

油气钻采服务

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 宋哲建

S0960207090131

0755-82026810

songzhejian@cjis.cn

6-12 个月目标价: 22.00 元

当前股价: 15.87 元

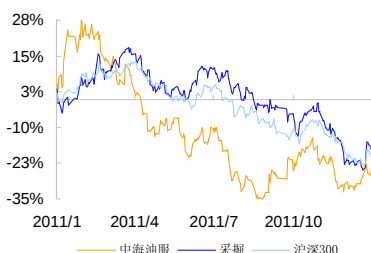
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2298.38
总股本(百万)	2960
流通股本(百万)	2910
流通市值(亿)	461
EPS	0.92
每股净资产(元)	5.69
资产负债率	59.76%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中海油服	17.97	0.92	-12.16
采掘	5.60	-14.29	-27.05
沪深 300 指数	0.21	-11.61	-25.03



相关报告

中海油服-中海油单季度净产量同比下滑, 中海油服业务量再次提升临近 2011-10-30
中海油服-钻井与油技盈利略降, 依然看好公司经营策略和全年业绩 2011-08-23
中海油服-装备升级继续提高安全边际, 深水业务开始提升公司估值 2011-07-11

中海油服

601808

强烈推荐

母公司 2012 年资本开支公布点评

- **中海油 2012 年经营策略:** 2012 年, 净产量目标为 330 百万至 340 百万桶油当量。相比 2011 年略有增长 (约 3%)。将加强自营深水勘探, 并拓展新区和新领域勘探。公司计划钻探 114 口勘探井, 其中在南中国海的深水区域计划钻探 3 口自营深水井。公司计划采集二维地震数据 1.83 万公里及三维地震数据 1.92 万平方公里。储量替代率目标为 100% 以上。增加勘探井是更实质性的进展。
- 2012 年, 中海油为支持可持续增长、加大深水和非常规能源的勘探开发力度, 公司的资本支出预计将达到 93-110 亿美元 (按照计划量算, 同比 2011 年的 87 亿美元增长 6%-26%)。其中, 勘探、开发和生产资本化投资分别占 17%、68% 和 14%。
- **核心问题还是实际完成情况, 10 年完成率在 71%, 11 年完成率在 77%。**部分工作 (例如自营深水井) 已经延后, 多种原因 (台风、漏油事件等) 致使产量增长受到了威胁, 加上居高不下的成本因素, 因此, 预计 2012 年中海油将通过上游开支来保障储量替代率和实际产量的增长, 12 年的完成率将继续提高。
- **中海油服近况:** (1) 2012 年资本预算支出在 40 至 50 亿元, 90% 以上大型装备作业合同已落实; (2) “海洋石油 682” 在武船南通基地码头建造期间发生船舱进水事故, 事故造成该船进水坐底。中海油服有 75 艘船, 三用工作船 18 艘, 因此整体上看对公司业绩影响不大; (3) 2012 年, 国内海域作业的钻井船合同已基本全部落实。国内作业船 20 艘、国外作业船 14 艘, 总量上比 2011 年的 32 艘多了两艘。(4) 公司现金流状况良好, 净现金 (3Q11) 在 65 亿元, 即使不考虑股本融资的方式, 公司现金流也能充分保障 2012 年的正常生产经营和资本性开支需求。但考虑到公司今后发展的资金需求, 不排除进一步融资的可能性。
- 下调 2011 年 EPS 预测至 0.93 元, 1.09 元, 对应 12 年、13 年的 PE 在 14、13 倍。公司作为大市值油服企业, 受益于油气上游投资增速的持续增长, 在经历过 10-12 年的新增设备投放期后业务能力将再上新台阶, 同时受益于国家深海探采的加大投资, 具有极好的安全边际和未来提升估值的催化因素, 相比较未来深水的高速发展期, 我们仍然认为目前处于估值底部区域, 维持强烈推荐评级。

风险提示: 原油价格大幅下跌

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	18060	20286	22108	23686
收入同比(%)	-2%	12%	9%	7%
归属母公司净利润	4128	4184	4907	5511
净利润同比(%)	32%	1%	17%	12%
毛利率(%)	35.1%	34.4%	36.0%	36.3%
ROE(%)	16.1%	14.4%	14.8%	14.6%
每股收益(元)	0.92	0.93	1.09	1.23
P/E	17.09	16.87	14.38	12.81
P/B	2.76	2.42	2.12	1.87
EV/EBITDA	11	11	10	9

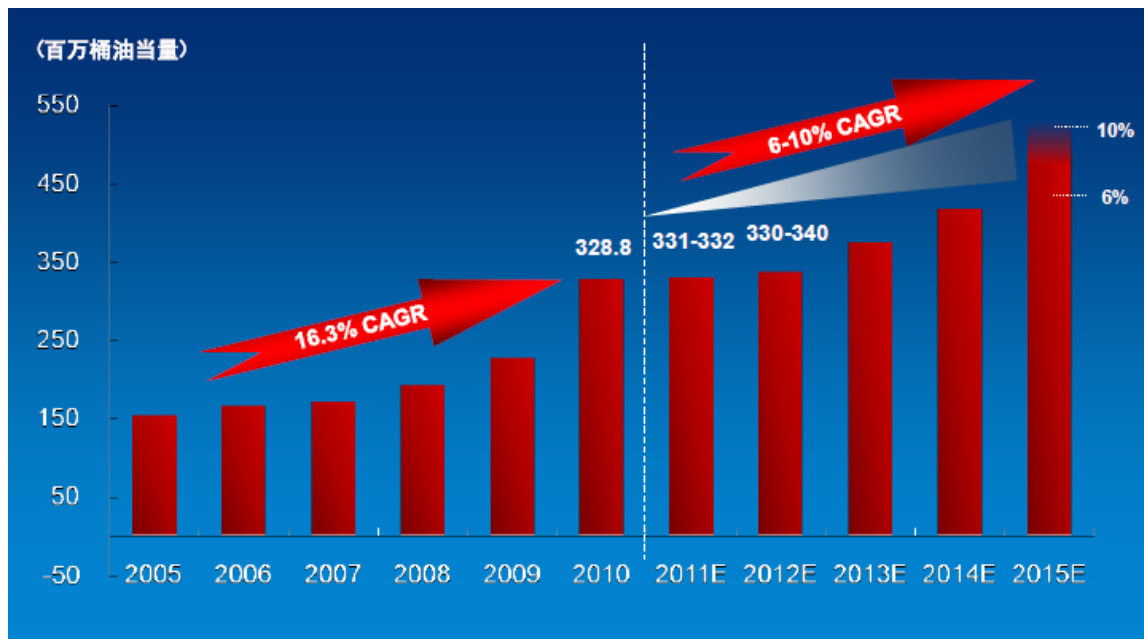
资料来源: 中投证券研究所

一、中海油 2012 年经营策略

中海油 2012 年经营策略:

2012 年, 净产量目标为 330 百万至 340 百万桶油当量。相比 2011 年的净产量 (预计将达到 331 百万至 332 百万桶油当量), 略有增长 (约 3%)。**2012 年是稳健增长的 1 年。**

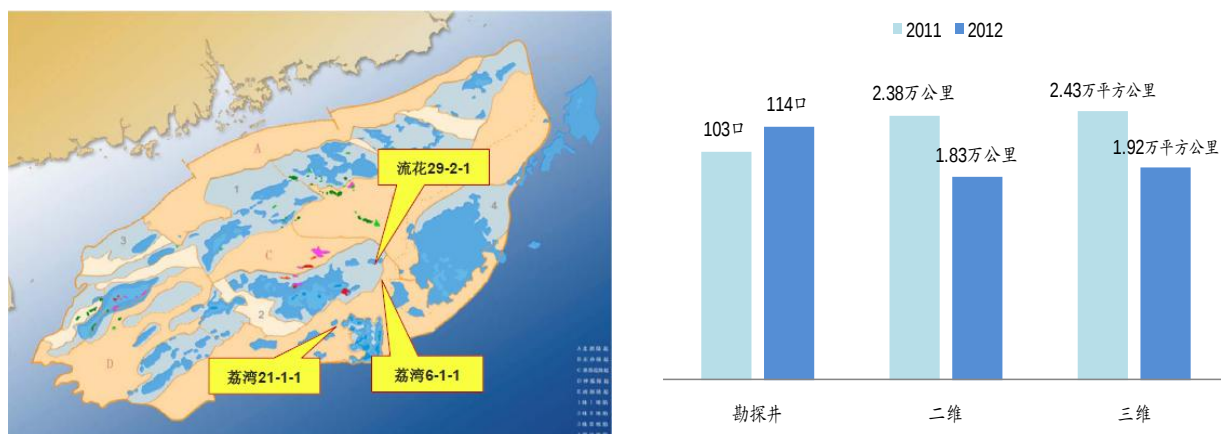
图 1 中海油油气当量目标



资料来源: CNOOC、中投证券研究所

2012 年, 将加强自营深水勘探, 并拓展新区和新领域勘探。公司计划钻探 114 口勘探井, 其中在南中国海的深水区域计划钻探 3 口自营深水井。公司计划采集二维地震数据 1.83 万公里及三维地震数据 1.92 万平方公里。储量替代率目标为 100%以上。**增加勘探井是更实质性的进展。**

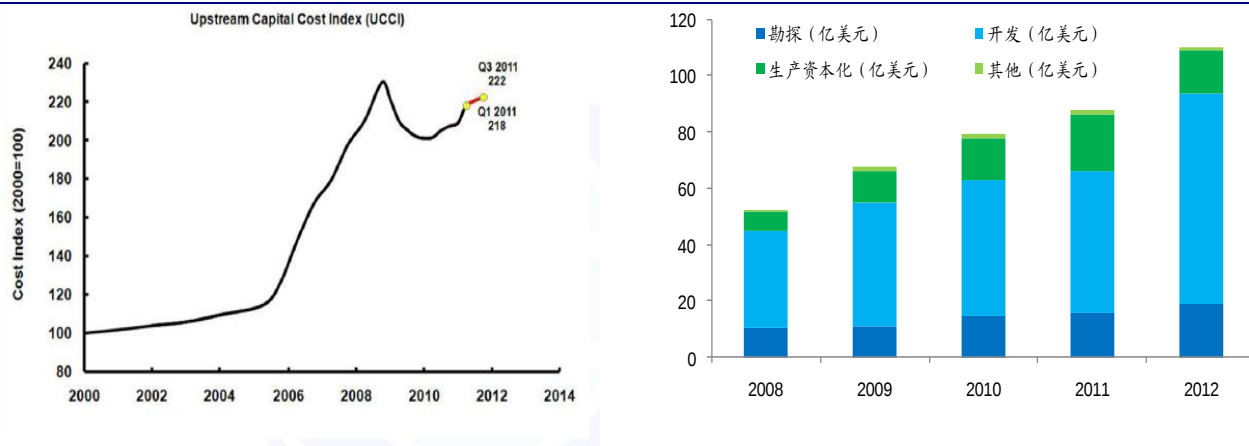
图 2 中海油 3 口自营位置及与 2011 年实际情况对比



资料来源: CNOOC、中投证券研究所

2012 年，为支持可持续增长、加大深水和非常规能源的勘探开发力度，公司的资本支出预计将达到 **93-110 亿美元**（按照计划量算，同比 2011 年的 87 亿美元增长 6%-26%），其中，勘探、开发和生产资本化投资分别占 17%、68%和 14%。

图 2 上游成本持续攀高（左）和中海油资本开支历年预算



资料来源：CNOOC、中投证券研究所

核心问题还是实际完成情况，10 年完成率在 71%，11 年完成率在 77%。部分工作（例如自营深水井）已经延后，多种原因（台风、漏油事件等）致使产量增长受到了威胁，加上居高不下的成本因素，因此，预计 2012 年中海油将通过上游开支来保障储量替代率和实际产量的增长，12 年的完成率将继续提高。

二、中海油服近况

1、中海油服也公布了自己的资本预算，与 2011 年基本相似，在同一区间：

2012 年资本预算支出在 40 至 50 亿元人民币区间；截至公告刊发之日，公司 90%以上大型装备作业合同已落实，公司预计全年工作量将稳定增长。

2012 年 CAPEX 主要用于以下项目：半潜式 COSLInnovator，半潜式 COSLPromoter，半潜式 COSLProspector，深水三用工作船，油田服务工作船项目，油田增产作业支持船，油田技术相关设备购置。

2、“海洋石油 682”在武船南通基地码头建造期间发生船舱进水事故，事故造成该船进水坐底。该在建船舶是公司投资约 7.4 亿元人民币建造的大马力深水三用工作船。公司已为该船建造项目投了全额保险。

此船原计划 2011 年交付的，目前看将继续延后。不过船舶业务上，中海油服有 75 艘船，三用工作船 18 艘，因此整体上看对公司业绩影响不大。

3、2012 年，90%合同以确定，国内海域作业的钻井船合同已基本全部落实。

国内作业船 20 艘、国外作业船 14 艘，总量上比 2011 年的 32 艘多了两艘。新增船继续贡献业务量：981 一季度开始作业，Pioneer 全年作业，Innovator 半年作业，Promoter 年底开始作业，4 艘 200 尺作业天数同比增加。

4、公司现金流状况良好，资产负债率逐步下降至 55%左右，净现金(3Q11)在 65 亿元，即使不考虑股本融资的方式，公司现金流也能充分保障 2012 年的正常生产经营和资本性开支需求。但考虑到公司今后发展的资金需求，不排除进一步融资的可能性。

三、盈利预测与投资建议

多艘新增船在 2011 年实际贡献收入的日期延后，以及海外上半年业务的空档期，导致业务综合毛利率下降，下调 2011 年 EPS 预测至 0.93 元。

考虑到 12 年半潜式钻井船的投放时间和欧洲市场的回暖迹象，预计 2012 年综合毛利率将回升，但勘探板块由于中海油更侧重勘探井投资、减少了物探作业量，公司需要寻找海外市场，存在一定的不确定性，下调 2013 年 EPS 至 1.09 元。

公司 2012 年对费率的弹性：费率提高 10%，EPS 增加 0.11 元。

按照 15.7 的股价，对应 12 年、13 年的 PE 在 14 倍、13 倍。公司作为大市值油服企业，受益于油气上游投资增速的持续增长，在经历过 10-12 年的新增设备投放期后业务能力将再上新台阶，同时受益于国家深海探采的加大投资，具有极好的安全边际和未来提升估值的催化因素，相比较未来深水的高速发展期，我们仍然认为目前处于估值底部区域，维持强烈推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11836	19003	26479	35011
现金	6297	12591	19575	27628
应收账款	3461	4011	4345	4647
其他应收款	433	475	525	557
预付账款	69	253	206	242
存货	816	930	986	1053
其他流动资产	761	743	841	883
非流动资产	51758	49042	45738	42017
长期投资	482	517	508	506
固定资产	31542	36829	37854	36762
无形资产	410	277	146	16
其他非流动资产	19323	11421	7231	4733
资产总计	63593	68045	72217	77028
流动负债	6738	6791	7110	7410
短期借款	0	0	0	0
应付账款	3613	3943	4244	4509
其他流动负债	3125	2848	2865	2901
非流动负债	31266	32096	31873	31845
长期借款	27091	27091	27091	27091
其他非流动负债	4175	5005	4783	4755
负债合计	38003	38886	38983	39255
少数股东权益	0	0	0	0
股本	4495	4495	4495	4495
资本公积	8075	8075	8075	8075
留存收益	13213	16588	20664	25203
归属母公司股东权益	25590	29158	33234	37772
负债和股东权益	63593	68045	72217	77028

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	7855	7396	8960	9811
净利润	4128	4184	4907	5511
折旧摊销	3122	2913	3328	3522
财务费用	510	661	627	590
投资损失	-144	-140	-145	-143
营运资金变动	90	171	428	412
其他经营现金流	149	-393	-186	-80
投资活动现金流	-3574	-136	-311	-215
资本支出	4434	0	0	0
长期投资	642	37	-9	-1
其他投资现金流	1502	-99	-321	-216
筹资活动现金流	-1578	-966	-1666	-1543
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-1061	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-517	-966	-1666	-1543
现金净增加额	2633	6295	6983	8053

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	18060	20286	22108	23686
营业成本	11717	13315	14139	15090
营业税金及附加	499	530	586	630
营业费用	8	9	10	11
管理费用	442	497	541	580
财务费用	510	661	627	590
资产减值损失	418	486	594	499
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	144	140	145	143
营业利润	4610	4929	5754	6430
营业外收入	89	84	87	87
营业外支出	-135	113	95	63
利润总额	4834	4900	5747	6454
所得税	706	716	840	943
净利润	4128	4184	4907	5511
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	4128	4184	4907	5511
EBITDA	8242	8503	9710	10542
EPS (元)	0.92	0.93	1.09	1.23

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	-1.6%	12.3%	9.0%	7.1%
营业利润	10.7%	6.9%	16.7%	11.7%
归属于母公司净利润	31.7%	1.4%	17.3%	12.3%
获利能力				
毛利率	35.1%	34.4%	36.0%	36.3%
净利率	22.9%	20.6%	22.2%	23.3%
ROE	16.1%	14.4%	14.8%	14.6%
ROIC	8.6%	9.9%	12.2%	14.7%
偿债能力				
资产负债率	59.8%	57.1%	54.0%	51.0%
净负债比率	74.51	71.89%	71.77	71.39%
流动比率	1.76	2.80	3.72	4.72
速动比率	1.63	2.66	3.58	4.58
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.31	0.32	0.32
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	3.45	3.52	3.45	3.45
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.92	0.93	1.09	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	1.65	1.99	2.18
每股净资产(最新摊薄)	5.69	6.49	7.39	8.40
估值比率				
P/E	17.09	16.87	14.38	12.81
P/B	2.76	2.42	2.12	1.87
EV/EBITDA	11	11	10	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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±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

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

宋哲建, 中投证券研究所石油化工行业分析师, 清华大学化工系学士、硕士, 2011 年初加入中投证券。主要覆盖石化、油服、煤化工和化纤, 重点关注中石化、中海油服、英力特、荣盛石化、通源石油、惠博普、海默科技等公司。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

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