

中海油服(601808)调研报告

——油气基本面决定公司增长速度

中性

首次评级

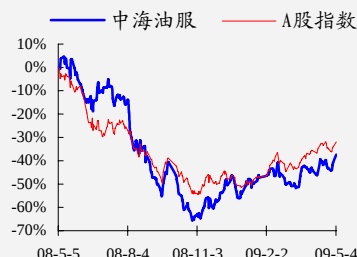
石油天然气开采服务

2009 年 5 月 5 日

投资要点:

- 公司主要从事海洋钻井服务、油田技术服务、船舶服务和物探服务，是我国主要的油田技术服务公司之一。
- 目前，公司的主要业务量来自于中海油，为中海油提供全部的钻井服务和其他大部分的油技服务、船舶服务和物探服务。
- 通过对挪威公司的收购，公司的海外业务有了很大的发展，同时，公司的钻井装备水平也得到了极大的提升。
- 公司计划在油技服务业务上加大研发投入，力争在三年内有所突破，并逐步使油技业务在公司主营中的占比提高到 50% 左右。
- 公司在船舶服务和物探服务上将继续提升装备水平，并使每年的船舶净投用量保持在 15% 左右递增速度。
- 公司各项业务的日费水平与原油价格的变动呈现正相关性，因此，长期来看，原油价格的上升趋势将是公司业绩最有力的支撑。
- 综合分析宏观和微观的多种影响因素，预测公司 2009、2010 年业绩分别是，EPS 为 0.73 元和 0.83 元。
- 公司是一家典型的大型的成长性公司，公司的发展前景可以看好，但是，公司收购挪威公司的资产存在较大减值的可能，使得业绩存在一定的不确定性，因此，暂给予公司 A 股“中性”的投资评级。

走势图



市场数据

2009-5-4

收盘价:	16.29 元
52 周最高价:	28.12 元
52 周最低价:	8.50 元
平均持仓成本:	14.80 元

基本数据

2008Q4

总股本 (万股):	449532
流通 A 股 (万股):	50000
每股收益 (元):	0.69
每股净资产 (元):	4.40
每股经营现金流 (元):	0.90
市净率:	3.70

业绩预测:

	主营收入 (亿元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (亿元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	124.30	34.50	31.02	38.64	0.69	15.67	23.61	0.93
2009E	161.59	30.00	32.81	5.77	0.73	15.02	22.32	1.33
2010E	185.83	15.00	37.31	13.72	0.83	15.46	19.63	1.67
2011E								

分析师: 王伟纲

TEL: (8621)6336 7000-255

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangwg@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

钻井业务面临压力

通过对挪威钻井公司的收购，公司的钻井业务装备实力得到了大幅的提升。其中，自升式钻井船由 13 艘增加到 19 艘，且平均船龄由 26 年降低到 19 年。另外还增加了 2 艘生活平台。

目前，公司基本垄断了中海油的钻井业务。此外，海外业务也有了一定的拓展。截至 2008 年底，公司有 10 艘钻井船在渤海作业，1 艘在黄海作业，5 艘在南海作业，其余 8 艘在越南、印尼、澳大利亚、沙特、北海和利比亚等地作业。根据公司的最新安排，在海外的部分钻井船有部分将于近期调往渤海作业，以优先满足国内的生产需求，原因是近来海外的钻井船日费下降得较多。公司的钻井船在最近三年的日费水平与原油价格的比较如图 1 所示（不含挪威公司的船）。

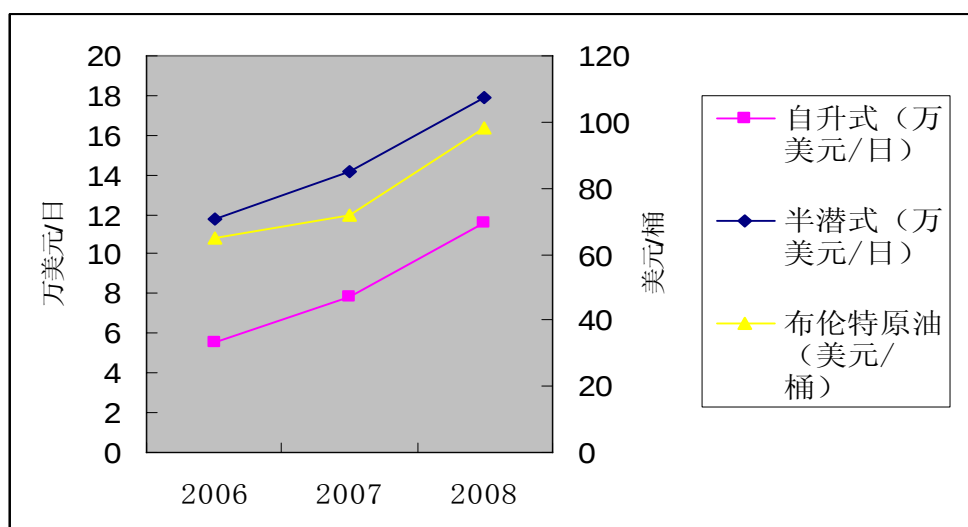


图 1 公司最近三年钻井船日费与原油价格对照图

数据来源：公司各期年报、东北证券金融与产业研究所

从上图可以清晰地看到，最近三年中，公司钻井船的日费水平与原油价格呈现出高度的正相关性。因此可以认为，原油价格的高低是决定日费水平涨落的关键因素。

公司的钻井船的日费水平的确定方式和周期有多种。长周期的有年度合同，甚至跨年度合同。短周期的有季度合同。有的项目采用的是固定价格，也有的项目采用的是变动价格。一般来说，国内项目的价格相对比较稳定，且具有一定的涨价刚性。而海外项目的价格则变动较快，而且变动幅度也更大。

由于全球经济增长明显放缓，2009 年原油需求预计呈现负增长。因此，全球对钻井业务的需求量，以及钻井船的日费水平都可能出现下降。公司的海外钻井业务肯定将面临萎缩，且盈利能力下降的局面。国内钻井业务也面临一定的压力。同时，挪威子公司还将面临巨大的资产折旧压力，以及资产减值的压力。公司预计挪威子公司今年力争取得盈亏平衡。国内方面，由于中海油业务需求还会有所增长，

公司的钻井船还将有所增加，因此，公司力争保持一定的增长。

油技业务力争突破

油技业务是公司今后发展的重点，公司的远景规划中，此项业务将占到半边天，而目前还不到 1/4。技术的不断推陈出新是油技业务增长的原动力。公司最近三年油技业务收入如图 2 所示。

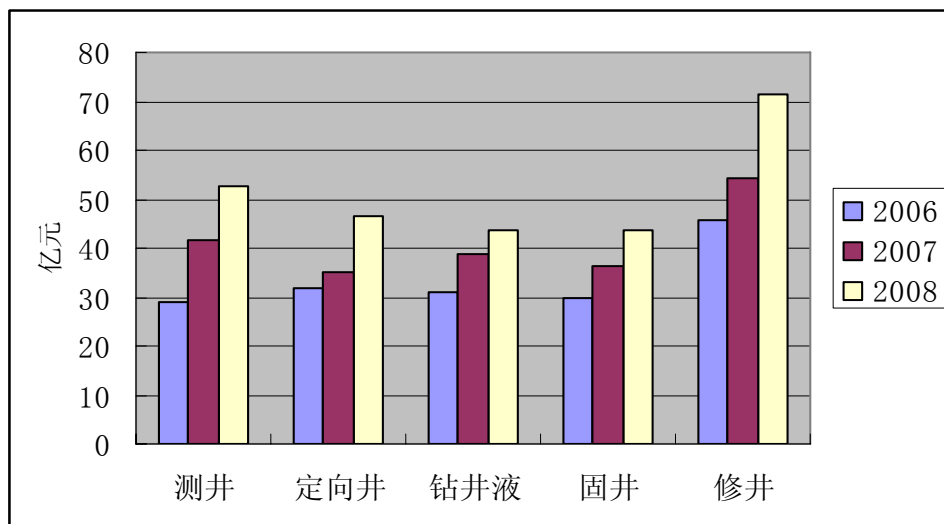


图 2 公司最近三年油技业务收入示意图

数据来源：公司各期年报、东北证券金融与产业研究所

从上图可以看出，公司各项油技业务都呈现稳定增长的态势。在油田勘探开发过程中，测井是确定和评价油、气层的重要手段之一，对提高开采的经济效益发挥着重要的作用。公司的测井中心拥有世界一流的地面测井采集处理系统设备，以及套管井、生产测井系统和自主研发的 ELIS 测井仪器等，可以为客户提供优质的数据采集和资料解释服务。钻井中途测试仪（FCT）工程样机测试成功，使公司成为全球第四家拥有该技术的企业。

公司的定向井业务同样具有雄厚的技术实力，也是增长最快的业务。目前，公司的该项业务已经进入国内陆地油气田市场和海外市场，不仅开辟了新市场，还提高了在特殊环境下作业的能力。在固井方面，公司通过合作引进和自主研发，拥有了具有世界先进水平的设备、工具、水泥添加剂和固井工程设计软件，其各种水泥浆体系可以满足各种油、气井和地热井的固井技术要求。

公司能为客户提供钻井液和完井液的一体化服务，钻井液固控及钻井废弃物处理服务。合成基钻井液的研发使得钻井液服务成功进入印尼市场，该技术能在作业中将平均机械钻速提高 95%。公司的修井业务的服务范围不断扩大，业务量和收入都增长迅速。

尽管公司在油技服务方面取得了长足的进步，然而，在与国际知名公司相比时，

差距还是显而易见的。例如与斯伦贝谢公司比较，公司的营业收入和净利润都不及对方的 1/10，取得专利数不及对方的 1/20，如果单比较测井等主要服务项目的数据，则差距更大。公司在高端测井设备、综合服务软件、服务技术种类和研发投入等方面都存在较大差距。公司计划用三年左右的时间，力争在技术研发方面有所突破。目前，在国内的油技服务的高端领域，公司仍存在不少空白点，这些也成为了国际知名公司打入中国市场的切入点。因此，公司必需在自主创新方面有所作为，从而打破国际知名公司的“专利圈地”的策略，使公司的发展上一个新台阶。

船舶和物探重在装备

公司拥有我国最大、功能最齐全的近海工作运输船队。截至 2008 年底，公司拥有各类工作船 75 艘，租用 5 艘，油轮 4 艘、化学品船 5 艘，这些船主要在我国海域作业。近海工作船为近海油气勘探、开发和生产提供服务，负责运送物资和人员，以及海上守护工作。此外，还为钻井平台移位、定位以及近海拖航、起抛锚等服务。

2008 年，公司新投用船舶 8 艘，报废 2 艘，船只平均可用天使用率达到 99.3%，基本处于满负荷状态。公司计划在今后 5 年中，平均每年净投用船只递增 15% 左右，使得船舶服务能够满足公司总体发展的需求。

公司船舶服务的日费变动趋势与钻井船类似，基本与原油价格的涨跌呈正相关性。因此，从长期来看，原油价格的上升趋势将带动日费水平的不断走高，公司的船舶资产的收益率也可谨慎看高。

公司的物探服务分为地震勘探服务和工程勘察服务两大类。目前，公司拥有 8 艘物探船和 4 艘综合性海洋工程勘察船。公司是我国近海物探勘察服务的主要提供者，同时在南北美洲、中东地区、非洲及欧洲沿海都提供服务。

新装备的不断投用以及海外市场的开发，使得公司的物探业务呈现了良好的发展势头。2009 年，公司将组建海底电缆队，可执行 0~500 米水深范围内的地震采集。公司将不断致力于改善装备水平，使公司的物探服务在深度和广度上不断取得新突破。

盈利预测

公司 2009、2010 年业绩预测如表 1 所示。

表 1 公司 2009、2010 年业绩预测表

项目	2007 年	2008 年	2009 年 E	2010 年 E
营业收入	92.42	124.30	161.59	185.83
营业成本	58.90	79.30	96.35	113.57
税金及附加	2.34	2.87	3.73	4.29
销售费用	0.03	0.06	0.07	0.09
管理费用	2.84	3.79	4.80	5.50

财务费用	0.90	3.66	13.50	13.00
资产减值损失	0.06	1.59	3.00	3.00
公允价值变动收益		0.53	0.50	0.50
投资收益	1.25	0.90	0.80	1.00
营业利润	28.59	33.39	41.44	47.88
营业外收入	0.39	0.49	0.70	0.65
营业外支出	0.31	0.81	0.60	0.70
利润总额	28.67	33.07	41.54	47.83
所得税	6.29	2.05	8.73	10.52
净利润	22.38	31.02	32.81	37.31
归属母公司净利润	22.38	31.02	32.81	37.31
少数股东损益				
EPS	0.54	0.69	0.73	0.83

数据来源：公司年报、东北证券金融与产业研究所

注：除 EPS 单位为元外，其余均为亿元。

估值和评级

通过上市和对挪威公司的收购，公司的资产规模得以迅速的扩张。中海油业务的持续增长给公司提供了足够的施展舞台，海外业务的拓展更是潜力巨大。预计在未来的 5~10 年间，公司的资本投入仍然会比较大，公司的营收规模还有很大的上涨空间。原油和天然气作为全球核心能源的地位在短时期内还难以改变，油气价格在长期仍将保持上升趋势。因此，具有全球竞争优势的大型油田服务龙头公司的盈利前景仍然可以看好。

公司与国际知名公司之间的差距在一段时期内还会存在。但是，公司通过加大研发投入，通过技术合作等方式，可以逐步缩小这些差距。再通过数年的努力，公司是有能力跻身于全球性大型油田服务公司之列的。基于对公司成长性的看好，以及预期年均 15%~20% 的增长率，因此，给予公司 A 股 20 倍左右的动态 P/E 是合理的。公司 A 股的合理定价为 18.00 元，对于 2009、2010 年预测业绩，动态 P/E 分别为 24.66 和 21.69 倍。由于公司收购挪威公司的资产存在较大减值的可能，使得公司的业绩存在一定的不确定性，因此，暂给予公司 A 股“中性”的投资评级。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209