

建筑施工

芮定坤 S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

中海油服

601808

推荐

浅水贡献安全边际、深水贡献成长性和估值

中海油服参加了我们的策略会，我们整理了会议交流的要點。

投资要点：

- **十二五期间公司有3条发展主线：**第1、常规水深（浅水）：保持在国内的市场份额，增加油田技术研发能力；第2、进入深水领域，形成作业能力；第3、国际化：高端钻井船和设备去国外市场服务。
- 中海油的远期规划是**2个5000万吨**（新建2个大庆油田）：第1个南海深水到2020年形成5000万吨产量；第2个5000万吨是新提出的：要在海外形成5000万吨产量（中海油海外收购的权益），其中很多工作量预计会交给中海油服，未来几年工作量增长很确定。
- **对于费率：**现在全球在建的自升式船签约率19%，半潜64%，短期自升式平台的供给压力大，国际市场费率起来还要时间，因为公司约60%的平台是给母公司中海油服务的（费率提前1年谈好），剩下40%在海外服务的签的也都是长单为主，所以明年国际市场日费率的变化对公司2011年的业绩没有影响，主要影响2012年业绩。
- **对于深水**公司比较谨慎：明年年中的981号是第1艘有深水（3000米）作业能力的平台，公司是代集团管理所以不会赚很多钱，而且中海油后续投资多少要看明年打井的成功率情况，有一定风险。但总的来说进入深水更多的不是短期贡献业绩，主要是形成深水作业能力并带动油田技术、船舶板块的工作量和技术。贡献的是长期的成长性。
- 对于2010和2011年业绩市场没有分歧，主要是2012年，**弹性上费率上涨10%，公司EPS增加0.16。**
- 未来5年行业保持20%的复合增速，国家重新把海洋经济放到战略高度，行业上11年可能是费率的拐点，公司上11、12年可能是从浅水到深水的拐点，我们维持公司的推荐评级，油服仍然是我们首推的重点公司。预测10-12年EPS分别为0.91、1.09和1.2元。

风险提示：国际市场费率低于预期、深水工作进度。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	18345	19002	20304	22508
同比(%)	48%	4%	7%	11%
归属母公司净利润(百万元)	3135	4,095	4,907	5394
同比(%)	1%	17%	20%	12%
毛利率(%)	36.3%	33.6%	36.5%	36.2%
ROE(%)	14.1%	14.5%	15.2%	15.0%
每股收益(元)	0.70	0.91	1.09	1.2
P/E	20.40	26.7	22.3	20.3
P/B	2.87	2.52	2.21	1.94
EV/EBITDA	11	10	8	7

资料来源：中投证券研究所

6-12个月目标价：28.00元

当前股价：24.41元

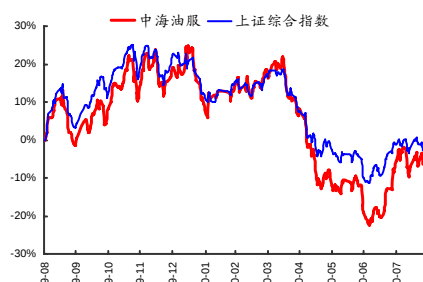
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2911.41
总股本(百万)	4495
流通股本(百万)	4445
流通市值(亿)	1085
EPS (TTM)	0.84
每股净资产(元)	4.96
资产负债率	63.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中海油服	6.04	74.61	0.00
上证综合指数	-3.42	9.76	0.00



相关报告

一、公司要点

十二五期间公司有 3 条发展主线:

第 1、常规水深（浅水）：保持在国内的市场份额，增加油田技术研发能力；未来油田技术板块会是成长性最好的，因为现在市场份额还比较小，从 10 亿做到 80 亿美元，也才占到全球比例很小的一块，油田技术业务上常规技术可以覆盖 80-90% 的业务，所以公司很多业务都可以做，另外比如稠油热采等新的技术公司也在增加。

中海油在浅水还有 50 多个探明未开发项目，所以浅水未来的储备是很多的，而且技术上也没有问题，这 1 块会成为业绩的安全边际，同时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。

第 2、进入深水领域，形成作业能力。

第 3、国际化：高端钻井船和设备去国外市场服务。

中海油的远期规划是 2 个 5000 万吨（新建 2 个大庆油田）：第 1 个南海深水到 2020 年形成 5000 万吨产量；第 2 个 5000 万吨是新提出的：要在海外形成 5000 万吨产量（中海油海外收购的权益），其中很多工作量预计会交给中海油服，未来几年工作量增长确定。

对于费率：

不考虑主题投资和市场情绪，从基本面的角度我们认为：费率仍然是影响未来业绩和估值最主要的因素，是股价驱动因素。

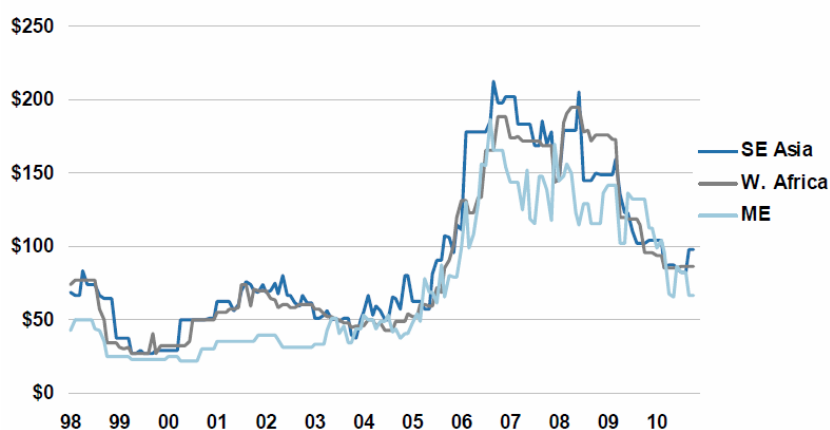
对于费率公司认为现在供求关系在变好，但比较慢。从签约率来看，11 月的 ODS 数据自升式平台是 82.7%（去年 81%，上个月 82.3%）。半潜式是 92.7%（去年 91.5%，上个月 95.5%）。

全球在建的自升式船签约率是 19%，半潜式船是 64%。

国际市场费率起来还要时间，确定的时间现在不好判断，而且涨多少也不确定。因为公司约 60% 的平台是给母公司中海油服务的（费率提前 1 年谈好），剩下 40% 在海外服务的签的也都是长单为主，所以明年国际市场日费率的变化对公司 2011 年的业绩没有影响，主要影响 2012 年业绩。

图 1 国际市场自升式平台平均费率

单位：千美元/日



资料来源：中投证券研究所

表 1 全球自升式平台供需和使用率情况

单位：%

	Supply	Demand	Util (%)	Previous Week	Weekly Change	Current Dayrate Range
Jackups						
U.S. Gulf of Mexico						
450'+ IC	1	1	100%	100%	--	\$85.0 -- \$110.0
328' - 400' IC	8	8	100%	100%	--	\$69.0 -- \$180.0
350' - 380' IS	3	1	33%	33%	--	\$55.0 -- \$55.0
300' IC	5	2	40%	40%	--	\$65.0 -- \$65.0
250' IC	4	2	50%	50%	--	\$52.5 -- \$52.5
250' MS	13	3	23%	23%	--	\$31.0 -- \$33.0
To 225' IC	2	2	100%	100%	--	\$32.0 -- \$35.0
To 200' MC	26	9	35%	35%	--	\$32.0 -- \$34.0
Other	7	4	57%	57%	--	
Total U.S. Gulf of Mexico	69	32	46%	46%	--	\$42.9 -- \$72.3
International						
Far East	46	27	59%	59%	--	na -- na
Southeast Asia	57	39	68%	67%	▲	\$120.0 -- \$126.0
Indian Ocean	35	28	80%	83%	▼	\$105.0 -- \$105.0
Middle East	119	84	71%	70%	▲	\$150.0 -- \$155.0
Mediterranean	24	14	58%	58%	--	\$125.0 -- \$125.0
Mexico	29	23	79%	79%	--	\$135.0 -- \$135.0
North Sea	40	27	68%	65%	▲	\$100.0 -- \$198.0
Latin America	17	11	65%	65%	--	na -- na
West Africa	29	16	55%	55%	--	\$125.0 -- \$125.0
Other International	11	5	45%	45%	--	
Total International	407	274	67%	67%	▲	
Worldwide Jackups Total	476	306	64%	64%	▲	

资料来源：中投证券研究所

对于深水:

明年是第 1 年进入深水, 981 是第 1 艘具有深水能力的平台, 投资 10 亿美元, 是全球最先进的第六代石油钻井平台, 最大钻井水深 3050 米, 钻井深度 10000 米。

公司是代集团管理, 现在怎么结算还没定, 但总体上不会赚很多钱, 而且中海油后续投资多少要看明年打井的成功率情况, 有一定风险。总的来说进入深水更多的不是短期贡献业绩, 主要是形成深水作业能力并带动油田技术、船舶板块的工作量和技术。贡献的是长期的成长性。

二、投资建议: 推荐

明年新增的船: 下半年深海物探船; 新增 2 条自升式 1 季度交船; 2 季度新增 2 条深水工作船 (三用工作船; 深水勘查船年底出来。

现在市场对于 2010 和 2011 年业绩市场没有分歧, 超预期或低于预期的可能性也不大, 主要是 2012 年, 我们认为还要看费率和深海的紧张, 现在可以看一下弹性: 我们测算过: **费率上涨 10%, 公司 EPS 增加 0.16。**

未来 5 年行业保持 20% 的复合增速, 国家重新把海洋经济放到战略高度, 行业上 11 年可能是费率的拐点, 公司上 11、12 年可能是从浅水到深水的拐点, 我们维持公司的推荐评级, 油服仍然是我们首推的重点公司。预测 10-12 年 EPS 分别为 0.91、1.09 和 1.2 元。短期关注估值变化, 股价回调可以买入。

表 3 中海油服钻井船明细

单位: 英尺

现有	平台名称	作业水深	投入时间	现有	平台名称	作业水深	投入时间
自升式	WilPower	375	2006	自升式	南海 1 号	154	1976
自升式	WilCraft	400	2006	自升式	南海 4 号	315	1980
自升式	WilSuperior	375	2007	自升式	COSL931	328	2004
自升式	WilBoss	400	2008	自升式	COSL935	300	2003
自升式	WilForce	375	2008	自升式	COSL941	400	2007
自升式	WilSeeker	375	2008	自升式	COSL942	400	2008
自升式	WilStrike	400	2009	自升式	COSL936	350	2010
自升式	WilConfidence	375	2009				
自升式	渤海 4 号	300	1977	在建	平台名称	作业水深	投入时间
自升式	渤海 5 号	130	1983	半潜式	海洋石油 981	10000	2011 年上半年
自升式	渤海 7 号	40	1983	半潜式	WilPioneer	2500	2010 年末
自升式	渤海 8 号	246	1980	半潜式	WillInnovator	2500	2011 年末
自升式	渤海 9 号	40	1984	半潜式	WilPromoter	2500	2012 年末
自升式	渤海 10 号	250	1980	自升式	4 艘 200 英尺	200	2010/2011
自升式	渤海 12 号	56	1989				

资料来源: 中投证券研究所

图2 中海油服近3年新增工作设备



资料来源：中投证券研究所

表2 中海油服盈利预测

单位：百万元

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业额	9,008	12,143	17,974	19,320	19,855
钻井业务	3,922	5,920	9,892	11,037	11,905
油田技术服务	2,270	2,733	4,417	3,807	3,968
船舶服务	1,374	1,614	2,171	2,318	2,245
物探勘察服务	1,442	1,877	1,399	1,582	1,693
经营支出	-6,219	-8,561	-13,505	-11,800	-13,081
经营利润	2,827	3,630	4,468	5,320	6,774
钻井业务	1,489	2,118	2,807	3,323	4,215
油田技术服务	391	471	795	721	823
船舶服务	410	491	632	676	686
物探勘察服务	538	551	344	569	610
财务收益净额	-74	-539	-819	-1,015	-1,029
应占合营公司利润	113	216	110	150	150
税前利润	2,867	3,307	3,760	4,875	5,841
税金	-629	-205	-624	-780	-935
净利润	2,238	3,102	3,135	4095	4,907
EPS	0.50	0.69	0.70	0.91	1.09

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券, 2010 年获得新财富石化行业第 4 名, 2009\2010 年获得证券市场周刊评选的石化行业最佳分析师第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、中海油服、辽通化工、沈阳化工、广汇股份等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434