

强烈推荐-A (维持)

中海油服 601808.SH

目标估值: 17 元
当前股价: 14.16 元
2010 年 8 月 30 日

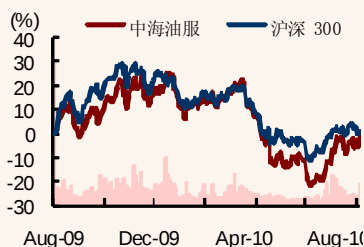
出色的成本控制促使中期业绩超预期!

基础数据

上证综指	2611
总股本(万股)	449532
已上市流通股(万股)	49998
总市值(亿元)	610
流通市值(亿元)	68
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	18.0
资产负债率	62.2%
主要股东	中国海洋石油总公司
主要股东持股比例	53.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	-11	-9
相对表现	12	2	1



相关报告

袁孝锋 CFA

021-68407559
qiuxf@cmschina.com.cn
S1090208070224

张啸伟 (研究助理)

事件: 中海油服公布半年报, 2010 年上半年公司共实现净利润 21.7 亿元, 折合每股收益 0.48 元。超过我们此前预测的 0.42 元。公司出色的成本控制和管理能力是超预期的主因。当前费率处于大周期的低端, 公司的股价仅为 11 年业绩的 14 倍, 我们维持强烈推荐 A 的评级。

- **公司中期业绩超预期** 2010 年上半年公司共实现收入 87.3 亿元, 较去年同期增长 11.7%, 实现净利润 21.7 亿元, 折合每股收益 0.48 元, 超过我们此前预测的 0.42 元。
- **出色的成本控制和管理能力是超预期的原因** 上半年油田技术服务板块增长较快, 上半年共实现收入 22.5 亿元, 比去年增加 5 个亿的收入, 1.7 个亿的 EBIT。钻井板块在 09 年上半年计提了 8 个亿的减值准备, 剔除这个影响的话, 钻井板块的 EBIT 基本没有增加, 但是考虑到自升式船费率 10% 的下降, 钻井板块的成本控制令人惊讶。此外, 受益于平缓的国际金融环境, 公司的财务费用下降明显, 今年上半年财务费用才 2.68 个亿, 去年同期则为 5.92 个亿。显示了公司出色的成本控制和管理能力。
- **全球自升式钻井船将出现分化** 00 年以后建设的、350 英尺以上的和能适应恶劣作业环境的船利用率出现了明显的上升。最近观察到的在利用率没有明显回升的情况下, 自升式船费率指数出现了一定的回升, 是这一市场变化的验证。因为墨西哥湾出事以后, 油公司处于安全的考虑, 老旧的船哪怕费率低, 由于安全设施跟不上, 油公司不敢用, 签单的都是相对较新的船, 所以费率上有所反弹, 但是利用率仍然维持在低位。
- **公司将受益于这一趋势** 公司背靠中海油, 低端船可以投入到国内渤海湾的作业, 高端船可以去海外拿相对较高的价格, 并且公司船龄结构年轻, 船队适应恶劣环境的能力强。公司将显著的受益于自升式船分化的趋势。
- **投资建议:** 在自升式船费率下降 10% 的情况下, 公司钻井板块的 EBIT 没有下滑, 显示了公司出色的成本控制, 此外, 财务费用的节约也显示了公司的成本控制能力, 从这些细微之处可以看出, 公司有一个良好的管理团队。此外, 从大周期来看, 目前公司自升式船的费率处于低端, 并且公司良好的业务、船队结构适应全球自升式钻井船的分化趋势。我们上调公司 10、11 年的盈利预测为 0.84、1.01 元, 当前的股价仅为 11 年业绩的 14 倍, 我们建议买入。风险因素是全球自升式船的费率回升比预期慢。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	12191	17973	18373	20652	22588
同比增长	35%	47%	2%	12%	9%
营业利润(百万元)	3631	4468	4816	5792	7053
同比增长	28%	23%	8%	20%	22%
净利润(百万元)	3103	3135	3791	4522	5568
同比增长	39%	1%	21%	19%	23%
每股收益(元)	0.69	0.70	0.84	1.01	1.24
PE	20.5	20.3	16.8	14.1	11.4
PB	2.9	2.5	2.2	2.0	1.7

资料来源: 招商证券

一、中期业绩超预期

公司中期业绩超预期 2010 年上半年公司共实现收入 87.3 亿元，较去年同期增长 11.7%，实现净利润 21.7 亿元，同比 111.4%，折合每股收益 0.48 元。此前我们对于公司中期的业绩预测为 0.42 元，这一预测在市场是个偏高的预测，但公司的业绩超出了我们此前的预期。

出色的成本控制和管理能力是超预期的原因 上半年油田技术服务板块增长较快，上半年共实现收入 22.5 亿元，比去年增加 5 个亿的收入，1.7 个亿的 EBIT。钻井板块在 09 年上半年计提了 8 个亿的减值准备，剔除这个影响的话，钻井板块的 EBIT 基本没有增加，但是考虑到自升式船费率 10% 的下降，钻井板块的成本控制令人惊讶。此外，受益于平缓的国际金融环境，公司的财务费用下降明显，今年上半年财务费用才 2.68 个亿，去年同期则为 5.92 个亿。显示了公司出色的成本控制和管理能力。

表 1、各板块 EBIT 分解

	091H	101H
钻井服务	951	1,780
油田技术服务	332	496
船舶服务	292	351
物探勘查	249	159
合计	1,823	2,785

数据来源：招商证券

二、分板块情况介绍

钻井板块：费率有压力，成本控制得力 2010 年上半年公司通过积极开拓国内外市场，钻井船保持了较高使用率，钻井船平均日历天使用率达到 94.6%，钻井服务业务实现营业收入达到人民币 47.4 亿元，较去年同期的人民币 47 亿元增长 1.0%。自升式船的费率在今年上半年出现了明显的下降，到了 11 万美金/天，而半潜式船则略微有所上升。上半年主要的产能投放是 936 和 937。需要指出的是，在费率下降 10% 的情况下，公司钻井板块的 EBIT 基本没有变化，表明公司在成本控制上面比较有力，这一点在跟公司的沟通当中也得到了确认，公司加强了精细化管理，逐条船进行核算。此外，在对 AWICOL 的整合也节约了成本，成立了 CDPL (COSL Drilling Pan-Pacific Ltd) 接替 PD (Premium Drilling AS)，精简了组织机构、减少了管理环节、提高了运营效率，保证了所有并购资产的安全及有效运营，大幅降低管理费与操作费。

表 2、钻井板块作业天数和费率

美元/天	091Q	092Q	093Q	094Q	101Q	102Q
作业天数	1,948	2,063	2,103	2,041	2,115	2,297
自升式钻井船	1,678	1,793	1,827	1,791	1,911	2,024
半潜式钻井船	270	270	276	250	204	273
费率						
自升式钻井船	126,000	126,000	120,000	120,000	110,000	110,000
半潜式钻井船	188,000	188,000	188,000	188,000	193,000	193,000

数据来源：招商证券

油田技术服务板块：继续快速增长 2009 年公司油田技术服务板块的收入增长达到了 62%，今年上半年继续快速增长，同比增长 33%，共实现收入 22.5 亿元。2009 年的增长，很大的一个推动是公司自升式钻井平台队伍壮大带来的外延式增长，而今年上半年则技术深度和作业范围上下功夫。公司上半年共获得 211 项专利，而去年全年则仅为 162 项。公司自主研发的随钻测井 SPOTE 系统首次井下工作实验获得成功；测井高端业务首次登陆非洲大陆，成功实施电成像、旋转井壁取芯等高端测井作业；氮气泡沫稳油控水项目首次在南海顺利施工。此外，公司拓展了岩屑回注等业务。

物探服务：二季度环比好转，下半年趋势延续 物探服务受油公司需求减少及年初渤海海域冰情等因素影响，集团物探服务业务作业量同比有所减少。但从分季度的数据来看，二季度的情况明显好转，而且从全球的情况来看，对于地球物理勘探的需求在明显的回暖。此外，公司本期新增海底电缆采集业务，上半年完成作业量 185 平方公里，实现收入人民币 5000 万元。

表 3、物探板块情况

	091Q	092Q	093Q	094Q	101Q	102Q
二维						
采集（公里）	7,073	14,524	7,952	4,351	1,018	16,856
数据处理（公里）	0	4,743	7,772	10,073	599	257
三维						
采集（平方公里）	1,774	3,286	4,152	1,182	1,791	3,777
数据处理（平方公里）	1,954	645	2,015	3,337	909	1,392

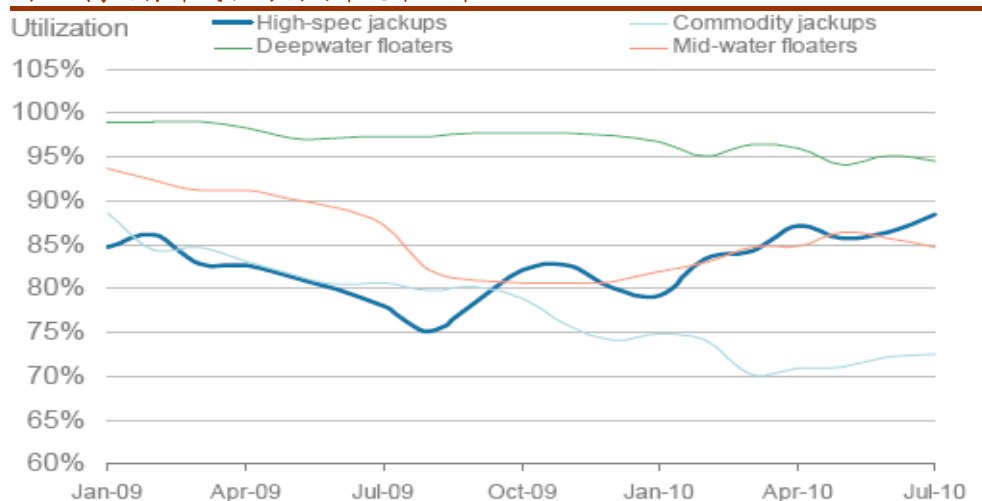
数据来源：招商证券

船舶服务板块：船队结构调整提升费率 2010 年上半年，船舶板块共实现收入 12.3 亿元，同比增长 35.6%。截至 2010 年 06 月 30 日，集团拥有工作船 78 艘，油轮 3 艘，化学品船 5 艘。上半年公司的 78 艘工作船共作业 13,395 天，较去年同期增加 201 天。主要原因一是 2009 年 6 月 30 日之后集团新增 4 艘工作船本期增加作业 721 天；二是去年上半年陆续投产的 9 条工作船本期全部运营增加作业 1,027 天；三是与去年同期相比陆续报废 10 条工作船导致作业减少 1,597 天。作业船的费率有所上调。上半年积极利用外部资源，油轮总运量达到 94.9 万吨，较去年同期的 56.1 万吨增长 69.2%。化学品船运量则为 88.8 万吨，较去年同期的 40.6 万吨增长 118.7%。

三、全球自升式船将出现分化

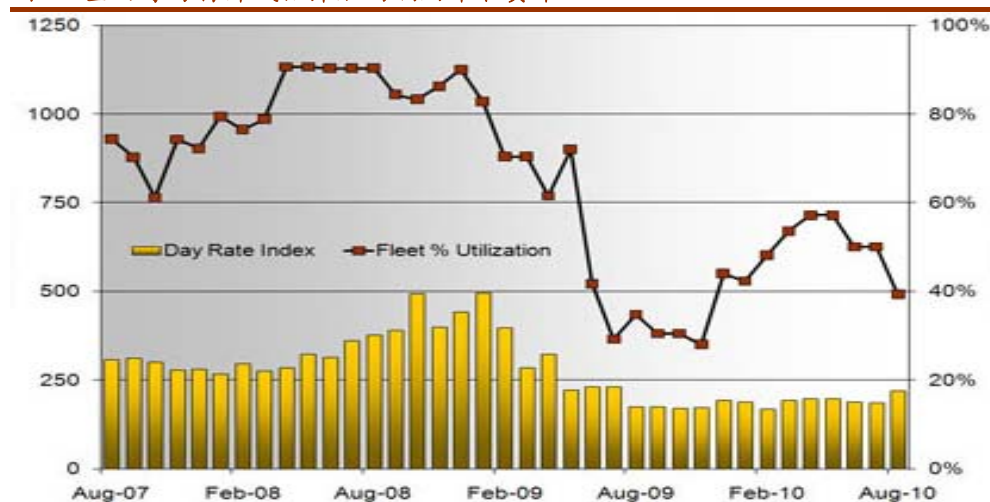
全球自升式钻井船将出现分化 今年上半年全球钻井船的利用率出现了明显的上升,但是墨西哥湾事件的发生,对全球海洋钻井市场产生了负面的影响。但在自升式船里面,明显的出现了分化。**00 年以后建设的、350 英尺以上的和能适应恶劣作业环境的船**利用率出现了明显的上升。最近观察到的在利用率没有明显回升的情况下,自升式船费率指数出现了一定的回升,是这一市场变化的验证。因为墨西哥湾出事以后,油公司处于安全的考虑,老旧的船哪怕费率低,由于安全设施上跟不上,油公司不敢用,签单的都是相对较新的船,所以费率上有所反弹,但是利用率仍然维持在低位。

图1: 高端自升式船的利用率逆市回升



数据来源: 招商证券

图2: 墨西哥湾自升式钻井船的利用率和费率



数据来源: 招商证券

四、公司的船队、业务结构收益于这种分化

自升式船龄全球第二年轻 在并购 Awilco 之前，公司的船队年龄比较老化，只有在 06 年和 08 年建了两艘比较高端的 941 和 942，大部分船龄都超过了 30 年。而并购了 Awilco 以后，整个自升式的船队船龄结构得到了很大的改善，11 艘船船龄较老，但在 00 年以后都进行了改装，12 艘船是在 2006 年以后建成，船龄非常年轻，并且 941/942 和 Awilco 的 8 艘船均定位于高端，能够适应恶劣环境的作业。目前，在大的钻井公司里面，公司的船龄结构第二年轻。

表 4、公司自有船队年龄结构

船名	作业水深(英尺)	类别	最近改造	建造年份
渤海四号	300	自升/悬臂	2,006	1,977
渤海五号	130	自升/凹槽	2,002	1,983
渤海七号	130	自升/凹槽	2,004	1,983
渤海八号	250	自升/悬臂	2,001	1,979
渤海九号	130	自升/凹槽	2,001	1,984
渤海十号	250	自升/悬臂	1,988	1,980
渤海十二号	300	自升/悬臂	2,004	1,978
南海一号	186	自升/悬臂	2,000	1,976
南海四号	300	自升/悬臂	2,001	1,979
海洋石油 935 (租用)	300	自升/悬臂	2,005	1,976
海洋石油 931	328	自升/悬臂	2,004	1,995
海洋石油 941	400	自升/悬臂	-	2,006
海洋石油 942	400	自升/悬臂		2008-8-18
海洋石油 937	300	自升/悬臂		2010-1-6
海洋石油 936	300	自升/悬臂		2010-1-7

数据来源：招商证券

表 5、并购的 Awilco 船队船龄

船名	船型	建造日期	工作水深(英尺)
WilPower	自升式	2006	375
WilCraft	自升式	2006	400
WilSuperior	自升式	2007	375
WilBoss	自升式	2008	400
WilForce	自升式	2008	375
WilSeeker	自升式	2008	375
WilStrike	自升式	2009	400
WilConfidence	自升式	2009	375

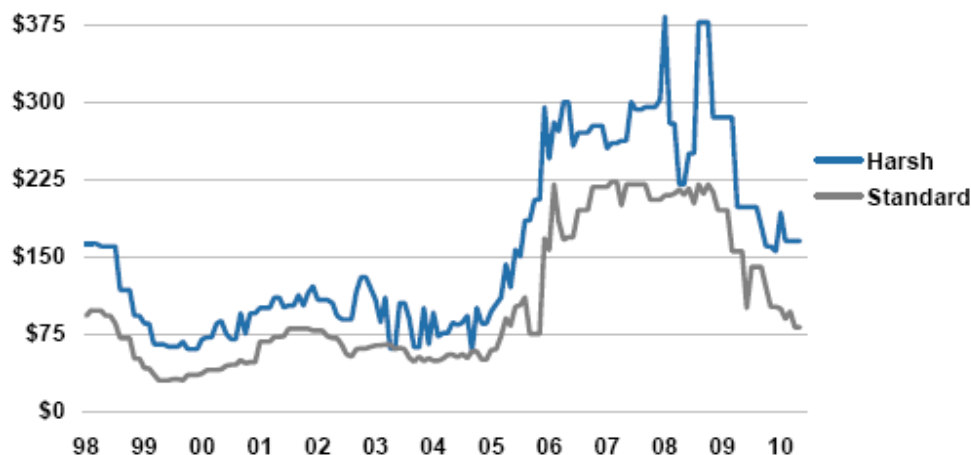
数据来源：招商证券

低端船做国内渤海湾，高端船做南海和海外 渤海湾特定的地理和气候环境决定了低端船已经足够适用。渤海湾三面环陆地，台风侵袭又少。且渤海海底地形平缓，小于 30 米水深的海域占渤海总面积的 95% 以上。为低端船提供了很好的作业场所。公司共有 12 艘 06 年以后建的高端船，尤其是 Awilco 投的 8 艘船，当时的定位就是面向挪威的北海海域，其作业环境极其恶劣，目前其高端船的价格仍在 15 万美元/天以上。

综上所述，公司背靠中海油，低端船可以投入到国内渤海湾的作业，高端船可以去海外拿相对较高的价格，并且公司船龄结构轻，船队适应恶劣环境的能力强。公司将显著的

受益于自升式船分化的趋势。

图3: 北海海域自升式船费率



数据来源: 招商证券

五、当前费率处于大周期的低端

当前费率处于大周期的低端 原油价格已经从 09 年最低的 30 多美元/桶反弹到了 70-85 美元/桶的区间, 在这样的一个原油价格区间, 海洋石油的开发盈利性有很好的保障, 事实上, 从上半年来看, 油公司对于海洋钻井平台的需求一直在回升。但费率一直在往下走, 一方面是之前建设的产能陆续投放, 加剧了产能过剩; 另外一方面墨西哥湾漏油事件以后, 减少了一部分需求。但是从当前费率的绝对水平来看, 已经处于大周期的低端。唯一的问题是什么时候开始上涨, 另外最终对墨西哥湾漏油事件的调查结论以及带来的监管变化。预计到今年年底这方面的情况能够看的比较清楚。

六、投资建议

投资建议: 在自升式船费率下降 10% 的情况下, 公司钻井板块的 EBIT 没有下滑, 显示了公司出色的成本控制, 此外, 财务费用的节约也显示了公司的成本控制能力, 从这些细微之处可以看出, 公司有一个良好的管理团队。此外, 从大周期来看, 目前公司自升式船的费率处于低端, 并且公司良好的业务、船队结构适应全球自升式钻井船的分化趋势。我们上调公司 10、11 年的盈利预测为 0.84、1.01 元, 当前的股价仅为 11 年业绩的 14 倍, 我们建议买入。

表 5、中海油服盈利预测表

利润表 (Rmb mn)	2009	2010E	2011E	2012E
部门收入	19,477	19,892	21,976	24,045
钻井服务	11,177	10,328	10,994	12,123
油田技术服务	4,568	5,253	6,041	6,645
船舶服务	2,245	2,447	2,758	2,813
物探勘查	1,487	1,865	2,184	2,463
减: 部门间抵扣	(1,598)	(1,554)	(1,361)	(1,494)
其他经营收入	95	35	36	37

收入合计	17,973	18,373	20,652	22,588
经营费用				
物料、燃料及其他消耗	(3,756)	(4,230)	(4,682)	(4,960)
人工成本	(2,670)	(2,913)	(3,277)	(3,415)
维修费用	(609)	(681)	(746)	(805)
其他成本	(3,605)	(2,735)	(2,836)	(2,837)
折旧摊销	(2,865)	(2,998)	(3,319)	(3,518)
经营费用合计	(13,505)	(13,557)	(14,860)	(15,535)
经营收益 (EBIT)				
钻井服务	2,748	2,753	3,083	3,703
油田技术服务	743	963	1,244	1,660
船舶服务	654	655	856	899
物探勘查	323	445	608	790
经营收益合计	4,468	4,816	5,792	7,053
融资成本净额	(819)	(536)	(722)	(752)
应占联营公司的损益及其他	110	180	250	250
除税前正常业务利润	3,759	4,460	5,319	6,551
所得税	(624)	(669)	(798)	(983)
除税后正常业务利润	3,135	3,791	4,522	5,568
少数股东权益	0	0	0	0
净利润	3,135	3,791	4,522	5,568

数据来源：招商证券

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。

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》2009、2008、2007 年最佳分析师石油化工第二名。

张啸伟：南开大学国际经济研究所世界经济硕士，天津大学化学工程与工艺学士，2010 年 4 月加盟招商证券，现为招商证券化工行业分析师。

投资评级定义

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±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

免责声明

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。