

抓住机遇，走向深蓝

— 2009年中期海洋油气服务行业投资策略

2009年6月

国金证券研究所 张仲杰
电话：(8621) 610382787
邮箱：zhangzj@gjzq.com.cn



- 原油长期供给小于需求的趋势不会改变，目前国际原油价格已回升到70美元/桶，中厚板价格则跌入低位，工程船的租金也处于下滑状态，全球油服行业面临新的历史机遇。
- 中国海洋油气资源需求强劲投资攀升，加上国内人工成本及中厚板价格相对低廉，大型工程船舶规模不断扩大，作业能力及管理水平显著提高，中国油服行业的比较优势更加突出。
- 展望中国南海深水项目前景，借鉴巴西石油的发展经验，我们相信深海油气开采将成中国油服业的盛宴，2010年将拉开南海深水油气项目开发的序幕。
- 根据以上推断，我们认为海油工程跨越式发展的时机已经来临，目前股价低估，投资评级“买入”。

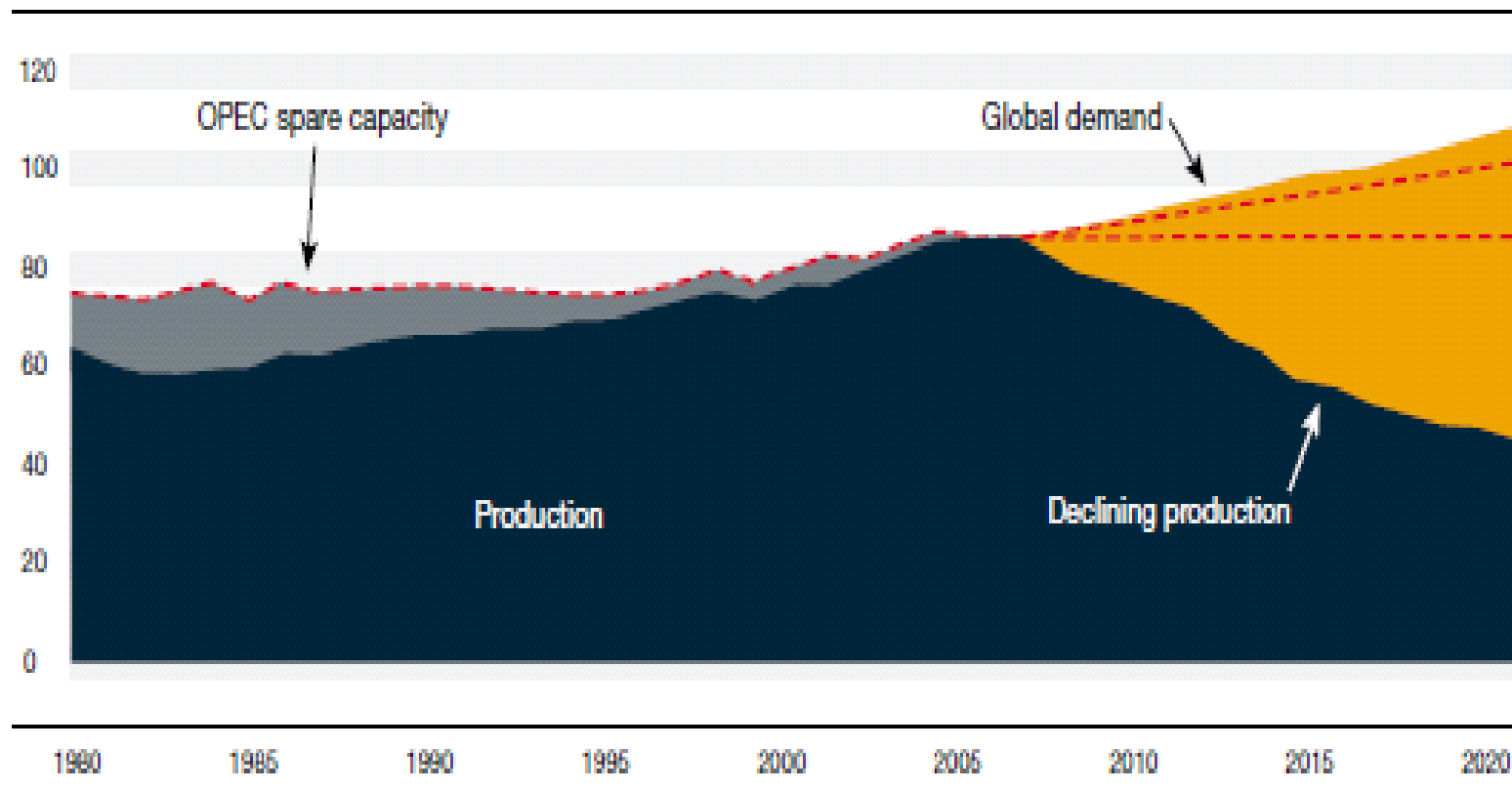
- 全球油服行业的历史机遇
- 中国油服行业的比较优势
- 主要油服公司业务结构特点
- 深海油气将成油服业的盛宴
- 海外项目的预期
- 投资策略与估值
- 重点推荐：海油工程

- **历史的机遇：油价、租金、成本**

原油需求的持续增长与供给能力不足

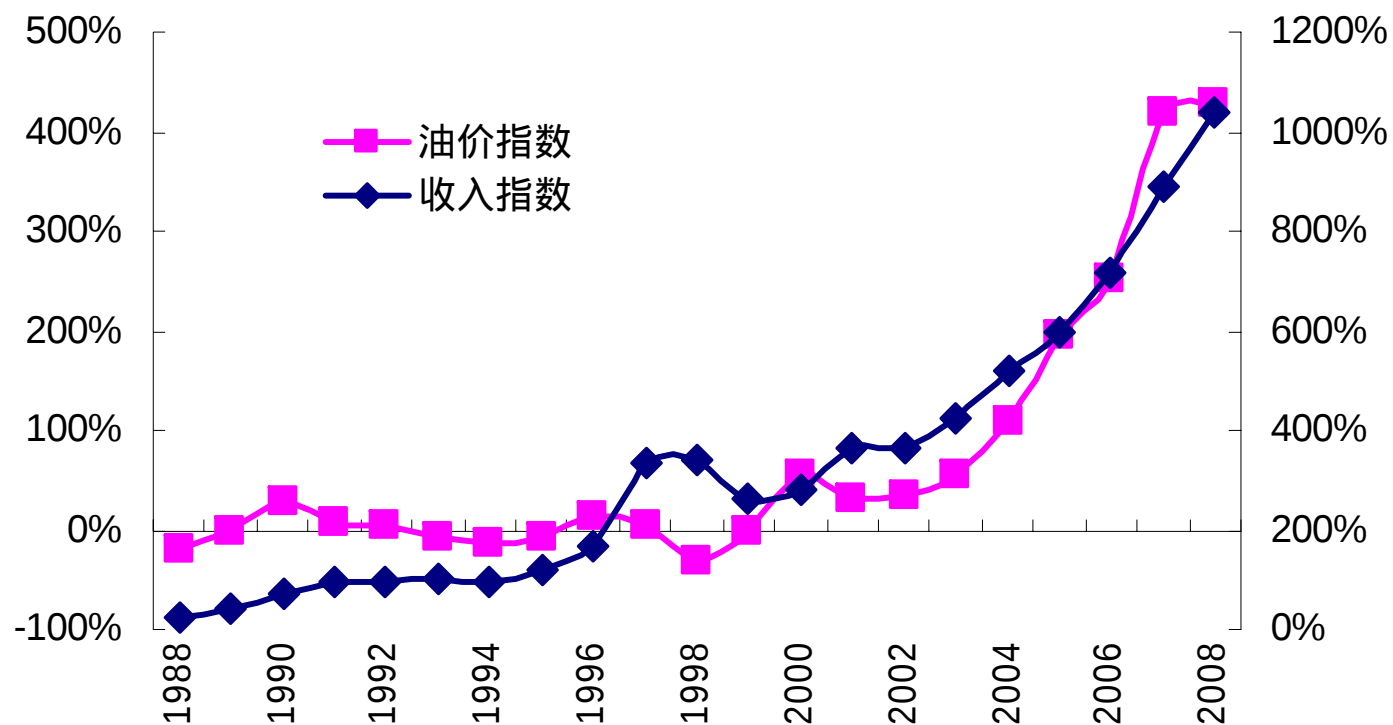
2010年以后全球原油需求增长而产量衰减的矛盾将日益突出

(百万桶/日)



资料来源：相关资料

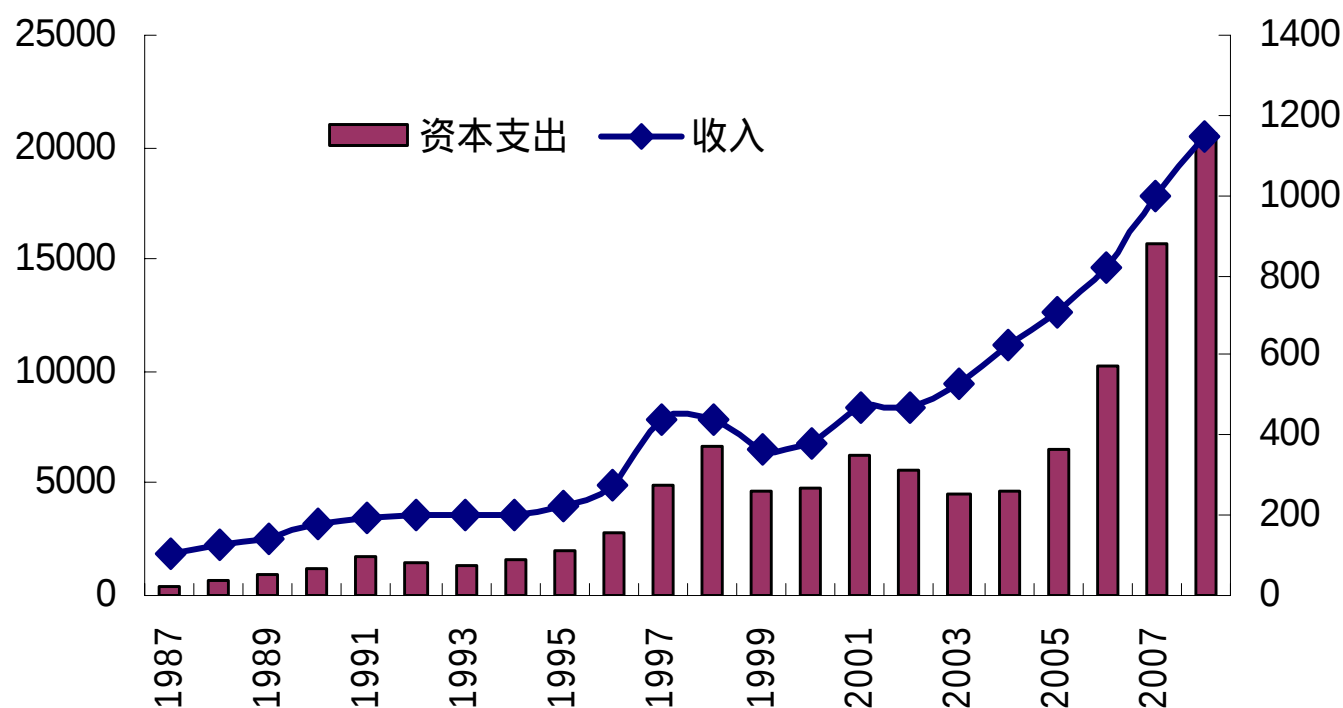
原油价格与油服公司的收入指数走势趋同



资料来源：彭博资讯

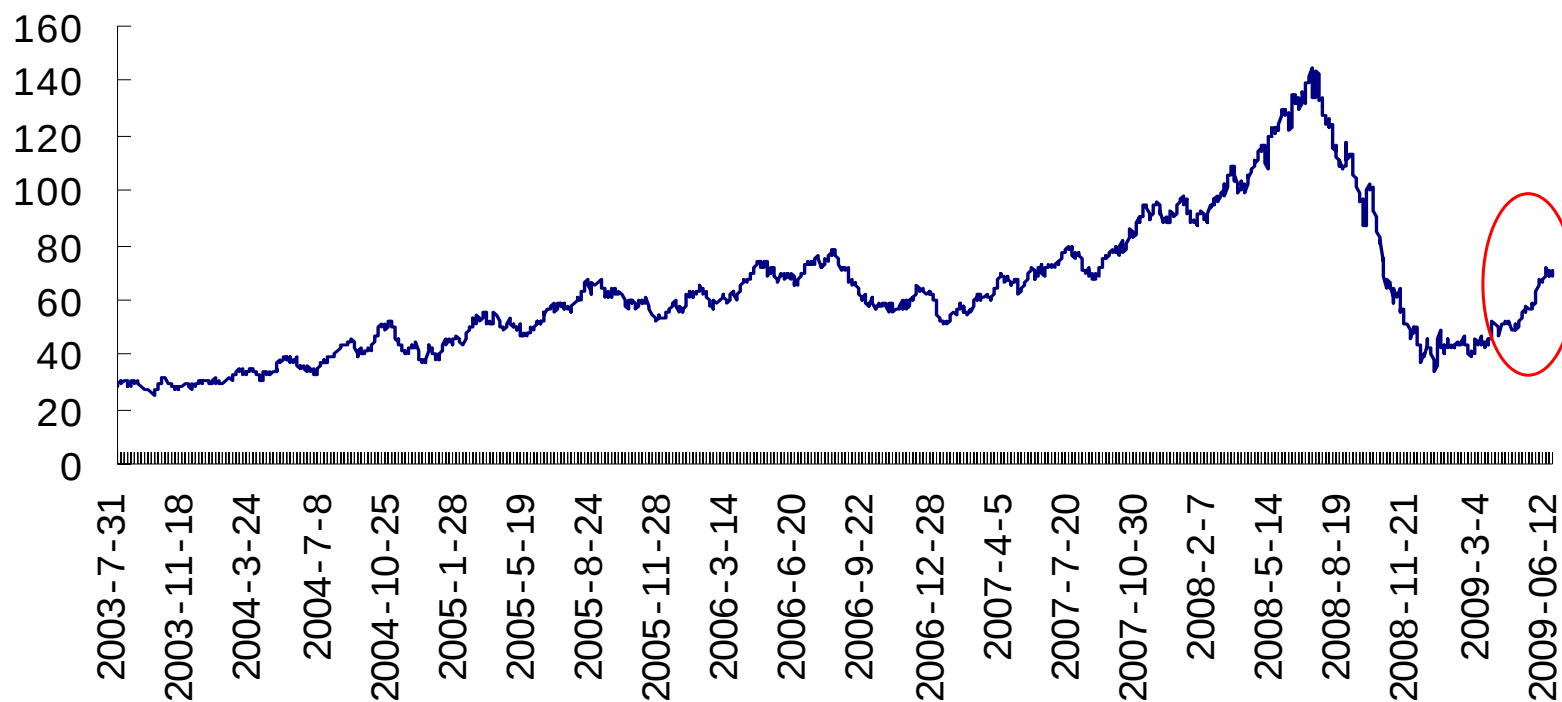
全球油服类上市公司营业收入与资本支出

2008年全球油服上市公司的收入规模约1150亿美元，
资本支出200亿美元

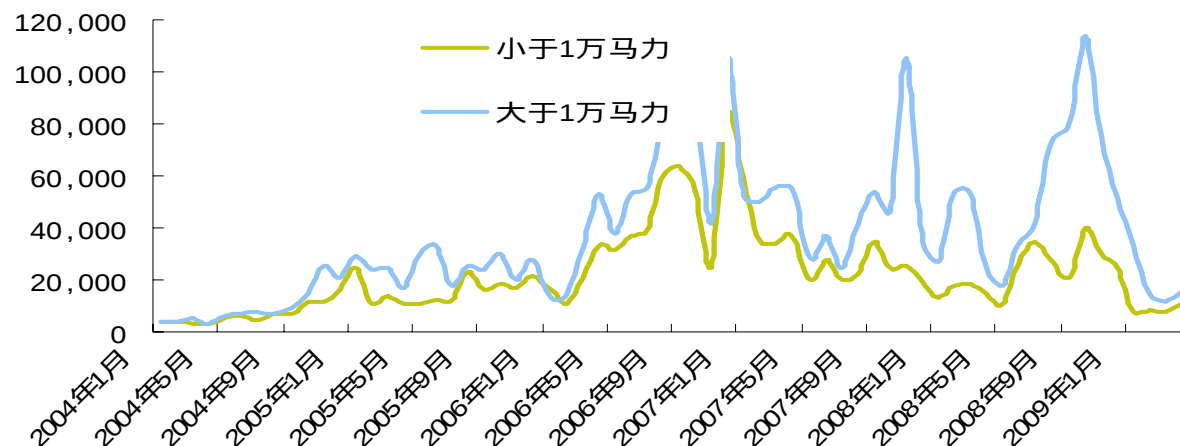


资料来源：彭博资讯

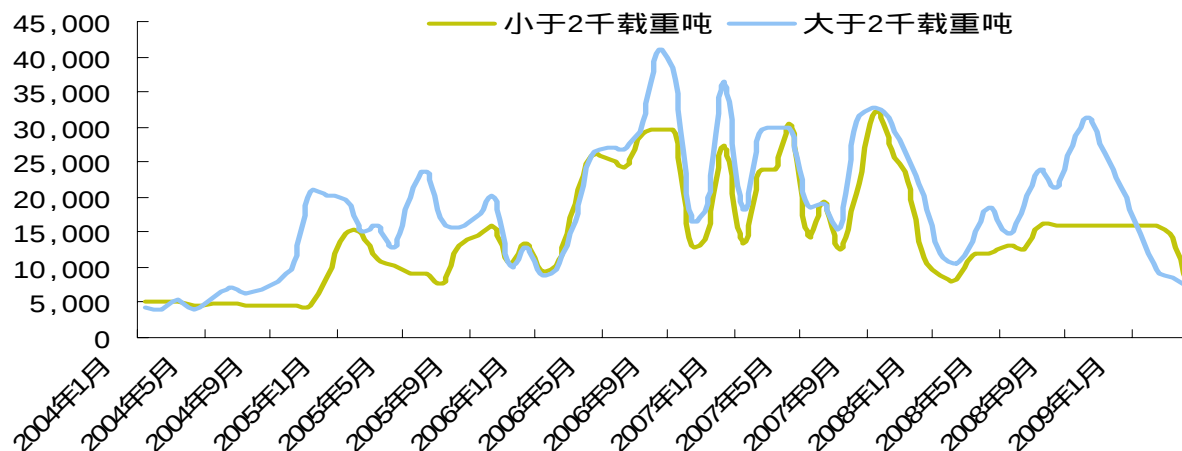
布伦特原油现货价格站稳70美元/桶



资料来源：聚源数据

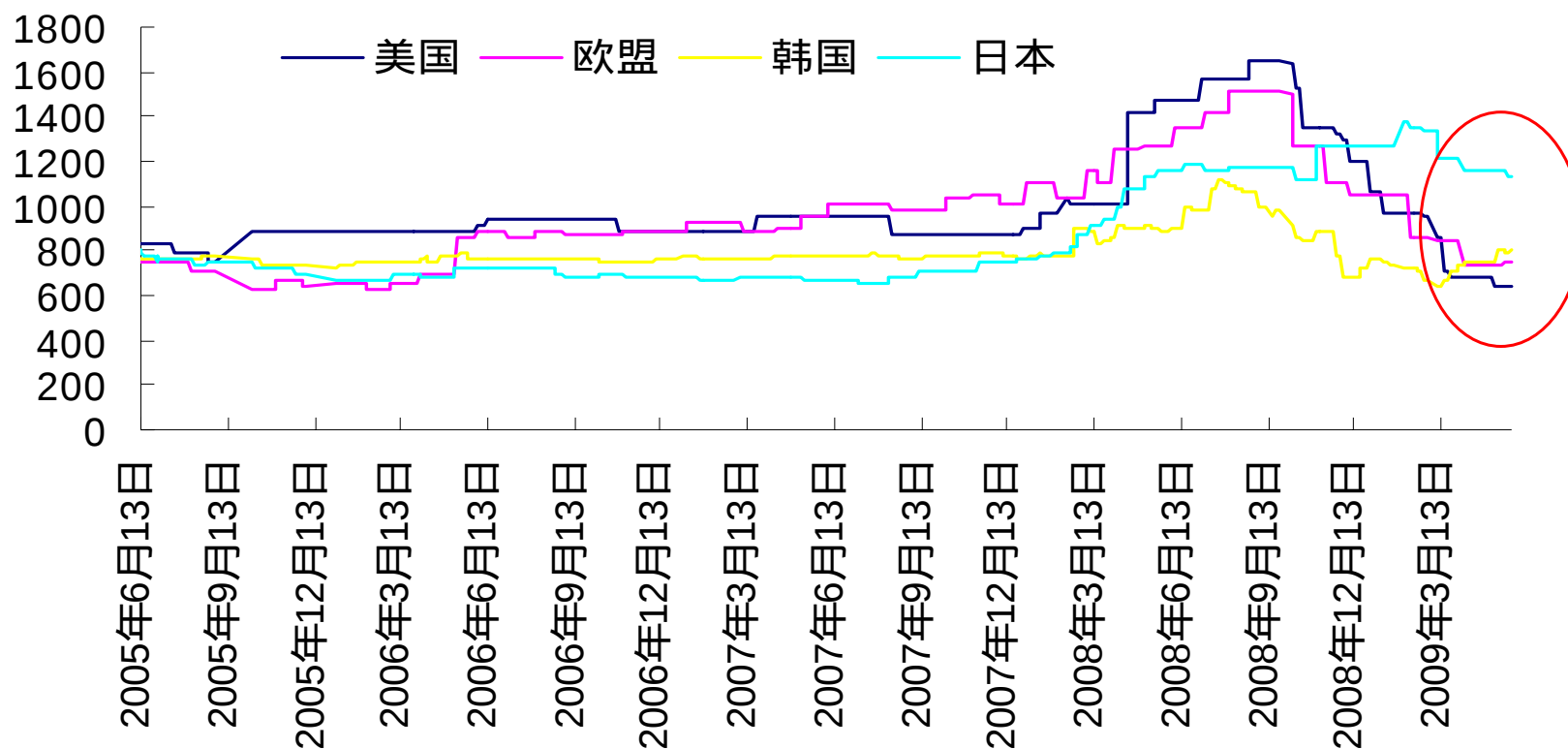


三用供给船和平台供给船的日租金呈下滑趋势。



资料来源：clarkson

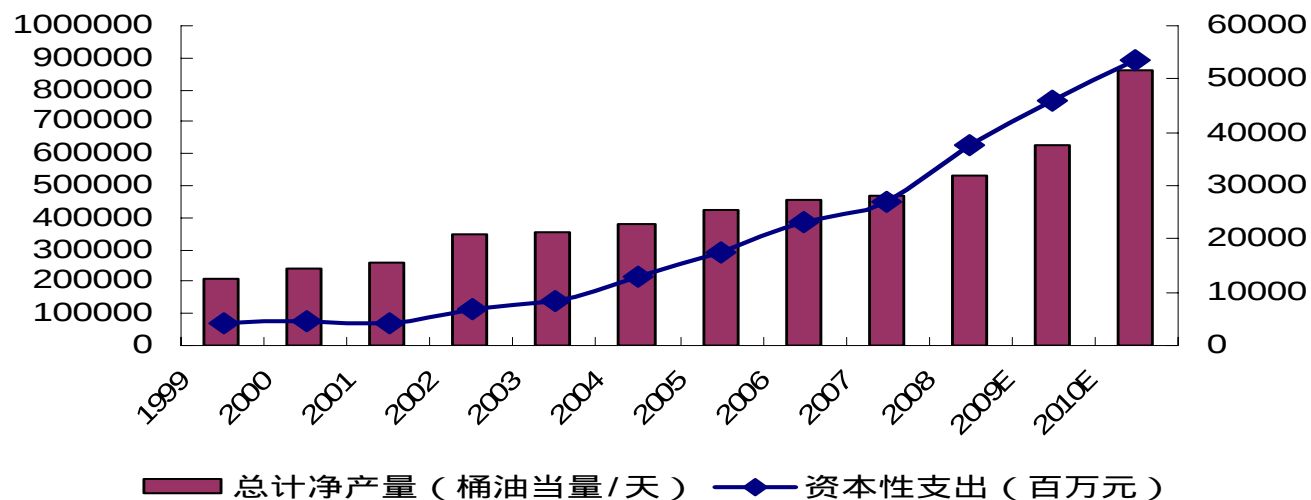
主要国家和地区的中厚板价格已经低于历史平均水平（美元/吨）



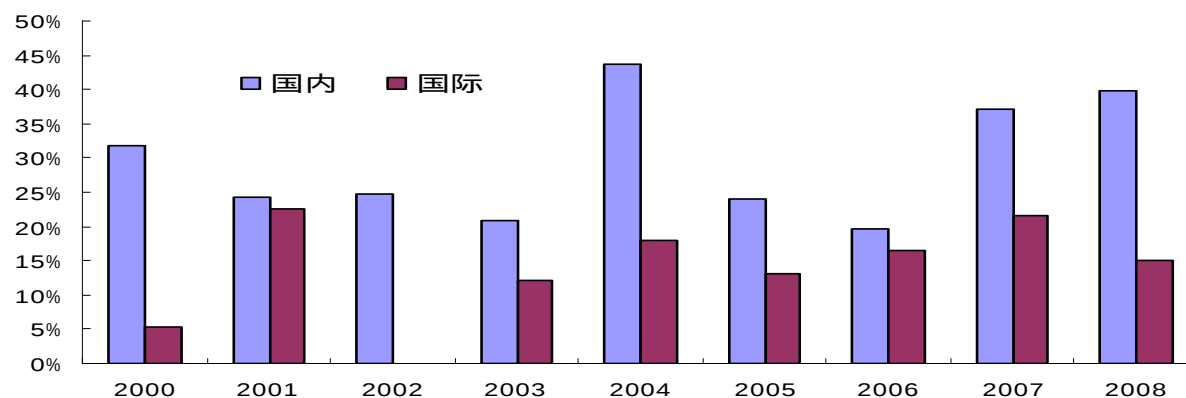
资料来源：MY STEEL

- **中国的比较优势：需求、成本、作业能力**

国内海洋油气开发投资不降反升



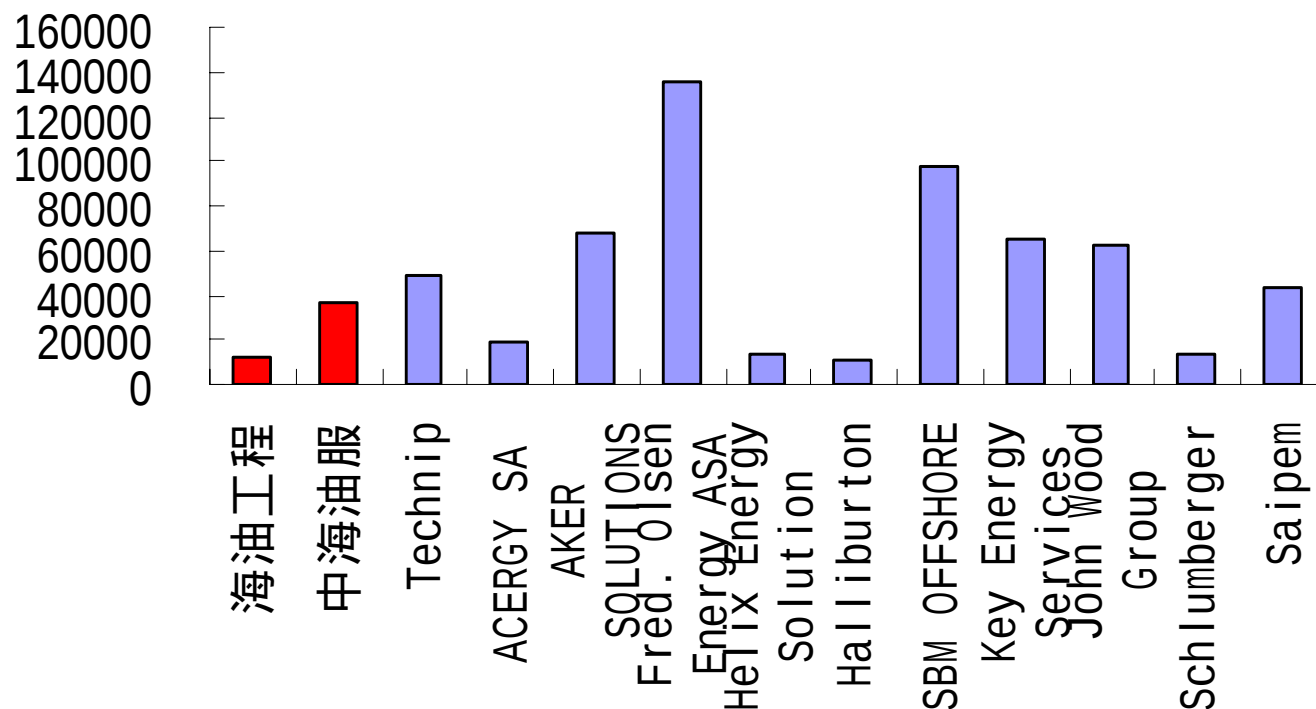
中海油原油产量与资本性支出同步增长



国内油服公司收入增速平均高于国际15个百分点

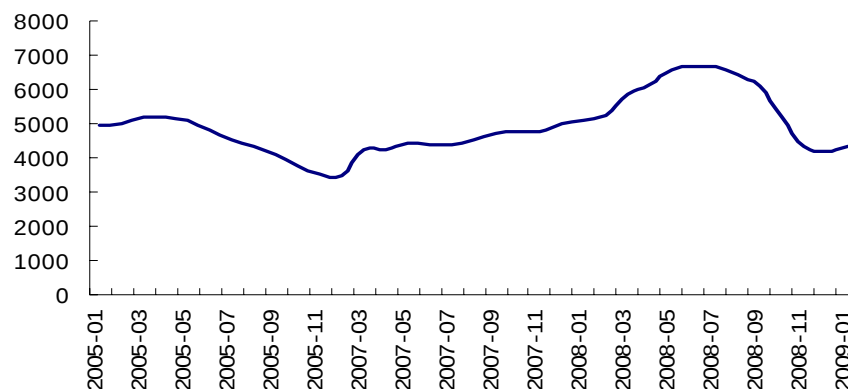
资料来源：公司年报 彭博资讯

全球油服公司2008年人均薪酬对比，海油工程约为平均水平的33%

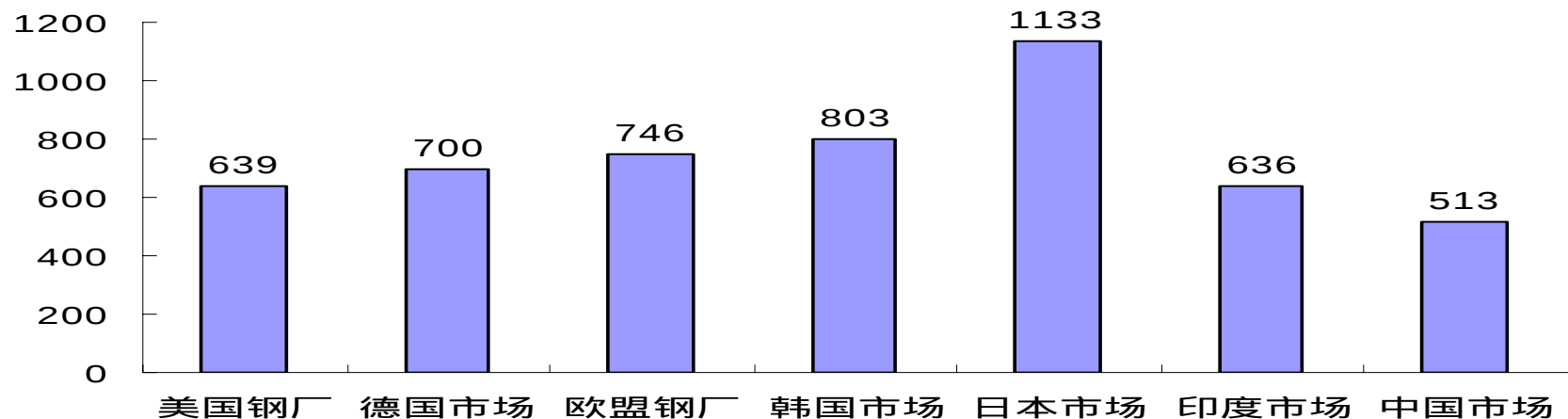
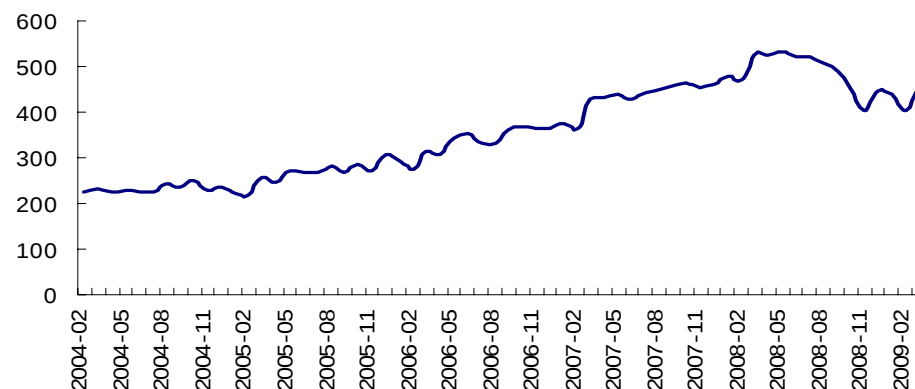


资料来源：公司年报 彭博资讯

国内中厚板价格调整到低位（元/吨）



国内中厚板产量趋增（元/吨）



资料来源：MY STEEL

公司	船型	艘数	简况
Saipem	作业船队	18	Saipem7000为半潜式起重铺管船，起重能力14000吨。
	海底作业船队	18	多用途工程船、水下机器人、潜水支持船、探测船等。
	钻井船队	10	其中1艘钻井船、5座半潜式平台、4座自升降式平台。
	FPSO	3	储油能力分别103、190、180万桶。
	其他	4	浅水铺管驳船、挖沟艇等。
Technip	铺管船	3	作业水深3000、2000米，铺管速度27公里/天。还有2艘待交付。
	工程船	11	潜水支持船、多用途深水船。还有1艘09年投入作业。
McDermott	起重铺管船	8	7艘为起重铺管船，1艘为铺管与潜水支持船。
	海事服务船	15	主要为海上油气服务，其中有1艘训练船。
Acergy	工程船	7	工程作业船、潜水支持船、潜水与作业船。
	海底作业船	6	深水作业支持船，海底工程船、重型工程船。
	检测船	4	检查，保养和维修（IMR船），配有工作与观测机器人。
	硬管铺管船	4	动力定位驳船，可承担深水系泊、铺管和安装作业。
	水下机器人	9	工作类4台，检测类3台，观测类2台。
海油工程	起重与铺管船	7	4000吨起重、7500吨自航起重船各一。
	铺管船	2	深水、浅水铺管船（2009、2010年交付）
	水下机器人	6	作业类4台、观测类2台。
	其他作业船	10	动力定位船、下水驳船、三用工程船等。
中海油服	钻井船	23	自升降式20台、半潜式3台，陆地钻机及模块等。
	辅助作业船	92	三用工作船、平台供应船、油田守护船等。
	勘探船	12	物探船8艘、勘探船4艘。

资料来源：公司资料

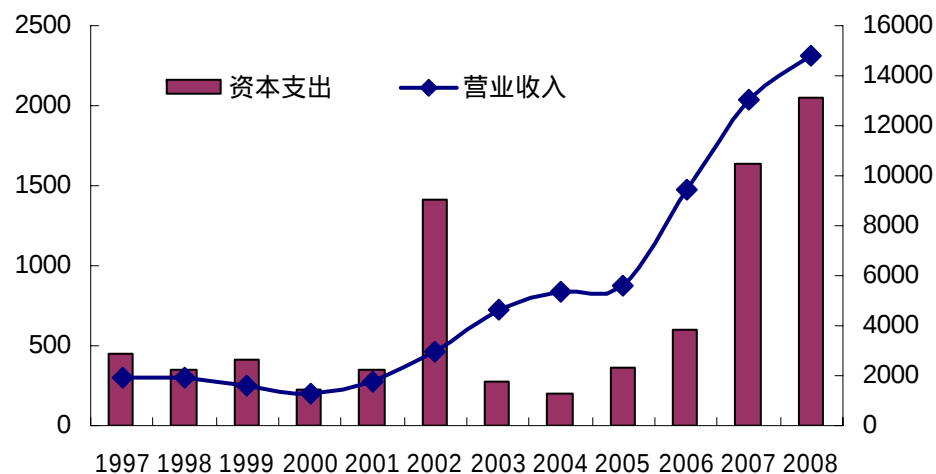
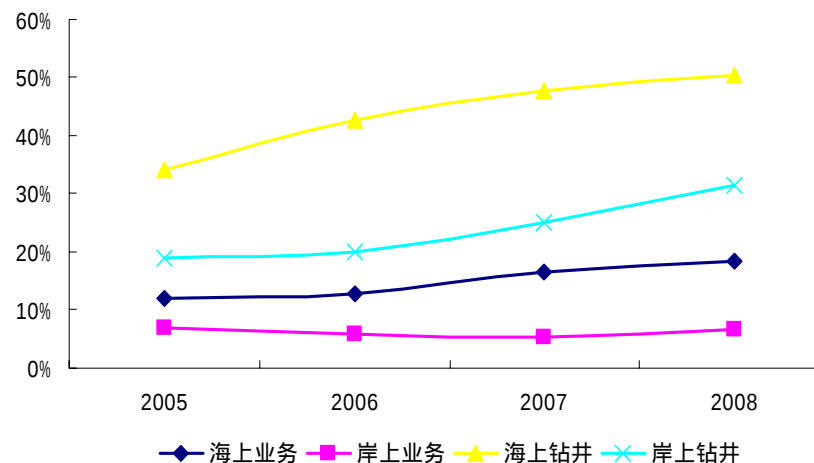
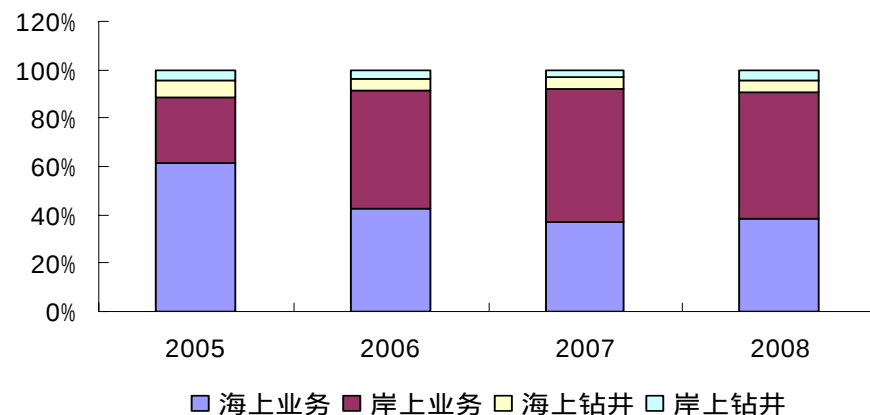
- 一体化与专业化——主要油服公司的业务结构特点

	勘探钻井	工程项目管理	海底安装	海管铺设	海底设备建造	平台设施制造	完井服务	钻井设备
德西尼布		√	√	√	√			√
塞班	√	√	√	√		√		
贝克休斯	√						√	√
哈里伯顿公司	√	√	√	√	√		√	√
斯伦贝谢	√	√					√	
麦柯特		√	√	√	√	√		
中海油服	√						√	√
海油工程			√	√	√	√		

海油工程和中海油服分工明确，在国内海洋油气开采产业链中的地位难以替代。

资料来源：公司年报

2008年海上业务和岸上业务各占比43%、57%。



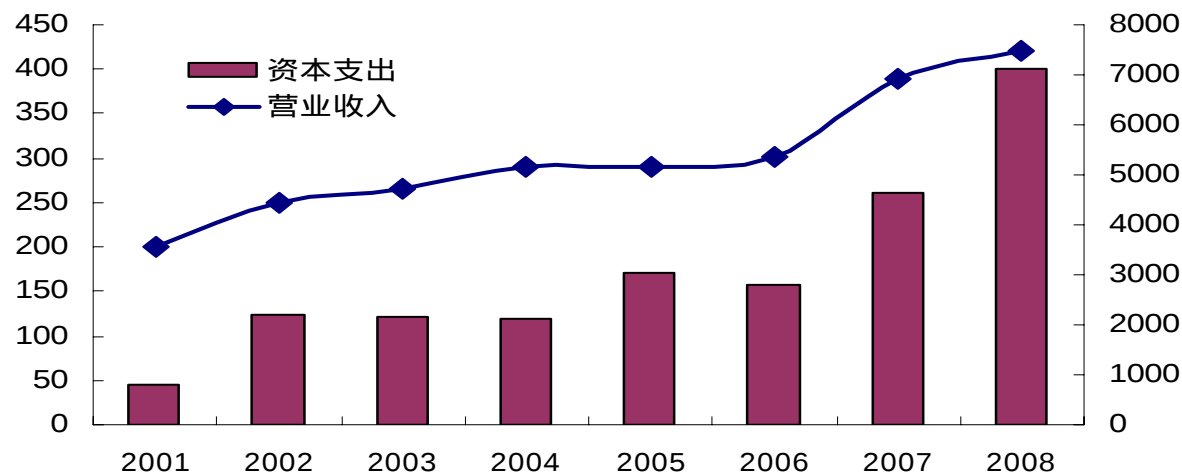
海上钻井和岸上钻井的毛利率水平较高且近年呈上升态势，分别为50%和30%。

海上安装业务毛利率18%，岸上业务的毛利率只有7%，二者相对平稳。

近年来资本支出大幅增加推动营业收入的快速增长。

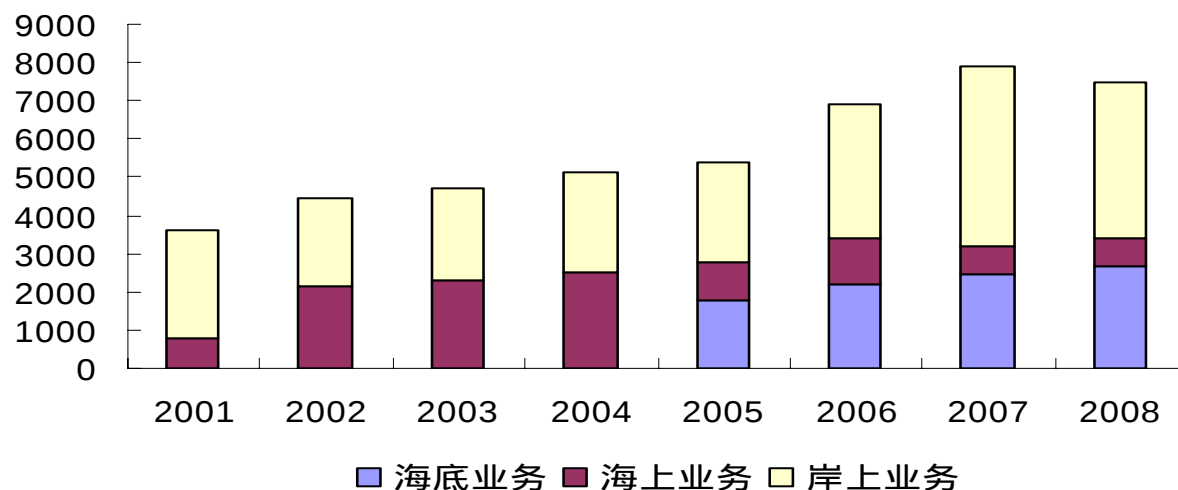
资料来源：公司年报

Technip的海底业务发展较快



2008年公司海底、海上和岸上业务占比分别为35.9%、9.3%、54.8%。

海底、海上和岸上业务的毛利率水平分别为26.5%、14.5%、8%。

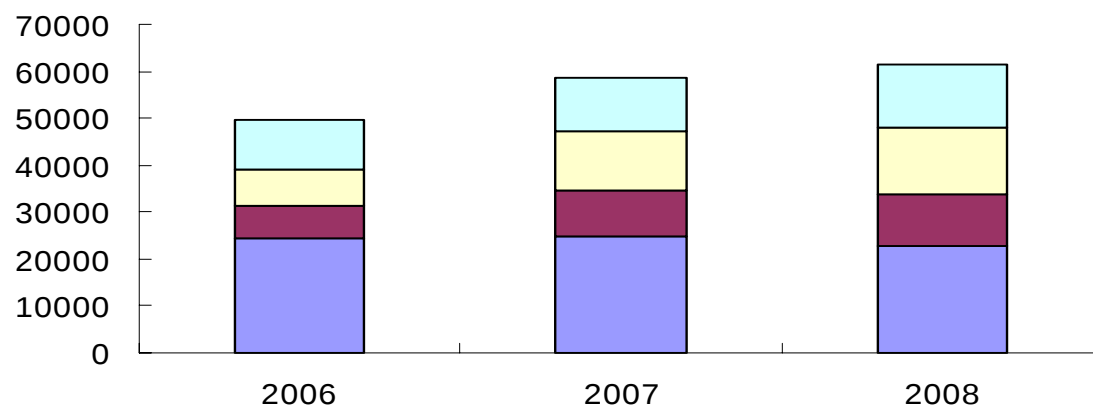


海底业务资本支出从2005年的136增加到2008年的362百万欧元。

相应业务收入也从1774增长到2689百万欧元。

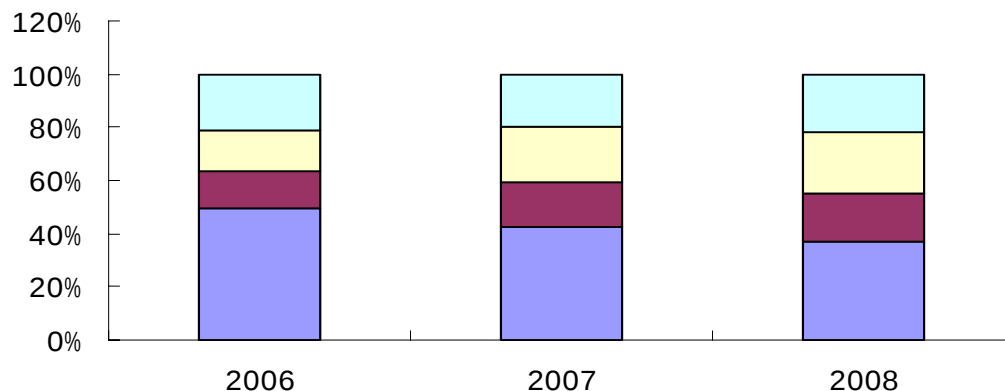
资料来源：公司年报，单位：百万欧元

Aker公司的业务构成（单位：百万挪威克朗）



近2年公司的海底业务和深水钻井业务大幅增长，收入占比分别提高到18%、23%，能源开发与服务业务从49%降至37%，建造业务稳定在22%左右。

■ 能源开发与服务 ■ 海底业务 ■ 深水钻井与浮体 ■ 建造业务

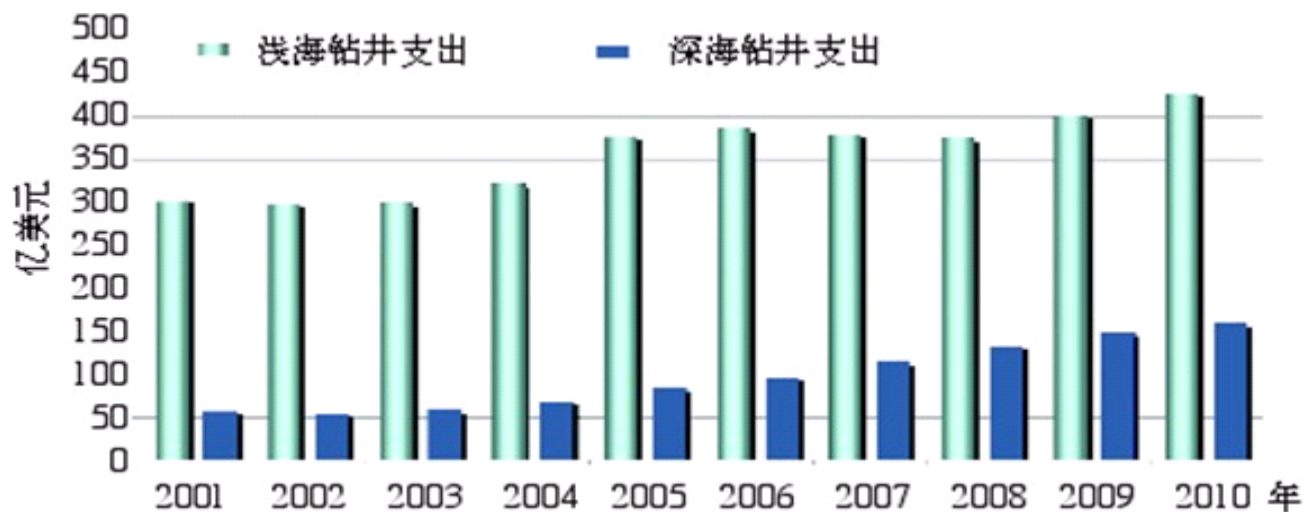


■ 能源开发与服务 ■ 海底业务 ■ 深水钻井与浮体 ■ 建造业务

资料来源：公司年报

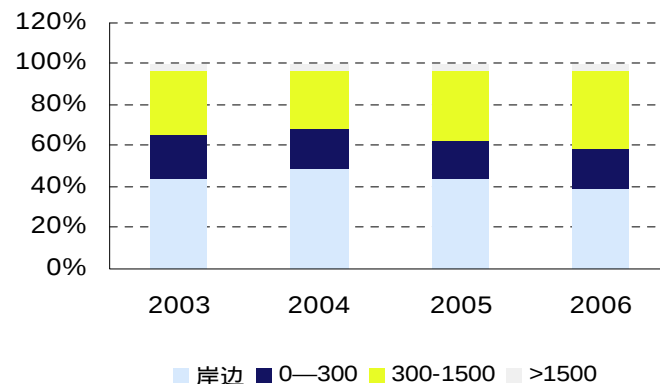
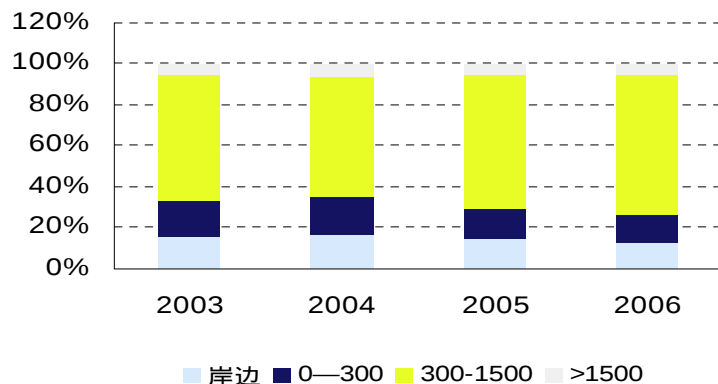
- 深海油气——巴西石油的经验与中国南海的前景

全球深海油气产量及支出呈递增趋势

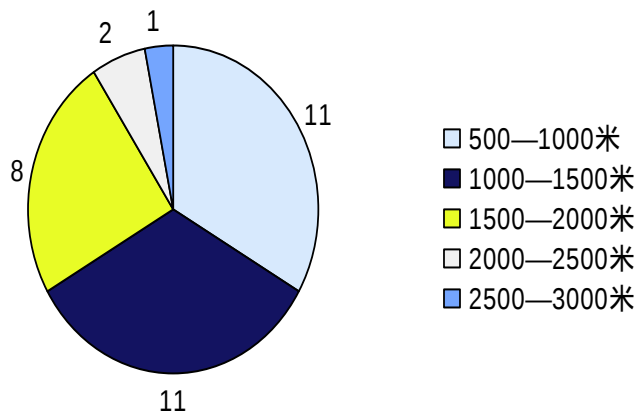


资料来源：DW公司

巴西石油的深水油气作业已经成熟



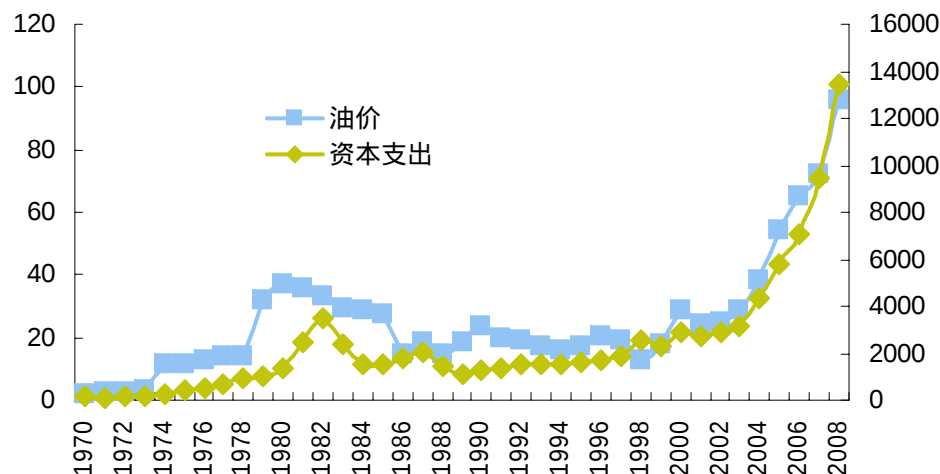
作业中浮式平台数量（座）



约70%的原油和40%以上天然气来自于300—1500米及其以上水域。

浮式平台的58%集中在1000—2000米的水深区域。

巴西海洋石油成为产量增长的主要源泉



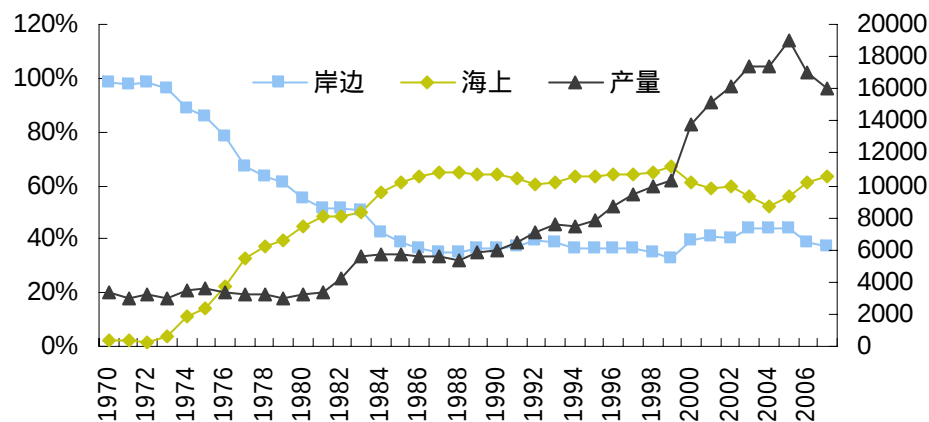
1990年后巴西石油的资本开支与油价同步增长。

海洋原油产量占比从1973年的3.78%上升到1988年的65.19%

同期原油产量从2961百万立方增加到5386百万立方。

2005年达到19038百万立方的峰值产量，海洋石油占比56%。

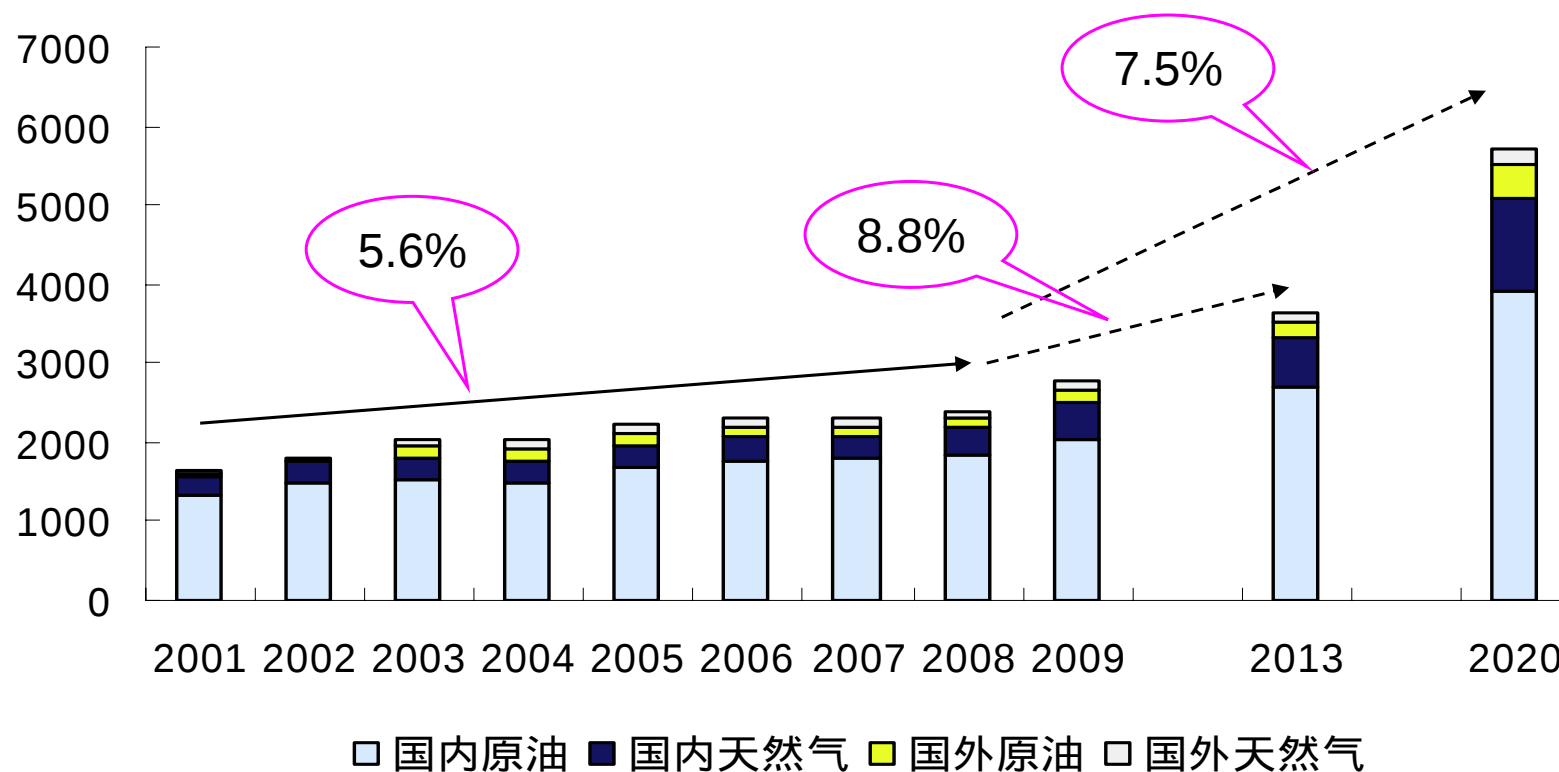
2009、2013、2020年的日产量将达到2757、3655、5729千桶。



资料来源：公司年报

巴西石油的中长期产量保持较高增速

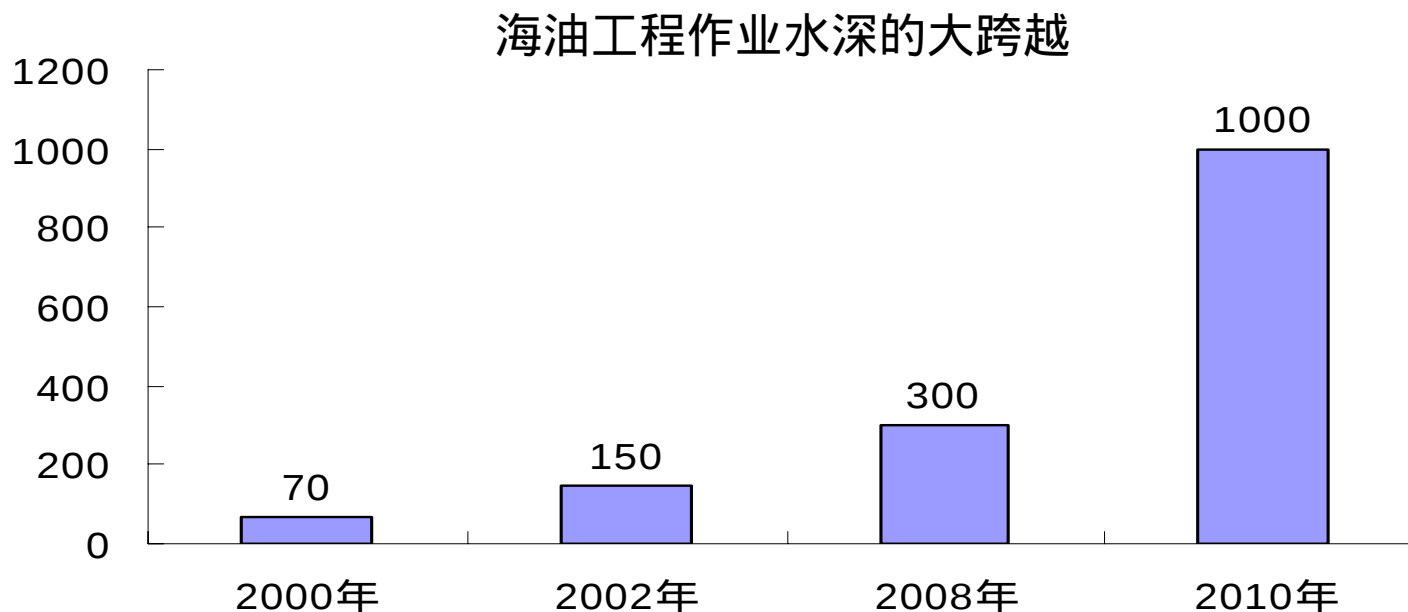
巴西石油是美洲第三大上市公司，同时也是拉美地区最大的上市企业。2009—2013年的复合增长率为8.8%，2009—2020年的复合增长率为7.5%，中长期规划均超过历史上5.6%的水平。



资料来源：公司年报

- 中海油在南海深水勘探已探明的地质储备达31亿吨油当量。按照发展规划，中海油预计在2009—2020年间2000亿元投资完成后，要在南海建成年5000万吨油气当量的产能，相当于大庆油田的规模。
- 中海油在南海勘探开发上规划投资2000亿元，将逐步建立起1500到3000米水深勘探、开发、建设队伍装备和能力。投资范围包括上游勘探和下游投入，深水、超深水油气勘探开发和作业能力建设是重点。
- 中海油2011-2015年的5年产量预测将增长6%-10%，而在2005-2010年将有望达到7%-11%的增长。

- 南海西部现在是中海油最重要的天然气产区，占比约23%，作业水深40-120米，南海东部则是中海油重要的原油产区，占比27%，作业水深100-300米。按照目前的技术储备和发展趋势，2010年有望在1000米水深开展作业。



资料来源：公司资料

- 2006年底中海油已与伊朗签署一份价值160亿美元的液化天然气合作谅解备忘录，开发伊朗北帕尔斯油气田、建设液化天然气输送设施。
- 北帕尔斯天然气田位于北帕尔斯北部85公里，天然气储量估计为2.265万亿立方米，日产1200万立方米天然气。
- 伊朗将向中海油供应天然气25年。项目8年建成，中海油获50%股份。160亿美元中的50亿美元投资到天然气上游开发，110亿美元用于建造生产液化天然气的相关装置。

■ 投资策略与估值

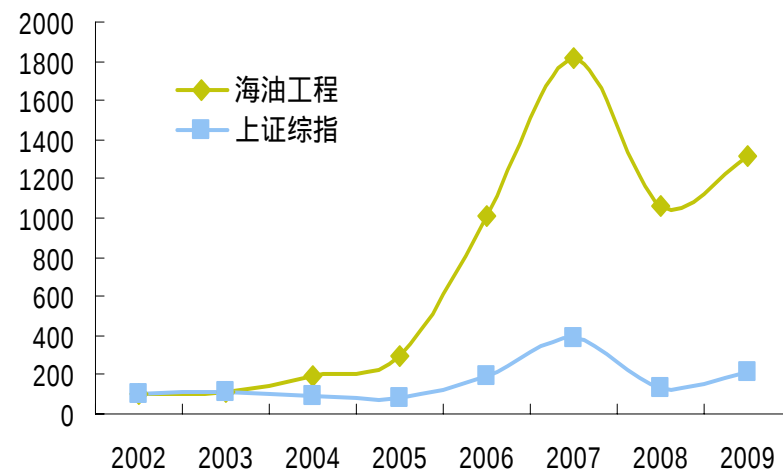
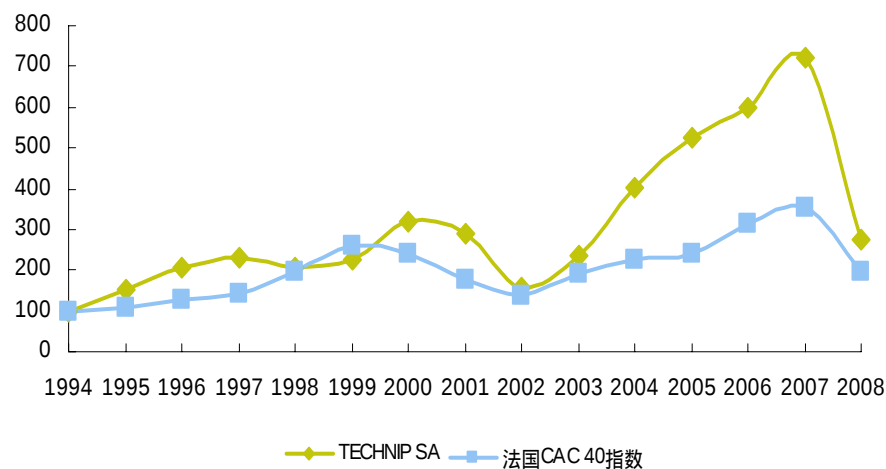
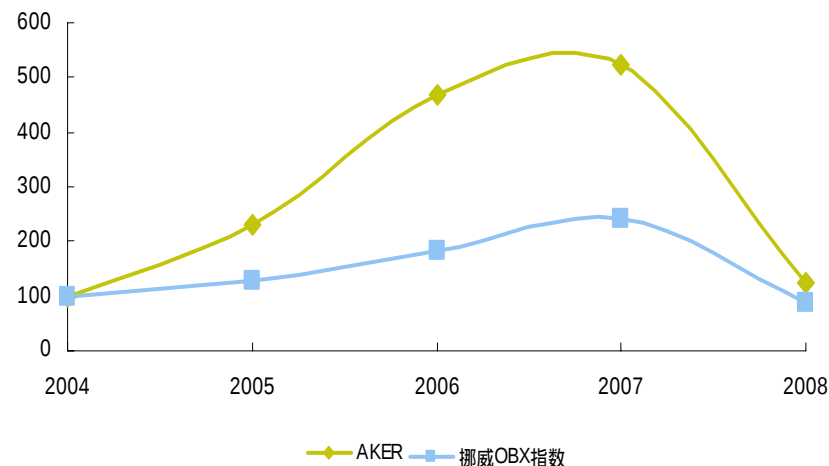
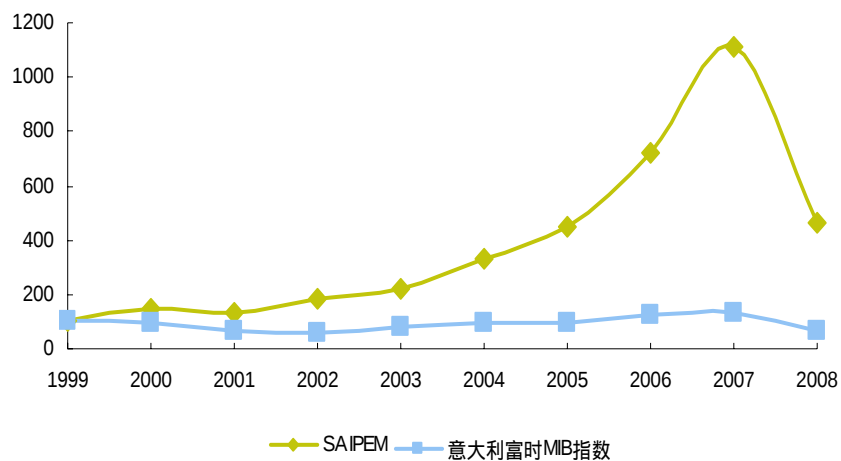


海洋工程设备制造商：振华重工、中集集团、中国船舶、中船重工、中远船务等。

油气开采服务商：海油工程、中海油服

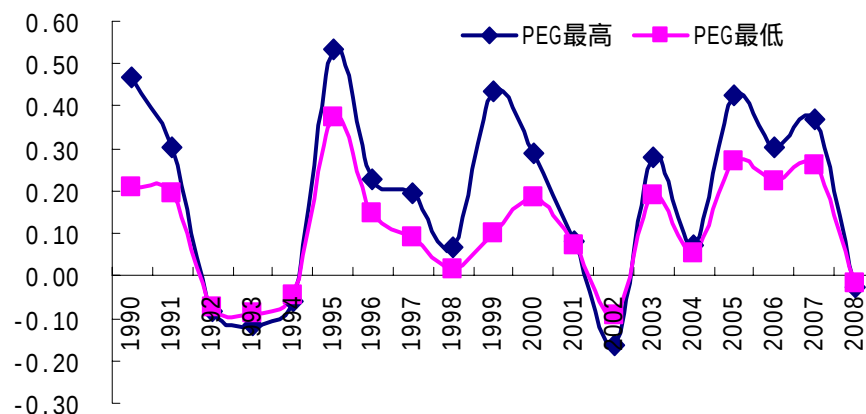
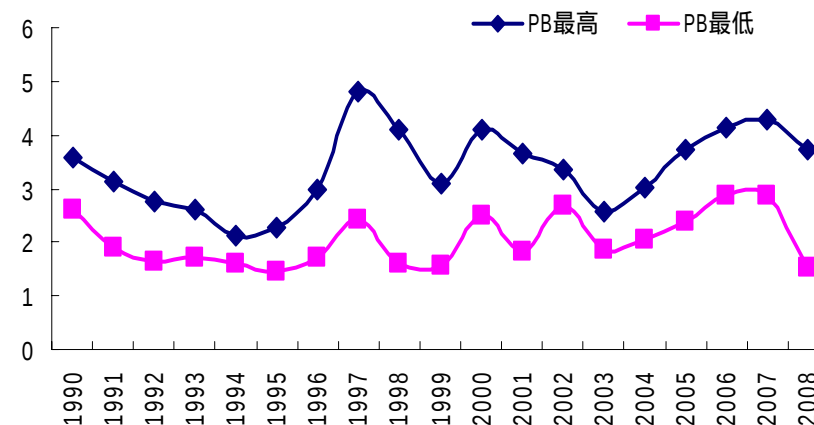
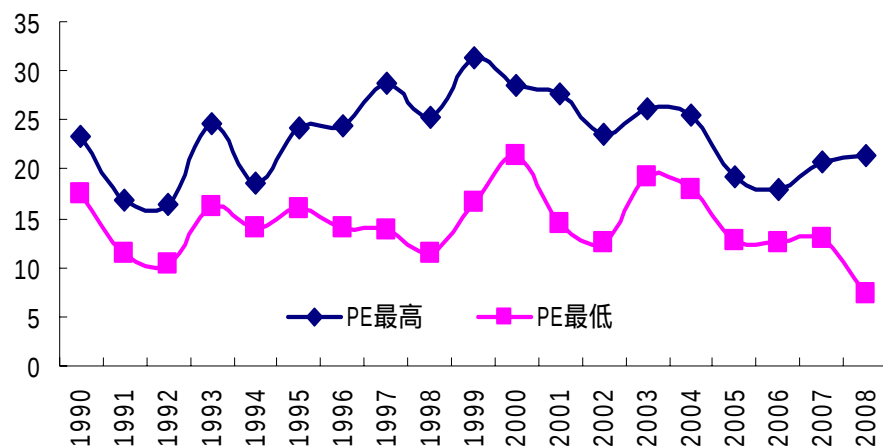
油公司：中海油、中石油、中石化

主要油服公司长期走势强于大盘



资料来源：彭博资讯

全球油服公司的估值波动区间



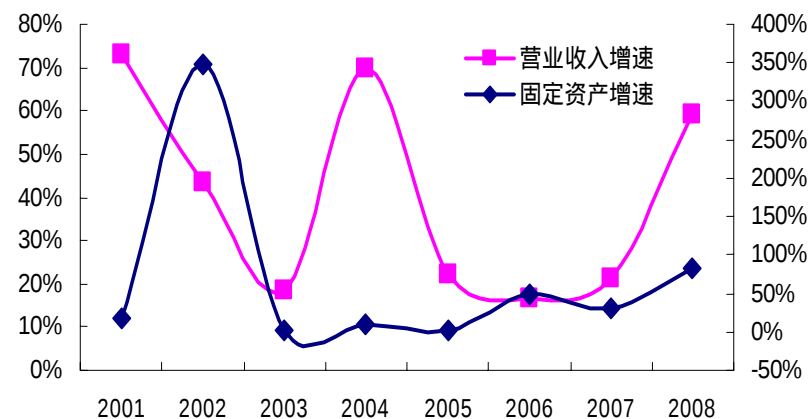
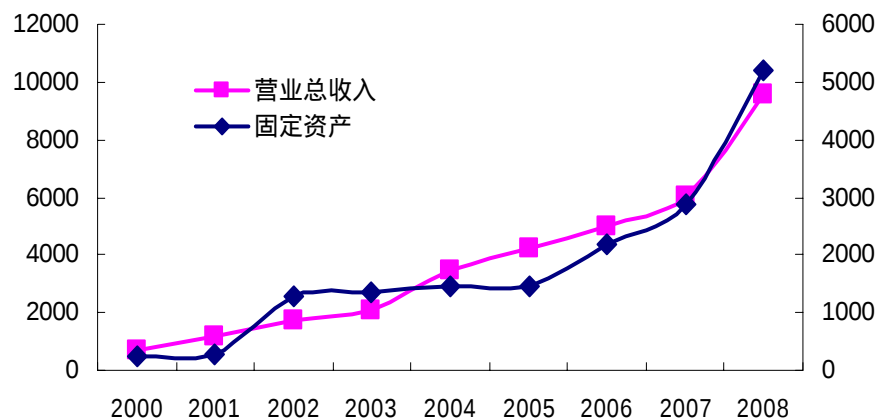
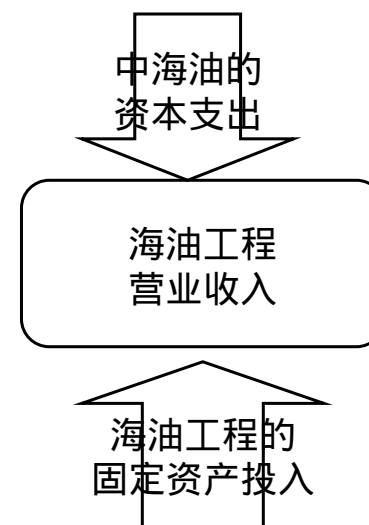
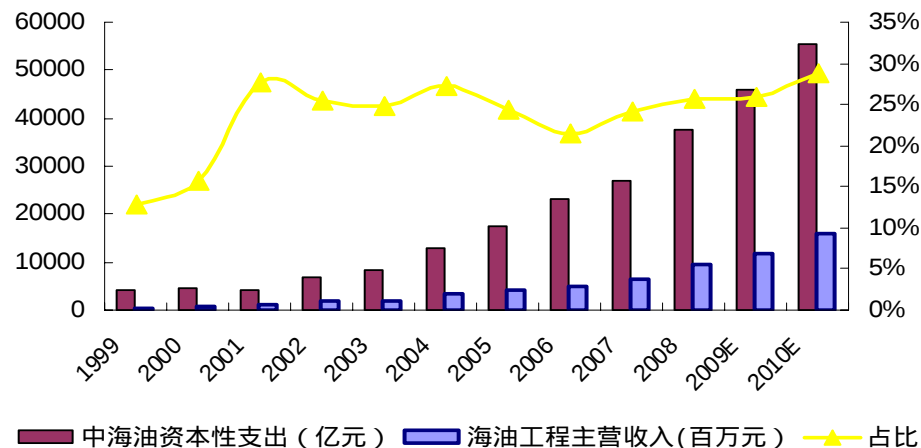
PE区间31.32—7.3倍
 PB区间4.81—1.47倍
 PEG区间0.53—-0.09倍

资料来源：彭博资讯

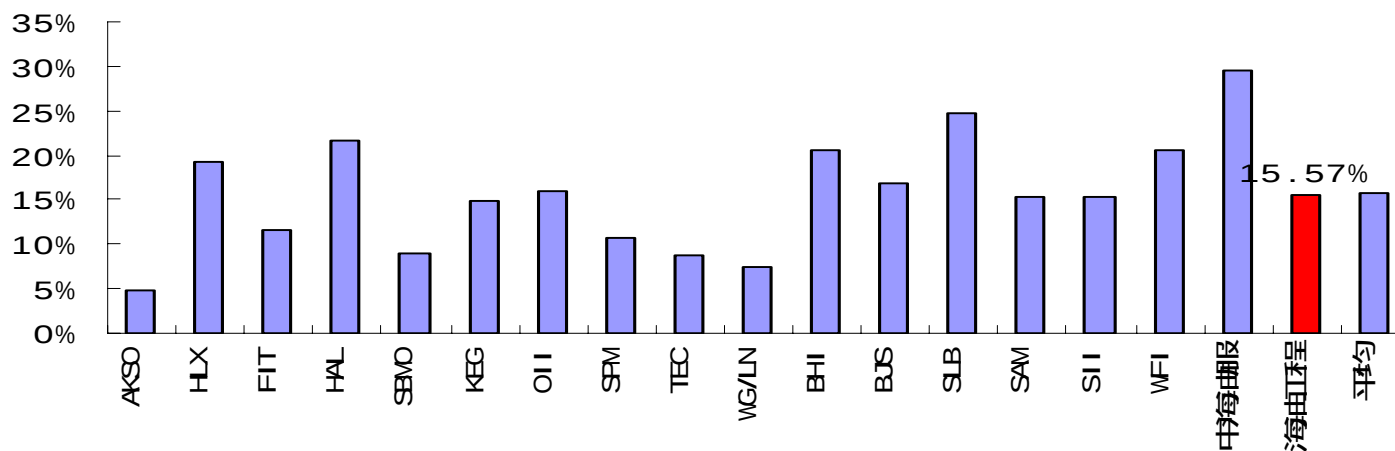
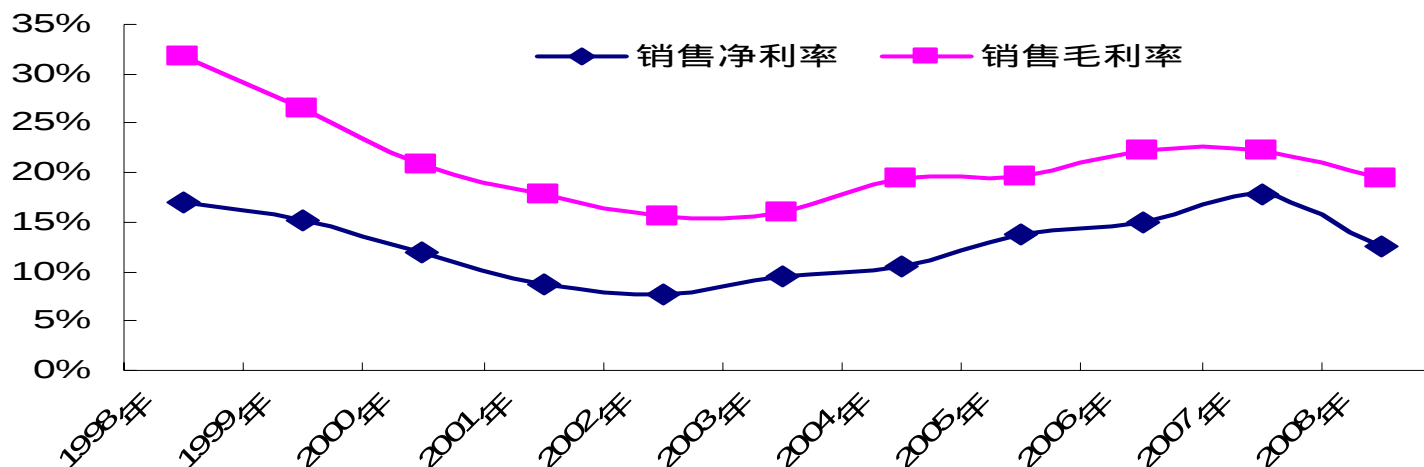
	PE			PB			PE/G		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
AKER SOLUTIONS ASA	6.96	9.28	8.18	1.50	1.36	1.23	0.22	-0.36	0.60
Helix Energy Solutions	11.23	9.41	5.02	0.89	0.81	0.69	-0.10	0.43	0.05
FMC Technologies	18.38	20.89	16.58	6.25	5.54	4.08	-1.20	-1.54	0.90
Fred Olsen	5.05	4.58	4.48	2.28	1.78	1.45	0.20	0.61	0.65
Global Industries	12.65	10.46	n.a	1.02	0.94	n.a	-0.08	0.30	n.a
Halliburton Co.	19.34	18.91	12.44	2.36	2.25	1.37	-0.69	-5.30	0.36
SBM Offshore	11.78	11.35	10.28	1.84	1.71	1.61	4.84	6.57	0.93
Key Energy Services	n.a	36.93	12.71	0.88	0.80	0.83	n.a	-0.04	0.11
Oceaneering Intl.	16.03	15.37	11.52	2.51	2.18	1.78	-1.82	3.90	0.35
Saipem	13.03	13.86	12.73	2.64	2.37	2.11	-0.41	-3.09	2.79
ACERGY SA	14.05	16.24	11.63	2.16	1.98	1.74	-0.25	-1.21	0.28
Technip-Cofexip	10.39	13.81	11.80	1.40	1.33	1.25	-0.49	-0.54	0.75
John Wood Group	12.34	13.39	11.45	2.02	1.83	1.70	-0.86	-1.48	0.62
Baker Hughes Inc.	19.31	19.80	13.12	1.77	1.70	1.44	-0.32	-5.47	0.20
BJ Services	21.59	30.13	17.11	1.37	1.33	1.16	-0.35	-1.21	0.15
CAMERON INTERNATIONAL CORP	17.38	18.86	13.87	2.70	2.43	2.03	-0.56	-2.98	0.37
Schlumberger Ltd.	22.92	24.00	16.85	3.74	3.46	2.83	-0.54	-6.07	0.41
Smith International Inc.	23.98	22.11	13.95	1.39	1.34	1.16	-0.39	2.53	0.22
Weatherford International Inc.	25.53	21.02	13.63	1.73	1.61	1.31	-0.46	1.16	0.22
中海油服(H)	10.68	9.37	8.57	1.60	1.41	1.28	1.16	0.63	2.50
中海油服(A)	22.33	20.10	16.48	4.76	4.03	2.43	1.22	1.41	1.16
均值	15.75	17.14	12.12	2.23	2.01	1.67	-0.04	-0.56	0.68
海油工程	22.76	18.13	14.20	3.77	3.20	2.67	0.47	0.71	0.51

资料来源：彭博资讯

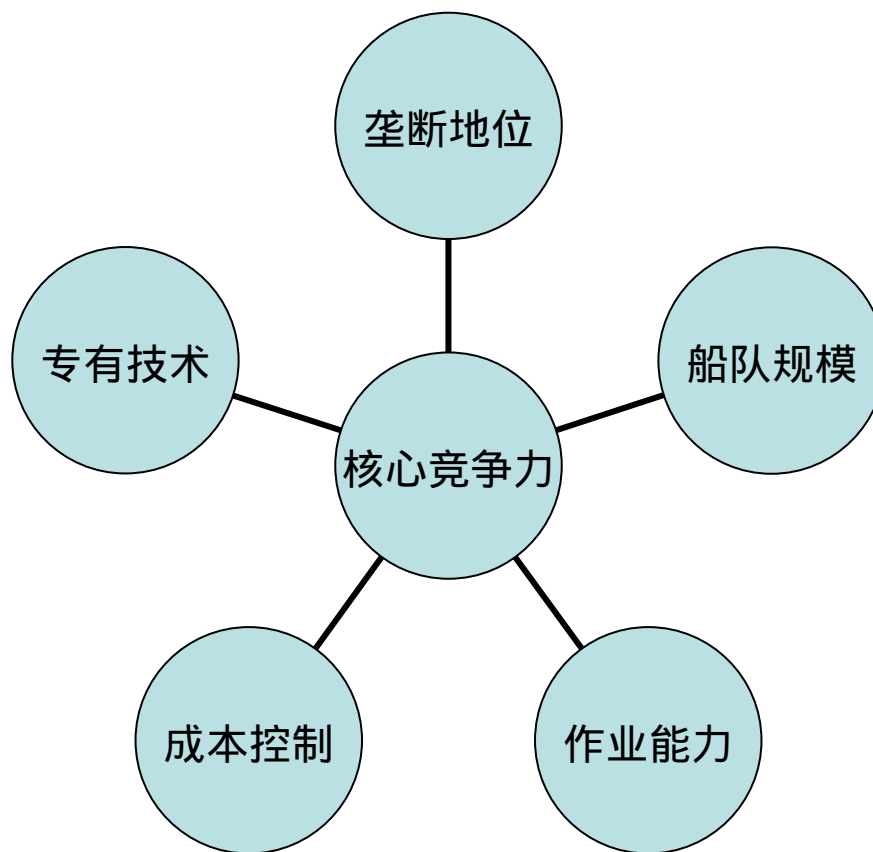
■ 重点推荐——海油工程



资料来源：彭博资讯



资料来源：聚源数据 彭博资讯



- 我们预测2009-2011年公司主营业务收入分别为为12,085、15,414 和19,372百万元，归属母公司净利润分别为1,775、2,228和2,845百万元，对应EPS分别为0.548、0.687和0.878元。
- 预计公司2008年——2011年的净利润复合增长率为26%，我们按照09年25—28倍PE对其估值，未来6-12 个月的合理股价为13.7—15.34元。WACC、FCFE对应的公司每股价值分别为17.72元和17.03元。
- 6月19日收盘价为12.46元，股价尚有10%—23%空间，目前股价明显低估，投资评级为“买入”。

深海油气的开采是历史性的趋势



敬请雅正 欢迎交流

国金证券研究所 张仲杰
电话：(8621) 61038287
邮箱：zhangzj@gjzq.com.cn
2009年6月