

2011年09月07日

建筑装饰

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 13.46

目标价(元): 19.00

中海油服(601808)

蓬莱 19-3 事件对公司近期影响有限，长期将形成利好

投资评级: A--买入(重申)

装备制造组: 王合绪

执业证书编号: S0890510120008

电话: 021 5012 2369

邮箱: wanghexu@cnhbstock.com

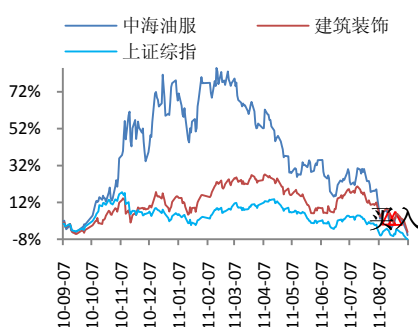
联系人: 刘文慧

电话: 021-50122427

公司基本数据

总股本(万股)	449532.00
流通 A 股/B 股(万股)	291044.80/0.00
资产负债率(%)	57.02
每股净资产(元)	5.94
市净率(倍)	2.27
净资产收益率(加权)	7.78
12 个月内最高/最低价	27.52/13.2

股价走势图



相关研究报告

- 1“海上大庆”建设先看物探，再看钻井》，2011.08.24
- 2《海工装备国产化，公司利润空间将获提升》，2011.08.17

◎事项:

9月2日，国家海洋局向事故处置不力的康菲石油中国有限公司（康菲中国），发出了蓬莱 19-3 油田“三停”指令。即，在整个蓬莱 19-3 油田停止回注、停止钻井、停止油气生产作业。此次停产涉及在渤海湾停止作业的 231 口井，包括 180 口生产井和 51 口注水井。9月5日康菲中国宣布已完成停止蓬莱 19-3 油田的钻井、注水及生产作业的程序，共计 231 口井停止了作业。

◎主要观点:

◆渤海引入外资石油公司是中方实力不足时的无奈之举。渤海是平均深度仅 18 米，估计石油地质储量在 200 亿吨。但即使是浅水海域，在改革开放初期，中国也没有进行海上油田开发的经验和资金，国家遂提出了中外合作开发模式。蓬莱 19-3 项目合同签署于 1994 年 12 月，为期 20 年。2012 年底，中海油将有权收回作业权，康菲公司为在油田被收回前尽量多开采石油，采取了“掠夺式”疯狂开采，对地质状况严重破坏造成了现今问题的主因。

◆中海油服已具备在渤海勘探开发的全部资金技术实力。中海油服的骨干人员经过近 30 年经验积累，目前共运营 31 艘钻井船（包括 27 艘自升式钻井船、4 艘半潜式钻井船），在渤海等近海海域已完全能自主完成物探、钻井、油技等全系列开发任务。中海油在“十二五”期间增产 5000 万吨产能目标中至少 3000 万吨增产任务落实在了渤海，类似蓬莱 19-3 油田的 300 万吨产能按期收回并稳定量产对中海油增产目标实现将非常重要。

◆事件对公司近期影响很小，长期将形成利好。蓬莱 19-3 油田停产对公司直接影响很小，经核算仅 1.8 亿左右油技业务（毛利率仅 23.5%）。下半年公司的海外钻井业务顺利投产，COSL Pioneer 和海洋石油 981 等新增半潜式平台陆续进入作业序列，蓬莱事件的影响几乎可以忽略。长期来看，此次事件将对公司长期形成利好。这是因为一旦康菲公司退出，中海油完全收回该油田作业权，该油田所有的油技服务及后续项目物探钻井将全部由中海油服承接。

◆盈利预测。我们预测公司今年全年实现每股收益 0.97 元，公司上半年实现每股收益 0.46 元，符合预期，下半年预计将实现 0.51 元。目前公司的市盈率为 13.8 倍，重申“买入”评级，目标价位 19 元。

	2009A	2010A	2011Q2	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	18345.40	18059.86	4548.29	19950.72	21540.80	23162.82
同比增速(%)	47.59	-1.56	19.40	10.47	7.97	7.53
净利润(百万)	3135.32	4128.49	1105.33	4382.88	5166.51	5567.96
同比增速(%)	1.07	31.68	14.44	6.16	17.88	7.77
毛利率(%)	36.28	35.12	37.35	36.07	36.92	37.38
每股盈利(元)	0.70	0.92	0.25	0.97	1.15	1.24
ROE(%)	14.06	16.13	4.14	15.03	15.43	14.64
PE(倍)	0.00	0.00		15.72	13.34	12.38

1.事件进展：蓬莱 19-3 油田全部停产

9月2日，中国国家海洋局向事故处置不力的康菲石油中国有限公司（康菲中国），发出了蓬莱 19-3 油田“三停”指令。即，在整个蓬莱 19-3 油田停止回注、停止钻井、停止油气生产作业。此次停产涉及在渤海湾停止作业的 231 口井，包括 180 口生产井和 51 口注水井。

9月5日康菲中国宣布已完成停止蓬莱 19-3 油田的钻井、注水及生产作业的程序，共计 231 口井停止了作业。

蓬莱 19-3 油田是康菲中国和中海油的合作开发油田，它是中国近海最大的海上油气田，2010 年日均净产原油 5.6 万桶。溢油事故发生前，油田的产量正不断攀升，康菲公司预期 2011 年达到产量高峰。其中康菲拥有 49% 权益，约占康菲公司年度全球总产量的 3%，中海油拥有 51% 权益，整个蓬莱 19-3 油田停产后，中海油每天的净产量将减少约 6.2 万桶。

2.近海之殇：康菲公司“掠夺式开采”成事故主因

2.1.渤海引入外资石油公司是中方实力不足时的无奈之举

渤海总面积 7.7 万平方公里，是我国的内海。它由辽东湾、渤海湾、莱州湾和中央盆地以及东部的渤海海峡等五个部分组成，平均水深仅 18 米，深度小于 30 米的范围占总面积的 95%。渤海周边已形成了辽河油田、冀东油田、大港油田、华北油田等四个大型油田，由于渤海全部位于大陆架上，坡度平缓，是一个近封闭的浅海，整个海域的油田储量与陆地可比，目前估计地质储量可能在 200 亿吨左右。

图 1 渤海全图



资料来源：华宝证券研究所

但即使是这种浅水海域，在改革开放初期中海油成立时，中国也没有进行海上油田开发的经验和资金，国家遂提出了中外合作开发中国海域油田项目。但由于我国自身能力不足，签订的很多油气项目都是对外方有利，与我不利。

以蓬莱 19-3 号油田为例，就是中海油与美国康菲公司的合作项目，该项目是 1994 年 12 月，美国康菲公司与中海油签订的合作合同。中海油将位于渤海湾 11/05 区块的勘探开发权授标给美国康菲，为期 20 年。1999 年 5 月，康菲公司成功发现了目前中国海上最大的油田-蓬莱 19-3 油田，至 2002 年 2 月，蓬莱 19-3 油田一期工程正式投产。按照协议，2012 年底，中海油将与康菲重新商定合作模式，中海油有权将作业权收回，或者是调整双方的分成比例，而至 2014 年，中海油将进一步收回该油田的全部权益。

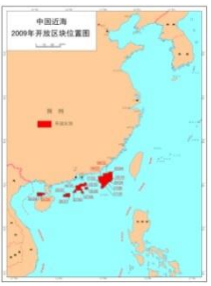
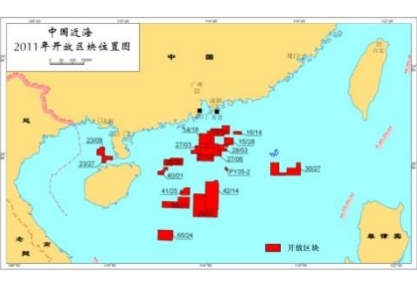
中外合作开发的模式在改革开放之初的上世纪八九十年代推行也属于无奈之举，当时由于中国的资本实力和技术实力都比较落后，无法完成包括渤海在内的海上油田开发，而中国经济发展对石油的需求又与日俱增，所以当时签署的协议基本上都与康菲类似：由外资企业投资勘探，并承担勘探风险，探明储量后，双方共同分享石油权益。这就不可避免的造成了中海油更注重油井的采油规划，跟着看重长期价值，而对外资来说，由于有合同限制，更看重短期价值。

今天看来，这种模式不仅导致大量石油资源落入外资之手，而且，由于外方掌握作业权，中方缺乏有效的监督条款，同时，出于技术保密等需要，中海油甚至没有权限“随时派人到作业方康菲石油的平台上去实地勘察”，这些都埋下了类似此次渤海溢油事件的隐患。外资石油公司在合资油田合同到期前“狠捞一笔”已不止一例，此次康菲公司也很清楚，中海油在 2012 年底肯定会执行合同条款，将收回此油田的作业权。因此，康菲公司近年来采取了“掠夺式开采”，这主要表现在，一是加装变频器，盲目加大增压注水电潜泵的功率，二是不顾地质条件，频繁打新的注水井来增加油层压力，提高采油量。这已经超出了最初工程设计时的超压承受力，久而久之，就会使地质状况出现问题。根据康菲公司提供的资料以及海洋局调查组的详细核查，在蓬莱 19-3 油田 B 平台 B23 号井，本来应该采取分层注水的作业方式，以防止地层压力不一致形成超压乃至地层破裂。然而，康菲并没有遵守这一操作规程，而是采取笼统的注水方式，同时向各个地层注水。而在发生溢油的 C 平台，在事故发生前夕，康菲公司刚刚新打了一口名为 C20 的注水井，而正是这口井打穿了 C25 号井制造出的油层高压区，并由此引起了海洋石油开采中最严重的灾难-井涌。调查组表示：从各方面来讲，打这口新井是没有必要的，唯一的解释是，康菲在蓬莱 19-3 油田的作业权面临交接，为了在短期内尽可能抽出更多的油，不顾地质情况增加注水井，以进一步增加油层压力。（本段部分引述《21 世纪经济报道》相关文章，在此致谢）

2.2.中海油服已具备在渤海勘探开发的全部资金技术实力

中海油服是中海油将下属钻井公司、物探公司和船舶公司等整合重组，打包上市的新公司。其中钻井公司、物探公司等骨干人员都是从上世纪八九十年代开始，经过了长达 30 多年的海上作业技术经验积累，目前公司共运营 31 艘钻井船（包括 27 艘自升式钻井船、4 艘半潜式钻井船），在渤海这些近海海域的油气开发已经完全不需要外方帮忙，中海油服自身已能够完成从先期物探、中期钻井、后期油田技术服务等全系列开发任务。所以，中海油最近 5 年已不再针对近海进行海上油气开发合作项目招标，所有的招标项目都集中在中国南海。

表 1 近四年中国海域油气项目开发区块

物探船				
年份	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
开发区块：南海东部	13	13	5	12
开发区块：南海西部	4	4	4	4

资料来源：中海油网站，华宝证券研究所整理

中海油在“十二五”期间需要完成的“政治任务”是再造一个“海上大庆”，将目前的年产原油 7500 万吨的规模在 2015 年前再增产 5000 万吨，提高到年产原油 1.25 亿吨的

规模。增产 5000 万吨产能的 60%即至少 3000 万吨增产任务落实在了渤海,类似蓬莱 19-3 油田的 300 万吨产能按期收回,并稳定量产,对中海油增产目标实现将非常重要。

目前中海油在渤海有 24 个探明未开发项目,今年前 5 个月华北地区累计生产原油 1863 万吨,同比增长 10.96%,增幅全国第一,其中天津地区生产原油 1411 万吨,同比增长 15.55%,主要就是受益渤海湾海上油气项目,中海油在渤海特有的稠油少井高产,边际油田开发和优快钻完井等三大技术方面有很强的优势。

2.3.事件对公司近期影响有限,长期将形成利好

从蓬莱 19-3 油田全面停产事件本身对公司的影响上判断,直接影响很小。2010 年公司来自蓬莱 19-3 油田的收入仅占全年总收入 180.6 亿的 1%即 1.8 亿左右,且全部为油田技术服务业务,该业务的平均毛利率 23.5%,相比收入和利润均占 50%左右,毛利率高达 43.5%的钻井服务对公司影响很小。经核算今年蓬莱 19-3 油田若停产半年,对公司造成的影响也将仅在 1.8 亿左右,由于下半年公司的海外钻井服务就位后顺利投产, COSL Pioneer 和海洋石油 981 等新增半潜式平台陆续进入公司作业序列,蓬莱事件的影响几乎可以忽略。

长期来看,此次事件将对公司长期形成利好。这是因为虽然中海油服的资金和技术实力目前已完全能够满足渤海钻井要求,但是原有的渤海合作项目还在继续,如果想扩大国内油服公司在渤海的市场份额,唯有外方“犯下错误”一环境保护问题时实现。以蓬莱 19-3 油田为例,国外资本在进行近海油气项目开发时,存在严重盲目扩产增产,污染环境现象,按现在中国建设环境友好型国家要求,在完全治理结束前,已很难将该油田恢复生产,如停产半年以上,至 2012 年底,中海油完全收回该油田,该油田所有的油技服务及后续项目物探钻井将都由中海油服承接,这种由中国企业全面取代西方油气公司在中国近海作业已经成为大势所趋,正在加速。随着中国企业的翅膀越来越硬,会有更多的近海油气开发项目失地被收复。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11835.69	12841.68	11055.75	8637.40
现金	6296.79	6181.93	4313.09	1190.44
应收账款	3460.75	4015.70	4309.90	4504.34
其它应收款	432.68	392.59	540.91	439.52
预付账款	68.63	919.16	0.00	1019.83
存货	815.54	948.50	939.80	1071.08
其他	761.29	383.80	952.06	412.19
非流动资产	51757.64	55100.57	58695.89	62577.11
长期投资	482.23	621.64	766.12	916.85
固定资产	31542.44	37050.61	42375.16	47701.06
无形资产	409.83	274.93	144.97	12.53
其他	19323.13	17153.39	15409.64	13946.66
资产总计	63593.33	67942.25	69751.64	71214.51
流动负债	6737.64	11776.73	13766.96	15445.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	2950.50
应付账款	3612.82	3044.83	4417.22	3346.06
其他	3124.82	8731.90	9349.73	9148.83
非流动负债	31265.76	27002.14	22514.28	17743.78
长期借款	28590.54	24360.87	19856.04	15094.02
其他	2675.22	2641.26	2658.24	2649.75
负债合计	38003.41	38778.87	36281.24	33189.17
少数股东权益	0.35	0.08	-0.38	-0.80
归属母公司股东权益	25589.58	29163.30	33470.78	38026.14
负债和股东权益	63593.33	67942.25	69751.64	71214.51

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	8384.33	7082.01	10380.55	7585.77
净利润	4128.00	4382.62	5166.04	5567.54
折旧摊销	3122.34	3250.53	3552.56	4225.22
财务费用	509.67	523.09	326.47	360.39
投资损失	-143.84	-164.06	-156.80	-169.23
营运资金变动	1036.42	-947.54	1510.97	-2407.49
其它	-268.25	37.36	-18.69	9.34
投资活动现金流	-4002.67	-6429.40	-6991.08	-7937.22
资本支出	1059.22	3211.43	3446.89	3732.46
长期投资	49.50	-139.41	-144.47	-150.74
其他	-2893.94	-3357.38	-3688.66	-4355.50
筹资活动现金流	-2502.06	-767.48	-5258.31	-5721.70
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-2230.52	-4229.67	-4504.84	-4762.02
其他	-271.54	3462.19	-753.47	-959.69
现金净增加额	1879.60	-114.87	-1868.84	-6073.15

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	18059.86	19950.72	21540.80	23162.82
营业成本	11716.69	12754.50	13587.93	14504.56
营业税金及附加	498.87	502.39	545.72	586.92
营业费用	8.39	9.01	9.34	10.45
管理费用	442.07	476.90	521.09	557.01
财务费用	509.67	523.09	326.47	360.39
资产减值损失	417.90	709.00	631.97	751.35
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	143.84	164.06	156.80	169.23
营业利润	4610.11	5139.89	6075.07	6561.37
营业外收入	88.63	91.87	90.25	91.06
营业外支出	-135.50	99.34	115.44	132.36
利润总额	4834.24	5132.42	6049.88	6520.07
所得税	706.24	749.80	883.83	952.52
净利润	4128.00	4382.62	5166.04	5567.54
少数股东损益	-0.50	-0.26	-0.47	-0.42
归属母公司净利润	4128.49	4382.88	5166.51	5567.96
EBITDA	8744.00	9097.84	10198.09	11361.75
EPS（元）	0.92	0.97	1.15	1.24

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	-1.56%	10.47%	7.97%	7.53%
营业利润	10.65%	11.49%	18.19%	8.00%
归属母公司净利润	31.68%	6.16%	17.88%	7.77%
获利能力				
毛利率	35.12%	36.07%	36.92%	37.38%
净利率	22.86%	21.97%	23.98%	24.04%
ROE	16.13%	15.03%	15.43%	14.64%
ROIC	8.52%	8.25%	9.34%	9.54%
偿债能力				
资产负债率	59.76%	57.08%	52.01%	46.60%
净负债比率	116.51%	104.42%	78.70%	65.65%
流动比率	1.76	1.09	0.80	0.56
速动比率	1.64	1.01	0.73	0.49
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.30	0.31	0.33
应收账款周转率	5.01	5.34	5.17	5.26
应付账款周转率	3.45	3.83	3.64	3.74
每股指标(元)				
每股收益	0.92	0.97	1.15	1.24
每股经营现金	1.87	1.58	2.31	1.69
每股净资产	5.69	6.49	7.45	8.46
估值比率				
P/E	0.00	15.72	13.34	12.38
P/B	0.00	2.36	2.06	1.81
EV/EBITDA	2.80	10.34	9.01	8.24

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。