

袁孝锋
 021-68407559
 qiuxf@cmschina.com.cn

2009年4月1日

中海油服(601808.SH)/14.73元

并购带来压力，业绩低于预期

能源·石油石化

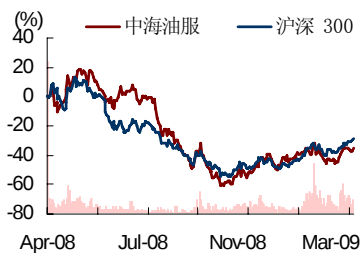
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2408
总股本(万股)	449532
已上市流通股(万股)	49998
总市值(亿元)	662
流通市值(亿元)	74
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	16.9
资产负债率	64.4%
主要股东	中国海洋石油总公司
主要股东持股比例	54.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	-4	-33
相对表现	-4	-15	1



相关报告

事件：中海油服公布 08 年业绩。

- **业绩低于预期** 中海油服公布 08 年业绩，2008 年公司共实现 124 亿元，同比增加 34.5%，净利润为人民币 31 亿元，比上年同期增长 38.6%，基本每股收益为 0.69 元，比上年同期增长 27.8%。虽然剔除非经常性损益 2 个多亿以后，每股收益为 0.74 元，但是考虑公司在 08 年所得税既实行了 15% 的优惠，又取得了 07 年的所得税退税 5.24 亿元，还是低于我们此前预期的 0.75 元。
- **四季度业绩情况分析** 从季度业绩来看，主要是四季度公司的业绩低于预期，前三季度共实现每股收益 0.61 元，四季度仅实现每股收益 0.08 元。从业务板块的情况来看，主要是物探勘探板块的业绩低于预期，虽然收入增长了 30% 以上，但板块业绩基本与去年持平，尤其是在下半年，在新增一艘 8 缆物探船的情况下，仅实现 1 个亿的息税前利润，工作量严重不饱和。另外一个使公司业绩低于预期的是 Awilco 的并购。
- **并购带来压力** 并购给公司带来资产负债表、损益表的压力，从四季度的情况来看，去年四季度共实现收入 9.1 亿元，实现净利润 1.9 亿元。与这个数据有关的是，收购 Awilco，增加折旧 1.94 亿元，财务费用 2.31 亿元，并购带来的其他经营支出为 1.85 亿元（这个可能一次性支出的概率较大），此外在衍生工具上的 1.5 个亿已实现损失和 0.5 个亿的公允价值变动也是因并购对冲利率风险所致，并购在去年四季度给公司带来的肯定是负利润，09 年能否带来增厚还有待观察。另外并购以后出现了 34 个亿的商誉，这一块是否要计提减值准备何时计提减值准备对公司始终是个挑战。
- **投资建议** 我们把公司 09 年和 10 年的业绩从 0.90、1.00 元调整为 0.80、0.89 元。公司最大的压力来自于钻井费率现货市场的调整（虽然公司大部分船签了 2 年的高价合同）。预期波动的区间为 09 年业绩的 15-20 倍，油价往上走，则往 20 倍靠。维持“审慎推荐 A”的评级。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营收入(百万元)	6420	9047	11298	13348	15489
同比增长	33%	41%	25%	18%	16%
营业利润(百万元)	1392	2827	3686	4529	5187
同比增长	64%	103%	30%	23%	15%
净利润(百万元)	1128	2237	3112	3591	3980
同比增长	37%	98%	39%	15%	11%
每股收益(元)	0.25	0.50	0.69	0.80	0.89
PE	58.7	29.6	21.3	18.4	16.6
PB	6.8	3.4	3.0	2.6	2.3

资料来源：招商证券

业绩低于预期 中海油服公布 08 年业绩，2008 年公司共实现 124 亿元，同比增加 34.5%，净利润为人民币 31 亿元，比上年同期增长 38.6%，基本每股收益为 0.69 元，比上年同期增长 27.8%。虽然剔除非经常性损益 2 个多亿以后，每股收益为 0.74 元，但是考虑公司在 08 年所得税既实行了 15% 的优惠，又取得了 07 年的所得税退税 5.24 亿元，还是低于我们此前预期的 0.75 元。

四季度业绩情况分析 从季度业绩来看，主要是四季度公司的业绩低于预期，前三季度共实现每股收益 0.61 元，四季度仅实现每股收益 0.08 元。从业务板块的情况来看，主要是物探勘察板块的业绩低于预期，虽然收入增长了 30% 以上，但板块业绩基本与去年持平，尤其是在下半年，在新增一艘 8 缆物探船的情况下，仅实现 1 个亿的息税前利润，工作量严重不饱和。另外一个使公司业绩低于预期的是 Awilco 的并购。

表 1: 各业务板块业绩

百万元	061H	062H	071H	072H	081H	082H
钻井服务	434	415	859	630	926	1,192
油田技术服务	77	100	114	277	241	230
船舶服务	110	105	173	236	294	197
物探勘查	70	81	375	163	448	104

资料来源：招商证券

表 2: 各业务板块分季度工作量

	081Q	082Q	083Q	084Q
钻井				
作业天数	1,181	1,232	1,309	1,442
自升式钻井船	908	959	1,033	1,166
半潜式钻井船	273	273	276	276
油田技术服务				
测井（井次）	165	303	275	267
钻井液（井数）	67	79	102	107
定向井（井次）	163	240	207	193
固井（井数）	92	113	118	127
完井（井次）	114	147	152	143
物探				
二维				
采集（平方公里）	12,115	14,739	15,678	6,916
数据处理（平方公里）	2,910	367	5,435	4,880
三维				
采集（平方公里）	3,644	3,091	5,058	1,799
数据处理（平方公里）	2,160	2,851	0	3,371

资料来源：招商证券

并购带来压力 并购给公司带来了显著的压力，一是资产负债表的压力，公司的资产负债率出现了显著的上升，并且今明两年到期的负债数额巨大；二是损益表的压力，自升式船供应显著增加，而需求有所减弱，在国际市场找到需求方越来越难。从四季度的情况来看，去年四季度共实现收入 9.1 亿元，实现净利润 1.9 亿元。与这个数据有关的是，收购 Awilco，增加折旧 1.94 亿元，财务费用 2.31 亿元，并购带来的其他经营支出为 1.85 亿元（这个可能一次性支出的概率较大），此外在衍生工具上的 1.5 个亿已实现损失和 0.5 个亿的公允价值变动也是因并购对冲利率风险所致，并购在去年四季度给公司

带来的肯定是负利润，09 年能否带来增厚还有待观察。另外并购以后出现了 34 个亿的商誉，这一块是否要计提减值准备何时计提减值准备对公司始终是个挑战。

09 年产能增长情况 2009 年预计钻井板块将有 1 艘 200 英尺、1 艘 350 英尺、1 艘 375 英尺、1 艘 400 英尺钻井船投产；物探板块将建成海底电缆队，可执行 0-500 米水深范围的地震采集；船舶板块，将有 10 艘工作船和 3 艘驳船投入使用；油技板块，将加快 ELIS 和 FCT 的产业化、投产两艘多功能平台，引进 VSP、LWD、MWD 及酸化压裂船等设备。

投资建议 我们把公司 09 年和 10 年的业绩从 0.90、1.00 元调整为 0.80、0.89 元。公司最大的压力来自于钻井费率现货市场的调整（虽然公司大部分船签了 2 年的高价合同）。预期波动的区间为 09 年业绩的 15-20 倍。维持“审慎推荐 A”的评级。

表 3: 中海油服盈利预测表

利润表 (Rmb mn)	2007	2008	2009E	2010E
部门收入	10,246	12,180	14,393	16,726
钻井服务	4,685	5,411	6,313	7,624
油田技术服务	2,453	2,947	3,439	3,917
船舶服务	1,481	1,770	2,184	2,367
物探勘查	1,628	2,052	2,457	2,818
减：部门间抵扣	(1,238)	(917)	(1,081)	(1,273)
其他经营收入	39	35	35	35
收入合计	9,047	11,298	13,348	15,489
经营费用				
物料、燃料及其他消耗	(2,525)	(3,133)	(3,669)	(4,394)
人工成本	(1,123)	(1,373)	(1,588)	(1,830)
维修费用	(318)	(457)	(518)	(634)
其他成本	(1,212)	(1,362)	(1,508)	(1,687)
折旧摊销	(1,042)	(1,288)	(1,536)	(1,756)
经营费用合计	(6,219)	(7,612)	(8,819)	(10,302)
经营收益 (EBIT)				
钻井服务	1,489	1,920	2,288	2,668
油田技术服务	391	633	783	909
船舶服务	409	543	680	669
物探勘查	538	589	778	941
经营收益合计	2,827	3,686	4,529	5,187
融资成本净额	(74)	(534)	(604)	(604)
应占联营公司的损益及其他	113	213	300	213
除税前正常业务利润	2,866	3,365	4,225	4,796
所得税	(629)	(252)	(634)	(815)
除税后正常业务利润	2,237	3,112	3,591	3,980
少数股东权益	0	0	0	0
净利润	2,237	3,112	3,591	3,980

资料来源：招商证券

分析师简介

袁孝锋，复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2008、2007 年最佳分析师石油化工第二名。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。