

海工领域的最快受益者

中海油服 (601808) 研究报告 评级: 买入 (首次)

股价: 14.42 元 目标价位: 19 元

深度报告

2010 年 10 月 8 日 星期五

牛纪刚
 执业证书编号: S0630209060131
 021-50586660-8636
 niujg@longone.com.cn
 机械行业 高级分析师

联系人: 赵语涛
 021-50586660-8637
 zhaoyt@longone.com.cn
 机械行业

联系人: 顾颖
 021-50586660-8638
 dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 19 元
 升值潜力(%) 31.8%
 目标价确定日期: 2010-9-30

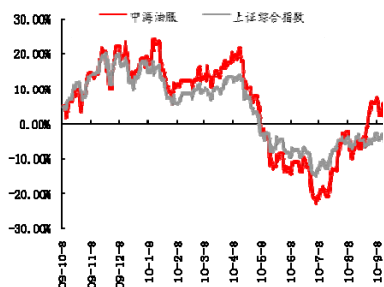
重要数据

总股本(亿股) 44.95
 流通股本(亿股) 5.00
 总市值(亿元) 623.05
 流通市值(亿元) 69.30

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-1.84%	-0.26%
3 个月	34.26%	24.31%
6 个月	-11.02%	4.55%

个股相对上证综指走势图



投资要点

- 国家海工政策的最快受益者。**公司是中国近海市场最具规模的综合型油田服务供应商。服务贯穿海上石油及天然气勘探, 开发及生产的各个阶段。业务分为四大类: 物探勘察服务、钻井服务、油田技术服务及船舶服务, 涵盖了海洋工程的上、中、下游服务。上游服务使得公司成为国家海工政策的最快受益者。
- 深海开发将推动公司在十二五期间快速发展。**十二五期间母公司中海油将在中国的近海大陆架和大陆坡将会再建设 5000 万吨的油气生产能力, 同时将会有 2-3 个深水油气田要建成投产, 相关总投资将超过 2500-3000 亿元。母公司的深海投资和油价的稳定将推动公司在十二五期间快速发展。
- 产能增加, 钻井平台费率处于底部, 公司具有长期投资价值。**一方面, 4 艘 200 英尺自升式钻井船将在 2010 下半年和 2011 年交付; CDE 在建的 3 艘作业水深为 2500 英尺半潜式钻井船预计投放运营时间为 10 年末、11 年末以及 12 年; 母公司中海油在建的 10000 英尺半潜式钻井船将于 2011 年上半年交付。另一方面, 国际钻井船费率处于低端。综合公司产能和费率, 我们认为公司具有长期投资价值。
- 钻井业务和油田技术服务是公司未来发展的重点。**公司上半年业绩超预期原因在于公司成本控制能力和管理能力的提高。未来公司业务发展的重点在于钻井和油田技术服务。钻井业务是公司进军海外市场的首选, 未来海外业务占比有望达到 40%; 油田技术服务板块具有轻资产特性, 主要市场为国内海上市场, 未来业务占比将达到 40%。
- 预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 为 0.76 元、1.06 元、1.51 元。**结合目前公司的经营状况及未来的成长性, 给予买入评级。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	183	207	266	357
营业收入增长率(%)	47.6%	13.0%	28.6%	33.8%
营业利润(亿元)	41.7	42.1	58.8	83.4
营业利润增长率(%)	24.8%	1.1%	39.5%	42%
净利润(亿元)	31	34	47	68
净利润增长率(%)	1.1%	9.3%	38.6%	42.5%
每股收益(元)	0.70	0.76	1.06	1.51
每股净资产(元)	4.96	5.57	6.42	7.62

目录

1. 国家海工政策的最快受益者	4
1.1. 国内最大的油田服务上市公司	4
1.2. 海洋工程政策的最快受益者	5
2. 深海开发推动公司进入十二五景气周期	6
2.1. 油价复苏推动国际海工业务发展	6
2.2. 国家战略推动海洋工程发展	8
2.3. 十二五期间公司年收入有望超过 235 亿元	9
3. 公司产能增加，费率处于低点，长期看好	9
3.1. 公司不断提高各业务板块产能，为未来布局	9
3.2. 国际钻井船费率处于低部，未来有望回升	10
4. 未来公司发展内看油田技术服务，外看钻井服务	11
4.1. 2010 上半年业绩超预期是由于成本的有效控制	11
4.2. 钻井业务是公司重点发展业务，也是拓展国外市场的关键	12
4.3. 油田技术服务是公司的另一重点业务，未来重点在国内	13
4.4. 船舶业务稳步发展	14
4.5. 物探业务受益于南海开发，有望提速发展	14
5. 风险因素和催化剂	14
6. 盈利预测与估值	15
6.1. 盈利预测:未来三年净利润复合增长率为 29.93%	15
6.2. 估值: 合理价格为 19 元	15

图形目录

图 1. 综合型油田服务全面解决方案供应商	4
图 2. 净利润 4 年复合增长率 42.58% (单位: 亿元)	5
图 3. 公司收入与母公司中海油资本开支占比	5
图 4. 2010 上半年公司各项业务收入情况	5
图 5. 2010 上半年公司收入分区域情况	5
图 6. 中海油服所从事的业务	6
图 7. 1861-2009 世界原油价格趋势	7
图 8. 世界各地海洋开发支出	7
图 9. 我国东海海域情况	8
图 10. 我国南海海域情况	8
图 11. 中海油总公司上游投资	9
图 12. 中海油总公司上游投资占比	9
图 13. 全球半深水半潜式平台费率和使用率情况	10
图 14. 全球深水浮式平台费率和使用率情况	10

图 15. 墨西哥湾 250-300 英尺水域自升平台费率和使用率情况.....	11
图 16. 西北欧水域自升平台费率和使用率情况.....	11
图 17. 油田自投产第一年起油田综合递减率	13

表格目录

表 1. 公司新增钻井船.....	12
表 2. 钻井服务费率情况（万美元/日）	12
表 3. 钻井服务板块收入预测.....	12
表 4. 公司收入分项预测（单位：亿元）	15
表 5. 可比上市公司情况.....	15
表 6. 公司财务预测.....	17

1. 国家海工政策的最快受益者

1.1. 国内最大的油田服务上市公司

中海油田服务股份有限公司（COSL）是中国海洋石油总公司的控股公司，是中国海上最大的油田服务上市公司，也是亚洲地区功能最全、服务链最完整、最具综合性的海上油田服务公司。公司的业务涉及石油及天然气勘探、开发及生产的各个阶段，主要分为钻井服务、油田技术服务、船舶服务、物探勘察服务四大板块。公司占据了国内近海油田技术服务市场大部分份额，其中固井、泥浆等服务在中国近海拥有绝对市场优势；公司在市场上拥有和操作规模最庞大和功能最广泛的大型装备群，具有较强的竞争能力，可服务于整个中国海域的油田服务市场。

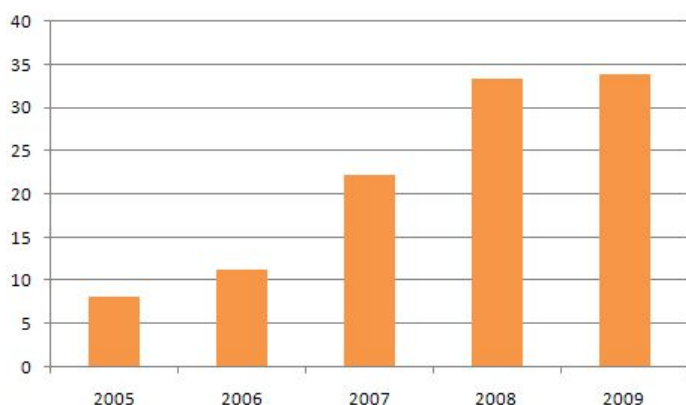
公司拥有中国最强大的海上石油服务装备群。截至到目前，公司共运营和管理 27 艘钻井船（包括 23 艘自升式钻井船（其中租用 1 艘）、4 艘半潜式钻井船（其中管理 1 艘））、2 艘生活平台、4 套模块钻机和 6 台陆地钻机。另外，COSL 还拥有和操作中国最大、功能最齐备的近海工作船队，包括 80 多艘各类工作船和 3 艘油轮；5 艘化学品船；8 艘地震船；4 艘勘察船及包括 FET、LWD、ONTRAK 等众多先进的测井、泥浆、定向井、固井和修井等油田技术服务设备。作为中国海上最大的油田服务上市公司，公司既可以为用户提供单一业务的作业服务，也可以为客户提供一体化整装、总承包作业服务。公司的服务区域包括中国海域，并延伸至世界其他地区，例如：南美、北美、中东、非洲、欧洲、东南亚和澳大利亚。

图 1. 综合型油田服务全面解决方案供应商



资料来源：公司网站

图 2. 净利润 4 年复合增长率 42.58% (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图 3. 公司收入与母公司中海油资本开支占比

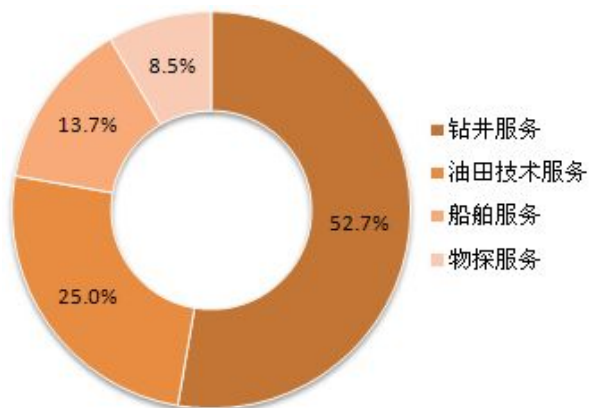


资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

1.2. 海洋工程政策的最快受益者

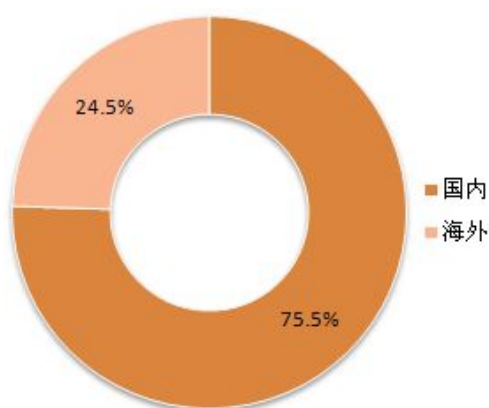
公司主要业务包括钻井服务、油田技术服务、船舶服务和物探勘察服务。公司在市场上拥有和操作规模最庞大和功能最广泛的大型装备群, 可服务于整个中国海域的油田服务市场。

图 4. 2010 上半年公司各项业务收入情况



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图 5. 2010 上半年公司收入分区域情况

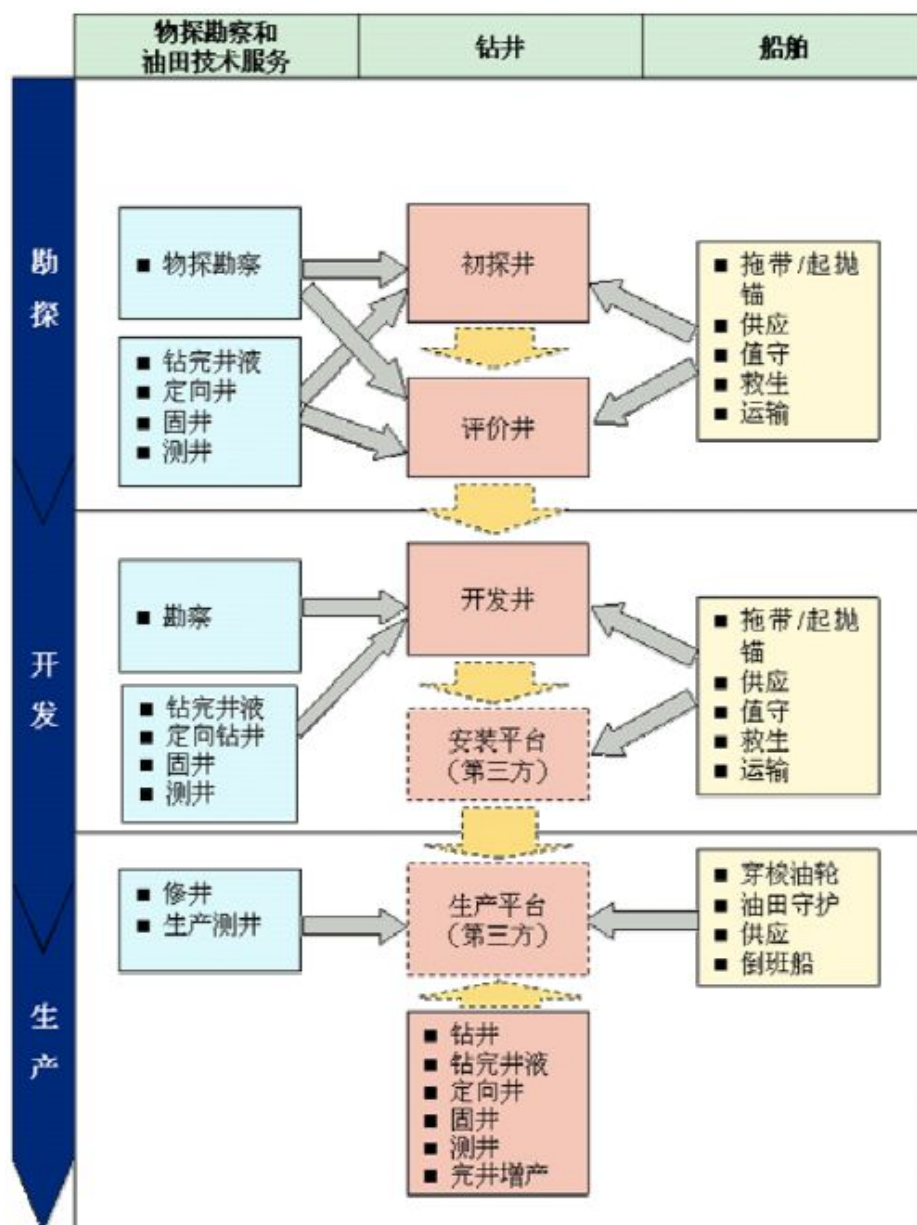


资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

公司拥有完整的产业链条, 可提供勘探、开发及生产等阶段的一体化油田服务。完整的产业链条使本公司具备了为客户提供一体化的管理服务的能力, 同时具备了交叉销售潜力和成本优势, 并进一步提升了整体竞争实力。完整的产业链条还使得公司的收入和现金流受益于行业的不同阶段和各个环节, 从而更具备稳定增长的潜力。

更为重要的是, 国家在深水方面的“海上大庆”计划到 2020 年在南海深水海区建成年产 5000 万吨油当量能力。油气开发要经历勘探、开发、生产等过程, 公司的服务包含上游、中游、下游, 上游的勘探服务使得公司比海油工程公司等公司更快地受益于国家开发深海的战略。

图 6. 中海油服所从事的业务



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

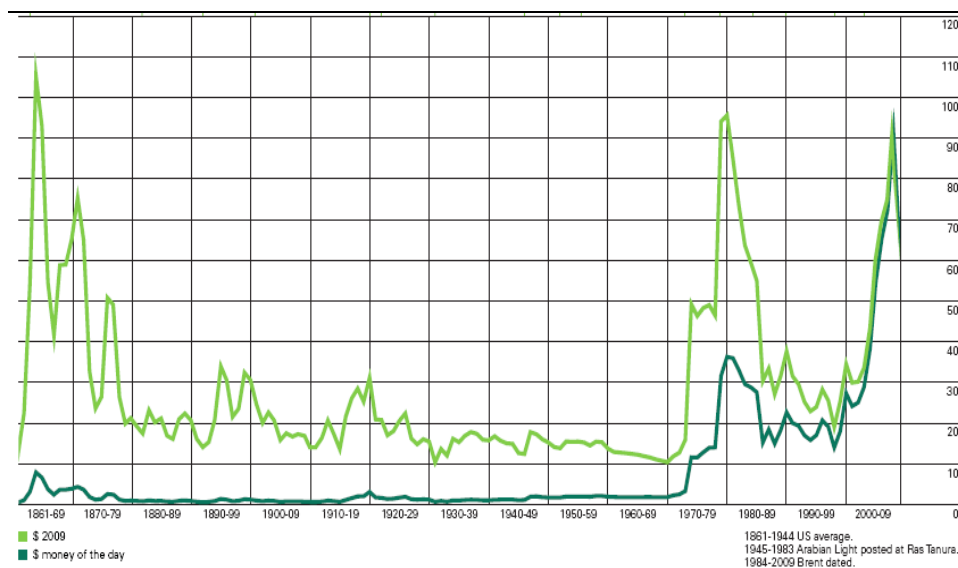
2. 深海开发推动公司进入十二五景气周期

2.1. 油价复苏推动国际海工业务发展

石油供给每短缺 1%，将拉动价格上涨 10%，随着需求的增加，石油价格近年来处于高位，英国布伦特原油从 1992 的 17.85 美元/桶到 2008 年 150 美元/桶，08 年危机之后油价有些回落。2009 年，原油价格从 1 月份的 42 美元/桶涨到 12 月份的 74 美元/桶。据 2010 年全球能源需求展望，美国轻质低硫原油价格将会从 2010 年的 79 美元/桶涨到 2020 年的 108 元/桶，在 2035 年达到 133

美元/桶。

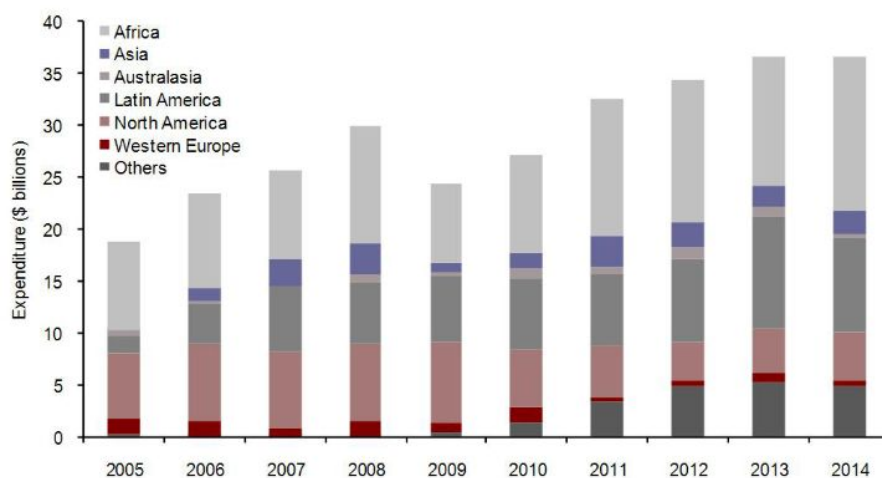
图 7. 1861-2009 世界原油价格趋势



资料来源:《BP 世界能源统计》, 东海证券研究所

据Energyfiles预测, 内陆的原油产量会在2016年左右达到峰值, 2020年后产量会逐渐下降。与内陆油气开采未来逐渐下降形成鲜明对比, 海洋油气尤其是深海未来空间巨大。世界著名的海洋油气工程研究咨询机构道格拉斯-威斯伍德公司 (DW公司) 指出: 深海原油产量占比有望从2007年的6%达到2012年的10%, 2015年后世界原油产量只有深海开采会上升, 内陆和浅海产量都会下降。DW公司预计, 2010-2014年世界深海开发支出会达到1670亿美元, 未来五年增长率为37%, 每年的支出超过2000亿元。

图 8. 世界各地海洋开发支出

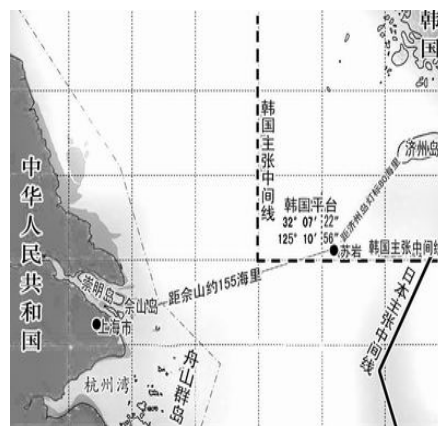


资料来源: DW 公司

2.2. 国家战略推动海洋工程发展

我国海岸线 18400 公里, 综合评估我国海域共有油气资源量 350-400 亿吨石油当量。但开采程度和平均探明率相对较低, 深海油气开发技术和装备远落后于世界先进国家, 缺少必要的深海油气资源钻探、开采和生产装备。未来 10 年我国油气产量将以 20% 的速度递增, 海洋工程装备具有广阔的市场前景。我国东海、南海资源丰富, 但是在海洋的领土问题上一直与周边国家存在冲突。在东海与日本、韩国有划分争议, 而在南海资源上周边国家更是对原本属于中国领土的南沙数十个岛礁进行疯狂非法侵占, 大肆进行油气资源开采。越南、菲律宾、马来西亚、新加坡等周边国家都在南海开采石油, 他们已经在南沙海域钻井 1000 多口, 发现含油气构造 200 多个和油气田 180 个, 年采石油量超过 5000 万吨。1981 年至 2002 年, 越南更是从南沙海域的油田中开采了 1 亿吨石油、15 亿多立方米的天然气, 获利 250 亿美元。因此, 发展海洋工程既对经济有巨大拉动作用又是出于维护国家领海权益的需要。

图 9. 我国东海海域情况



资料来源: 东海证券研究所

图 10. 我国南海海域情况



资料来源: 东海证券研究所

被看做下一个四万亿计划的国家发改委及工信部、财政部等多部门起草的《国务院关于加快培育战略性新兴产业的决定》已经将海洋工程装备纳入其中, 而海洋工程装备制造更是有望进入“战略性新兴产业发展‘十二五’规划”的重点工程。

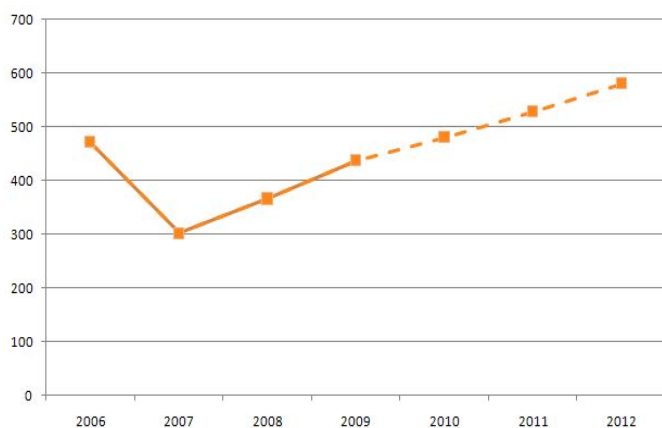
中海油总公司工程建设部总经理金晓剑在 2010 年 9 月 1-3 日在上海召开的“2010 中国海洋油气钻采与工程装备高峰论坛”上表示: “十二五”是中国海油从综合型能源公司向国际一流能源公司全面跨越的重要时期, 是发展转型的关键时期。公司能源供应总量大幅提升。油气产量要达到 1 亿至 1.2 亿吨油当量, 其中, 国内油气产量要达到 6500-7000 万吨 (8000 万方) 油当量, 海外要达到 2000-3000 万吨, 进口液化天气要达到 1500-2000 万吨, 煤制天然气要达到

80-100 亿方。为实现“十二五”产量目标，在中国的近海大陆架和大陆坡，将会再建设 5000 万吨的生产能力，同时将会有 2-3 个深水油气田要建成投产，总投资将超过 2500-3000 亿元人民币。国家的海工战略对中国海洋工程的发展有着巨大的推动作用。

2.3. 十二五期间公司年收入有望超过 235 亿元

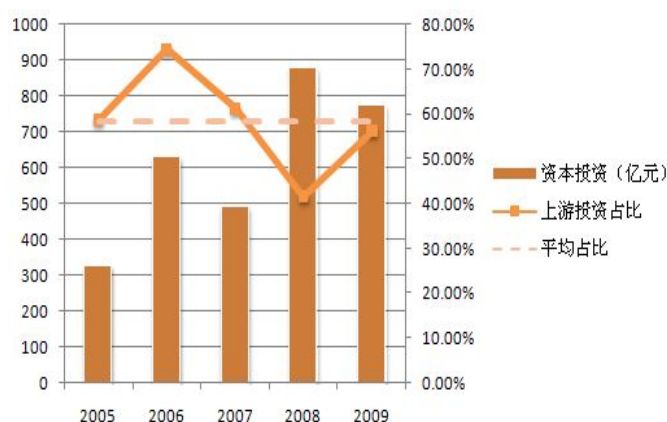
“十二五”产量目标为在中国的近海大陆架和大陆坡再建 5000 万吨的生产能力，同时投产 2-3 个深水油气田，总投资将超过 2500-3000 亿元人民币。按此推算中海油的上游投资十二五期间每年超过 500-600 亿元。

图 11. 中海油总公司上游投资



资料来源：东海证券研究所

图 12. 中海油总公司上游投资占比



资料来源：东海证券研究所

我们按照中海油母公司的总投资和公司占母公司总投资占比来估算公司十二五期间的年收入。母公司投资方面，观察历年中海油母公司的上游投资和总资本投资情况，我们可以得到上游投资平均占比为 58.5%，如果按前述十二五期间上游投资中位 550 亿元计算，总投资每年为投资 940 亿元。

在占比方面，2009 年中海油服收入对中海油母公司投资占比为 23.65%，虽然历史平均占比为 17% 左右，但是考虑到公司海外收入提高，占比也逐渐提高，与母公司依赖逐步减弱，维持对未来 23.65% 的占比比例，按此推算，我们可以得出中海油服十二五期间每年收入将超过 235 亿元。

3. 公司产能增加，费率处于低点，长期看好

3.1. 公司不断提高各业务板块产能，为未来布局

钻井业务方面：2010 年比 2009 年新增 3 条钻井船，包括 2009 年底开始运营的 936、2010 年初开始运营的 937 和 CDE 的 1 条钻井船。CDE 在建的 3 艘作业水深为 2500 英尺半潜式钻井船预计开始运营的时间分别为 10 年底、11 年底以及 12 年。母公司中海油作业水深 1000 英尺的 981 预计在 2011 年上

半年投入运营，虽然运营模式尚未确定，但公司已经做好管理运营准备；

油田技术服务板块：公司继续加大研发力度，逐步提升技术水平，提高板块技术竞争能力。上半年，集团自主研发的随钻测井系统首次井下实验成功，实现了对定向参数、地层自然伽玛、电磁波电阻率等随钻测井参数的实时测量；测井业务首次在非洲大陆作业，成功为客户提供电成像、旋转井壁取芯等测井作业；历时一年研究和准备的氮气泡沫稳油控水项目首次在南海顺利施工，得到客户肯定；

物探服务板块：新增海底电缆采集业务，1 条深水工程勘察船和 1 条 12 揽的深水物探船将在 2011 年投入运营；

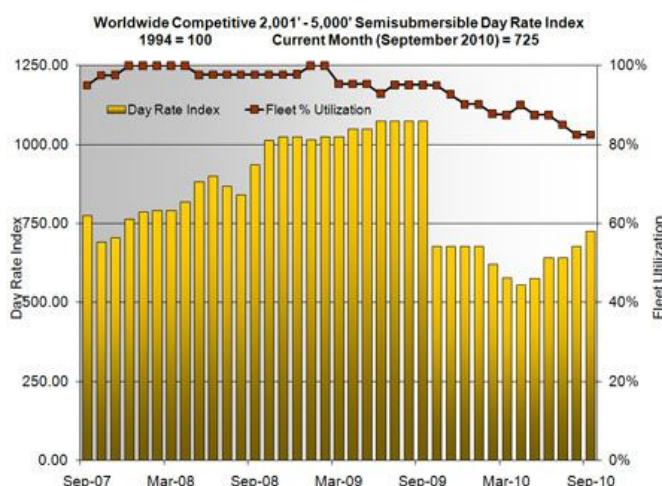
船舶服务板块：2010 年上半年陆续投产的 9 条工作船本期全部运营增加作业 1,027 天，适合深水作业的 2 条深水三用工作船将在 2011 年投入运营。

3.2. 国际钻井船费率处于低部，未来有望回升

据 ODS 统计，半深水（2001-5000 英尺）的半潜式平台使用率逐步下降，从 2009 年 9 月至 2010 年 9 月一直处于低位，5 月份由于受到墨西哥湾漏油事件影响费率处于最低位，2010 年 9 月达到一年内的高点，费率从 5 月份起开始缓慢复苏。

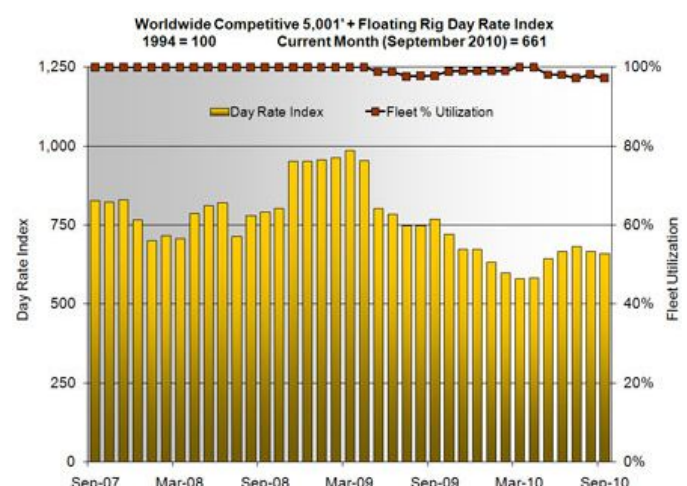
深水区域(5001 英尺以上)浮式平台与半深水区域情况类似，2010 年 5 月份费率处于底部，从 5 月份开始费率逐步开始逐渐增长。不同的是，深水区域的使用率一直处于高位，可以看出深水开发逐渐成为热点。

图 13. 全球半深水半潜式平台费率和利用率情况



资料来源：ODS，东海证券研究所

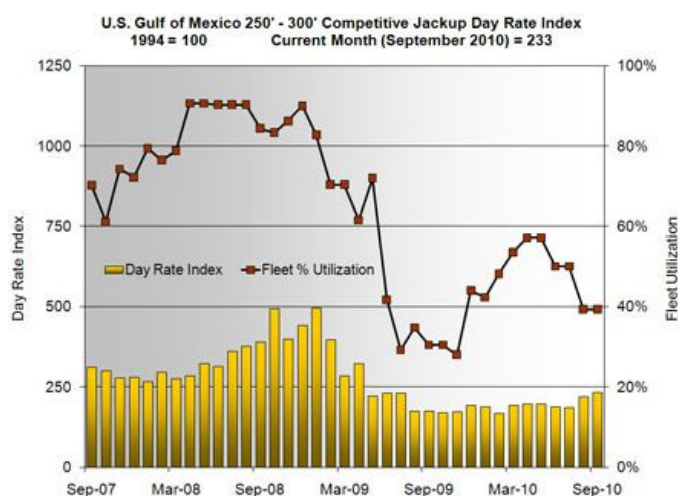
图 14. 全球深水浮式平台费率和利用率情况



资料来源：ODS，东海证券研究所

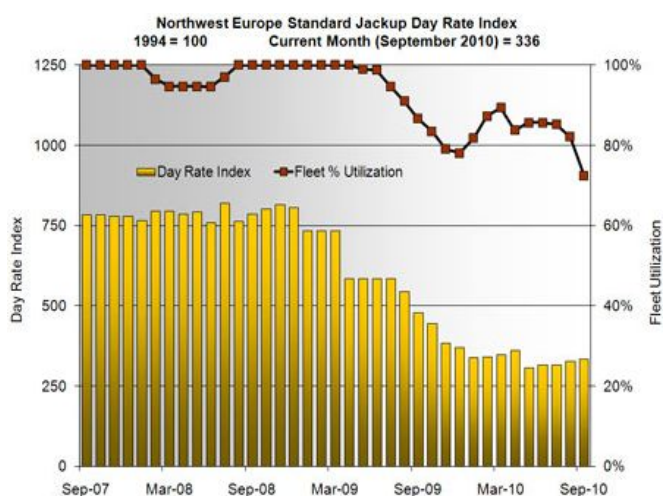
墨西哥湾和西北欧浅水区域情况比较类似，使用率逐渐下降。五月份受墨西哥漏油事件影响，同样处于低点，之后缓慢反弹，但仍在周期底部徘徊。

图 15. 墨西哥湾 250-300 英尺水域自升平台费率和利用率情况



资料来源: ODS, 东海证券研究所

图 16. 西北欧水域自升平台费率和利用率情况



资料来源: ODS, 东海证券研究所

综合以上情况,我们认为,深水、半深水区域的半潜式平台和深水钻井船费率复苏速度快于浅水区域的自升式平台费率,全球钻井平台费率处于底部,正在缓慢复苏。

4. 未来公司发展内看油田技术服务,外看钻井服务

4.1. 2010 上半年业绩超预期是由于成本的有效控制

2010 年上半年 EPS 为 0.48,超过预期,但是超预期并不是因为主营业务收入超预期,而是因为公司财务费用、资产减值损失、投资收益和营业外支出等同比大幅减少,因此业绩同比变化不大。

财务费用: 2010年上半年集团的财务费用为人民币2.68亿元,较去年同期减少3.24亿元,主要是因为对原有债务进行重组、优化,降低了债务成本。

资产减值损失: 2010年上半年确认资产减值损失人民币1.53亿元,较去年同期减少了人民币6.75亿元,减幅81.5%,主要原因是去年公司确认了资产减值损失人民币8.2亿元,而今年上半年对部分应收款项计提了坏账准备1.34亿元。

投资收益: 2010年上半年集团确认投资收益人民币0.8亿元,较去年同期增加1.42亿元。主要原因是对合营公司Atlantis Deepwater Orient Ltd.确认的投资损失与去年同比减少1.07亿元,对中法渤海地质服务有限公司确认投资收益同比增加0.33亿元,其余8个合营公司累计投资收益同比增加0.02亿元。

营业外支出: 2010 年上半年营业外支出为0.62亿元,较去年同期减少1.07亿元,减幅63.5%。主要原因是去年同期预提了诉讼案件或有赔偿款1.65亿元。

虽然存在以上因素,但是考虑到上半年钻井船费率下降,公司成本控制能力出色是业绩超预期的主要原因。

4.2. 钻井业务是公司重点发展业务，也是拓展国外市场的关键

钻井业务是公司占比最大的业务，也是公司拓展国外市场的关键，未来公司计划将海外业务比例提高到40%。决定钻井业务业绩有两个因素：作业天数和日费率。

作业天数取决于钻井平台数量和运营天数，截至2010年6月30日，集团共运营和管理27艘钻井船（包括23艘自升式钻井船、4艘半潜式钻井船（其中管理1艘）、2艘生活平台、4套模块钻机和6台陆地钻机。27艘钻井船中，有13艘在中国渤海作业，2艘在中国东海作业，1艘在中国黄海作业，4艘在中国南海作业，7艘在波斯湾、澳大利亚等海外地区作业。

表1. 公司新增钻井船

钻井船类型	名称	作业水深（英尺）	投入运营时间	所属
自升式		200英尺（4艘）	2010下半年2艘，2011年2艘	中海油母公司
半潜式	COSL Pioneer	2500	2010年末	CDE
半潜式	COSL Innovator	2500	2011年末	CDE
半潜式	COSL Promoter	2500	2012年末	CDE
半潜式	海洋石油981	10000	2011年上半年	自营

资料来源：东海证券研究所

日费率方面，CDE在建的3艘作业水深为2500英尺半潜式钻井船预计开始运营的时间分别为10年底、11年底以及12年，母公司中海油作业水深为10000英尺的海洋石油981预计在2011年上半年投入运营，预计CDE的2500英尺钻井船2011年可计算一艘半潜式钻井船，费率按照比国际低15-20%，保守估计约25万美元/天计算，其他钻井船费率不变。生活平台费率为19.6万美元/天。模块钻机和陆地钻机的费率按照与自升式平台费率3:8计算。

表2. 钻井服务费率情况（万美元/日）

	2010年上半年	2009	增/（减）量	增/（减）幅
自升式钻井船	11.0	12.6	（1.6）	（12.7%）
半潜式钻井船	19.3	18.8	0.5	2.7%
平均	12.0	13.5	（1.5）	（11.1%）

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表3. 钻井服务板块收入预测

	2009	2010E	2011E	2012E
钻井服务收入（亿元）	101.35	102.65	123.18	160.13
增长率	67.8%	1.3%	20%	30%
作业天数：半潜式	1066	1731	2096	2526
自升式	7089	8465	9200	9500
生活平台等	2781	2800	2800	2800
可用天使用率：半潜式	99%	99%	99%	99%

自升式	99%	99%	99%	99%
生活平台等	99%	99%	99%	99%
日历天使用率: 半潜式	97%	93%	93%	96%
自升式	95%	96%	96%	96%
生活平台等	98%	98%	98%	98%

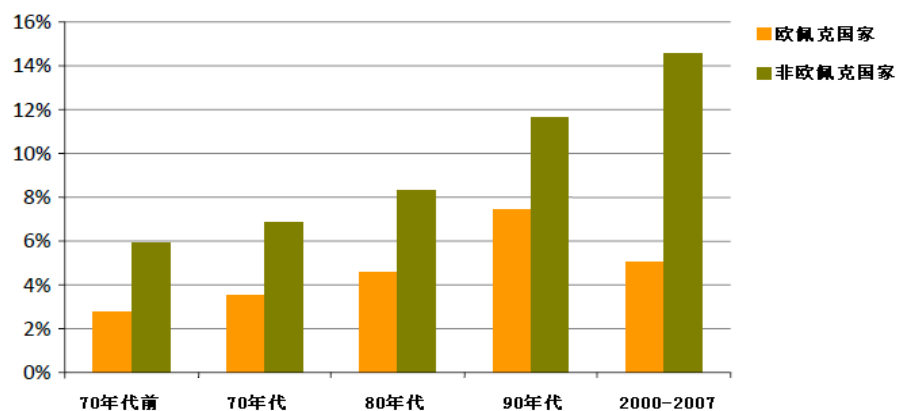
资料来源: 东海证券研究所

4.3. 油田技术服务是公司的另一重点业务, 未来重点在国内

国际能源署对800个油田的历史产量进行详细地逐一分析, 在世界范围内已跨越产量顶峰的油田, 其按产量加权的平均综合递减率目前是6.7%, 这个比率到2030年会增加到8.6%。所谓综合递减率, 即从石油生产中观察到的产量下降。

预测显示, 由于所有地区平均油田规模的下降, 加上预测期间大多数地区把生产转向海上油田等因素, 到2030年全球平均自然递减率将每年增长约10.5%。这意味着上游投资总量需要增加, 以便抵消这种较快的产量递减。成熟油田产能下降, 而全球石油需求却将不断增长。国际能源署预计, 全球石油需求从2007年每日8500万桶增加到2030年每日1.06亿桶。

图 17.油田自投产第一年起油田综合递减率



资料来源: 国际能源署(IEA)《世界能源展望2008》

综合递减率的增加会带来油田技术服务成倍的增长, 公司是主要的受益者。公司占据了国内近海油田技术服务的60%市场份额, 未来业务的发展主要在国内, 计划将该块业务与总收入占比达到40%。2010年上半年, 公司泥浆、固井、随钻、裸眼电缆、套管井、定向工程及修井业务作业量都有上升。同时, 新兴业务—EPS (环境保护工程服务) 也开始逐渐显现效益。上半年, 油田技术服务业务累计创造收入22.5亿元, 较去年同期增长32.8%, 收入增量居四大业务之首。我们预计2010年油田技术服务板块收入增长率会达到30%, 2011、2012年会达到40%。

4.4. 船舶业务稳步发展

中海油服拥有并经营着中国最大及功能最齐全的近海工作运输船队。截至2010年6月30日，集团拥有工作船84艘，油轮3艘，化学品船5艘。近海工作船为近海油气田勘探、开发和生产提供服务，负责运送物资、货物及人员和海上守护，并为钻井平台移位和定位以及为近海工程船提供拖航、起抛锚等服务。油轮负责运送原油和已提炼的油气产品。化学品船负责运送甲醇等化工产品。同时，公司的船舶业务开始进入深水领域，2011年将会新投入运营两条深水三用工作船我们预计公司2010、2011、2012年该块业务的增长率为30%、35%、35%。

4.5. 物探业务受益于南海开发，有望提速发展

公司是中国近海物探服务的主要供应商，同时还在其它地区包括：南北美洲、中东地区、非洲及欧洲沿海提供服务。公司的物探服务分为两大类：地震勘探服务和工程勘察服务。

由于公司的业务包括物探服务等上游服务，因此，一旦国家海工支持政策启动，公司将比海油工程等公司先受益，而先受益的首先便是公司的物探业务。2010上半年，虽然受客户需求及恶劣天气影响，物探数据采集、处理业务作业量有所减少，但在海底电缆采集业务及工程勘察业务的拉升带动下，上半年集团的物探服务业务营业收入达到人民币7.6亿元，同比增长9.6%。预计下半年物探业务板块将会增长提速，2010全年增长率可达到15%，2011、2012年增长率会超过30%。

5. 风险因素和催化剂

风险因素：

公司不断拓展海外市场，将面对更激烈的市场竞争，这有可能会影响钻井船的费率，同时公司需要不断加强技术核心竞争力；

我们认为油价是长期向上的，但是油价具有不可预测性和敏感性，一旦下跌会影响油气公司勘探支出，进而影响公司收入。

催化剂：

南海地区资源丰富，很有可能开发出多个大油气田，这对公司业绩将会是巨大的推动；

背靠中海油，同时公司逐步开拓国外市场，可以保证公司日费率稳定，相比国外竞争对手波动更小；

在油田技术服务领域，公司存在并购国外公司的可能，这会提升的公司在油田技术服务方面的国际竞争力。

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测:未来三年净利润复合增长率为 29.93%

我们认为,伴随着国家海洋工程战略的支持和公司自身业务的发展,十二五期间公司将进入景气周期。我们预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 为 0.76 元、1.06 元、1.51 元。

表4. 公司收入分项预测 (单位: 亿元)

	2009	2010E	2011E	2012E
钻井服务	101.35	102.65	123.18	160.13
收入增长率	67.8%	1.28%	20%	30%
成本	55.98	57.48	67.75	86.47
毛利率	44.8%	44%	45%	46%
油田技术服务	45.24	58.81	82.34	115.27
收入增长率	61.7%	30%	40%	40%
成本	35.47	44.11	60.93	84.15
毛利率	21.6%	25%	26%	27%
船舶服务	22.39	29.11	39.29	53.05
收入增长率	34.5%	30%	35%	35%
成本	14.75	19.50	26.72	36.60
毛利率	34.2%	33%	32%	31%
物探	14.47	16.64	21.63	28.12
收入增长率	-24.9%	15%	30%	30%
成本	10.72	12.81	16.66	21.65
毛利率	25.9%	23%	23%	23%
合计	183.45	207.21	266.44	356.58
收入增长率	47.60%	12.95%	28.59%	33.83%
成本合计	116.89	134	172.06	228.88
综合毛利率	36.28%	35.38%	35.43%	35.81%

资料来源: 东海证券研究所

6.2. 估值: 合理价格为 19 元

A股可比上市公司主要有6家,分别是海油工程、中国重工、中国船舶、中船股份、杰瑞股份、神开股份。

表5. 可比上市公司情况

证券代码	证券简称	收盘价(2010-9-21)	2009PE	2010PE	2011PE
600583	海油工程	6.70	26.04	36.17	13.29
601989	中国重工	8.65	37.22	27.28	23.28
600150	中国船舶	59.31	15.09	14.32	15.13
600072	中船股份	14.91	48.67	56.37	56.95
002353	杰瑞股份	117.09	51.89	45.57	30.78

002278	神开股份	15.36	35.92	35.15	28.37
均值			35.80	35.81	27.97

资料来源: WIND, 东海证券研究所

鉴于公司的未来成长性和盈利能力, 结合可比公司的估值实际情况、主板公司情况以及公司净利润增长情况, 对应2010年EPS 0.76元, 给予公司25倍市盈率估值, 公司合理股价为19元, 买入评级。

表6. 公司财务预测

资产负债表(亿元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	42	43	78	118
应收款项	46	60	72	86
存货净额	8	6	8	12
其他流动资产	6	15	18	20
流动资产合计	102	124	177	237
固定资产	442	469	486	503
无形资产及其他	5	4	4	4
投资性房地产	55	55	55	55
长期股权投资	5	6	6	6
资产总计	609	658	728	806
短期借款及交易性金融				
负债	3	0	0	0
应付款项	32	37	48	63
其他流动负债	17	20	25	32
流动负债合计	52	57	73	94
长期借款及应付债券	282	282	282	282
其他长期负债	53	68	85	87
长期负债合计	334	350	367	368
负债合计	386	407	440	463
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	223	250	288	343
负债和股东权益总计	609	658	728	806

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.70	0.76	1.06	1.51
每股红利	0.14	0.15	0.21	0.30
每股净资产	4.96	5.57	6.42	7.62
ROE	14%	14%	16%	20%
毛利率	36%	35%	35%	36%
EBIT Margin	27%	28%	28%	28%
EBITDA Margin	40%	45%	45%	44%
收入增长	48%	13%	29%	34%
净利润增长	1%	9%	39%	42%
资产负债率	63%	62%	60%	57%
息率	0.9%	1.1%	1.5%	2.2%
P/E	23.3	18.9	13.6	9.6
P/B	3.3	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	14.6	15.2	12.1	9.4

资料来源：东海证券研究所

利润表(亿元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	183	207	266	357
增长率	47.6%	13.0%	28.6%	33.8%
营业成本	117	134	172	229
营业成本/营业收入	63.7%	64.6%	64.6%	64.2%
营业税金及附加	5	7	9	13
销售费用	0.07	0.06	0.08	0.11
销售费用/营业收入	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%
管理费用	4	5	7	9
管理费用/营业收入	2.3%	2.4%	2.4%	2.6%
财务费用	9	17	17	16
投资收益	2	1	1	1
资产减值及公允价值变动	(9)	(3)	(4)	(7)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	42	42	59	83
营业外净收支	24.8%	1.1%	39.5%	42.0%
利润总额	(4)	(1)	(2)	(2)
增长率	38	41	57	81
所得税费用	13.7%	9.3%	38.6%	42.5%
少数股东损益	6	7	9	13
归属于母公司净利润	0	0	0	0
增长率	31	34	47	68

现金流量表(亿元)	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	30	66	113	136
资本开支	(53)	(55)	(67)	(83)
其它投资现金流	0	(0)	0	0
投资活动现金流	(53)	(56)	(67)	(83)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	118	0	0	0
支付股利、利息	(6)	(7)	(9)	(14)
其它融资现金流	(204)	(3)	0	0
融资活动现金流	19	(10)	(9)	(14)
现金净变动	(4)	0	36	40
货币资金的期初余额	46	42	43	78
货币资金的期末余额	42	43	78	118
企业自由现金流	(16)	21	56	61
权益自由现金流	(102)	4	42	48

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

牛纪刚, 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 3 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122