

海洋油服龙头，轻资产重技术行稳致远

华泰研究

2022年9月27日 | 中国香港

首次覆盖

专用设备

投资评级(首评):

增持

目标价(港币):

9.65

研究员 时斌
 SAC No. S0570520080005 shiyu013577@htsc.com
 SFC No. BRI005 +(86) 21 2897 2228

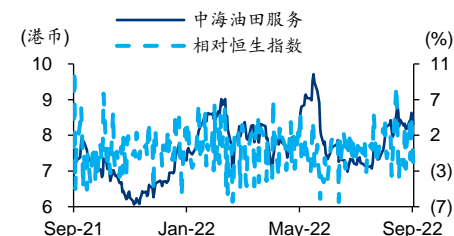
研究员 关东奇来
 SAC No. S0570519040003 guandongqilai@htsc.com
 SFC No. BQI170 +(86) 21 2897 2081

[点击查阅华泰证券研究团队介绍和观点](#)


基本数据

目标价(港币)	9.65
收盘价(港币 截至9月23日)	8.32
市值(港币百万)	39,700
6个月平均日成交额(港币百万)	69.11
52周价格范围(港币)	6.10-9.94
BVPS(人民币)	8.02

股价走势图



资料来源: S&P

全球海洋油服龙头，轻资产+技术驱动转型卓有成效

中海油服是全球最具规模的油田服务供应商之一，由中国海洋石油集团控股，服务贯穿海上石油及天然气勘探、开发及生产的各个阶段。全球范围看，海油开采成本逐步下降，海油市场景气度逐步提升；国内角度看，“十四五”强调增储上产，“三桶油”资本开支稳增，公司作为直接关联方有望受益。公司层面上，轻资产+技术驱动转型稳步推进，公司业绩持续复苏。预计公司22-24年归母净利润为30.43/39.26/45.87亿元，参考其他港股主要传统能源机械设备公司Wind一致预测2022PE均值12倍，考虑到中海油在“三桶油”中相对较好的盈利能力和经营质量，公司业绩波动性有望逐步降低，给予22年13.5倍PE估值，目标价9.65港元，首次覆盖，“增持”。

海油开采成本下降凸显经济性，海上油气投资或趋于活跃

技术不断突破下，海油开采成本逐步下降，据Rystad Energy，2021年浅海开采成本仅为48美元/桶，深海为43美元/桶，在目前油价水平下（截至2022年9月23日布伦特原油为86美元/桶），海油开采经济性逐步凸显；全球海油景气度有望逐步回升，据Rystad Energy预测，在60-70美元的油价区间中，海油市场规模有望在2025年前每年实现7%的增长。全球海油市场的温和复苏叠加开采成本下降有望带动工作量及盈利能力的提升。

“十四五”强调增储上产，中海油资本开支稳增

三大油公司积极响应2019-2025年的“七年行动计划”，有望大力推动增储上产。据公司公告，2021年公司营业收入的约86%来自于中海油及其关联方，公司有望全面受益于中海油资本支出加码。据中海油“七年行动计划”，到2025年公司勘探工作量和探明储量相比2019年要翻一番。公司有望直接受益于中海油勘探开发力度的加大，实现营收的稳步提升。

加码油技业务，受益于全球油气资本开支复苏

公司践行轻资产模式卓有成效，一方面重资产业务公司选择以租代建，在产能过剩的市场上，租赁合同通常租期灵活且费率优惠；一方面公司大力扩张油田技术服务类轻资产及高技术含量业务，以调整公司收入结构，提升公司盈利能力（2021年油技业务/整体毛利率分别为29.3%/16.4%）。2021年油技板块营收占比达52%。近年来公司加大自主研发投入，核心技术取得重大突破，营业收入和营业利润率整体呈现上升趋势。随着1)中海油资本支出稳增，2)海外油服行业逐渐回暖，钻井平台使用率快速上升，公司利润弹性将逐步释放。

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、服务日费率回升不及预期、油气产业政策波动。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	28,959	29,203	33,177	37,722	41,364
+/-%	(6.99)	0.84	13.61	13.70	9.65
归属母公司净利润(人民币百万)	2,703	313.18	3,043	3,926	4,587
+/-%	8.03	(88.41)	871.80	29.01	16.82
EPS(人民币,最新摊薄)	0.57	0.07	0.64	0.82	0.96
ROE(%)	7.03	0.84	7.41	8.73	9.26
PE(倍)	13.15	113.52	11.68	9.05	7.75
PB(倍)	0.92	0.93	0.87	0.79	0.72
EV EBITDA(倍)	9.28	13.35	8.43	6.84	5.48

资料来源:公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心观点和主要推荐逻辑	3
与市场不同的观点.....	3
海洋油服龙头，轻资产+技术驱动转型卓有成效	4
布局四大板块，提供油气勘探开发一体化服务.....	4
22H1 营收及归母净利同比稳增，营业利润率环比回升.....	5
研发创新驱动，油技服务板块营收占比稳升.....	6
海油成本下降经济性初显，海上油气投资或趋于活跃	8
海油盈亏平衡点持续下降，高油价或非资本开支必选项.....	8
高油价背景下，全球油气资本支出温和增长，海油景气度回升.....	9
“十四五”强调增储上产，中海油资本开支稳增	11
国家政策助推上游资本开支稳步提升.....	11
油服公司收入与油气公司资本开支正相关，油服新一轮景气周期有望开启.....	12
加码油技业务，受益于全球油气资本开支复苏	13
轻资产重技术，油技营收占比上行推动盈利能力提升.....	13
全面受益于中海油资本支出稳增，收入增长有望持续.....	15
下游需求提振有望带动钻井服务量提升，高端市场突破提升国际化水平.....	16
盈利预测及投资建议	18
盈利预测.....	18
可比公司估值.....	21
风险提示.....	22

核心观点和主要推荐逻辑

中海油服成立于 2001 年，2002 年 11 月在香港联合交易所主板上市，2007 年 9 月在上海证券交易所上市，是全球最具规模的综合型油田服务供应商之一。由于 2013-2014 年高油价时代，全球海油钻井平台大规模扩产导致行业供给过剩及随后的油价断崖式下跌等因素，公司收入于 2015 及 2016 年大幅下滑，且由于其重资产属性，公司于 2016 年计提大额资产减值损失，导致 2016 年业绩亏损 115 亿。公司在 2016 年后逐步践行轻资产重技术战略，业绩波动性逐步降低，在经历 2020 年低油价影响后，2021 年仍实现盈利，我们预计公司 2022-2024 年营收及业绩有望保持稳定增长。我们对报告的核心观点和推荐逻辑总结如下：

1) 全球范围来看，整体海油市场的趋势主要有两方面：1. 技术不断突破下，海油开采成本逐步下降，据 Rystad Energy，2021 年浅海开采成本仅为 48 美元/桶，深海为 43 美元/桶，在目前油价水平下（截至 2022 年 9 月 23 日布伦特原油为 86 美元/桶），海油开采经济性逐步凸显；2. 全球海油景气度有望逐步回升，据 Rystad Energy 预测，在 60-70 美元的油价区间中，海油市场规模有望在 2025 年前每年实现 7% 的增长。全球海油市场的温和复苏叠加海油开采成本的下降有望带动公司工作量及盈利能力的提升。

2) 国内角度来看，三大油公司积极响应 2019-2025 年的“七年行动计划”，有望大力推动增储上产。据公司公告，2021 年公司营业收入的约 86% 来自于中海油及其关联方，公司有望全面受益于中海油资本支出加码。据中海油“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。公司有望直接受益于中海油勘探开发力度的加大，实现营收的稳步提升。

3) 公司践行轻资产模式卓有成效，一方面重资产业务公司选择以租代建，在产能过剩的市场上，租赁合同相对租期灵活费率优惠；一方面公司大力扩张油田技术服务类轻资产及高技术含量业务，以调整公司收入结构，提升公司盈利能力。公司已于 2021 年计提大额资产减值损失，未来资产减值压力相对较小。全球海油市场有望持续复苏，全球海油钻采需求提升，有望带动服务业务量稳步增长。

公司有望直接受益中海油资本开支增长，各项业务工作量有望显著增加，带动盈利能力改善。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 30.43、39.26 和 45.87 亿元，同比增长 872%、29% 和 17%，对应 EPS 分别为 0.64、0.82、0.96 元。参考其他港股主要传统能源机械设备公司 Wind 一致预测 2022PE 估值均值 12 倍，考虑到中海油在“三桶油”中相对较好的盈利能力和经营质量，以及公司从中海油资本开支增长的直接受益程度较高，我们认为公司业绩波动性有望逐步降低，给予中海油油田服务 2022 年 13.5 倍 PE 估值，目标价 9.65 港元，首次覆盖，给予“增持”评级。

与市场不同的观点

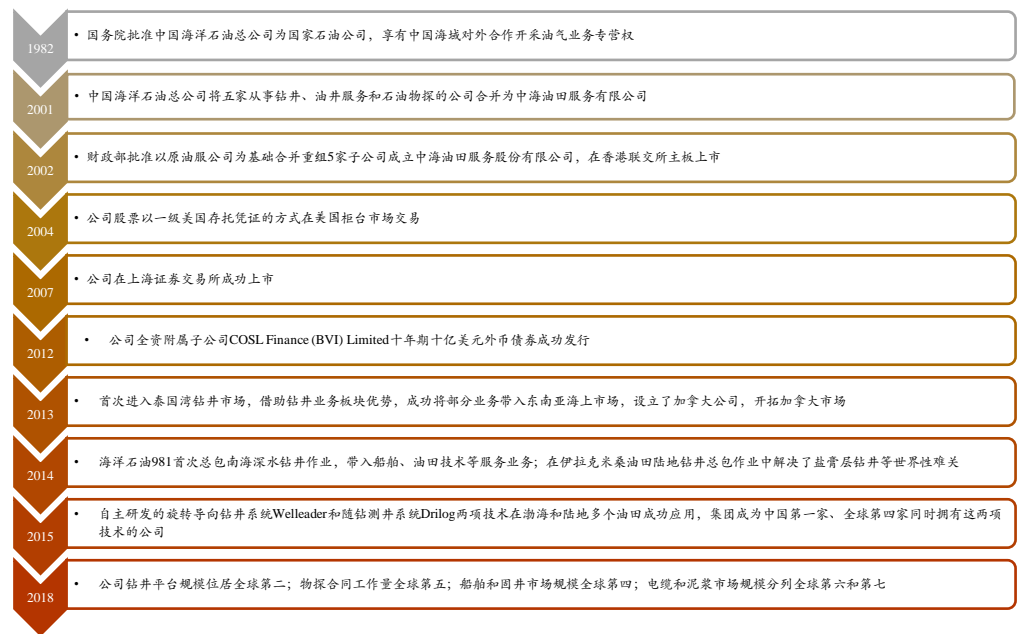
我们认为，油服及油气设备行业由于重要变量较多，且变量波动性较大，故市场对油服及油气设备行业的趋势判断分歧较大，具备一定预期差。市场认为中海油服作为重资产油气服务公司，营收及业绩与油价关联度较高，波动性较大，较难准确预测公司增长趋势。我们认为，公司 1) 轻资产转型卓有成效，2) 重视技术创新，油田技术服务业务营收占比持续提升，3) 中海油 2019-2025 年“七年行动计划”有望推动资本开支稳定增长，因此中海油服营收及业绩稳定性有望逐步改善。

海洋油服龙头，轻资产+技术驱动转型卓有成效

布局四大板块，提供油气勘探开发一体化服务

中海油田服务股份有限公司是全球最具规模的综合型油田服务供应商之一。公司成立于2001年，2002年11月在香港联合交易所主板上市，2007年9月在上海证券交易所上市，公司自2002年重组上市以来，经受了2009年和2014年下半年开始的两次行业寒冬的考验，总体上实现了高速发展。

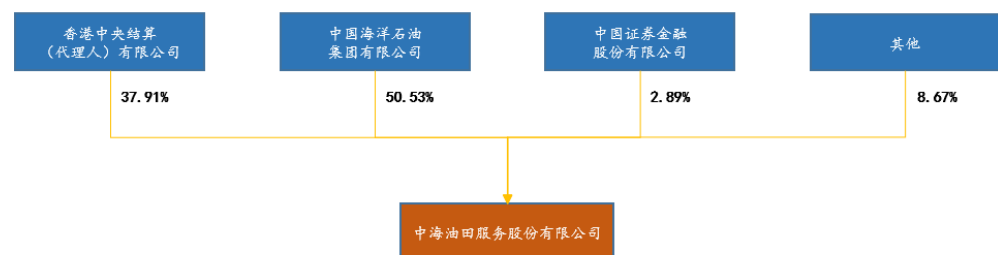
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华泰研究

公司股权结构集中，隶属于中海油，实际控制人为国资委。公司由中国海洋石油集团有限公司（以下简称“中海油”）直接控股。据公司公告，截至2022年6月，中海油持有公司50.53%股份。中海油是国务院国有资产监督管理委员会直属的特大型国有企业，是中国最大的海上油气生产商。公司主要向中海油就其近海石油及天然气勘探、开发及生产活动提供油田服务，同时中海油向公司提供装备租赁、设备、原料及公共设施服务。

图表2：2022H1 公司股权结构



资料来源：Wind，华泰研究

公司主营业务分为四大类：油田技术服务、钻井服务、船舶服务及物探勘察服务，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，也可以为客户提供一体化整装总承包作业服务。据公司 22 年中期业绩发布会材料，截止 2022 年 4 月，公司行业地位领先，多个业务市场规模位于世界前列。钻井平台规模全球第一，船舶市场规模全球第二，固井排名全球第三，电缆测井市场规模全球第四，特别在国外公司长期垄断的定向钻井领域（包括旋转导向系统、LWD 录井系统、MWD 测井系统），公司也取得全球市场第四的规模，仅排在三大国际油服巨头之后。

图表3：中海油服业务领域



资料来源：公司公告，华泰研究

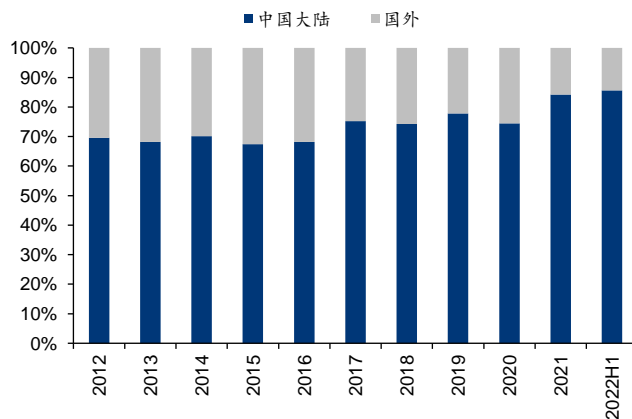
公司收入主要来自国内，并不断拓展海外市场。目前服务区域涵盖中国海域，并拓展至亚太、中东、美洲、欧洲、非洲、远东六大区域，覆盖全球 40 多个国家和地区。2022H1 公司实现营业总收入 153.97 亿元，其中内销占比 85.62%，外销占比 14.38%。

图表4：中海油服业务布局



资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：中海油服收入按区域拆分

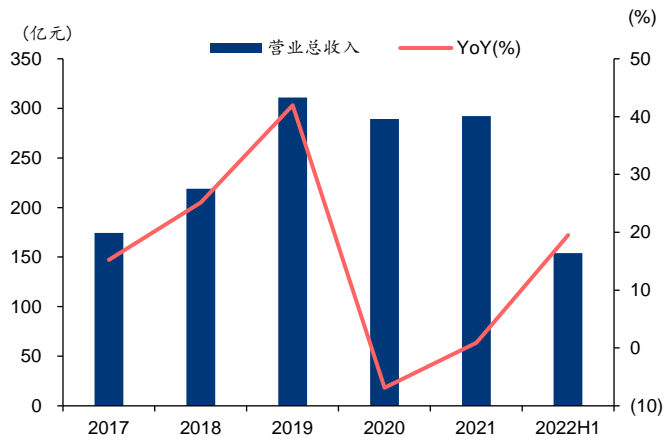


资料来源：公司公告，华泰研究

22H1 营收及归母净利润同比稳增长，营业利润率环比回升

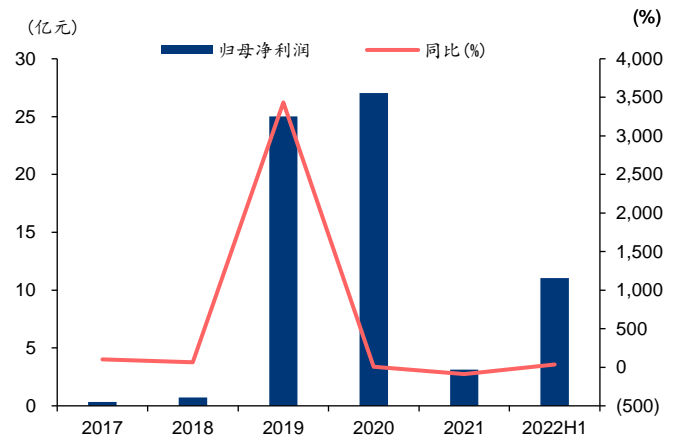
2017-2021 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别达到 14%和 75%。2017-2019 年是上一轮油价的上涨周期，下游资本开支提升推动营收和归母净利润稳增；2020-2021 年，疫情影响油气资本开支意愿，2021 年部分作业项目出现推迟或调整，钻井装备的使用率大幅下降，公司在年末计提资产减值准备 20.1 亿元，导致归母净利润出现明显下滑。进入 2022 年，高油价推动海外油气资本开支回暖，公司显著受益，截止 2022H1，公司实现营业总收入 153.97 亿元，同比增长 19.53%；实现归母净利润 11.03 亿，同比增长 37.57%，各板块主要工作量、装备使用率逐步回升，行业复苏态势有望延续。

图表6: 2017-2022H1 公司营收及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰研究

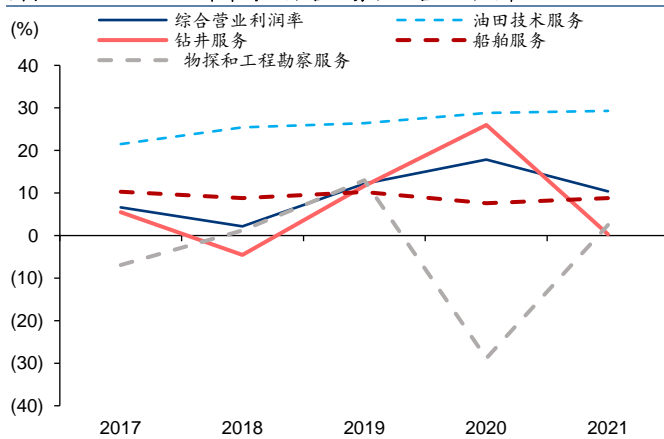
图表7: 2017-2022H1 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 华泰研究

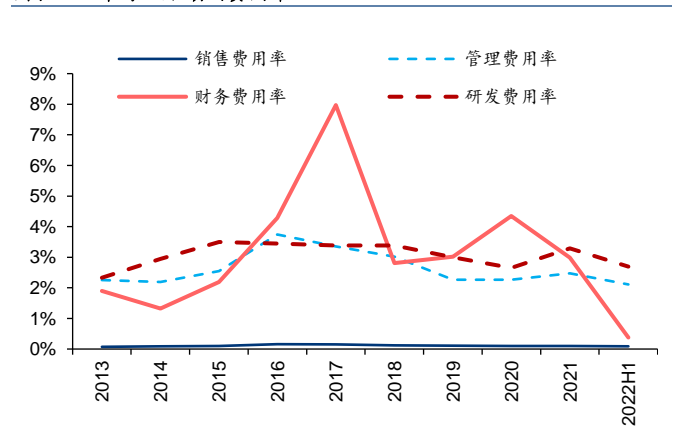
22H1 营业利润率环比有所回升, 期间费用率控制良好, 降本增效成果凸显。主要是由于公司持续开展降本增效行动, 向轻资产方向转移, 提高装备运营和服务能力, 推动技术产业转型。同时公司技术成果转化速度加快, 推动油田技术服务板块营业利润率持续走高, 进而推动整体营业利润率从 2017 年的 6.63% 抬升到 22H1 的 8.24%。公司精细化成本管控及降本增效成果显著, 销售费用率和管理费用率相对稳定。

图表8: 2017-2021 年中海油服各业务板块营业利润率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表9: 中海油服期间费用率

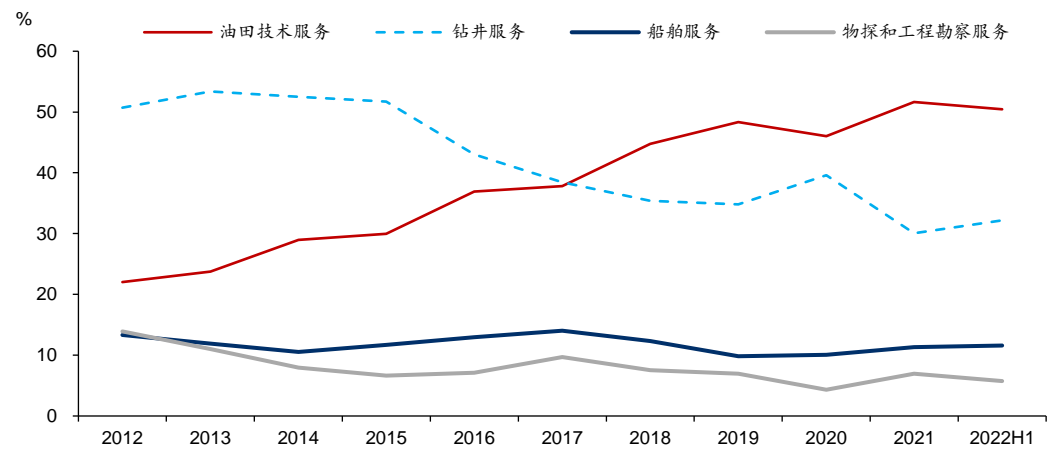


资料来源: Wind, 华泰研究

研发创新驱动, 油技服务板块营收占比稳升

2017-2022H1 油田技术服务板块占比稳步提升。2022H1 公司主营业务收入 152 亿元, 油田技术服务板块营收 75 亿元, 营收占比 49%。钻井服务板块实现营收 48 亿元, 占比 31%。近年来, 国际油价波动较为频繁, 公司适时调整战略目标和发展方向, 随着轻资产战略的推进, 两大核心业务的地位也发生了互换, 2017 年-2022H1 年油田技术服务板块营收占比从 37.8% 攀升到 50.57%, 而钻井服务板块营收占比从 38.47% 下滑到 32.15%。

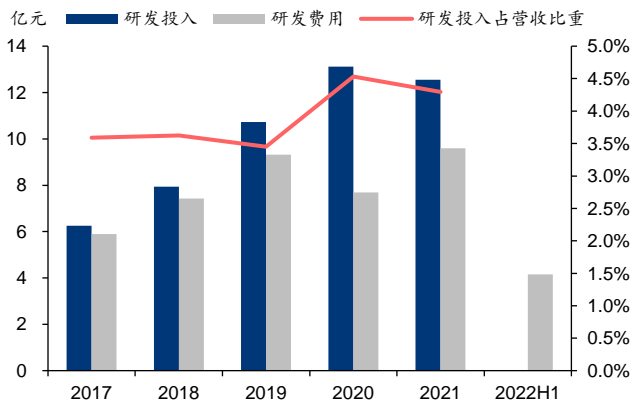
图表10: 2017-2022H1 各板块业务营收占比



资料来源: Wind, 华泰研究

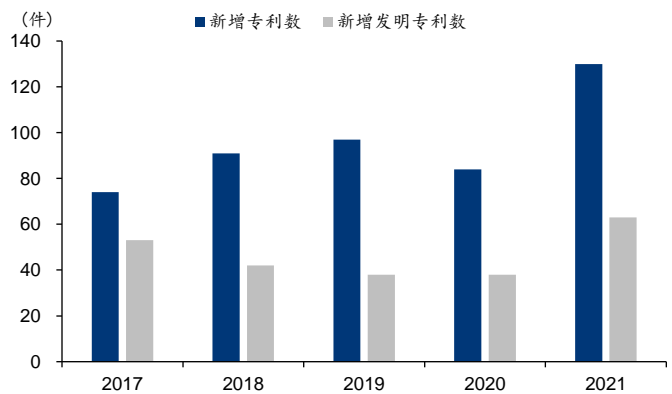
公司持续推进技术成果转化, 持续突破科技创新。公司稳步推进关键核心技术研发和增储上产需求保障, 近年来加大研发投入力度, 2020-2021 年研发投入占营收的比重超过 4%, 全维度打造可对标国际第一阵营的自主研发、制造、运维、作业、地质服务能力。2021 年承担重大科研项目 10 项; 旋转导向和高温测井等 2 项科技成果入选《中央企业科技创新成果推荐目录 (2020 年版)》; 完成 8 种超高温高压封隔器和井下安全阀的结构设计及制造, 初步实现高端完井工具的国产化替代; 测井与定向钻井实验室、海上钻井液和固井实验室获评“十四五”首批中国海油重点实验室; 海上油田成功实施自主创新的多元热流体增效、热化学复合增效等多元复合增效技术, 有效提升油井最高日产量; 低渗压裂自主一体化技术完成 11 井次探井压裂作业, 南海某井压裂测试增产近 12 倍。

图表11: 中海油服 2017-2022H1 研发投入及占比



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表12: 中海油服 2017-2021 年专利数量

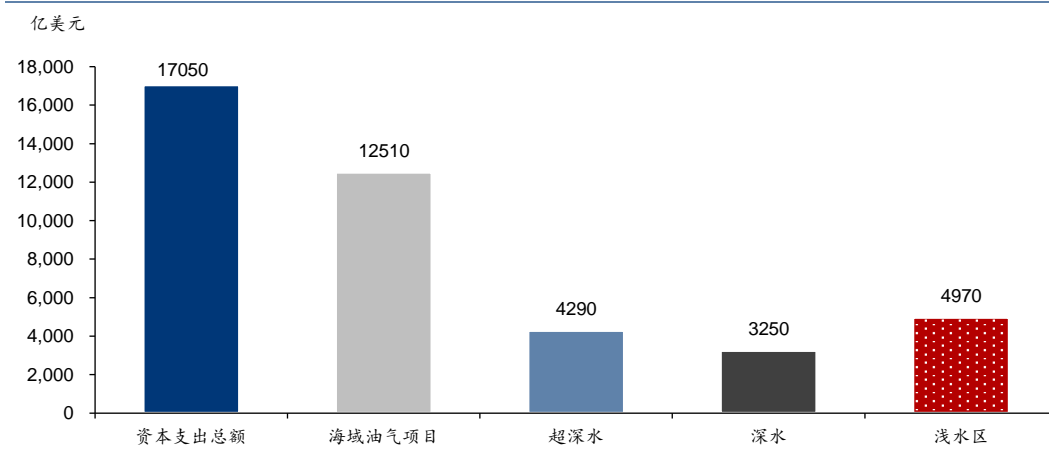


资料来源: 公司公告, 华泰研究

海油成本下降经济性初显，海上油气投资或趋于活跃

全球海洋油气勘探开发迎来新机遇。随着陆上油气资源开采难度和成本的增加，世界油气勘探开采正逐渐转向海洋。深水、超深水海域，勘探程度低，油气资源储量丰富。据中国石油网，自 2018 年来，南美北海岸、北美墨西哥湾等区域相继获得多处重大油气勘探突破，深水油气正逐渐成为未来油气产量新的增长点和石油公司上游投资的焦点。据 GlobalData 预计，2018-2025 年全球新增油气开发项目 615 个，在整个周期内共需资本支出约 1.7 万亿美元，有望生产原油超过 120.03 亿吨，天然气 24.56 万亿立方米。在这些资本支出中，海域油气项目共支出 12,510 亿美元，占支出总额的 73.4%。其中，超深水、深水和浅水区的资本支出分别为 4,290 亿美元、3,250 亿美元和 4,970 亿美元。

图表13： 2018~2025 年，全球将新增油气开发项目资本开支



资料来源：GlobalData，中国石油新闻中心，华泰研究

海油盈亏平衡点持续下降，高油价或非资本开支必选项

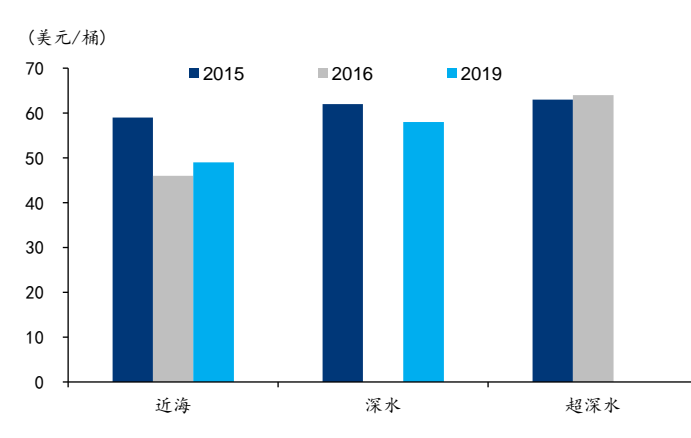
国际油价自 2020 年触底后持续回升，近期维持在 90 美元附近。2014 年下半年以来，受益于美国页岩油气技术的发展，美国原油产量持续上升，全球原油供应充分，而国际经济增速放缓，原油需求的增长较为疲软，国际油价一路下跌，2016 年 1 月 20 日 Brent 原油跌破 28 美元/桶，而后随着 OPEC 国家减产协议的达成和执行，油价出现反弹趋势，2016 年 Brent 原油平均价格为 45 美元/桶，2018 年 4 月突破了 70 美元大关。2022 年疫情后由于供需失衡，油价稳步上涨，截至 2022 年 9 月 23 日，Brent 油价为 86 美元/桶。

图表14： 2011 年至 2022 年 9 月 23 日国际油价



资料来源：Wind，华泰研究

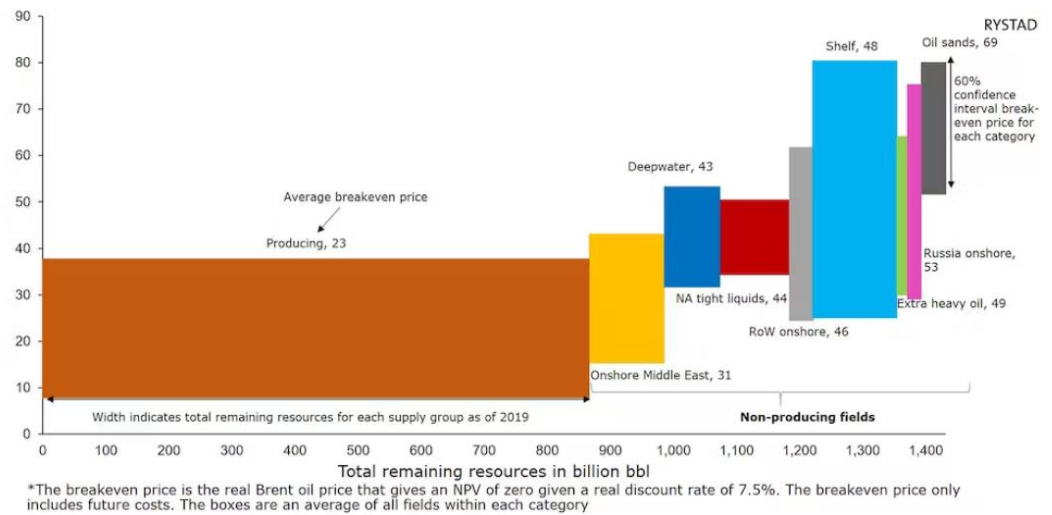
图表15： 不同类型的海油盈亏平衡点价格 (Brent)



资料来源：Rystad Energy，华泰研究

海油盈亏平衡点持续下降,经济性显现。Rystad Energy 在其 2015 年 10 月的报告中指出,全球海油对应的 Brent 原油盈亏平衡价格范围为 59-63 美元/桶,得益于海上石油开采技术的发展以及海上钻井业务的合并带来的规模效应,海上油气开采成本大幅降低。自 2014 年以来下降 40%,海上深水仍然是成本最低的供应来源之一。2018-2021 年间,近海深水的盈亏平衡价格下降了 30%,浅水领域的开采成本下降了 17%。据 Rystad Energy 分析,2021 年深海原油盈亏平衡价格为 43 美元/桶(已低于北美页岩气盈亏平衡价格 44 美元/桶),浅海大陆架原油盈亏平衡价格为 48 美元/桶。

图表 16: 2021 年全球油气盈亏平衡价格情况



资料来源: Rystad, 华泰研究

高油价或非资本开支必选项。Rystad Energy 预计,即使 Brent 原油的价格跌至每桶 50 美元,到 2022 年,该水平的价格仍足以支撑海油市场 5% 的年增长率。据 Rystad Energy 预测,在 60-70 美元的油价环境中,全球海油市场收入规模有望在 2025 年前每年实现 7% 的增长。据 Wind, 8M2022 的 Brent 油价中枢约为 104 美元/桶,远高于海洋油气盈亏平衡点。

高油价背景下,全球油气资本支出温和增长,海油景气度回升

原油短期: 供给协同效应显著,炼能缺口下高裂解价差致高油价接受度高。据华泰证券化工研究团队 6 月 23 日首次覆盖报告《中国海油: 油气高价背景下 E&P 标杆价值重估》观点,自 2020 年疫情以来,伴随美国页岩油产能的下滑, OPEC+ 控制全球石油供给态度明确,沙特及阿联酋作为富余产能核心力量,在俄罗斯减量背景下,对原油的定价能力更甚。俄罗斯受制裁后,其成品油出口减量叠加中国限制成品油出口,而全球成品油需求在疫情后消费反弹及高价天然气驱使下表现强劲,致新加坡、鹿特丹、美国海湾三大炼油中心裂解价差走出近 10 年来新高,炼厂开工率饱满,较厚的利润下炼厂对高价原油接受度高,欧洲及美国低位的成品油库存及即将到来的需求旺季将维持高裂解价差,并支撑 2022 年的强势原油价格,预计下半年均价在 90-110 美元/桶。

原油中长期: 中国需求复苏或抵消加息带来的需求抑制。据华泰证券化工研究团队 6 月 22 日首次覆盖报告《中国海油: 油气高价背景下 E&P 标杆价值重估》观点,中长期而言,20 年以来全球石油资本开支较 10-14 年年均下降超 40%,致供给端难现 OPEC+ 的强劲对手,中国在疫情得到控制后的需求反弹或将加剧供需平衡表的紧张。尽管美联储加息或导致 23 年需求回落,但总体而言高油价或成常态,预计 22-24 年 Brent 平均油价为 100/95/105 美元/桶。

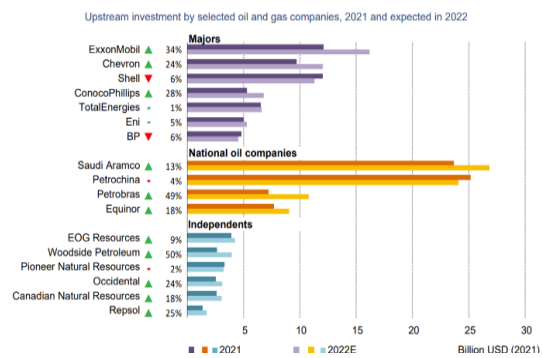
高油价背景下,2022 年全球油气资本开支有望温和增长。随着 2016 年后国际油价止跌企稳,全球上游石油和天然气投资额开始温和增长。据 IEA,2021 年上游投资总额约 3840 亿美元,较 2020 年增长 8%。据 IEA 预测,2022 年全球油气资本开支约 4190 亿美元,同比增加 9%,有望延续此前温和增长态势。

图表17: 2015-2022 全球油气资本开支投资及增速



资料来源: IEA, 华泰研究

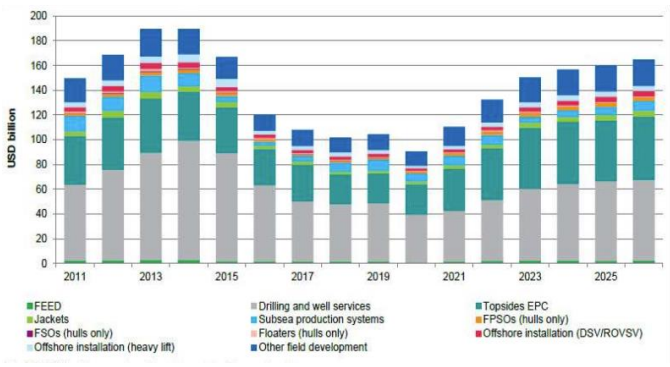
图表18: 全球主流油公司 2022 年预计上游油气投资及增速



资料来源: IEA, 华泰研究

2022 年全球上游海上勘探开发资本支出总量有望较 2021 年相比增加 15%。2021 年以来, 国际海上钻井平台使用率持续回升, 其中自升式平台已经超过 70%, 半潜式平台也已经超过 60%, 预计 2022 年海上钻井平台使用率有望达到 70-80%。日费方面, 自升式平台从 2021 年初以来出现见底回升迹象; 半潜式平台中 1500+ 船型的日费也持续回暖, 而 4000+ 船日费持续低迷。海上油服景气总体有所恢复, 具体来看浅水好于深水。

图表19: 全球上游海上勘探开发资本支出



资料来源: 公司公告, IHS Markit, 华泰研究

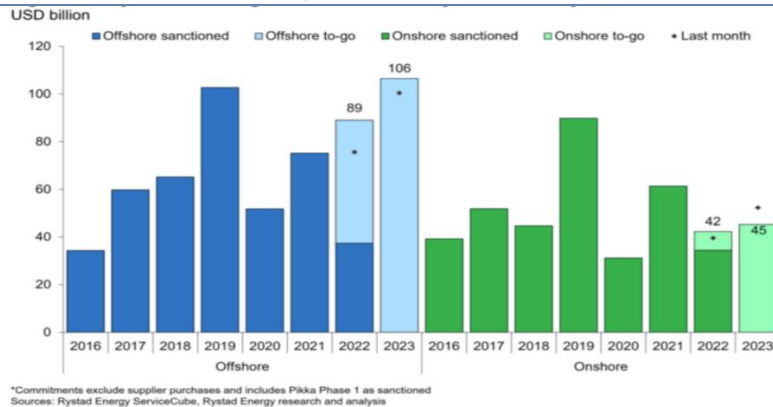
图表20: 全球海上钻井平台使用率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

随着陆上资源储备的减少, 勘探区域重心逐渐转向海域。据 Rystad Energy, 2021 年, 全球海洋油气新建投产项目有 86 个, 同比增长 43.3%, 占油气新建投产项目数量的 52.8%; 海洋油气新建投产项目的开发投资为 575.93 亿美元, 同比增长 95.3%, 占有所有油气新建投产项目开发投资的比重为 61.8%。

图表21: 2016-2023E 全球油气项目新建投资规模



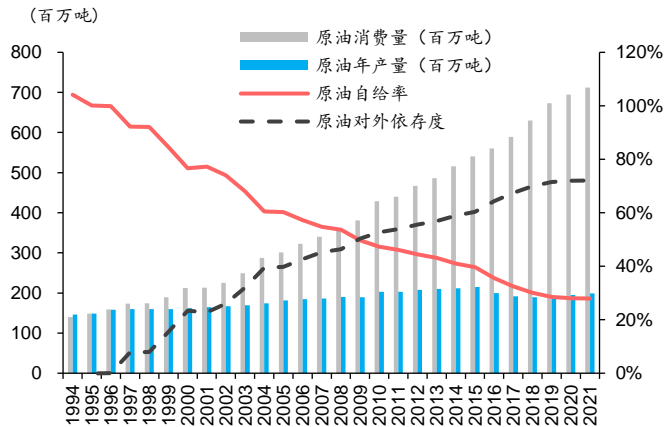
资料来源: Rystad Energy, 华泰研究

“十四五”强调增储上产，中海油资本开支稳增

国家政策助推上游资本开支稳步提升

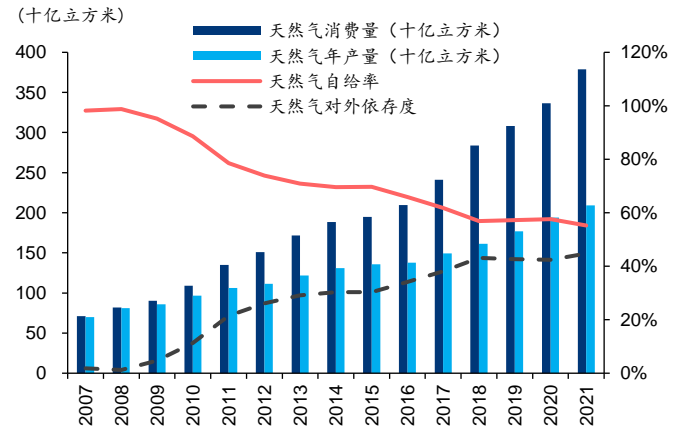
我国能源进口依存度较高。2021 年原油、天然气对外依存度分别为 72% 和 48%。在当前地缘政治环境复杂，油价波动加剧的背景下，我们认为，能源安全战略或将更加受到重视。2018 年以来，我国能源安全保供政策持续加码，加大油气勘探开发。

图表22：我国原油对外依存度



资料来源：Wind，华泰研究

图表23：我国天然气对外依存度



资料来源：Wind，华泰研究

在新形势下，保障国家能源安全的全局战略重要性愈加凸显。2021 年 10 月 21 日，习近平总书记在胜利油田视察时指出：“中国作为制造业大国，要发展实体经济，能源的饭碗必须端在自己手里。” 2021 年 11 月 11 日，党的十九届六中全会审议通过的《中共中央关于党的百年奋斗重大成就和历史经验的决议》中指出“保障能源资源安全”；2021 年 12 月 11 日，中央经济工作会议强调“确保能源供应”；2022 年，《政府工作报告》将“能源安全”升至与“粮食安全”同等重要的战略高度。当前，外部形势的错综复杂、内部经济发展的新态势与“双碳”目标能源转型进程均对保障我国能源安全、能源高质量发展提出新的挑战与要求。

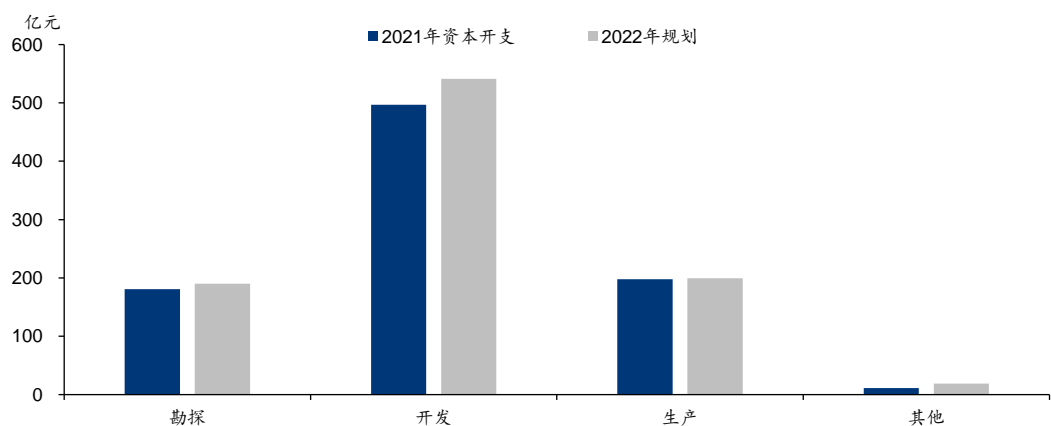
图表24：2019-2022 年能源安全相关政策文件

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
2020.01	自然资源部	自然资源部新闻发布会	首次全面开放油气勘查开采市场，允许民企、外资企业等社会各界资本进入油气勘探开发领域，从 2020 年 5 月 1 日起，在我国境内注册，净资产不低于 3 亿元人民币的内外资公司，均有资格按规定取得油气矿业权
2020.04	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
2020.06	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
2020.06	国家发改委、国家能源局	《关于做好 2020 年能源安全保障工作的指导意见》	坚持大力提升国内油气勘探开发力度，加强海湾、鄂尔多斯、塔里木、四川等重点含油气盆地勘探力度。推动东部老油田稳产，加大新区产能建设力度。加快页岩油气、致密气、煤层气等非常规油气资源勘探开发力度，保障持续稳产增产切实提高能源安全保障能力和风险管控应对能力。积极推动能源领域军民融合发展
2020.12	国家能源局	《2020 年能源工作指导意见》	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
2021.01	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》	建立安全可靠的资源能源储备、供给和保障体系；加大石油、天然气、铜、铬、钨、稀土、晶质石墨等战略性矿产资源勘查
2021.11	国家发改委、财政部、自然资源部	《推进资源型地区高质量发展“十四五”实施方案》	加大国内油气勘探开发，坚持常非并举、海陆并重，强化重点盆地和海域油气基础地质调查和勘探，夯实资源接续基础。石油产量稳中有升，力争 2022 年回升到 2 亿吨水平并较长时期稳产。天然气产量快速增长，力争 2025 年达到 2300 亿立方米以上
2022.03	国家发改委、国家能源局	《“十四五”现代能源体系规划》	加快油气先进开采技术开发应用，巩固增储上产良好势头，坚决完成 2022 年原油产量重回 2 亿吨、天然气产量持续稳步上产的既定目标
2022.04	国家能源局	《2022 年能源工作指导意见》	

资料来源：政府网站，华泰研究

在相关政策的驱动下，2022 年国内主要油公司资本开支有望持续提升。2019 年以来，在国家相关部委主导下，国内主要油气公司纷纷制定七年行动计划，包括中石油《2019-2025 年国内勘探与生产加快发展规划方案》，中海油《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》，中海油 2021 年资本开支 887 亿元，2022 年规划 900 至 1000 亿元，其中勘探、开发、生产资本化和其他资本支出占比预计分别为 20%、57%、21%、2%，随着七年行动计划的稳步推进，2021 年，国内油气开发投资额为 2,249 亿元，相比 2016 年投资额增加 68.7%，预计 2022 年国内上游勘探开发投入将进一步提升，对油服行业提供支撑。

图表25： 2021-2022E 中海油资本开支构成



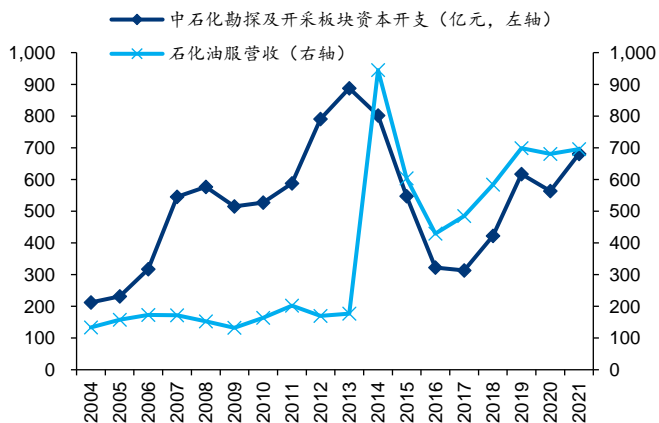
注：中海油 2022 年资本开支规划为 900-1000 亿元，此处以中值 950 亿元列示

资料来源：中海油年报，华泰研究

油服公司收入与油气公司资本开支正相关，油服新一轮景气周期有望开启

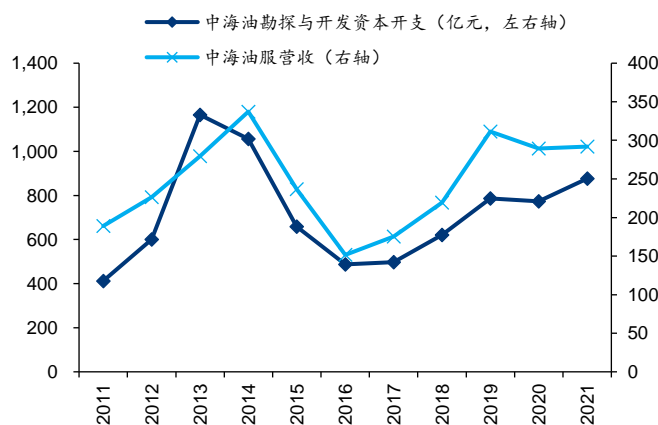
油服公司收入和油气公司勘探开发资本开支呈同向变动趋势，滞后约 0-12 个月。油气公司的勘探开发资本开支是下属油服公司营业收入的主要来源，二者具有较强的联动关系，我们着重分析了中石化和石化油服、中海油和中海油服的关系。油服公司的营业收入变动与对应的油气公司的勘探开发资本开支变动高度趋同，时滞约为 0-12 个月。

图表26： 中石化勘探开发资本开支和石化油服收入关系



资料来源：中石化、石化油服年报，华泰研究

图表27： 中海油勘探开发资本开支和中海油服收入关系

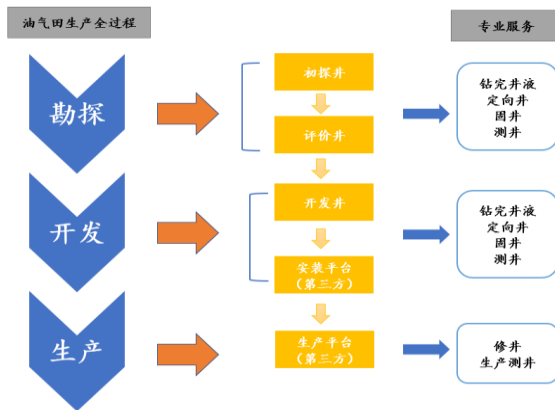


资料来源：中海油、中海油服年报，华泰研究

加码油技业务，受益于全球油气资本开支复苏 轻资产重技术，油技营收占比上行推动盈利能力提升

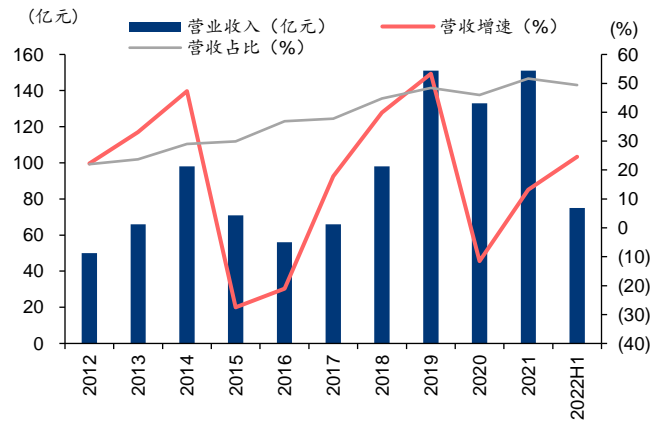
油田技术服务板块是公司最核心的业务，近年来比重不断上升。该板块为客户提供完整的油田技术服务，涵盖油田化学、油田技术与油田生产三大类服务，包括但不限于测井、钻完井液、定向井、固井、完井、修井、油田增产等专业服务。2021 年营收 150.68 亿元，占比约为 52%，较 2020 年 133.05 亿元同比增长 13.3%。22H1 年营收 75 亿元，同比增长 25%。

图表28： 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：公司公告，华泰研究

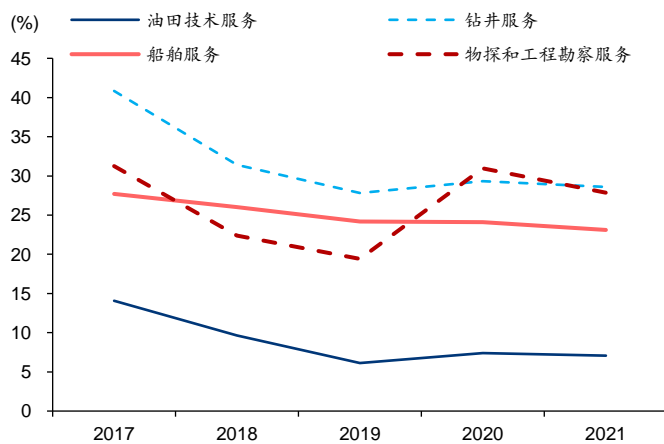
图表29： 2012-2022H1 油田技术服务板块营收及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

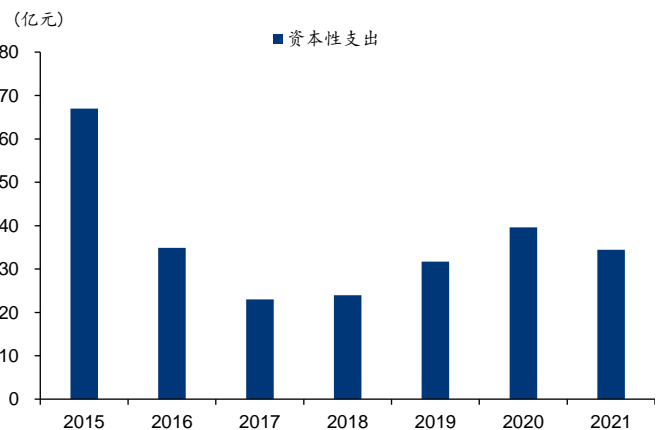
油田技术服务板块相较其他业务板块而言，属于轻资产业务。2017-2021 年油田技术服务板块折旧占营业成本比例最低；钻井服务板块和物探采集和工程勘察服务折旧成本最高，总比例近 70%。结合近几年公司采取重技术战略部署，具有技术附加价值的油田技术服务板块能够有效抵御周期波动风险。

图表30： 中海油服业务板块折旧占比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表31： 2015-2021 年中海油服资本开支



资料来源：公司公告，华泰研究

公司注重技术创新，打造核心竞争优势。公司坚持把科技创新作为第一动力，搭建新型研发体系布局，高端自主技术稳定性持续增强，22H1 授权发明专利 40 件，同比增长 80%。2021 年实现超高温高压电缆测井作业量翻番，完成客户多项超高难度作业；“璇玑”系统形成全规格装备体系和作业能力，装备规模翻番，入井成功率达到国际先进水平，并成功进入海外市场；为深水油气勘探开发“量身定制”新型半潜式钻井平台“深蓝探索”，是国内首次采用单列多功能钻塔系统的钻井平台，综合作业提效 35%。22H1 公司在渤海某注蒸汽水平井实现高温连续油管光纤测试技术首次应用； ESCOOL 高温、高压电成像测井仪在陆

地油田重点探井实现首次作业；自研套后中子密度测井仪在渤海某井实现首次水平井商业化作业；自研非水基钻井液用纳米封堵降滤失剂完成首次应用，填补了国产纳米材料在非水基封堵应用领域的空白。

图表32: “璇玑”地下钻井演示图



资料来源：中海油服官网，华泰研究

图表33: 高温大直径取心仪示意图

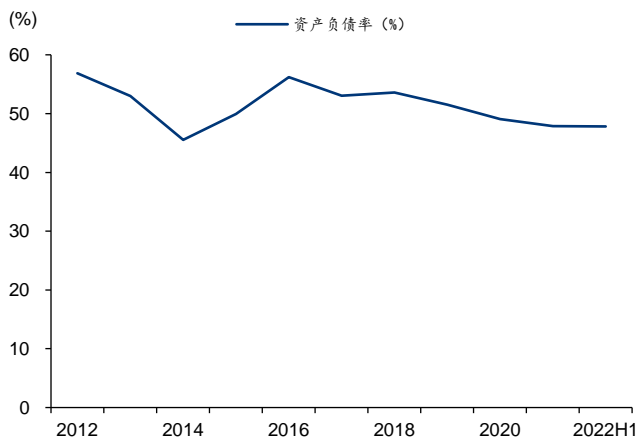


资料来源：中海油服官网，华泰研究

公司 2016 年开启轻资产模式，资本开支大幅降低。2014 年下半年至 2016 年初，国际油价经历了一轮下跌周期，油气公司大幅削减资本开支，油田服务市场需求减少明显，公司积极应对行业新形势，严控资本开支规模，装备由“建买租管”变为“优先租赁”，并且在 2016 年提出将“租赁”作为未来公司装备发展的常态模式。基于这种轻资产模式，公司的资本性支出由 2015 年的 67 亿大幅降低 48% 至 2016 年的 35 亿，2021 年资本性支出 34.45 亿元，近年来保持相对稳定的较低水平。22H1 资本性支出 12.62 亿元，同比增长 12.05%。

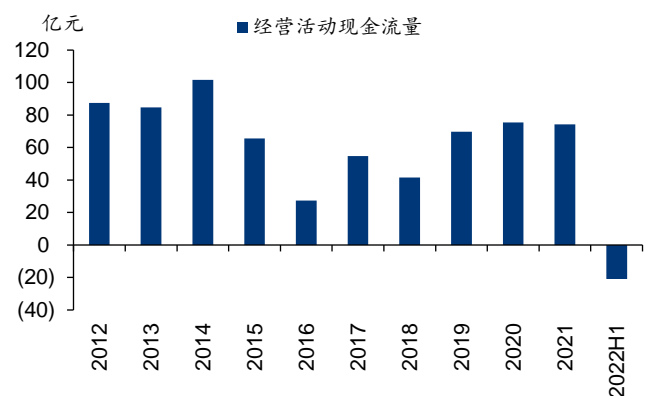
受益于轻资产模式，公司财务状况逐步优化，现金流充裕。考虑到整体钻井平台及船舶行业目前供过于求情况，公司可获得价格优惠，周期灵活的短期租赁合同，较少存在有工作量而无工作设备的情况。同时，短期租赁属于经营租赁，按照直线法计入成本，租赁成本小于新建设备的折旧成本，因此有望提升公司毛利率水平。公司实现轻资产转型以来，财务状况得到较大改善，据公司公告，公司资产负债率从 2016 年底的 56.18% 下降至 2022H1 的 47.81%。经营性净现金流近年来相对稳定，2021 年实现经营性净现金流 74.18 亿元。22H1 经营性净现金流出 20.88 亿元，净流出同比增长 2.00 亿元。年中现金流净流出主要由公司的商业模式决定，下游大客户中海油的现金回款主要在下半年。

图表34: 2012-2022H1 中海油服资产负债率



资料来源：Wind，华泰研究

图表35: 2012-2022H1 中海油服经营性净现金流

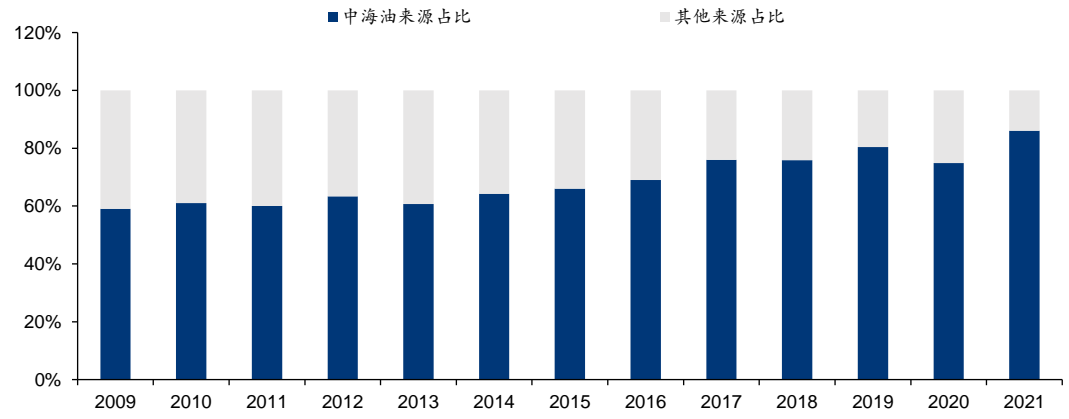


资料来源：Wind，华泰研究

全面受益于中海油资本支出稳增，收入增长有望持续

2021 年中海油及其关联方贡献公司约 86% 的营业收入。中海油服隶属中海油，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。据公司公告显示，中海油服来自中海油的营收占比逐年攀升，中海油服的业绩受中海油经营情况影响较大。

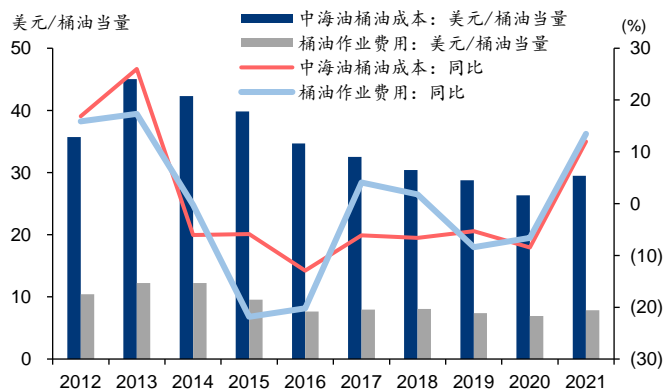
图表36： 2009-2021 年中海油服来自中海油的营业收入占比情况



资料来源：公司公告，华泰研究

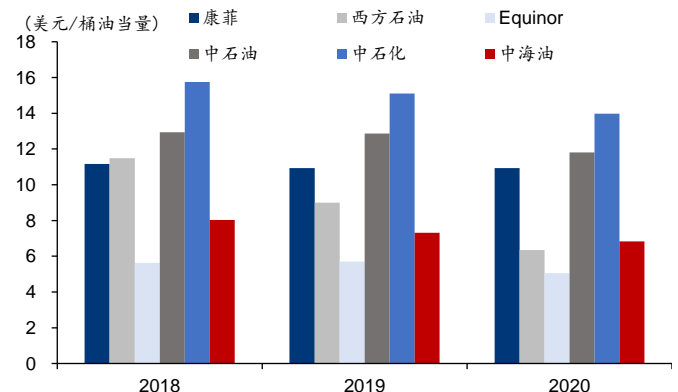
中海油具有较强的成本控制能力，在三桶油中盈利能力出色。据中海油年报，得益于成本管控和储量增加，中海油桶油主要成本 2013-2020 连续八年下降，2021 年受大宗商品价格上涨以及人民币对美元升值的综合影响小幅提升，桶油作业费用也呈现下降趋势。成本不断走低有助于释放利润空间，除 2020 年外，近年来中海油盈利能力整体提升，且 2017-2021 年近 5 年来销售净利率大幅高于中石油和中石化。

图表37： 中海油桶油成本及作业费用



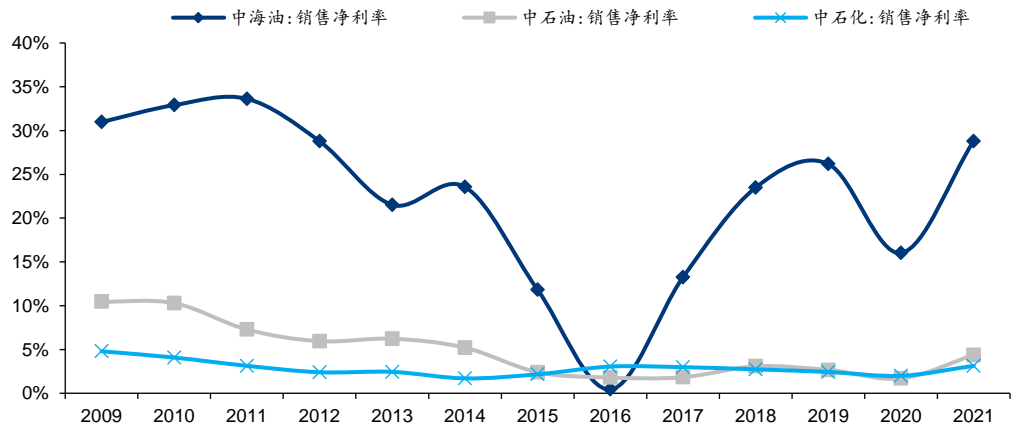
资料来源：中海油年报，华泰研究

图表38： 中海油桶油作业成本与同行业比较



资料来源：各公司公告，华泰研究

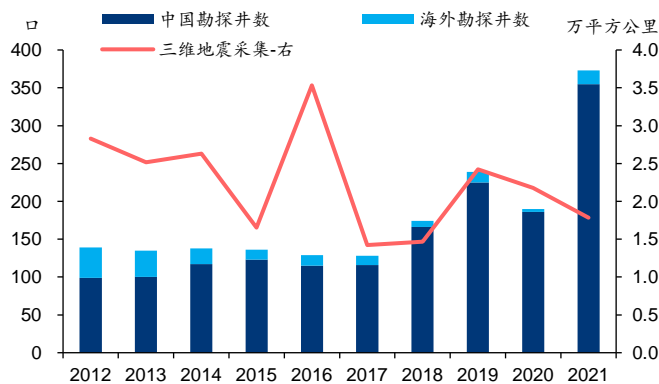
图表39: 三桶油销售净利率



资料来源: Wind, 华泰研究

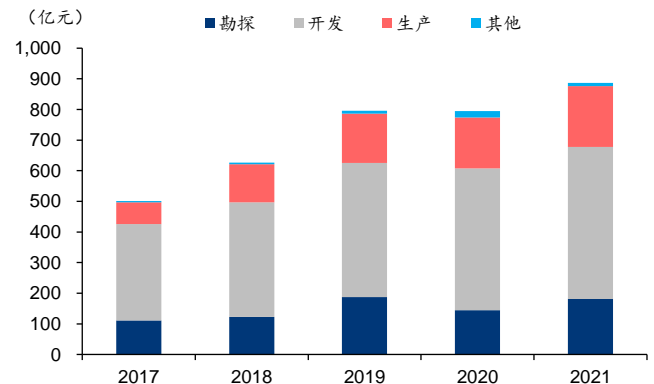
中海油加大勘探力度, 中海油服有望直接受益。2019年, 中海油制定了《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》, 提出到2025年, 公司勘探工作量和探明储量要翻一番。因此中海油不断加大国内勘探, 积极部署海外勘探, 勘探开发方面, 2021年公司国内勘探井数为355口, 同比大幅增长90.9%, 其中海域勘探206口, 陆上非常规勘探149口, 海外勘探井数为18口, 同比大幅增长350%。2021年三维地震采集面积1.79万平方公里, 同比下降18.0%。2021年公司资本开支达887亿元, 同比增长11.6%, 其中勘探、开发、生产分别同比增长25.7%/7.1%/19.3%至181/497/198亿元, 中海油预计2022年资本开支在900-1000亿元。因此中海油服有望直接受益于中海油勘探开发资本开支稳步上行。

图表40: 中国海油勘探工作量分布



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表41: 中国海油资本开支及分布

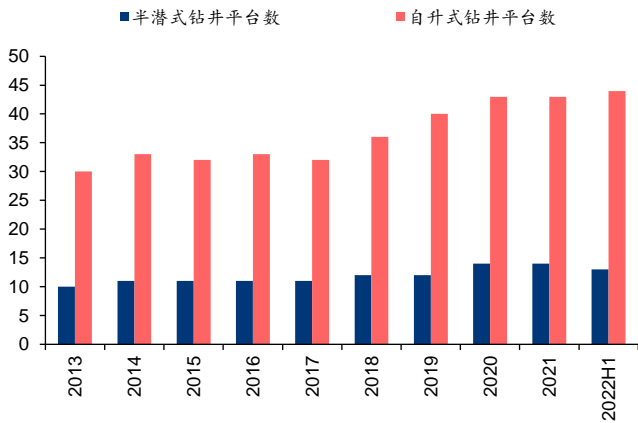


资料来源: 公司公告, 华泰研究

下游需求提振有望带动钻井服务量提升, 高端市场突破提升国际化水平

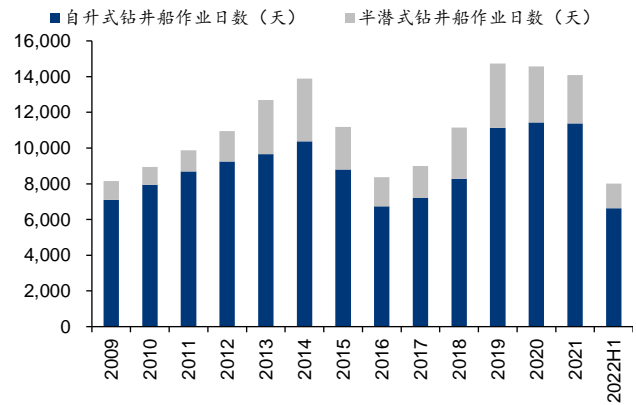
22H1 公司钻井平台工作日数同比提升。据公司公告, 截至2022年6月30日, 公司共运营、管理57座平台(包括44座自升式钻井平台、13座半潜式钻井平台), 其中33座在中国海域作业, 11座在北美、东南亚等国际海域作业, 11座平台正在待命, 2座正在船厂修理。钻井平台产能略有上升, 但产能利用率大幅提升, 公司2022H1钻井平台作业8017天, 同比增加1439天, 增幅21.9%。其中, 自升式钻井平台作业6632天, 同比增幅25.2%。平台日历史使用率为77.40%, 同比增加12.10 pct。据公司22H1中期业绩会材料, 2022年有望执行一体化项目16个, 国内6个、海外10个, 合同金额约17亿元人民币。

图表42: 中海油服钻井平台数



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表43: 中海油服钻井平台作业日数



资料来源: 公司官网, 华泰研究

公司把握行业上升趋势, 持续优化海外市场布局, 取得多项大额度、长周期、高价值合同。2022H1 公司新签海外合同 140 多份, 较去年同期增加 180%, 新签海外合同总金额约 17 亿美元, 较去年同期增加 724%。公司中标印尼 5 年期电缆测井项目, 是东南亚最大的电缆测井项目, 中标沙特阿美钻井服务项目, “璇玑”系统海外首秀五战五捷, 突破海外高端市场。中标沙特和科威特测井设备销售, 有望成为业务新增长点, 中标马来泥浆及固井服务, 与埃克森美孚海外首次合作。中标伊拉克钻井总承包和修井机项目, 成功拓展中东市场, 为乌干达钻完井一体化项目量身定制的首台 8000 米静音型、零排放钻机启运。公司在高端市场的大突破, 标志着公司国际化品牌形象得到快速提升。

图表44: 2022 年海外业务分区域推进策略



资料来源: 22H1 中海油服业绩说明会演示材料, 华泰研究

公司践行以国内市场为主, 国内国际相互促进、协调发展。公司将加快海外支柱市场培育, 持续扩大一体化优势。据公司 22H1 中期业务发布会演示材料, 公司有望在 2022 年海外新签合同额突破 22 亿美元, 盈利能力同比或将大幅提升。

盈利预测及投资建议

盈利预测

营业收入：我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 331.77、377.22 及 413.64 亿元，对应增速分别为 13.6%、13.7%及 9.7%，收入的具体构成及分项预测如下：

1) 钻井服务

钻井服务的测算公式如下：

钻井平台作业日数 = 实际使用平台数 * 365 * 钻井平台日历天使用率

钻井平台总收入 = 日费收入比例 * (钻井平台作业日数 * 平均日收入)

注：实际使用平台数非整数主要系部分平台由于是临时租赁或调用，实际使用时间未达到一整年；钻井平台服务收入并非均是平台的日费收入，部分其他收入主要系 1) 动复员收入；2) 合同为整体大包合同时，大包合同中超出平台日费的收入；3) 提前完工的奖励收入等等。

截止 2022 年 6 月，公司拥有的平台数为 57 座（44 座自升和 13 座半潜），但整体市场上闲置的平台较多，租赁合同较为灵活，因此公司近期没有大幅增加平台的计划。据公司 22H1 公告计算，半潜式及自升式实际使用平台数分别为 13、43 台。由于半潜式平台主要用于外国海域，由于全球海油有望温和复苏，我们认为 2022-2023 年半潜式平台的工作量有望略有增加，预计 2022-2024 年实际平台使用数有望分别达到 13/14/15 台。自升式平台由于主要用于中国的渤海海域，且考虑到中海油“七年计划”资本开支保持稳定略增，保守估计 2022-2024 年自升式平台实际使用数稳定在 43 台。

2021 年自升式平台日历天使用率为 76%，半潜式平台日历天使用率为 59%。22H1 自升式平台日历天使用率为 84%，半潜式平台日历天使用率为 56%，我们认为，随着国内疫情影响逐步缓解及能源安全战略稳步推进，自升式平台使用率有望维持高位，但同时需要将每年维修检查及工程间运输调配的时间纳入考虑，我们认为，自升式平台 84% 的使用率水平已经较高，因此预计 2022-2024 年自升式平台使用率将提升并维持在 85%。而半潜式平台使用率有望受益全球海油复苏有明显提升，预计 2022-2024 年使用率将分别为 60%/65%/70%。

由于日均收入主要由平台供求决定，全球自升式平台产能较为充足，因此我们预计，短期内各项业务日费率或仍维持稳定，考虑到 2019-2021 年自升式平台日费率分别为 47.6/48.3/45.2 万元/日，我们预计 2022-2024 年的平台日收入为 48 万元/日。2022H1 半潜式平台日费率为 77 万元/日，主要系合同签订时海外深海油服市场景气度处于低位，但随着海外深海油服市场的复苏，半潜式平台日费率或存在提价可能，由于半潜式平台以美元计价为主，同时考虑到人民币兑美元存在贬值，我们预计 2022-2024 年平台日费收入分别为 80/118/132 万元/日。

综上所述可以计算得，2022-2024 年钻井服务总收入分别为 101.74、120.94、134.26 亿元，同比增长 15.88%、18.87%和 11.02%。

图表45: 2022-2024E 钻井服务收入预测表

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计使用平台数	45.66	51.48	54.93	53.61	56.00	57.00	58.00
自升式平台数	34.02	37.66	41.74	41.14	43.00	43.00	43.00
半潜式平台数	11.64	13.82	13.18	12.47	13.00	14.00	15.00
综合日历天使用率	66.83%	78.42%	72.67%	71.96%	79.20%	80.09%	81.12%
自升式使用率	66.60%	81.00%	78.20%	75.80%	85.00%	85.00%	85.00%
半潜式使用率	67.50%	71.40%	65.30%	59.30%	60.00%	65.00%	70.00%
总计平台作业日数	11,138	14,737	14,569	14,082	16,188	16,662	17,173
自升式作业日数	8,271	11,135	11,427	11,383	13,341	13,341	13,341
半潜式作业日数	2,867	3,602	3,142	2,699	2,847	3,322	3,833
自升式平均日收入(万元/日)	44.61	47.60	48.28	45.16	48.00	48.00	48.00
自升式平均日收入(万美元/日)	6.50	6.90	7.00	7.00			
半潜式平均日收入(万元/日)	118.73	118.65	128.30	87.10	80	118	132
半潜式平均日收入(万美元/日)	17.30	17.20	18.60	13.50			
转换汇率(人民币/美元)	6.86	6.90	6.90	6.45			
钻井平台日费收入	7,093.84	9,574.15	9,548.36	7,491.32	8,681.16	10,319.61	11,456.33
日费收入与钻井总收入占比	91.35%	88.31%	83.28%	85.33%	85.33%	85.33%	85.33%
钻井服务总收入(亿元)	7,766	10,842	11,466	8,779	10,173.71	12,093.85	13,426.01
YoY-钻井服务总收入	15.77%	39.61%	5.75%	-23.43%	15.88%	18.87%	11.02%

资料来源:公司公告, 华泰研究预测

2) 油田技术服务

据中海油《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》，提到 2025 年,公司勘探工作量和探明储量相比 2019 年要翻一番。公司油田技术服务收入与中海油国内资本开支有直接联系,且公司强调要通过技术创新扩展更高端的油田技术服务项目以降低分包率,因此公司油田技术服务收入同比增速或高于中海油国内资本开支同比增速。据公司公告,中海油 2022 年资本支出预算总额为 900 亿-1000 亿元,同比增长 2.7%~14%。因此我们预计公司 2022-2024 年油田技术服务营收同比增速分别为 16%/13%/10%。

3) 船舶服务

船舶服务收入的计算思路与钻井平台类似,我们认为,考虑到供给短期内仍较充裕,因此 2022-2024 年船舶服务日收入和 2021 年基本持平(自有船队 7.4 万元/日,外租船队 6.1 万元/日),但考虑到人民币兑美元汇率变化,我们预计自有船队 2022-2024 年分别为 7.4/7.8/8.0 万元/日,外租船队预计为 6.1/6.3/6.5 万元/日。由于自有船队日历天使用率水平已较高(2021 年为 93.40%),我们预计 2022-2024 年自有船队使用率将基本持平,为 94%。同时由于公司践行轻资产模式,我们认为 2022-2024 年自由船队数量将基本保持持平,为 90 艘。考虑到中海油资本开支有望逐步提升,我们认为船舶服务工作量的增长主要体现在外租船队的作业日数上,预计 2022-2024 年其作业日数分别同比增长 15%/10%/10%。

综上可以计算得,2022-2024 年船舶服务总收入分别为 35.40、38.99、42.39 亿元,同比增长 7.03%、10.14%和 8.71%。

图表46: 2022-2024E 船舶服务收入预测表

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
自有船队营业收入	2159.80	2129.80	1922.20	2223.90	2285.05	2408.56	2470.32
自有船队数量	91.88	90.02	87.51	88.65	90.00	90.00	90.00
自有船队日历天使用率	90.20%	94.30%	94.40%	93.40%	94.00%	94.00%	94.00%
自有船队作业日数	30,249	30,986	30,151	30,223	30,879	30,879	30,879
自有船队日收入(万元/日)	7.14	6.87	6.38	7.36	7.40	7.80	8.00
外租船队营业收入	546.70	929.50	996.90	1083.40	1254.77	1490.30	1768.25
外租船队作业日数	9,894	15,266	17,887	17,887	20,570	23,656	27,204
作业日数-YoY	22.24%	54.30%	17.17%	0.00%	15.00%	15.00%	15.00%
外租船队日收入(万元/日)	5.53	6.09	5.57	6.06	6.10	6.30	6.50
船舶服务收入	2,706.50	3,059.30	2,919.10	3,307.30	3,539.82	3,898.86	4,238.57
YoY-船舶服务收入	10.61%	13.04%	-4.58%	13.30%	7.03%	10.14%	8.71%

资料来源:公司公告, 华泰研究预测

4) 物探和工程勘察服务

物探和工程勘察主要范围为中国海域，一般同一片区域 8-10 年内仅需勘探一次，由于中国的领海面积固定，因此整体市场较为固定，且竞争对手较少，公司倾向于每年维持较为稳定的勘探量，因此我们假设 2022-2024 年该业务的收入增速为 0。

图表47：分业务营收及增速列示

亿元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
油田技术服务	9,822	15,061	13,324	15,085	17,432	19,698	21,668
钻井服务	7,766	10,842	11,466	8,779	10,174	12,094	13,426
船舶服务	2,707	3,059	2,919	3,307	3,540	3,899	4,239
物探和工程勘察服务	1,652	2,173	1,251	2,032	2,032	2,032	2,032
营业收入	21,946	31,135	28,959	29,203	33,177	37,722	41,364
油田技术服务-YoY	49.01%	53.33%	-11.53%	13.22%	16.00%	13.00%	10.00%
钻井服务-YoY	15.77%	39.61%	5.75%	-23.43%	15.88%	18.87%	11.02%
船舶服务-YoY	10.61%	13.04%	-4.58%	13.30%	7.03%	10.14%	8.71%
物探和工程勘察服务-YoY	-2.28%	31.60%	-42.44%	62.43%	0.00%	0.00%	0.00%
营业收入-YoY	25.86%	41.87%	-6.99%	0.84%	13.61%	13.70%	9.65%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

5) 毛利率

由于油气服务公司重资产的属性，不同收入体量下毛利率波动相对比较大，且各种服务种类多样，附加值不同，不同服务种类的结构调整也会导致毛利率的波动。同时，公司在 2017 年会计基准前将大部分研发费用并入营业成本而非管理费用，因此 2017 年以前的毛利率因口径不同，可比性较差。同时我们认为，钻井业务历史年度毛利率波动较大，可比性较低。由于油田技术服务公司持续创新以掌握更高技术水平的服务能力，因此毛利率水平有望稳步提升。我们预计 2022-2024 年油田技术服务业务毛利率分别为 30%/30.2%/30.5%。钻井服务毛利率参考 2020 年业务收入体量(114.65 亿元)，同时考虑规模效应，给予 2022-2024 年 20.5%/21%/21.5%的毛利率水平。考虑到我们预计的 2022-2024 年另两项服务收入维持稳定增速，我们预计在这一收入体量下，毛利率有望维持稳定。

图表48：分业务毛利率预测

亿元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
油田技术服务	25.4%	26.4%	28.8%	29.3%	30.0%	30.2%	30.5%
钻井服务	-4.5%	11.7%	26.0%	0.3%	20.5%	21.0%	21.5%
船舶服务	8.8%	10.2%	7.6%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
物探和工程勘察服务	1.2%	13.0%	-28.8%	2.5%	3.0%	3.0%	3.0%
总体毛利率	10.9%	18.8%	23.0%	16.4%	23.2%	23.6%	24.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

6) 期间费用率

由于公司的主要客户是中海油，因此销售费用率较低，我们认为，虽然公司收入逐步增加，但随着全球海油开采逐步复苏，公司有望投入更多销售费用用以开拓海外市场，因此我们预计 2022-2024 年公司销售费用率有望持平，为 0.10%。由于规模效应，我们认为公司管理费用率将逐步下降，预计 2022-2024 年分别为 2.48%、2.45%、2.40%。公司有望持续投入油技服务的研发，我们预计 2022-2024 年公司仍将维持 3.3%的研发费用率。

图表49：期间费用率预测表

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.12%	0.11%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
管理费用率	3.01%	2.26%	2.26%	2.48%	2.48%	2.45%	2.40%
研发费用率	3.38%	3.00%	2.66%	3.29%	3.30%	3.30%	3.30%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

综上，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 30.43、39.26 和 45.87 亿元的预测，同比增长 872%、29%和 17%，对应 EPS 分别为 0.64、0.82、0.96 元。

图表50: 2022-2024E 公司主要财务数据

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	21,946	31,135	28,959	29,203	33,177	37,722	41,364
YoY	25.86%	41.87%	-6.99%	0.84%	13.61%	13.70%	9.65%
归母净利润 (亿元)	71	2,502	2,703	313	3,043	3,926	4,587
YoY	114.12%	3434.12%	8.03%	-88.41%	871.80%	29.01%	16.82%

资料来源: Wind, 华泰研究

可比公司估值

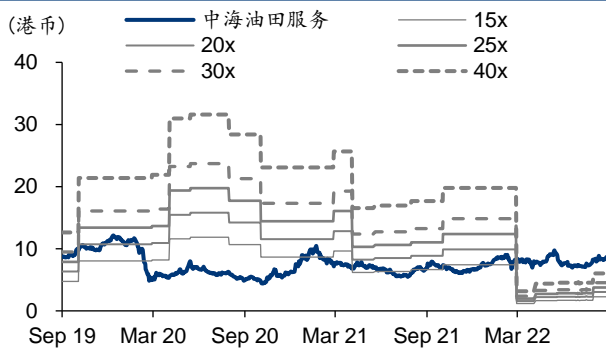
参考其他港股主要传统能源机械设备公司 Wind 一致预测 2022PE 估值均值 12 倍, 考虑到中海油在“三桶油”中相对较好的盈利能力和经营质量, 以及公司从中海油资本开支增长直接受益程度较高, 我们认为公司业绩波动性有望逐步降低, 给予中海油田服务 2022 年 13.5 倍 PE 估值, 目标价 9.65 港元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表51: 可比公司估值 (数据日期为 2022 年 9 月 23 日)

证券代码	证券简称	市值(亿元)	EPS (元)				P/E (倍)			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
3899 HK	中集安瑞科	169.24	0.44	0.52	0.62	0.78	19.15	16.07	13.51	10.70
3337 HK	安东油田服务	11.81	0.02	0.06	0.08	0.10	16.36	6.95	5.20	3.92
0631 HK	三一国际	235.68	0.40	0.52	0.66	0.83	18.72	14.41	11.36	8.97
	平均数	138.91	0.29	0.36	0.45	0.57	18.08	12.48	10.03	7.86

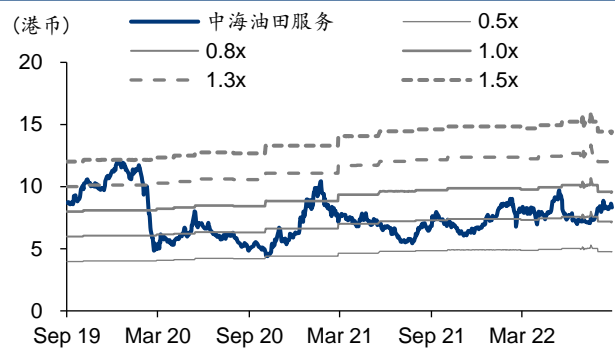
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表52: 中海油田服务 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表53: 中海油田服务 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

风险提示

原油价格波动的风险

油价传导路径可总结为油价上涨，油气公司资本支出的提升与勘探开发投入增加，服务与设备公司工作量增加，或将提振下游服务与设备公司的经营业绩。而原油价格波动或将致使油气公司资本开支波动或增加低于预期，以致油气服务与设备企业的工作量低于预期，从而影响油服公司的业绩。

中海油勘探开发资本开支投入不及预期的风险

当油价回升时，石油勘探开发行业的景气度依次由油气公司向油服向油气装备传导，油气公司资本支出的提升与勘探开发投入增加，将提升油气服务与设备企业工作量，或将提振下游服务与设备制造公司的经营业绩。而油气公司资本开支增加低于预期，或将使油气服务与设备企业的工作量低于预期。中海油服的大部分收入均来自中海油，如中海油勘探开发资本开支不及预期，或导致中海油服工作量及日收入不及预期，从而会有业绩波动的风险。

服务日费率回升不及预期的风险

如行业竞争加剧，服务日费率回升不及预期，则同样工作量下公司收入增长将低于预期，从而会有业绩波动的风险。

油气产业政策波动的风险

国家油气产业政策的执行有望有效提升油气公司资本开支，对油服行业稳步增长有较大的正向影响。如产业政策波动，或将导致油气公司勘探开发资本开支投入不及预期，从而导致油服行业需求不及预期及公司业绩波动的风险。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	28,959	29,203	33,177	37,722	41,364
销售成本	(22,284)	(24,409)	(25,482)	(28,822)	(31,426)
毛利润	6,675	4,794	7,695	8,900	9,938
销售及分销成本	(28.63)	(28.35)	(33.18)	(37.72)	(41.36)
管理费用	(655.15)	(723.29)	(822.79)	(924.20)	(992.74)
其他收入/支出	(803.14)	(994.89)	(1,135)	(1,290)	(1,415)
财务成本净额	(1,259)	(872.71)	(994.86)	(939.73)	(836.16)
应占联营公司利润及亏损	364.92	373.00	121.64	81.09	81.09
税前利润	3,379	1,090	4,341	5,601	6,543
税费开支	(660.42)	(767.50)	(1,281)	(1,652)	(1,930)
少数股东损益	15.13	8.87	17.14	22.11	25.83
净利润	2,703	313.18	3,043	3,926	4,587
折旧和摊销	(3,641)	(3,565)	(3,363)	(3,592)	(3,872)
EBITDA	7,839	5,348	7,952	9,315	10,359
EPS (人民币, 基本)	0.57	0.07	0.64	0.82	0.96

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	2,265	2,625	2,480	3,294	3,002
应收账款和票据	10,222	10,541	11,639	13,580	14,074
现金及现金等价物	6,587	5,113	2,737	4,585	11,535
其他流动资产	7,248	7,003	6,943	6,999	7,013
总流动资产	26,323	25,282	23,800	28,458	35,624
固定资产	45,236	41,548	40,985	40,434	39,120
无形资产	379.74	519.25	510.59	505.96	520.29
其他长期资产	4,004	5,963	6,082	6,158	6,231
总长期资产	49,620	48,030	47,578	47,098	45,872
总资产	75,942	73,312	71,377	75,556	81,496
应付账款	8,847	8,542	10,390	11,844	13,366
短期借款	2,284	2,232	3,989	2,500	2,500
其他负债	5,745	11,235	2,676	2,979	2,825
总流动负债	16,876	22,009	17,056	17,324	18,692
长期债务	191.15	180.24	138.38	99.78	59.43
其他长期债务	20,186	12,906	12,906	12,906	12,906
总长期负债	20,378	13,087	13,045	13,006	12,966
股本	4,772	4,772	4,772	4,772	4,772
储备/其他项目	33,738	33,261	36,305	40,231	44,818
股东权益	38,510	38,033	41,076	45,003	49,590
少数股东权益	178.88	183.50	200.64	222.75	248.58
总权益	38,689	38,216	41,277	45,225	49,838

估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	13.15	113.52	11.68	9.05	7.75
PB	0.92	0.93	0.87	0.79	0.72
EV EBITDA	9.28	13.35	8.43	6.84	5.48
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自有现金流收益率 (%)	6.77	0.79	13.82	10.77	20.67

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	7,839	5,348	7,952	9,315	10,359
融资成本	1,259	872.71	994.86	939.73	836.16
营运资本变动	(1,804)	(644.96)	826.62	(1,073)	1,131
税费	(660.42)	(767.50)	(1,281)	(1,652)	(1,930)
其他	912.02	2,616	(353.65)	(185.95)	(5.57)
经营活动现金流	7,545	7,424	8,139	7,344	10,390
CAPEX	(4,182)	(3,752)	(2,512)	(2,727)	(2,229)
其他投资活动	838.41	(981.31)	(274.77)	(301.26)	(333.04)
投资活动现金流	(3,343)	(4,733)	(2,786)	(3,028)	(2,562)
债务增加量	(169.51)	(63.18)	902.47	(714.99)	(40.34)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(557.54)	(4,133)	(9,443)	(940.74)	(837.84)
融资活动现金流	(727.05)	(4,196)	(8,541)	(1,656)	(878.19)
现金变动	3,220	(1,577)	(3,189)	2,660	6,950
年初现金	3,364	6,584	5,113	2,737	4,585
汇率波动影响	(254.55)	(71.77)	-	-	-
年末现金	6,584	5,006	2,737	4,585	11,535

业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	(6.99)	0.84	13.61	13.70	9.65
毛利润	14.22	(28.18)	60.52	15.67	11.66
营业利润	(7.97)	(72.27)	381.72	29.69	17.14
净利润	8.03	(88.41)	871.80	29.01	16.82
EPS	-	-	-	-	-
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	23.05	16.42	23.19	23.59	24.02
EBITDA	27.07	18.31	23.97	24.69	25.04
净利润率	9.39	1.10	9.22	10.47	11.15
ROE	7.03	0.84	7.41	8.73	9.26
ROA	3.58	0.44	4.29	5.23	5.66
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	49.60	47.18	33.12	22.77	6.63
流动比率	1.56	1.15	1.40	1.64	1.91
速动比率	1.35	0.98	1.19	1.39	1.69
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.38	0.39	0.46	0.51	0.53
应收账款周转天数	127.53	127.74	120.00	120.00	120.00
应付账款周转天数	149.73	127.83	133.33	138.46	144.00
存货周转天数	29.81	36.06	36.06	36.06	36.06
现金转换周期	7.60	35.97	22.73	17.60	12.06
每股指标 (人民币)					
EPS	0.57	0.07	0.64	0.82	0.96
每股净资产	8.07	7.97	8.61	9.43	10.39

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人, 时彧、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。
- 中国石油（601857 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“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。
- 中国石油（601857 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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2022年华泰证券股份有限公司