020年，在中东地区伊拉克米桑油田提供钻井、修井、完井及相关技术的一体化服务。



资料来源：公司年报、官网，华鑫证券研究

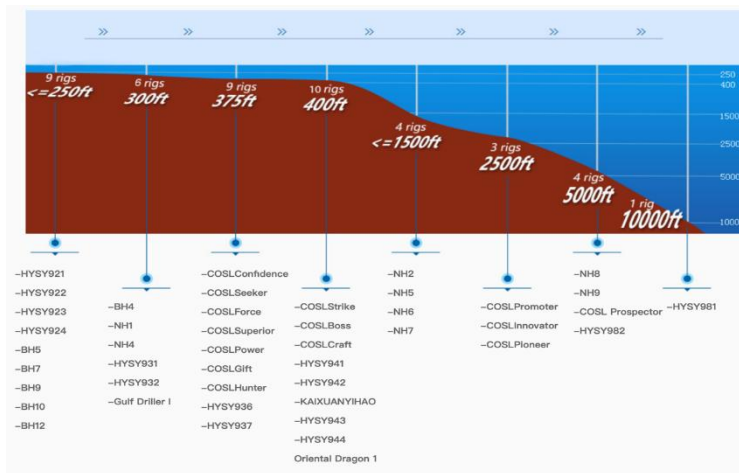
公司拥有丰富的海上钻井作业以及高温高压井作业经验，可为客户提供作业水深15-10000英尺、钻井深度15000-30000英尺的钻探服务。除中国海域外，公司钻井平台分布在东南亚、墨西哥、中东和欧洲等海外区域，装备作业能力和人员技术水平得到国内外客户的一致认可。

图表 23：公司深水作业能力



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 24：钻井平台在全球业务分布



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

钻井服务板块拓展海外业务，提升国际竞争力。截止到2021年上半年，公司共运营、管理56座平台(包括43座自升式钻井平台、13座半潜式钻井平台)，其中28座在中国海域作业，7座在北美、东南亚等国际海域作业。公司在全球取得了多个大型钻井服务合同，装备使用率和作业量均有显著提升。

图表 25：公司 2021H1 全球新增作业服务

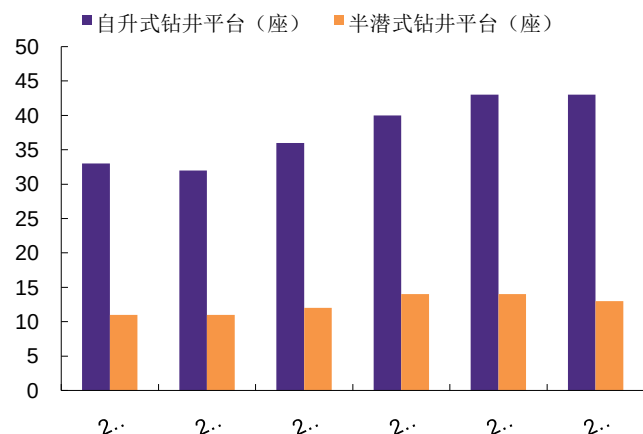
地区	业务
美洲	“海洋石油936”持续为美洲客户提供高效服务；“招商海龙7”在北美地区为新客户启动首口井钻井作业；“COSLHunter”在北美地区的钻井作业顺利完成；“COSLConfidence”顺利通过美洲客户合同启动检查。“COSL1”模块钻机完成美洲新作业项目预启动检查工作；“COSL3”高效作业获美洲客户书面表扬。
东南亚	“COSLBoss”圆满完成东南亚钻井作业项目；“招商海龙6”在东南亚首次试油作业圆满成功。
中东	“COSLGift”高分通过中东客户年度作业安全审计，并获高度赞扬；“COSLStrike”顺利完成井下复杂情况处理，收到中东客户表扬信。

资料来源：公司官网，华鑫证券研究

3.2、平台利用率有望提升，日费率提升空间大

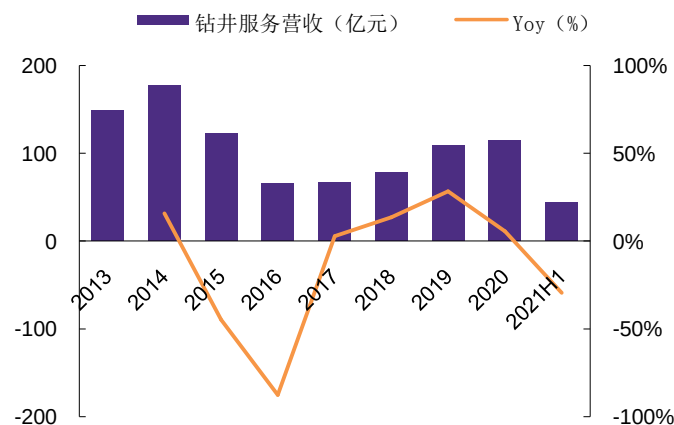
受疫情和油价大幅波动的影响，公司采取降本增效一系列措施抵御油价风险，钻井平台数量稳步提升。公司2020年钻井服务业务营收同比增长5.44%至115亿元。2021年上半年受全球疫情持续和市场订单延期影响，钻井平台整体作业量有所下降，钻井业务收入43.5亿元，同比下降29.5%。

图表 26：公司自升式及半潜式平台数量（座）



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

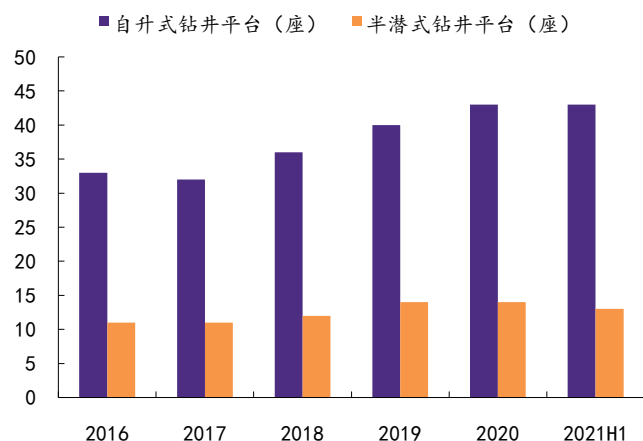
图表 27：钻井服务收入与同比增速（亿元，%）



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

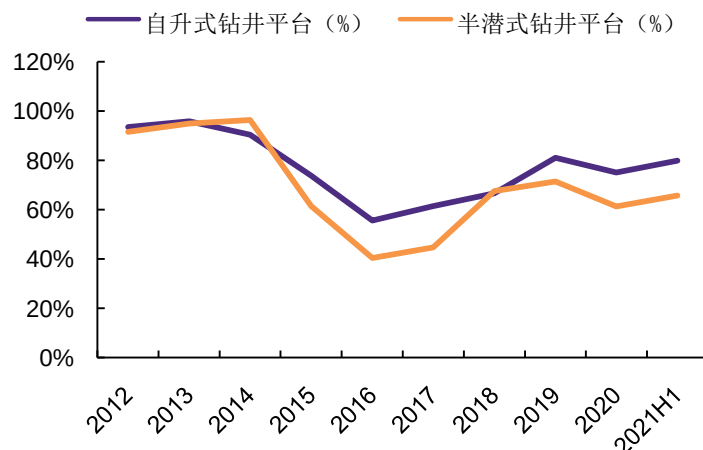
钻井服务利润弹性大，平台利用率与日费率具提升潜力。由于全球上游勘探开发投入缩减，油服市场受到冲击，2020年钻井作业量下降，日历天使用率达到71.6%，同比减少6.9pct；日费率达到9.5万/美元，同比增加1.1%，其中半潜式钻井平台增长8.1%。随着全球疫情的控制及经济的复苏，平台使用率有望提升，日费率也将有望进入上升通道并带动公司盈利能力再上台阶。

图表 28：钻井平台日费率（万美元/日）



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 29：钻井平台实际天数使用率（%）



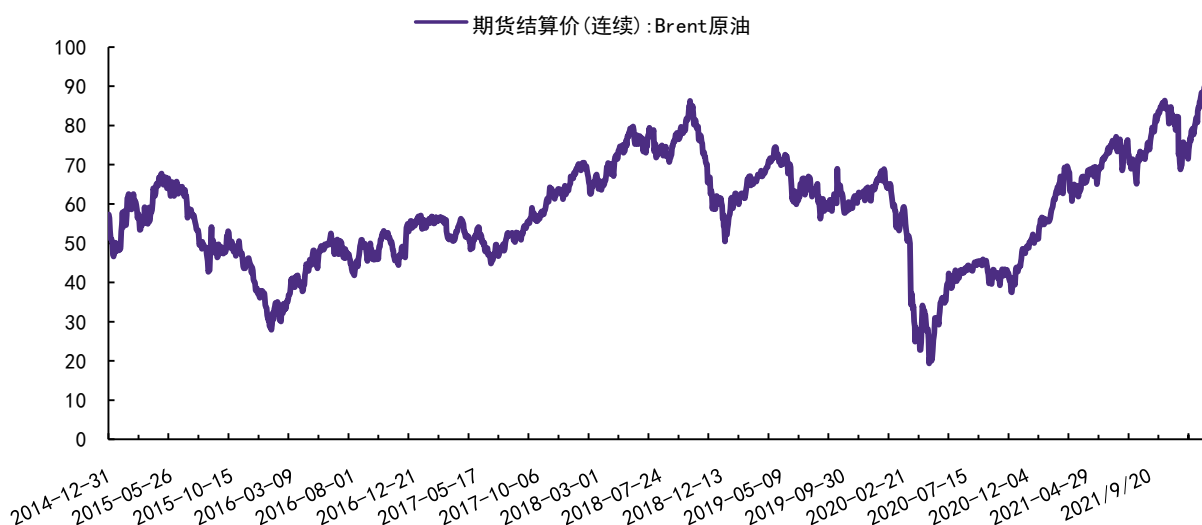
资料来源：公司年报，华鑫证券研究

4、景气度海外复苏在即，国内有望延续

4.1、油价上行，全球海上油气复苏在即

最近五年全球油价整体处于宽幅震荡阶段。其中2020年上半年受到疫情影响油价大幅下跌，随后保持持续增长态势。受益于欧佩克达成深化减产以及俄罗斯同意减产计划等政策，四季度以来国际油价整体震荡上涨并再创新高。油价回暖有望提升油公司资本开支积极性，从而带动油服行业回暖。

图表 30：布伦特原油价格（美元）

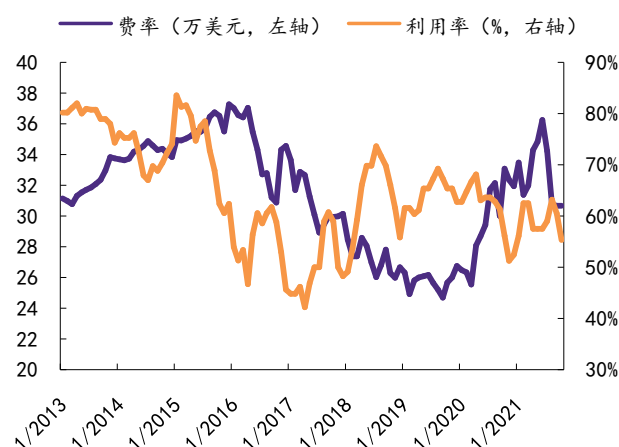


资料来源：Wind，华鑫证券研究

钻井平台包括半潜式平台和自升式平台，其利用率反映海上油气景气度。自2016年以来，半潜式及自升式平台利用率均处于上升周期。而利用率的提升并未明显拉动日费率的上漲，日费率仍在低位徘徊。随着疫情后原油需求的提升，开采活动有望逐步活跃，全球海洋钻井平台使用率有望继续提升。

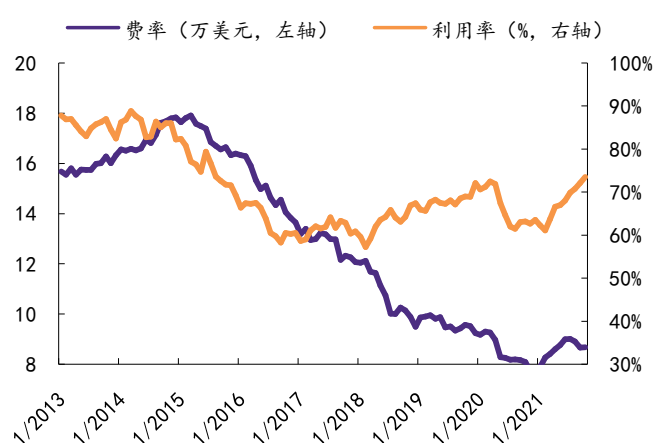
从长期看，由于钻井平台利用率的持续提升，日费率也将持续增长。2020年受到疫情影响，需求减少导致油价上半年处于底部；随着疫情的控制和疫苗的出现，2021年上半年，全球经济发展趋势逐渐向好，石油需求逐步增强，国际油价呈现震荡上升态势。自2016年油价触底后，国际石油公司勘探开发投入仍存在一定的滞后性和谨慎性，油服市场规模复苏缓慢，由于全球疫情持续影响，导致作业启动推迟进而引起装备作业量、使用率同比有一定幅度下降。

图表 31: 半潜式平台日费与利用率 (1500'-5000' WD)



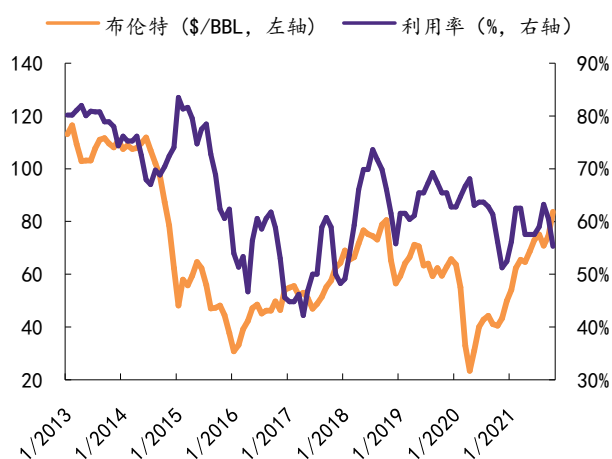
资料来源: 彭博, 华鑫证券研究

图表 32: 自升式平台日费与利用率 (IC300'-350'WD)



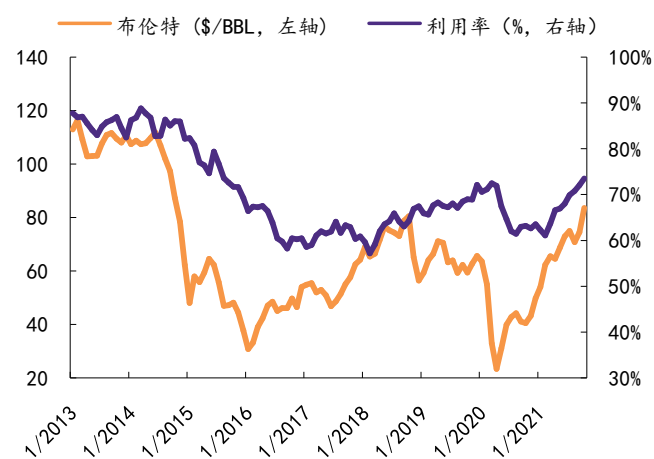
资料来源: 彭博, 华鑫证券研究

图表 33: 油价与半潜式平台利用率 (1500'-5000' WD)



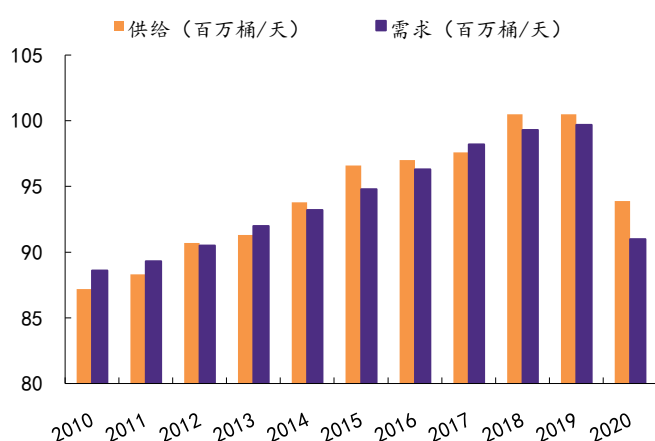
资料来源: 彭博, 华鑫证券研究

图表 34: 油价与自升式平台利用率 (IC300'-350'WD)



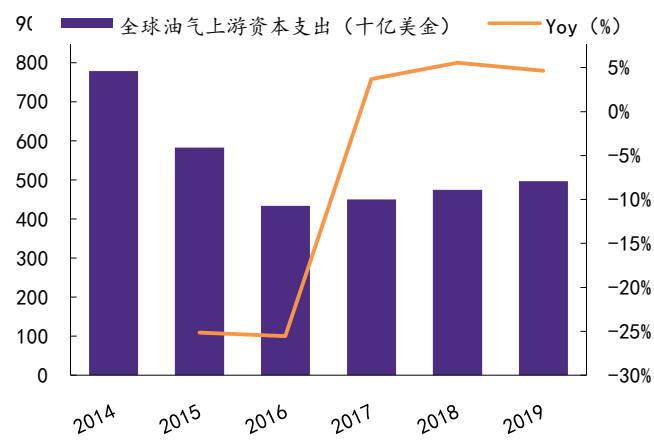
资料来源: 彭博, 华鑫证券研究

图表 35: 原油市场供求关系 (百万桶/天)



资料来源: 彭博, 华鑫证券研究

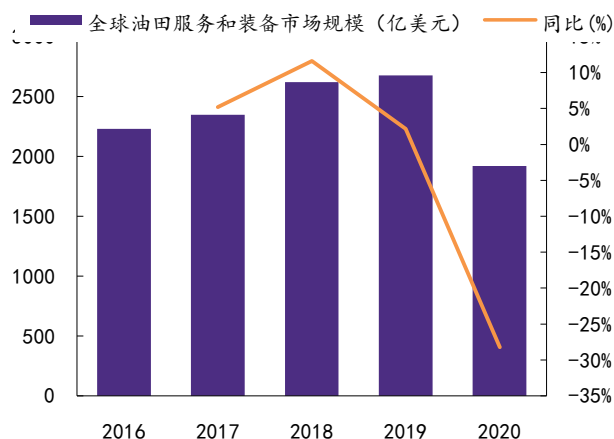
图表 36: 全球油气上游资本开支 (十亿美金, %)



资料来源: IEA, 华鑫证券研究

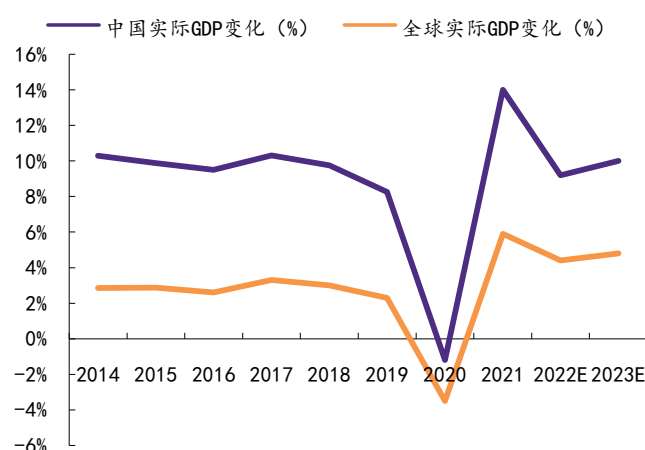
据Spears&Associates, 2016-2019年全球油田服务和装备市场规模逐渐增长; 2020年在油价和疫情的双重压力下, 全球油田服务和装备市场规模大幅下滑。此外, 据国际货币基金组织发布的《全球经济展望报告》, 由于新冠疫情持续爆发、各国财政支持减少以及供应瓶颈仍未消退, 全球经济增速预计将从2021年的5.9%下降至2022年的4.4%, 预计2023年全球增速放缓至3.8%。

图表 37: 全球油田服务和装备市场规模 (亿美元, %)



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

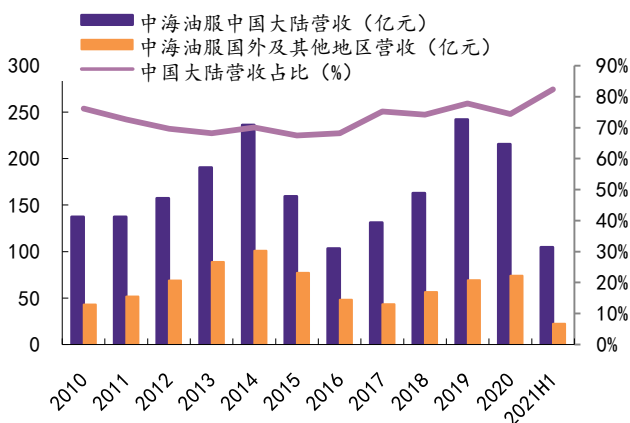
图表 38: 经济增长率 (%)



资料来源: IMF, 世界银行, 华鑫证券研究

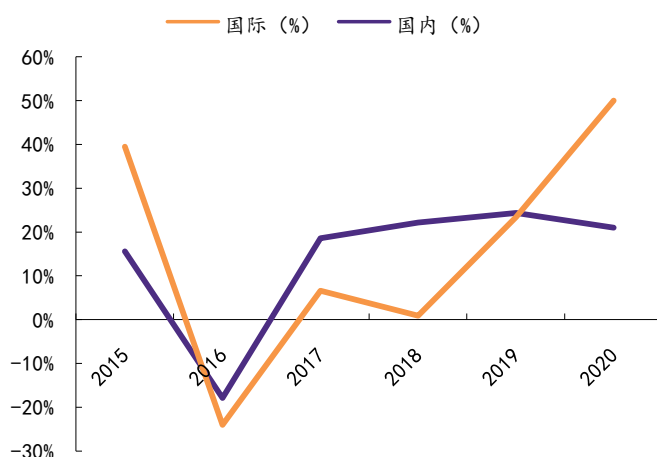
从作业区域看, 公司的主要营业收入来自国内市场, 2020年国内收入占总营收比重为74.4%。同时, 公司坚持海外市场开拓和战略布局, 国际市场的营业收入为74亿元, 同比上升7.2%, 占公司当年营业收入的25.6%。2021年上半年, 由于境外疫情形势严峻, 公司海外收入有所下滑。

图表 39: 公司国际营收及占比 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

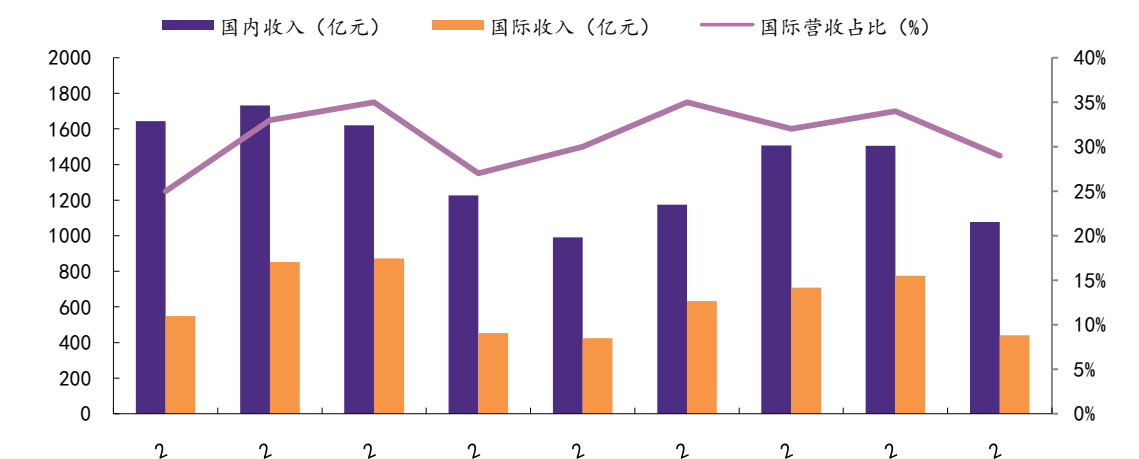
图表 40: 公司国际与国内业务毛利率 (%)



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

中海油预计2022年有13个新项目进行投产, 主要包括中国的渤中29-6油田开发、垦利6-1油田5-1、5-2、6-1区块开发、恩平15-1/10-2/15-2/20-4油田群联合开发和神府南气田开发, 以及海外的圭亚那Liza二期项目等。

图表 41：中海油集团海外营收占比（亿元，%）

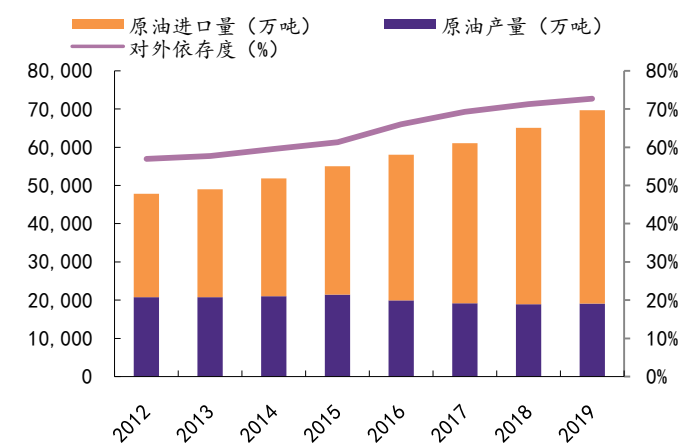


资料来源：中海油年报，华鑫证券研究

4.2、稳步推进七年行动计划，海上油气潜力待释放

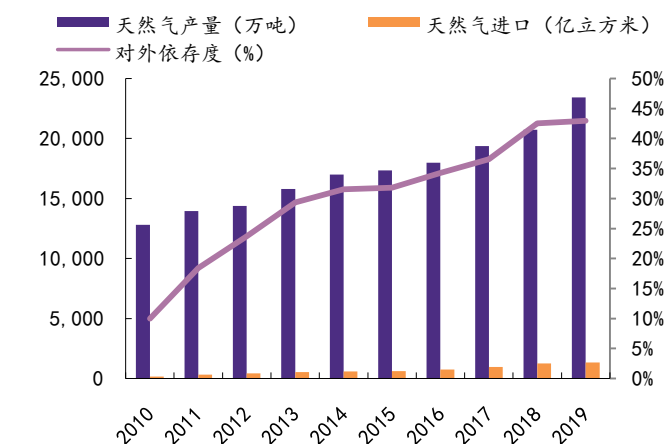
能源对外依存度不断提升，加大勘探开发力度刻不容缓。2019年我国进口原油5.06亿吨，同比增长9.57%；我国原油对外依存度达到72.7%，超过国家能源安全70%警戒线；截止到2019年，天然气进口达到1333亿立方米，同比增长5.79%；天然气对外依存度43.0%。

图表 42：我国原油对外依存度（万吨，%）



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 43：我国天然气年产量及对外依存度



资料来源：中国产业经济信息网，华鑫证券研究

落实七年行动计划，保障国家能源安全。由于原油进口主要集中在中东等政治不稳定地区，自从2016年油价下跌后，对中东地区的进口原油依赖度不降反升。中东地区的不稳定性进一步提升了我国加大石油勘探开发以保障能源安全的必要性，对此中央对国内油气勘探开发做出重要批示，要求各企业落实保障国家能源安全战略。2019年5月能源局要求各级单位将提升油气勘探开发的各项工作落实，不折不扣完成2019-2025七年行动方案工作要求，三桶油积极响应，加大油气开发力度。

图表 44：政策法规推进油气勘探开发

时间	部门	相关政策	主要内容
2018. 9	国务院	《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》	加大国内勘探开发力度；健全天然气多元化海外供应体系；构建多层次储备体系；强化天然气基础设施建设与互联互通。
2019. 2	国家能源局	《石油天然气规划管理办法》	大力提升国内油气勘探开发力度，保障能源安全；跨境、跨省干线原油、成品油、天然气管道纳入国家石油天然气规划；LNG接收站项目应符合天然气稳定供应需要和储气能力建设相关规划及方案；加快完善地下储气库和沿海LNG接收站布局，加强规划对储气指标的约束性。
2019. 4	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于统筹推进自然资源资产产权制度改革的指导意见》	筹推进“五位一体”总体布局和协调推进“四个全面”战略布局，到2020年，建立归属清晰、权责明确、保护严格、流转顺畅、监管有效的自然资源资产产权制度。
2019. 5	国家能源局	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	完成 2019-2025七年行动方案 工作要求。各部委和地方政府各部门要充分发挥协同保障作用，在加强用地用海保障、优化环评审批、加大非常规天然气财税支持等方面配套稳定的支持政策，保障重点项目落地实施。

资料来源：国家各政府部门，华鑫证券研究

2019年，中海油坚持以“四个革命、一个合作”的能源安全新战略，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”》。表示到2025年，公司勘探工作量和探明储量要翻一番。中海油2018-2020年油气净产量分别实现4.75/5.07/5.28亿桶油当量，2018-2020年年均复合增长率达到3.6%，2022年中海油油气净产量目标为6-6.1亿桶油当量，比上年增长5.3%-7%。

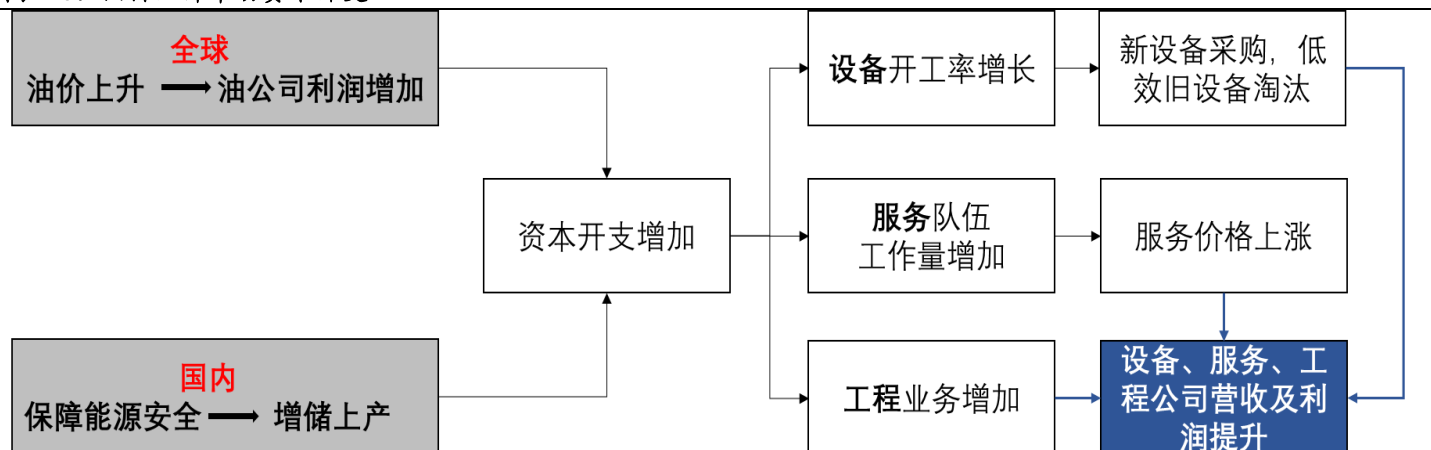
图表 45：七年行动计划

公司	行动规划
中石油	制定《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2018年年度的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，2020年页岩气产量实际达到116亿立方米，同比增长35.8亿立方米，基本完成目标。预计到2025年产量达到240亿立方米，产量再翻一番。
中海油	制定《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》：到2025年，公司勘探工作量和探明储量要翻一番。明确2025年公司国内原油比2018年增长1100万吨的产量目标，2020年全年实现油气总产量达到1.08亿吨油当量，其中国内油气总产量达6350万吨油当量，同比增产240万吨，占全国原油产量增幅的80%以上。以此增速来看，2025年油气产量将超过8000万吨。

资料来源：公司官网，国资委，中国矿业网，华鑫证券研究整理

油价稳步提升，国际石油公司将提高上游油气勘探开发的意愿，带动资本开支的增加。另一方面，国家要求贯彻落实加大油气勘探开发及保障能源安全提升了国内“三桶油”加大资本开支的意愿。

图表 46：油价上升带动资本开支

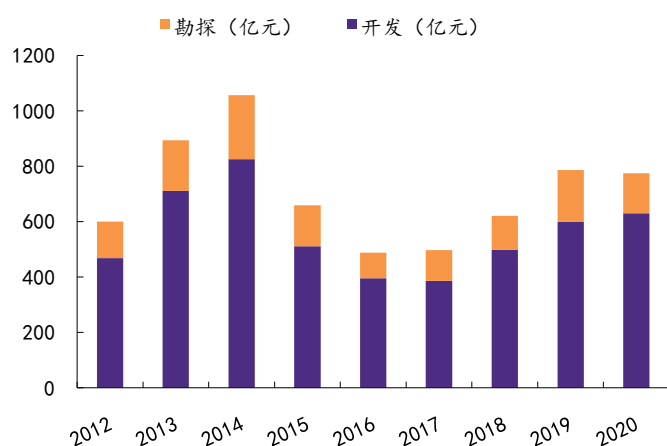


资料来源：华鑫证券研究整理

中海油桶油成本逐年降低，至2020年已降至26.3美元/桶油当量，实现了六年来成本持续下降趋势。桶油成本的下降一方面提升了抵御油价波动的能力，另一方面保持较强的盈利能力有利于资本开支的稳定增长。

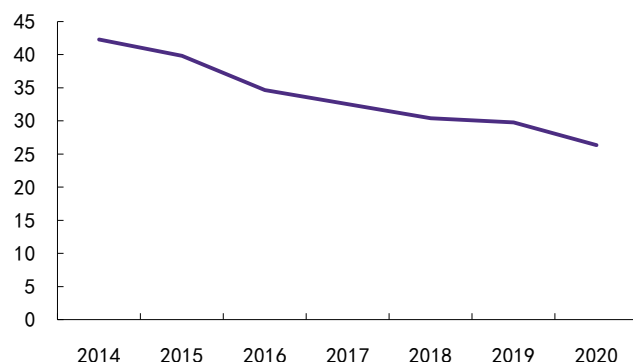
图表 47：中海油历年主要资本支出（亿元）

图表 48：中海油桶油成本（美元/桶油）



资料来源：中海油年报，华鑫证券研究

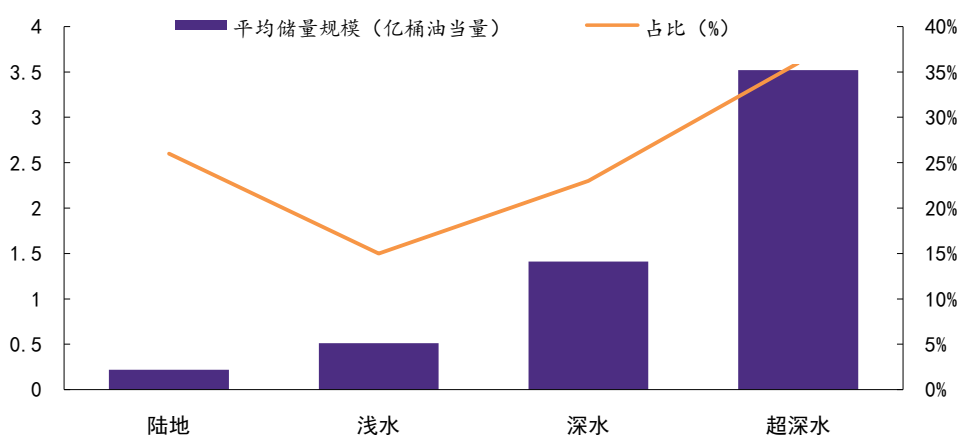
中海油历年桶油主要成本（美元/桶油当量）



资料来源：中海油年报，华鑫证券研究

随着陆上的油气勘探日趋成熟，新发现的油气藏规模越来越小，相比之下，海上油气开发潜力更大。据IHS统计，近10年全球新的油气发现有74%的分布在海域，深水占23%，超深水占36%。从新发现油气的储量规模来看，海洋油气的储量规模远高于陆地；其中超深水油气平均储量为3.52亿桶当量，是陆上规模的16倍。

图表 49：近 10 年全球油气发现占比及平均储量规模（亿桶油当量，%）



资料来源：《全球海洋油气勘探开发特征及趋势分析》，华鑫证券研究

我国南海蕴藏着丰富的油气资源，南海油气资源总量达460亿吨油当量，占全国油气资源总量的1/3，其中深水区油气资源总量占南海油气总资源的70%。以南海东部区域为例，2019年该区域的石油探明程度约20%，折合约11亿吨，该地区仍有将近50亿吨的待发现资源量；天然气的探明程度不到10%，仍有近2万亿立方米的待发现资源量。

中海油在2022年将推进油气并举、向气倾斜的策略，稳定渤海、加快南海、推进非常规；聚焦风险勘探和领域勘探，寻找储量接替区。预计2022年在国内油气产量占比约69%，海外占比约31%。

中海油七年计划中重点布局南海油气开发：中海油深圳分公司预计投产约12个油气项目、开发29个新油气田，及动用油气储量近4亿吨，在2025年达到2000万吨的油气产量目标，与2018年相比，2025年南海东部油田油气产量增长将近1/3；中海油湛江分公司预计从2020到2025年，每年将投入资本性支出160亿元人民币，年均钻井50口，年均储量替代率达到130%，预计共14个新项目投产；在天然气勘探部署方面，2022年中海油将实施南海万亿大气区勘探工程，即以陵水17-2大型深水气田为核心，带动周边气田的勘探开发；聚焦宝岛21-1气田、莺歌海气田周边滚动勘探等四大关键项目，中海油将持续加大天然气产量，产量占比将由2021年的21%提升到2025年的35%左右。

5、公司盈利预测与估值

油田技术服务业务：公司受益于全球海上油服行业回暖，以及国内加大油气勘探开发力度。依靠中海油资本开支拉动公司进一步打开海外市场，油田技术服务业务由重资产向轻资产、重技术方向转型。预计公司2021-2023年收入增速为8%/15%/13%，毛利率分别为24%/26%/27%。

钻井平台业务：钻井服务作业量提升，日费率仍处于底部。在国家能源安全战略和油价回暖的加持下，国内需求量得到有效保障。同时在轻资产战略的支撑下，公司将充分利用现有平台利用率，我们预计随着作业量的持续提升改善日费率，钻井服务业务盈利空间较大。预计2021-2023年收入增速为-10%/30%/16%，毛利率分别为9%/20%/22%。

船舶服务：公司采用工作船+运输合作布局展开服务模式，主要分为近海工作船业务和运输业务两大类型。得益于公司船舶服务客户群体大部分为国内客户，未来将随着

油服作业量增加，船舶服务的收入将稳定提升。预计2021-2023年收入增速为5%/15%/15%，毛利率分别为5%/8%/8%。

物探与工程勘察服务：受益于海底电缆业务作业量大幅增加，自主研发的成果不断落地。预计2021-2023年收入增速为20%/20%/20%，毛利率分别为0%/4%/5%。

图表 50：分项目业务财务假设（万元，%）

		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
油田技术服务	营业收入	9,822	15,061	13,324	14,390	16,548	18,699
	增长率	49.01%	53.33%	-11.53%	8.00%	15.00%	13.00%
	营业成本	7,324	11,084	9,420	10,936	12,246	13,650
	毛利率	25.43%	26.40%	29.30%	24.00%	26.00%	27.00%
钻井服务	营业收入	7,766	10,842	11,466	10,319	13,415	15,561
	增长率	15.77%	39.61%	5.75%	-10.00%	30.00%	16.00%
	营业成本	8,119	9,570	8,483	9,390	10,732	12,138
	毛利率	-4.55%	11.73%	26.02%	9.00%	20.00%	22.00%
船舶服务	营业收入	2,707	3,059	2,919	3,065	3,525	4,054
	增长率	10.61%	13.04%	-4.58%	5.00%	15.00%	15.00%
	营业成本	2,470	2,747	2,698	2,912	3,243	3,729
	毛利率	8.75%	10.22%	7.56%	5.00%	8.00%	8.00%
物探与工程勘察服务	营业收入	1,652	2,173	1,251	1,501	1,801	2,162
	增长率	-2.28%	31.60%	-42.44%	20.00%	20.00%	20.00%
	营业成本	1,631	1,891	1,612	1,501	1,729	2,053
	毛利率	1.22%	13.01%	-28.84%	0.00%	4.00%	5.00%
合计	营业收入	21,946	31,135	28,959	29,275	35,289	40,475
	增长率	25.86%	41.87%	-6.99%	1.09%	20.54%	14.70%
	营业成本	19,544	25,292	22,212	24,739	27,949	31,571
	毛利率	10.95%	18.77%	23.30%	15.49%	20.80%	22.00%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

预计公司2021-2023年营业收入分别为293亿元、353亿元、405亿元；归母净利润分别为4.62亿元、38.0亿元、55.6亿元，对应当前动态市盈率分别为162倍、20倍、14倍，给予“推荐”评级。

图表 51：公司盈利预测

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	28,959	29,275	35,289	40,475
增长率（%）	-7.0%	1.1%	20.5%	14.7%
归母净利润（百万元）	2,703	462	3,802	5,561
增长率（%）	8.0%	-82.9%	722.0%	46.3%
EPS（元）	0.57	0.10	0.80	1.17
ROE（%）	7.0%	1.2%	9.0%	11.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

6、风险提示

- 1) 油价大幅波动风险；
- 2) 海外油服景气度复苏不及预期；
- 3) 中海油资本支出增长不及预期；
- 4) 海外业务受政治经济环境影响风险等。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产：					营业收入	28,959	29,275	35,289	40,475
现金及现金等价物	6,587	15,321	19,083	24,912	营业成本	22,284	24,739	27,949	31,571
应收款	10,222	10,026	12,085	13,861	营业税金及附加	34	34	41	47
存货	2,265	2,443	2,761	3,118	销售费用	29	29	35	40
其他流动资产	7,248	7,266	7,621	7,927	管理费用	655	761	812	931
流动资产合计	26,323	29,517	36,011	44,280	财务费用	1,259	647	543	441
非流动资产：					研发费用	769	849	988	1,133
金融类资产	5,539	5,539	5,539	5,539	费用合计	2,712	2,287	2,378	2,546
固定资产	42,087	41,170	39,781	38,152	资产减值损失	-1,470	2,000	800	300
在建工程	3,148	2,259	1,704	1,281	公允价值变动	27	0	0	0
无形资产	380	375	356	337	投资收益	481	300	500	750
长期股权投资	1,102	1,102	1,102	1,102	营业利润	3,173	514	4,620	6,761
其他非流动资产	2,902	2,902	2,902	2,902	加：营业外收入	292	150	100	100
非流动资产合计	49,620	47,809	45,845	43,774	减：营业外支出	86	0	0	0
资产总计	75,942	77,326	81,856	88,054	利润总额	3,379	664	4,720	6,861
流动负债：					所得税费用	660	199	897	1,269
短期借款	2,284	2,284	2,284	2,284	净利润	2,718	465	3,823	5,592
应付账款、票据	8,847	9,835	11,112	12,552	少数股东损益	15	3	21	31
其他流动负债`	5,745	5,745	5,745	5,745	归母净利润	2,703	462	3,802	5,561
流动负债合计	16,876	17,864	19,141	20,581					
非流动负债：					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	19,647	19,647	19,647	19,647	成长性				
其他非流动负债	731	731	731	731	营业收入增长率	-7.0%	1.1%	20.5%	14.7%
非流动负债合计	20,378	20,378	20,378	20,378	归母净利润增长率	8.0%	-82.9%	722.0%	46.3%
负债合计	37,253	38,242	39,519	40,959	盈利能力				
所有者权益					毛利率	23.0%	15.5%	20.8%	22.0%
股本	4,772	4,772	4,772	4,772	四项费用/营收	9.4%	7.8%	6.7%	6.3%
股东权益	38,689	39,085	42,337	47,095	净利率	9.4%	1.6%	10.8%	13.8%
负债和所有者权益	75,942	77,326	81,856	88,054	ROE	7.0%	1.2%	9.0%	11.8%
					偿债能力				
现金流量表	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	49.1%	49.5%	48.3%	46.5%
净利润	2718	465	3823	5592	营运能力				
少数股东权益	15	3	21	31	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
折旧摊销	3708	2825	2763	2670	应收账款周转率	2.8	2.9	2.9	2.9
公允价值变动	27	0	0	0	存货周转率	9.8	10.1	10.1	10.1
营运资金变动	1077	-988	-4009	-3880	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	7545	4281	5153	7293	EPS	0.57	0.10	0.80	1.17
投资活动现金净流量	-3343	1806	1945	2052	P/E	27.7	162.1	19.7	13.5
筹资活动现金净流量	4532	-69	-570	-834	P/S	2.6	2.6	2.1	1.9
现金流量净额	8,734	6,017	6,528	8,511	P/B	1.9	1.9	1.8	1.6

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 机械组简介

范益民：机械行业首席分析师。上海交通大学工学硕士，5年工控自动化产业经历，6年机械行业研究经验，目前主要负责机械行业上市公司研究。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务

状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。