

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中海油服(601808.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

陈淑娴, CFA 石化行业首席分析师

执业编号: S1500519080001

联系电话: +86 21 61678597

邮箱: chenshuxian@cindasc.com

相关研究

《景气复苏,政策加码,龙头崛起》2021.08.06

《中海油资本开支提速落实,盈利有望触底反弹》2021.08.26

《Q3 盈利边际好转,高油价助力景气复苏》2021.11.03

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

资产减值轻装上阵,海上油服景气复苏

2022年3月27日

事件: 2022年3月24日晚, 中海油服发布2021年年度报告。2021年, 公司实现营收292.03亿元, 同比+0.8%, 扣除2020年与挪威石油和解收入后, 同比+7.0%; 实现归母净利润3.13亿元, 同比-88.4%; 扣非后归母净利润-0.35亿元, 同比-101.5%, 实现基本每股收益0.07元。2021年Q4单季度, 公司实现营收93.21亿元, 同比+24.1%, 环比+30.4%; 实现归母净利润-11.39亿元, 同比-307.7%, 环比-275.0%; 扣非后归母净利润-13.78亿元, 同比-427.9%, 环比-322.3%, 实现基本每股收益-0.24元。

点评:

- **全球上游资本开支审慎, 大额减值拖累公司业绩。** 2021年, 国际油价高位运行, 但在疫情反复、低碳减排及投资者资本约束的压力下, 国际石油公司上游资本开支较为谨慎。油服行业供过于求, 市场竞争激烈, 公司海外业务营收同比-37.7%, 毛利率同比减少36.6个百分点。考虑钻井板块大型装备的作业价格和使用率处于低位, 公司在年末计提了20.1亿元的资产减值准备, 导致2021年Q4及全年利润大幅下滑。
- **钻井服务:** 钻井业务营收88亿, 同比-23.4%, 毛利率0.3%, 同比减少25.7个百分点。主要原因是上游勘探研发投入减少, 油服市场复苏缓慢, 钻井作业量和服务价格下降。2021年, 自升式、半潜式钻井平台作业天数分别为11383天、2699天, 分别同比-0.4%、-14.1%; 日历天使用率分别为73.3%、55.5%, 分别减少了1.7、5.8个百分点; 平均日收入分别为7、13.5万美元/天, 分别同比持平、-27.4%。
- **油田技术服务:** 油技业务营收151亿元, 同比+13.2%, 毛利率29.3%, 同比基本持平。该板块为公司利润的主要贡献者, 公司自主科技创新持续提升, 研发费用同比+24.8%。
- **船舶板块:** 船舶业务营收33亿元, 同比+13.3%, 毛利率为8.8%, 同比增加1.2个百分点, 公司自有船队作业30223天, 同比基本持平, 板块盈利主要受作业价格恢复影响。
- **物探勘察板块:** 板块营收20亿元, 同比+62.4%, 毛利率为2.5%, 同比增加了31.3个百分点。2021年, 公司自主研发了“海亮”拖缆采集装备和“海途”拖缆综合导航系统实现商业化生产应用, 填补了我国在该领域装备技术空白; 组建了中国海油首支海底节点(OBN)作业船队。在一系列技术及装备结构优化下, 公司物探板块利润扭亏为盈。
- **原油迈入百元时代, 提振油服行业景气。** 中长期来看, OPEC原油剩余产能有限, 供给弹性下降。对于参与减产的OPEC-10国, 到2022年下半年, 除阿联酋外, OPEC-10国增产完毕后基本没有剩余产能, OPEC-10国产量供给弹性下降。受资本市场和政策环境影响, 美国原油供给恢复缓慢, 增产弹性下降。但全球在2022-2025年原油需求还在增长, 将长期面临原油紧缺, 我们认为2022年是油价上行的拐点,

未来几年油价将长期处于高位，油价中枢抬升。油价高企将会带动上游的资本开支触底反弹，进一步提振油服行业景气度。根据公司 2022 年战略指引，2022 年全球上游资本开支将同比增长 24%，其中全球上游海上资本开支将同比增长 15%，公司预计新签海外合同 54 份，合同金额 12 亿美元，预计国内外钻井平台作业量大幅提升。

- **中海油资本开支保持平稳，有力保障公司国内业绩。**中国原油对外依存度超 70%，国内将持续提升油气勘探开发和投资力度以保障能源安全。在国际油价高企、国家能源安全战略、中海油母公司“七年行动计划”等多方因素推进下，中海油将继续开展积极的增资扩产，为公司在集团内的订单量提供保证。2022 年，中海油的资本支出预算为 900-1000 亿元，与 2021 年的资本预算持平，预计公司在集团内的工作量保持稳定。
- **强化技术驱动，重塑成本领先优势。**公司围绕油田需求，“一油田一策略，一油井一方案”，全力保障稠油热采提速提效，D+W 能力大幅提高，应用规模持续扩大。自主高温测井装备在渤海全面应用；旋转导向与随钻测井装备进入伊拉克、印尼市场；“璇玑”系统形成全规格装备体系和作业能力，亮相国家“十三五”科技创新成就展，永久入驻国家博物馆。公司继续走“重技术轻资产”战略，扩大油技服务业务规模，持续增强行业波动时期的抗风险能力，打造成本领先优势。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 33.56、43.85 和 53.22 亿元，同比增速分别为 971.7%、30.6%、21.4%，EPS（摊薄）分别为 0.70、0.92 和 1.12 元/股，按照 2022 年 3 月 25 日收盘价对应的 PE 分别为 19.61、15.01 和 12.36 倍。考虑到公司受益于自身竞争优势和行业景气度回升，2022-2024 年公司业绩增长提速，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济波动和油价下行风险；疫情反弹致需求恢复不及预期风险；上游资本开支不及预期风险；地缘政治风险；汇率波动风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	28,959	29,203	33,010	36,968	40,728
增长率 YoY %	-7.0%	0.8%	13.0%	12.0%	10.2%
归属母公司净利润(百万元)	2,703	313	3,356	4,385	5,322
增长率 YoY%	8.0%	-88.4%	971.7%	30.6%	21.4%
毛利率%	23.0%	16.4%	19.2%	21.1%	22.5%
净资产收益率 ROE%	7.0%	0.8%	8.3%	10.1%	11.3%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.07	0.70	0.92	1.12
市盈率 P/E(倍)	22.54	228.66	19.61	15.01	12.36
市净率 P/B(倍)	1.58	1.88	1.63	1.51	1.39

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 3 月 25 日收盘价

资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	26,323	25,282	29,312	35,254	41,688	营业总收	28,959	29,203	33,010	36,968	40,728
货币资金	6,587	5,113	7,638	11,313	15,560	营业成本	22,284	24,409	26,657	29,156	31,566
应收票据	10	29	30	34	38	营业税金	34	35	47	52	58
应收账款	10,212	10,512	11,483	12,860	14,168	销售费用	29	28	34	38	42
预付款项	105	111	129	141	153	管理费用	655	723	770	863	950
存货	2,265	2,625	2,359	2,580	2,794	研发费用	769	960	984	1,102	1,214
其他	7,143	6,891	7,672	8,325	8,976	财务费用	1,259	873	480	423	388
非流动资产	49,620	48,030	46,428	44,826	43,224	减值损失	-1,470	-2,017	-500	-500	-500
长期股权投资	1,102	1,247	1,437	1,626	1,815	投资净收	481	418	530	594	655
固定资产	42,087	39,167	37,308	35,448	33,588	其他	232	304	297	333	367
无形资产	380	519	562	605	649	营业利润	3,173	880	4,367	5,762	7,033
其他	6,051	7,096	7,121	7,147	7,172	营业外收	206	210	183	183	183
资产总计	75,942	73,312	75,740	80,080	84,912	利润总额	3,379	1,090	4,550	5,945	7,216
流动负债	16,876	22,009	23,816	25,131	26,402	所得税	660	767	1,138	1,486	1,804
短期借款	2,284	2,232	2,232	2,232	2,232	净利润	2,718	322	3,413	4,458	5,412
应付票据	0	54	21	23	25	少数股东	15	9	57	74	90
应付账款	8,847	8,488	10,022	10,961	11,867	归属母公	2,703	313	3,356	4,385	5,322
其他	5,745	11,235	11,542	11,915	12,278	EBITDA	10,185	8,153	6,401	7,721	8,942
非流动负债	20,378	13,087	11,301	11,183	10,930	EPS(当年)(元)	0.57	0.07	0.70	0.92	1.12
长期借款	191	180	169	158	148						
其他	20,186	12,906	11,132	11,025	10,782						
负债合计	37,253	35,095	35,118	36,315	37,332						
少数股东权益	179	183	240	314	403						
归属母公司股东权益	38,510	38,033	40,382	43,451	47,177						
负债和股东权益	75,942	73,312	75,740	80,080	84,912						
重要财务指标					单位:百万元	现金流量					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	经营活动现金流	7,545	7,424	6,017	5,703	6,622
营业收入	28,959	29,203	33,010	36,968	40,728	净利润	2,718	322	3,413	4,458	5,412
同比 (%)	-7.0%	0.8%	13.0%	12.0%	10.2%	折旧摊销	4,816	4,867	1,428	1,428	1,428
归属母公司净利润	2,703	313	3,356	4,385	5,322	财务费用	1,222	859	518	480	473
同比 (%)	8.0%	-88.4%	971.7%	30.6%	21.4%	投资损失	-481	-418	-530	-594	-655
毛利率 (%)	23.0%	16.4%	19.2%	21.1%	22.5%	营运资金变动	-2,181	-176	899	-356	-320
ROE%	7.0%	0.8%	8.3%	10.1%	11.3%	其它	1,451	1,970	290	287	284
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.07	0.70	0.92	1.12	投资活动现金流	-3,343	-4,733	-182	-115	-52
P/E	22.54	228.66	19.61	15.01	12.36	资本支出	-4,174	-3,729	98	102	105
P/B	1.58	1.88	1.63	1.51	1.39	长期投资	500	-1,395	-786	-786	-786
EV/EBITDA	7.87	11.03	12.47	9.85	8.00	其他	330	391	505	569	629
						筹资活动现金流	-727	-4,196	-3,310	-1,913	-2,323
						吸收投资	0	0	0	0	0
						借款	0	0	-11	-11	-11
						支付利息或股息	-1,686	-1,617	-1,525	-1,795	-2,069
						现金流净增加额	3,220	-1,577	2,525	3,675	4,247

研究团队简介

陈淑娴，CFA，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油价格、油田开采、石油加工、炼化聚酯等产业链研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。2021年荣获第19届新财富最佳分析师能源开采行业第五名，第9届Wind金牌分析师石化行业第一名，第9届Choice最佳分析师石化行业第二名，第3届新浪金麒麟最佳分析师石化行业第三名，第3届CEIC与EMIS杰出成就分析师和非凡影响力团队；2020年入围第18届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获第2届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，第8届Wind金牌分析师石化行业第四名，21世纪金牌分析师评选能源与材料领域最佳产业研究报告；2019年荣获第7届Wind金牌分析师石化行业第二名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。