

石油化工

芮定坤

执业证书编号: S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

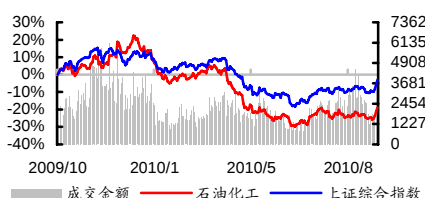
评级调整: 首次

行业基本资料

上市公司家数	15
总市值(亿元)	8808
占 A 股比例(%)	3.12%
平均市盈率(倍)	388.88

行业表现

(%)	1M	3M	6M
石油化工	6.16	10.49	-20.79
上证综合指数	5.40	13.60	-10.76



相关报告

《石油化工-近期石化重要数据分析》
2010-9-21

《石油化工-近期石化重要数据分析》
2010-8-15

《齐翔腾达-产量会超预期, 超募资金未来
增厚业绩》2010-7-27

石油化工行业

看好

海洋石油服务业深度报告: 看好未来 10 年

投资要点:

- **未来 10 年海油石油行业持续增长:** 全球近十年发现的大型油气田中, 海洋油气田占 60% 以上, 300 米以上的深水海域有 2000 亿桶未探明油气储量, 由于陆上储量发现已经很困难了, 我们认为未来海油石油开采的投资会比较快的增长, 行业趋势在未来 10 年内快速增长。
- 中国的海洋石油资源量占 23%, 探明率只有 12.1%, 南海区域储量大, 相当于 1 个波斯湾, 只是由于技术的原因一直没有开发, “十二五” 规划海上开发投资从 “十一五” 的 1200 亿增加到 2500 亿。计划 2020 年前, 在深水投资 2000 亿, 2015 年南海深水区总产量 2500 万吨油当量, 2020 年 5000 万吨油当量, 相当于 1 个大庆油田。同时完成八大关键技术, 建造八项重大装备。这些给国内油田服务、设备行业带来投资机会, 主要标的有中海油服、海油工程、杰瑞、海默科技等。
- **周期性分析: 油服行业的周期性比较明显,** 我们以钻井平台费率为例讨论周期性: **大趋势上费率和油价一致**, 有几个原因, 油价上涨以后, 原材料、燃料价格上涨, 所以平台运行的成本本身也增加, 成本推动; 另外油价上涨后带来油田开采资本支出增加, 带动行业需求所以费率增加, 这个在 05 年以后比较明显。但 **费率的变化是滞后于油价的, 这也有 2 个原因**, 第 1 是油价到石油公司资本开支变化相对油价有一个滞后, 同时合同本身一般也是长期合同 (1-3 年) 也有滞后, 第 2 个是除了油价还有平台供给的问题, 平台新增供给变化也影响费率, 供给的变动和油价也是不一样的。周期性影响了行业的投资选时。
- **中海油服: 浅水贡献业绩的安全边际, 深水贡献估值和成长性。** 06 年以来中海油在浅水还有 56 个探明未开发项目, 未来中海油服在浅水还有很多工作量, 贡献了业绩的安全边际, 同时 11 年开始深水能力形成后公司进入新一轮加速增长周期, 提升公司的成长性和估值。我们预计在 11 年 1、2 季度国际市场费率上涨, 公司利润率 12 年起增加。
- 我们给与中海油服强烈推荐评级, 预测 10-12 年 EPS 分别为 0.85、1.05 和 1.2 元。股价刺激因素包括: 3 季报超预期、油价大幅上涨带来的市场对费率的乐观预期、中海油资本开支增加和新的储量发现。

风险提示: 国际油田服务市场的技术风险、受中海油资本开支减少影响。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
601808	中海油服	0.7	0.85	1.05	1.2	16	18	15	13	强烈推荐
300084	海默科技	0.43	0.57	0.88	1.26	68	51	33	23	推荐

目录

一、海上石油服务业：未来 10 年行业都很好	3
二、中海油战略规划	6
三、油田服务业的周期性行业分析	9
四、公司分析：中海油服	13

图目录

图 1 2005-2009 全球新增油气储量中海上占比越来越大	3
图 2 原油储量增量主要来自海洋（2005 年后）	4
图 3 中国近海探明储量分布	4
图 4 中海油目前的油气产量来源分布（2010 年） 石油（左）天然气（右）	5
图 5 国内主要含油气沉积盆地和石油分布	6
图 6 中海油石油天然气产量	7
图 7 全球深海石油的产量占总供给的比例逐渐在增加	8
图 8 油田投资金额受油价影响略有滞后	10
图 9 斯伦贝谢 2000 年以来各季度净利润率变动	10
图 10 平台费率和油价的关系分析	11
图 11 2005-2012 年各季度全球自升式产能投放	12
图 12 2005-2012 年全球自升式平台的新增量、使用率	12
图 13 中海油服 2009 年分部门盈利构成	13
图 14 中海油服 4 个板块经营利润	13
图 15 中海油服和东南亚的费率比较	14
图 16 中海油服 2004 年以来的钻井平台费率	15
图 17 中海油服作业天数和增速	15
图 18 中海油服来自中海油的收入占比	16
图 19 中海油资本开支	17

表目录

表 1 中海油的探明未开发项目未来今年会陆续形成产量，进入开发	7
表 2 中海油服在建设设备	9
表 3 中海油服钻井船明细	18

一、海上石油服务业：未来 10 年快速增长

讨论海洋石油服务业最重要的第 1 点是分析海洋石油开采未来的情况，主要要点是：未来海洋石油开采的投资会加大，技术进步后其新增量要远大于陆上，相应的服务、设备行业是一个快速成长、空间大、产品服务毛利率高、政策支持的行业，A 股相关的标的越来越多，值得关注。

我们这里提到的海洋石油服务业主要包括海上石油服务和设备提供商，A 股上的标的包括中海油服、海油工程、杰瑞股份、海默科技等。

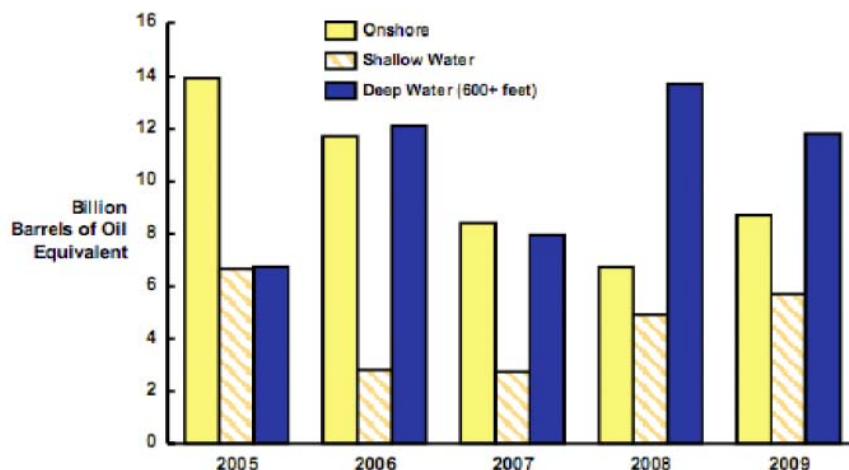
海洋石油未来是主要增量，勘探开发增长加速

海洋蕴藏全球超过 70% 的油气资源，2009 年海洋石油产量已占全球石油总产量的 33%，天然气产量占全球天然气总产量的 31%，由于陆上储量发现已经很困难了，预计到 2020 年海洋石油和天然气的产量占比会增加到 35% 和 41%。

全球近十年发现的大型油气田中，海洋油气田已占 60% 以上，尤其是 300 米以上的深水海域，尚有 2000 亿桶未探明油气储量。新增原油产量中海上石油占 50%。

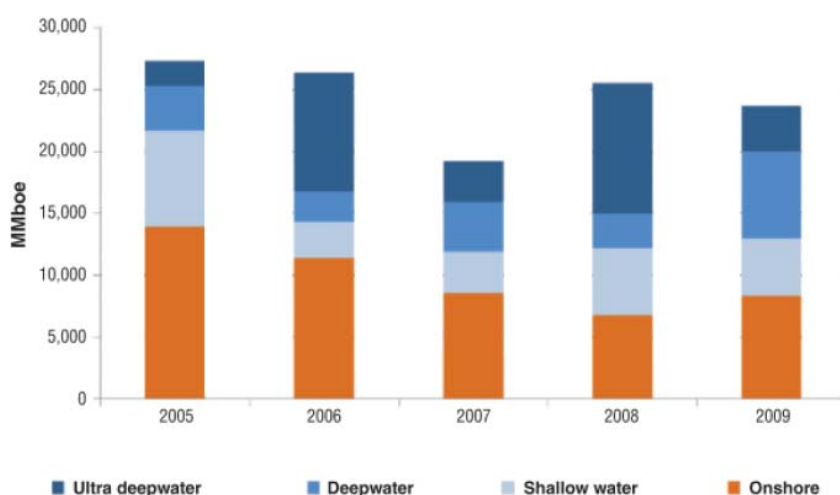
历史上海洋开发慢的原因主要有 2 个：第 1 是成本，海洋开发的成本尤其是深水相对较高，第 2 是技术要求高，但随着油价上涨和技术的进步，这 2 个问题都没有了，所以从这个逻辑上讲，海洋石油的加速开发也应该是大方向。

图 1 2005-2009 全球新增油气储量中海上占比越来越大 单位：十亿桶油当量



资料来源：CERA、中投证券研究所

图 2 原油储量增量主要来自海洋（2005 年后） 单位：百万桶油当量



资料来源：CERA、中投证券研究所

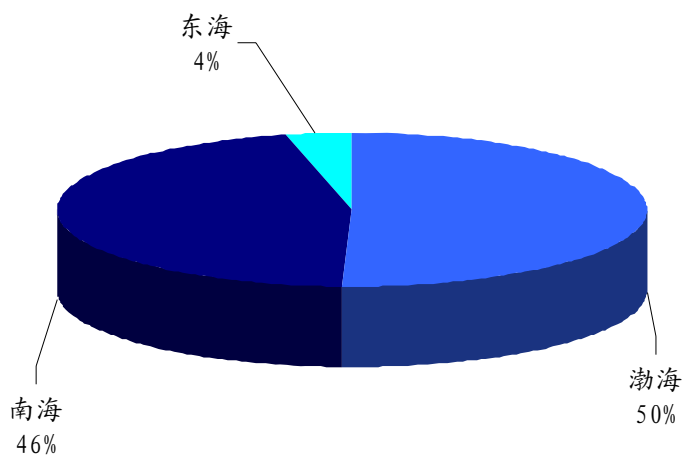
中国的情况：渤海和南海、浅水和深水

我国的情况基本一样，而且从海洋开发的空间来说要更大：按第三次石油资源评价结果，全国石油资源量为 **1072.7** 亿吨，其中海洋石油 **246** 亿吨，占总量的 **23 %**。海洋天然气 **16** 万亿立方米，占总量的 **30%**。石油的平均探明率为 **38.9 %**，海洋仅为 **12.1 %**，远低于世界平均 **73 %** 的探明率，油气资源的探明率尤其是海洋很低，整体上处于勘探的早中期阶段。

中国是个高原油依存度（超过 50%）的国家，需求占到全球的约 10%，陆上油田自然衰减，所以技术问题解决后，增加海上的勘探开发是国家战略。十二五战略里面，国家也重点把深海油气设备列为重点发展的行业，支持海洋油气开发。

中国近海探区面积约 130 万平方公里，油气资源储量约为 400 亿吨油当量，按 08 年的数据，中国海域主要勘探区约 25.7 万余平方千米，**探明储量中** 渤海湾占 50.67%；南海西部和南海东部共占 45.79%。东海占 3.57%。

图 3 中国近海探明储量分布 单位：%



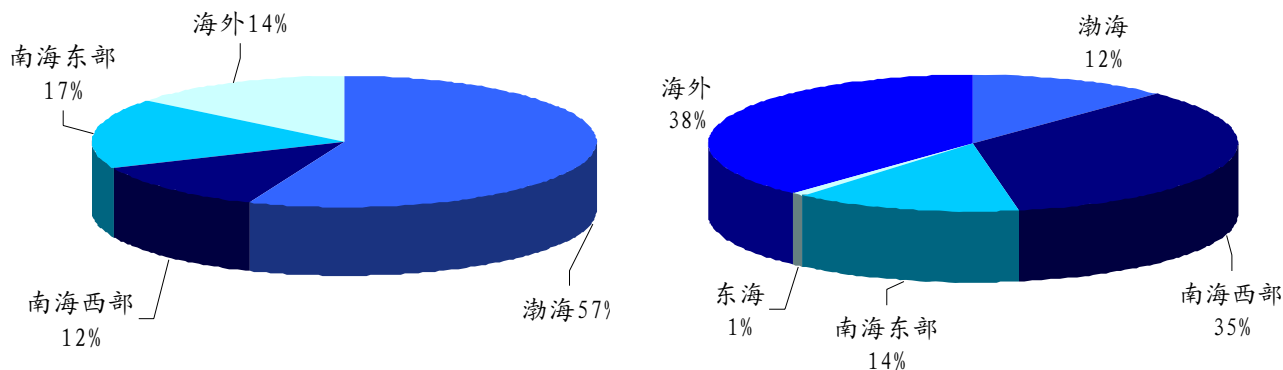
资料来源：中投证券研究所

目前国内勘探开发较多的是浅水，主要在渤海：渤海已开发油田包括锦州凝析油气田、绥中油田、秦皇岛油田、渤西油田群、埕北油田、渤南油田群以及渤中油田等。东海海域有春晓油气田和平湖油气田。

在南海,近海油气田有涠洲油田、东方气田、崖城气田、文昌油田群、惠州油田、流花油田以及陆丰油田和西江油田等。

如下图，中海油目前的国内产量主要来自渤海和南海的浅水区域。

图 4 中海油目前的油气产量来源分布（2010 年） 石油（左）天然气（右） 单位：%



资料来源：中投证券研究所

从上面的探明数据来看，渤海和南海基本差不多，但注意这里说的探明储量（南海的深水由于技术和投资风险的原因勘探的很少），长远的看南海的深水开发基本还没开始，我们认为长远看潜力更大，有几个原因：

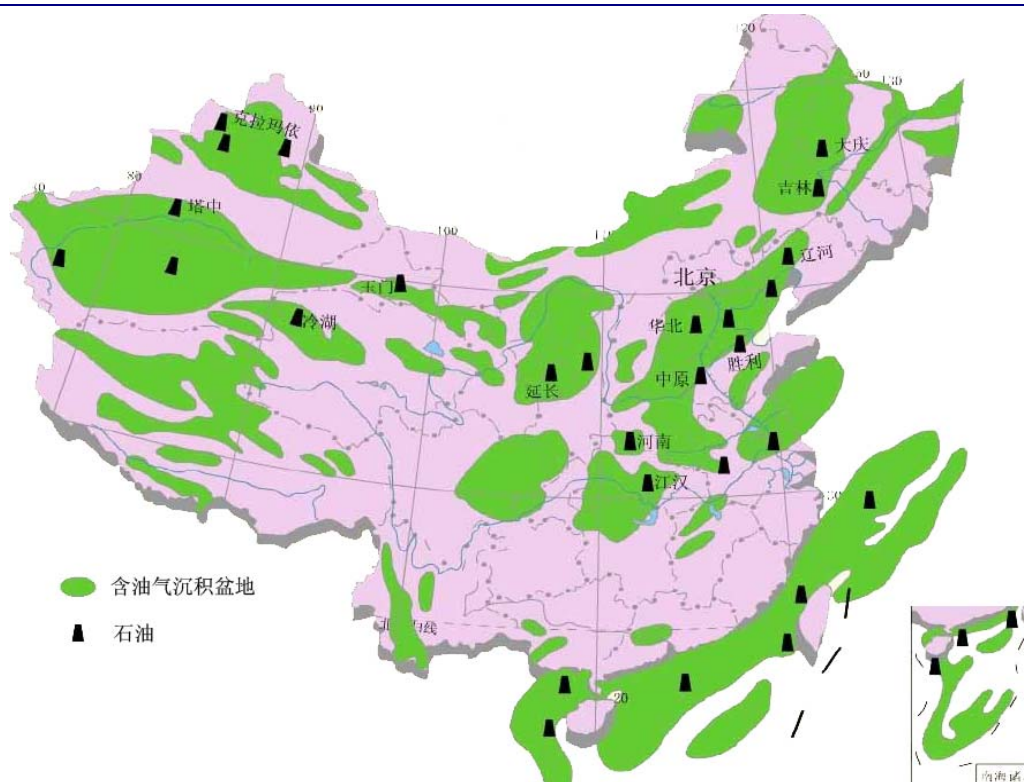
1、地质条件：南海具备形成世界级大油田的地质结构。世界上深水勘探领域主要集中在被动大陆边缘盆地中，如巴西的 Campos 盆地、墨西哥湾盆地和西非近海的尼日尔三角洲盆地等。中国南海北部大陆边缘发育的一系列边缘海盆地也具有相似的构造背景，具有良好的烃源条件、储层、圈闭以及好的生储盖组合。

根据现在的资料：南海北部深水海域有 6 个盆地，面积 20 万平方公里，天然气地质资源储量 1.5 万亿立方米；南海南部深水争议区有 14 个盆地，面积 52 万平方公里，石油地质资源量达 63 亿吨，天然气地质资源量 3.8 万亿立方米。

02 年以来的 8 年，中海油与 HUSKY 分别于 06、09、10 年宣布发现荔湾 3-1、流花 34-2 及流花 29-1 三大深水气田，三者可采储量分别达到 1000 亿立方米以上，是目前中国最大的前三大海上天然气气田发现。

2、面积大：从资源上看，中国的海域面积有 356 万平方公里，其中深水面积占 3/4 以上。南海传统疆界内海域面积约为 210 万平方公里；下面是国内的油气分布，可以看到南海的含油气沉积面积是最大的。

图 5 国内主要含油气沉积盆地和石油分布



资料来源：中投证券研究所

但是南海开发的难度也是比较大的，对于设备、服务技术的要求比较高，这 1 点也值得注意。南海是世界上台风最频繁的地区之一，内波流是南海所特有的、严重的海洋灾害。它是由海洋中海水的密度、质量差异而形成的一种复杂的海洋流，最快速度可达到 2 米/秒，力量可以将一座平台在瞬间摧毁，几分钟或几十分钟内可将一座大型的轮船移位几十公里。同时南海的海洋地质条件非常复杂，沙地沙沟比较明显，沙波沙脊移动速度能达到每年 300 米左右。

二、中海油战略规划

截至 2009 年底，中海油拥有国内在生产气田 77 个，平台 150 座，在建 10 座，海外油田管理 140 余座，海底输油管线 4813 公里，海底电缆 380 公里，浮式生产储油轮装置（FPSO）17 条，水下井口已建成 6 套，陆上终端已建成 11 座，2 座在建设中，具备 5000 万吨油当量的生产能力。

目前来看，虽然市场关注的热点是深水开发新的加速增长，但是我们要说的第 1 点是浅水的潜力仍然很大，而且在深水一步一步进行的过程中，浅水仍然是对产量主要的贡献，而且现在的技术成熟、风险小。从中海油下属公司的主要设备来说，仍然主要集中在浅水上。

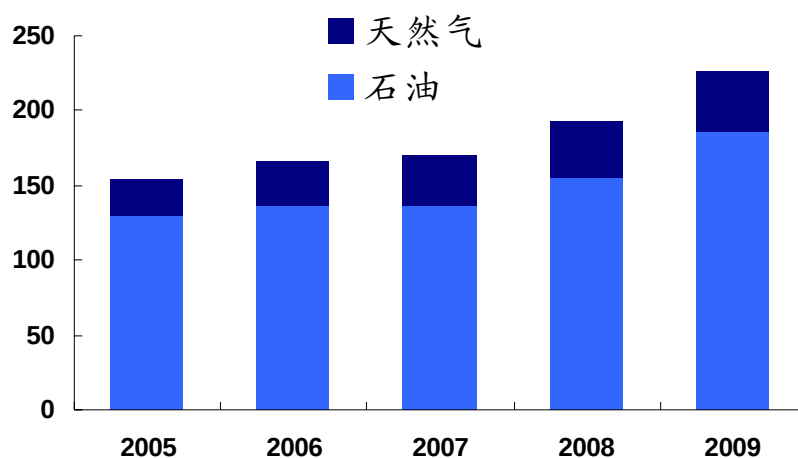
中海油服的 29 艘船里面 25 艘都是自升式，也就是在 400 英尺以下的，相当于 122 米左右的深度。另外，中海油自 06 年以来还有 51 个未开发的新发现项目，这些项目基本上都是浅水，中海油未来要一步一步实现产量目标，一定是从这些探明未开发项目开始做。见下表：

表 1 中海油的探明未开发项目未来今年会陆续形成产量，进入开发

时间	勘探发现	地区	合作/自营	时间	勘探发现	地区	合作/自营
07Q1	渤中 28-2 东	渤海	自营	07Q4	番禺 35-2	南海东	自营
07Q3	渤中 29-4 南	渤海	自营	09Q3	番禺 10-4	南海东	自营
08Q3	渤中 29-5	渤海	自营	09Q3	番禺 35-2	南海东	自营
08Q4	渤中 35-2	渤海	自营	08Q1	陆丰 17-2	南海东	合作
09Q1	渤中 2-1	渤海	自营	09Q3	陆丰 7-1	南海东	合作
09Q1	渤中 29-1	渤海	自营	08Q1	流花 4-1	南海东	自营
06Q4	锦州 31-6	渤海	自营	09Q4	流花 34-2	南海东	合作
08Q4	锦州 32-4	渤海	自营	10Q1	流花 29-1	南海东	合作
09Q3	锦州 20-2 北	渤海	自营	09Q1	荔湾 3-1	南海东	合作
06Q1	歧口 18-2 东	渤海	自营	09Q3	东方 1-1	南海东	自营
06Q2	曹妃甸 22-2	渤海	合作	06Q3	涠洲 6-12S	南海西	合作
06Q3	旅大 6-2-1	渤海	自营	07Q2	涠洲 11-7	南海西	自营
08Q4	旅大 22-1 南	渤海	自营	07Q2	涠洲 11-8	南海西	自营
07Q1	垦利 20-1	渤海	合作	07Q2	涠洲 6-1 南	南海西	自营
08Q1	垦利 3-2	渤海	自营	07Q3	涠洲 11-2	南海西	自营
08Q3	垦利 10-1	渤海	自营	08Q1	涠洲 6-3	南海西	自营
10Q1	垦利 6-4	渤海	自营	08Q4	涠洲 6-8 北	南海西	自营
08Q1	秦皇岛 35-2	渤海	自营	09Q3	涠洲 12-2	南海西	自营
09Q1	秦皇岛 29-2	渤海	自营	08Q1	文昌 19-1 北	南海西	自营
09Q2	秦皇岛 36-3	渤海	自营	08Q4	文昌 13-6 北	南海西	自营
09Q3	秦皇岛 35-4	渤海	自营	08Q4	文昌 13-6 南	南海西	自营
10Q1	秦皇岛 33-1	渤海	自营	09Q1	文昌 15-3	南海西	自营
09Q1	绥中 36-1 南	渤海	自营	09Q1	文昌 8-3 东	南海西	自营
10Q2	蓬莱 9-1	渤海	自营	09Q1	乌石 1-4	南海西	自营
07Q4	番禺 10-2	南海东	自营	10Q1	恩平 24-2	南海东	自营
07Q4	番禺 11-5	南海东	自营				

资料来源：中投证券研究所

图 6 中海油石油天然气产量 单位：百万桶油当量

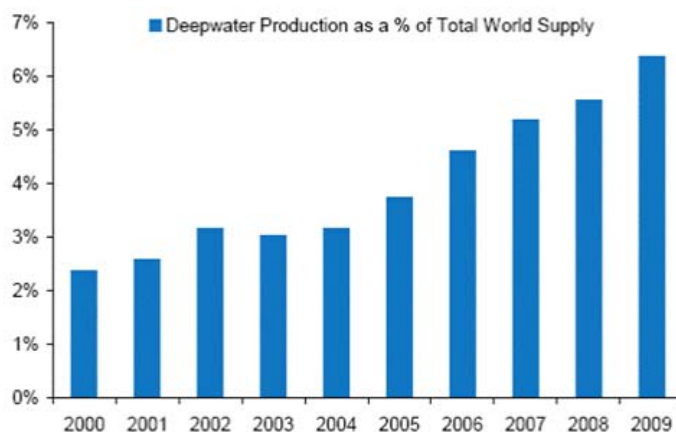


资料来源：中投证券研究所

进军深水:

目前来看,全球深海石油的产量只占到了 7%左右(见下图),但我们也分析了,深海有大量的储量,油价上涨和技术问题解决后,趋势是产量占比增长。

图 7 全球深海石油的产量占总供给的比例逐渐在增加 单位: %



资料来源: IEA、中投证券研究所

对于中国来说,南海的储量是很大的,而南海约 70%的油气储量在深海,从国家战略的角度一定要逐步开发这些资源,所以从长期成长和国家意图 2 个角度,中海油都会开发深水的资源。

这里面巴西是个很好的例子,本身巴西的陆上资源并不多,但海上相对较多,因此国家制定了为期 15 年目标,分三个阶段的技术发展规划: 1)1986-1991,目标是形成 1000 米水深的开发能力; 2)1992-1999,目标是形成 2000 米水深的开发能力; 3)当前,目标是形成 3000 米水深的开发能力。这种有计划的深海技术研究,极大的促进了巴西深海技术的进步。目前巴西国有石油公司 Petrobra 成为深水领域开采的领先公司。所以我们也相信,中国同样是深海资源潜力很大,同样是国有石油公司,如果国家制定好的规划,深海石油开发不管是资源还是技术设备、服务行业都能有非常大的发展。

具体来说,中海油“十二五”规划如下: 2020 年前,在深水投资 2000 亿元,打 800 口探井,2015 年南海深水区总产量达到 2500 万吨油当量,2020 年总产量 5000 万吨油当量能力, **相当于 1 个大庆油田**。

另外在配套服务上目标是攻克八大关键技术、建造八项重大装备: 八大关键技术包括: 深水钻完井及设备相关技术、深水平台及系泊定位技术、水下井口/水下生产系统技术、深水管道的技术、深水施工安装及铺管技术、深水环境荷载分析与风险评估技术、深水油气田流动安全保障技术、深水工程经济评价技术。

八项重大装备包括: 3000 米水深半潜式钻井船、3000 米水深多功能钻井浮船、3000 米水深 2X8000 吨起重铺管船、深水大型地球物理勘探船、深水工程地质勘察船、大马力三用工作船、50000 吨运输驳船、深水 ROV、AUV 等。

深水装备方面，中海油总公司联同下属的中海油服，海油工程将投资 150 亿元建立一支深水舰队，包括 4 艘半潜式平台(海洋石油 981 号、Pioneer、Innovator、Promoter)、1 艘深水工程勘察船(海洋石油 708)、1 艘深水起重铺管船(海洋石油 201)、1 艘多功能水下工程船、3 艘三用工作船(海洋石油 697、698、699)、1 艘半潜式自航工程驳船。上述船舶大部分将在 2012 年前交付，也就是说：**2012 年时中海油将经具备全套的深水开发装备。**

表 2 中海油服在建设设备

在建平台	平台名称	作业水深（英尺）	投入使用时间	来源
半潜式	海洋石油 981	10000	预计 2011 年上半年	中海油集团
半潜式	WilPioneer	2500	预计 2010 年 11 月	CDE
半潜式	WillInnovator	2500	预计 2011 年末	CDE
半潜式	WilPromoter	2500	预计 2012 年末	CDE
自升式	4 艘 200 英尺平台（921-924）	200	预计 2010 年下半年	自有

资料来源：中投证券研究所

三、油田服务业的周期性行业分析

前面讨论了 2 点：1、海洋石油开发未来高速发展，2、中海油浅水储备不错，十二五规划进军深水，所以这个行业未来是很好的，下面我们分析一下行业的周期性特点。

对应海洋油田开发的下游行业主要分 2 个业务，1 是油田服务，包括钻井、油田技术服务（物探、测井等）等，2 是设备制造，设备制造我们认为更靠近机械行业（只不过下游是油气）所以我们暂不放在石化报告中重点讨论，下一篇报告再讨论，这里主要讨论油田服务行业，分析其周期性(盈利波动)。

全球来看现在的行业竞争格局 3 大公司占据了主要市场，而且技术是最好的：斯伦贝谢、哈里伯顿和贝克休斯。

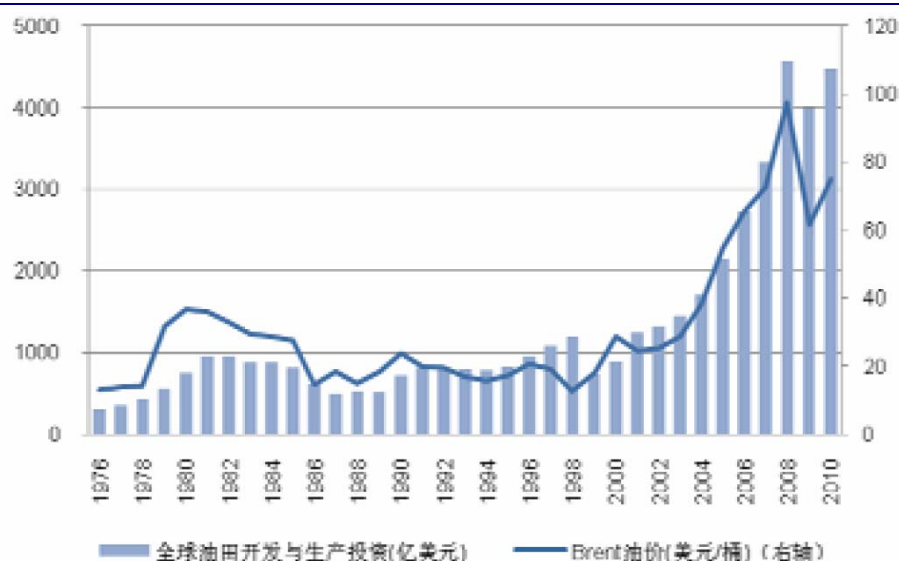
从业务上看，哈里伯顿的强项是采油工艺、工程建设、侧井和钻井工艺，不做物探；斯伦贝谢在测井、物探、钻井工艺和采油工艺方面都很好，没有工程建设；贝克休斯主要在物探、钻井工具与钻头、测井方面，没有工程建设。

物探和技术服务总体来说集中度比较高，3 大公司占据了高端市场，因为技术壁垒比较强，所以利润率相对稳定，周期性不明显，钻井业务是重资产型的，供给一旦增加就形成长期供给，一般不会退出市场，所以周期性更强一些。

总体上说，油服行业的周期性体现为行业受石油公司资本开支影响，而资本开支受油价的高低影响。

下图是全球油田开发与生产投资和油价的关系，可以看出基本上油田开发生产投资滞后于油价趋势一致。

图 8 油田投资金额受油价影响略有滞后 单位：亿美元、美元/桶

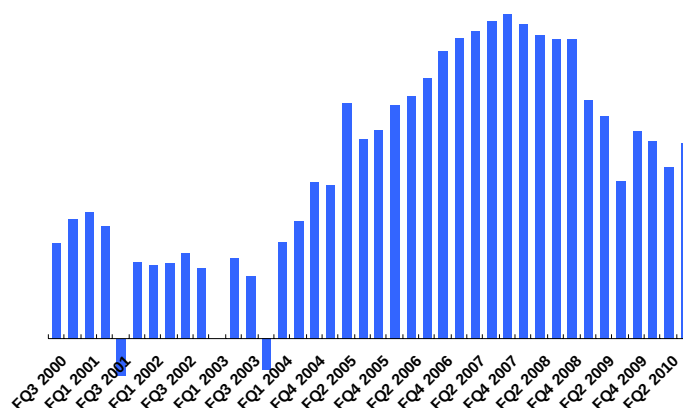


资料来源：EIA、中投证券研究所

从资本开支再到油服公司利润率的变化比较复杂，总体上是趋势一致，但滞后的时间不一样，因为物探可能是马上能反映，但钻井平台等等的合同期一般比较长（尤其是深水），有的会是 3 年或以上，所以这个滞后周期会比较复杂，各个公司不一样，国有石油公司和非国有石油公司也不一样，国有石油公司的波动更小一点。

油服公司利润率的变化，有很多影响因素，我们这里以下图斯伦贝谢为例（各个季度报表的净利润率），基本上 04 年前变动不大，因为总体上油价不高，全球勘探开发的增速是比较慢的，05 年开始油价大幅上涨，所以油服行业需求增长很快，08 年以后由于油价下跌资本开支缩减，同时 05 年之后由于行业景气新增了很多产能，所以 2 方面原因造成了下降的比较明显。

图 9 斯伦贝谢 2000 年以来各季度净利润率变动 单位：%



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所（注：剔出了 2002 年 4 季度的极端值）

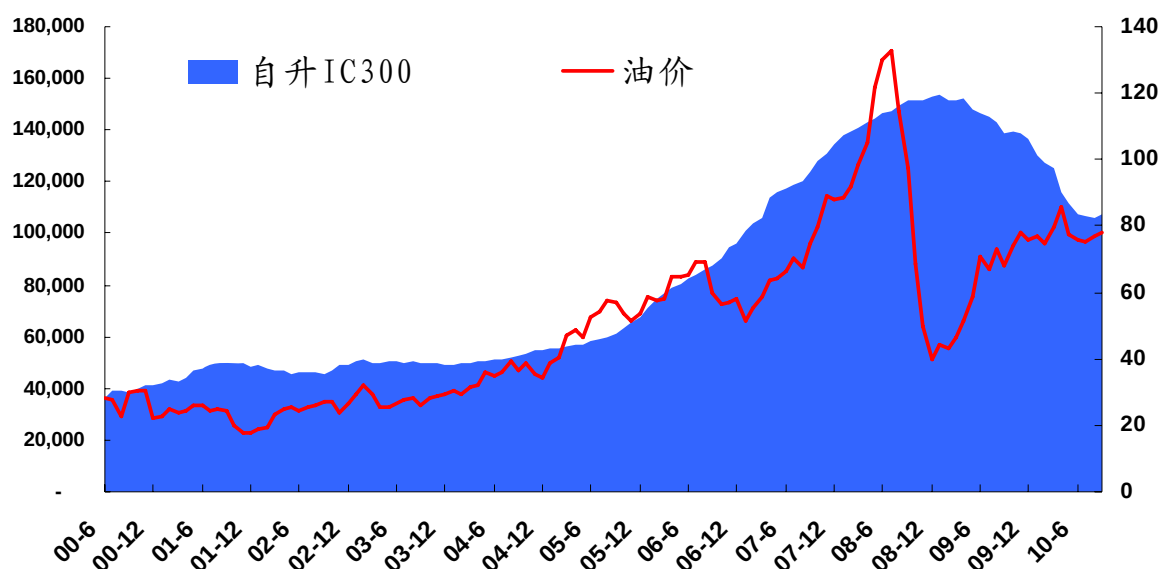
钻井业务是油服行业比较大的业务，我们重点分析一下，这个行业的周期性很明显，最主要由 2 个因素影响了周期波动：第 1 是油价、第 2 是供给。

先看油价对费率的影响，下面这个图很重要：

大趋势上费率和油价一致，这有几个方面的原因，油价上涨以后，这几年本身原材料、燃料价格就上涨了，所以平台运行的成本本身也增加了，成本推动是费率上涨的一部分原因，另外油价上涨后带来油田开采资本支出增加，然后市场变化所以费率增加，这个在 05 年以后比较明显。

但这里面可以看到，**费率的变化是滞后于油价的，这也有 2 个原因**，第 1 是油价到石油公司资本开支变化有一个滞后，合同本身也是长期合同（1-3 年）也有个滞后，第 2 个是除了油价还有供需的问题，如果平台供给变化也影响费率，而供给变化和油价也是不完全一样的，有时候有滞后，周期不完全一样。

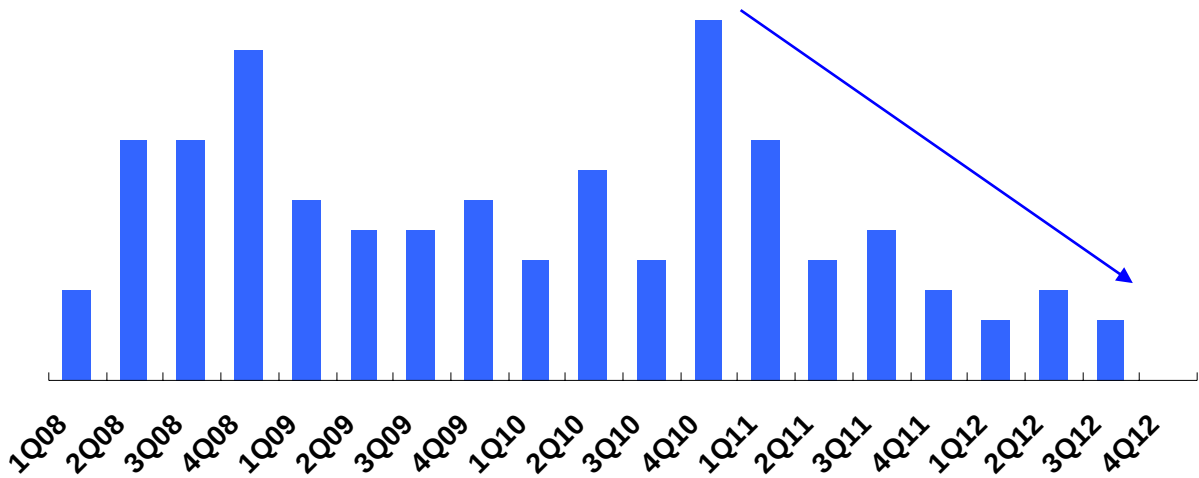
图 10 平台费率和油价的关系分析 单位：美元/桶，美元/日



资料来源：路透、中投证券研究所

第 2 再分析一下供需的影响，全球平台的供给也会影响行业盈利，下图是 2008 到 2012 年自升式平台的投放，一直到 10 年还比较多主要都是在 08 年之前计划建造的，这个滞后周期是比较长的，11 年开始明显新增产能就减少了。所以产能投放造成了行业的周期性，而且产能变动滞后时间较长会造成费率波动比较大。

图 11 2005-2012 年各季度全球自升式产能投放 单位：个

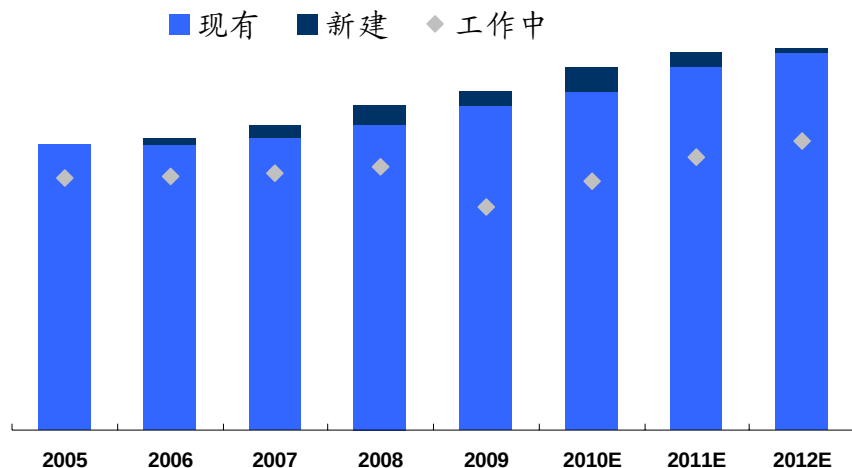


资料来源：路透、中投证券研究所

下面是 05 年到 12 年全球自升式平台（搬迁和深水我们暂不重点讨论，因为国内基本没有）的供需情况，这个图比较重要：

下面是各年的现有平台数量、每年的新建平台数量，以及每年有工作量的平台数量，有工作量的平台数占全部平台产能的比例，就是平台的使用率。09 年这个使用率最低到 66% 左右，10 年开始慢慢回升，11、12 年整体上向上向好的方向走。

图 12 2005-2012 年全球自升式平台的新增量、使用率 单位：个



资料来源：路透、中投证券研究所

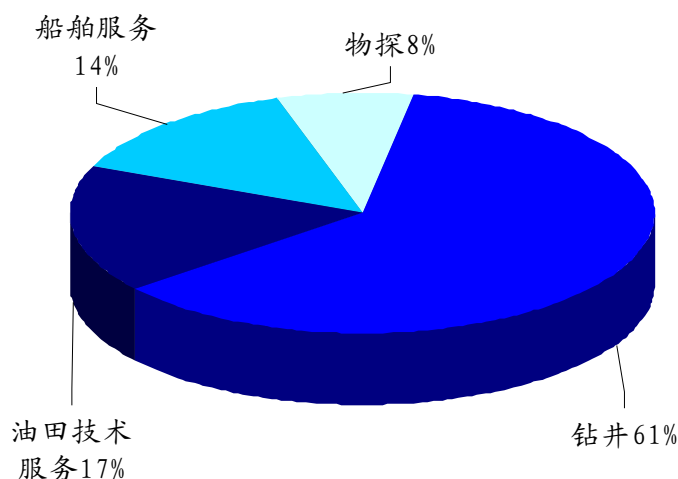
总结一下，就费率来说，油价和供给 2 个影响造成了 09、10 年基本上是最底的，是大周期的底部低点，11 年开始整个行业是在往上走，对于未来能涨多少，我们认为会比较慢，至少不会有 05 年那样的大幅上涨。

四、公司分析：中海油服

国内的公司中海油服是最典型的，其业务分为 4 块：钻井、物探、油田技术服务和船舶。其中钻井对利润影响最大，油田技术服务成长性最好。

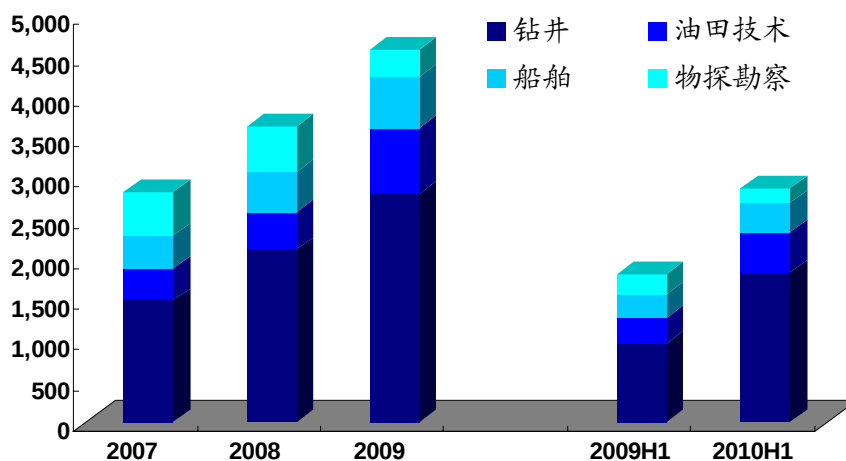
其业务来源有 2 部分，1 是国内，就是中海油，2 是国外。这 2 部分的结算方式也不同。

图 13 中海油服 2009 年分部门盈利构成 单位：%



资料来源：中投证券研究所

图 14 中海油服 4 个板块经营利润 单位：百万元



资料来源：中投证券研究所

船舶板块的技术含量不高，主要是防污染、消防、救捞等一些服务，这 1 块现金流稳定，但回报率低。未来不是重点，行业格局上也有些小的民间公司做，市场占有率 70%。

物探板块受油田公司资本开支影响比较大，主要是做勘探阶段的工作。

油田技术板块是成长性最好的，**第1**因为目前占市场份额的比例很低，而船舶、物探在国内中海油体系内的份额已经相对很高了，而国外市场短期达不到技术要求；

第2主要客户中海油大多数油田的开采时间较短，因此需要维护、提高采收率的需求不大，而随着油田的老化，这1块技术服务的支出会增加，中海油目前百分之十几的采收率离行业平均的20%还有差距。油田技术板块09年经营利润增加61.6%，主要由于业务链技术提高，公司未来资本支出会在这1块多投入，增加研发投入，目前也有了ELIS等一些自主研发的技术。

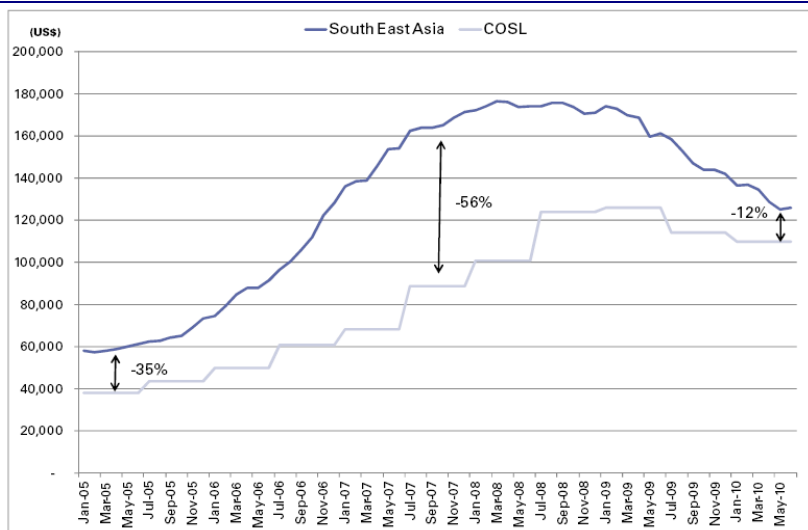
最后讨论**钻井**，钻井占利润的比例最大，而且波动也大，所以对EPS和投资机会的影响是最大的。

钻井的业绩是量和费率（成本变动不会太大）2个决定的。

费率来说分2部分，国内作业的平台基本上和母公司1年1谈，每年1定价，国外的按国际市场谈。

这样的话中海油服的费率和国际公司是不大一样的，因为提前1年定下一年的费率，所以会滞后，而且和国际费率相比，会有折扣，下图是中海油服的各季度费率和国际（东南亚）相比的折扣值，这个折扣1方面是滞后效应，第2是因为国内考虑到节省运费等，给了一些让利。

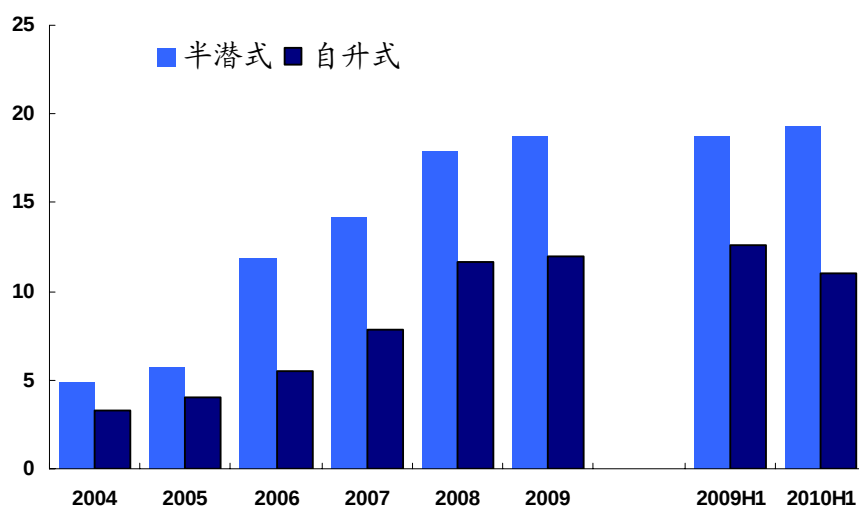
图 15 中海油服和东南亚的费率比较 单位：美元/日



资料来源：中投证券研究所

图 16 中海油服 2004 年以来的钻井平台费率

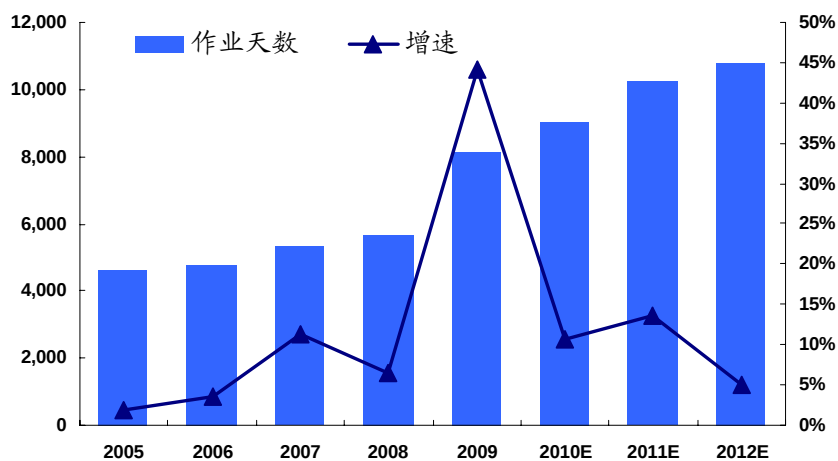
单位：万美元/日



资料来源：中投证券研究所

再看一下量，钻井平台的工作日的增长还是比较快的，新建平台不断在投放，10 和 11 年都保持 10%以上的增速。

图 17 中海油服作业天数和增速 单位：日



资料来源：中投证券研究所

主要原因是新船逐渐投放，所以 10 年和 11 年即使费率不动，业绩也是增长的。

浅水和深水：1 个是业绩 1 个是估值

中海油服的浅水贡献业绩的安全边际，深水贡献估值和成长性。

上面分析中海油战略的时候已经提过，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。

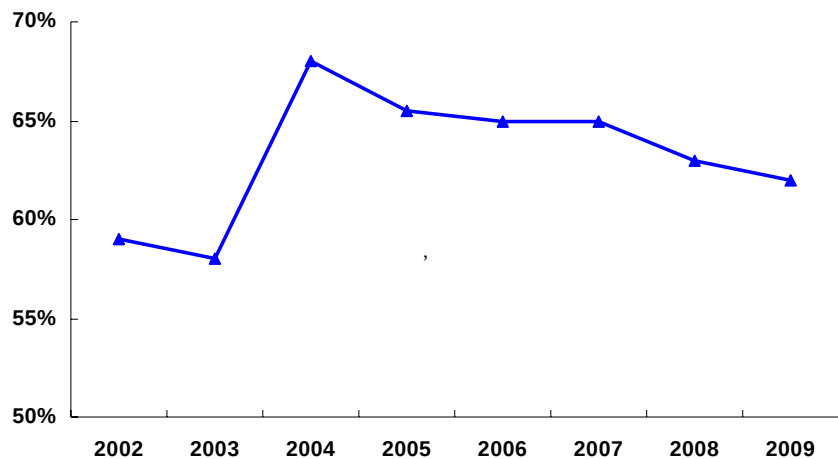
对应中海油的十二五规划和战略，中海油服也在未来 5 年进入深水领域，目前公司 10 年、11 年和 12 年各投入 1 条半潜式平台，2010 年底集团建造由油服代为管理的深水船 981 建成：

981 投资 60 亿元，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，是真正具有深水作业能力的平台，11 年在南海区域将开始工作。

如果中海油在深水的勘探和开采取得进展，从浅水到深水，公司长期看进入了一个新的加速增长周期，所以估值会提高，也就是说，“深水”更多的影响估值。

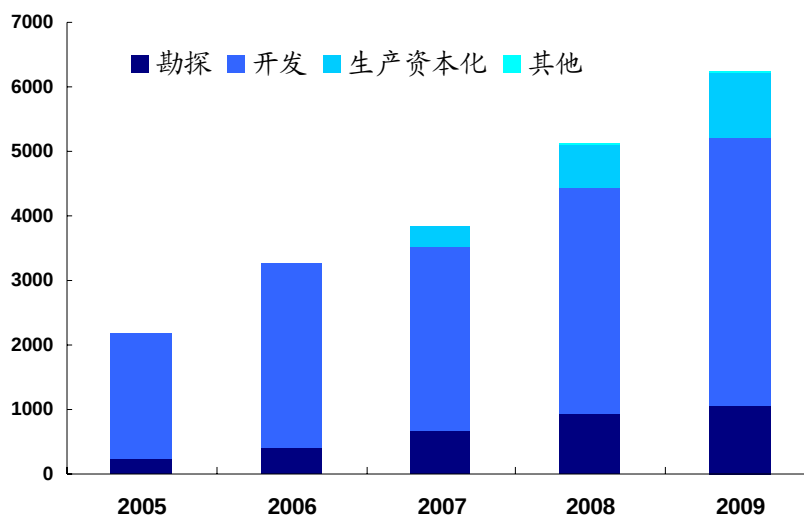
另外从历史上看，中海油服的收入和中海油的资本开支基本是强相关的，下图是油服历年来自中海油的收入占比，以及中海油的资本开支增长情况，未来几年中海油的资本开支持续增长，也从另 1 个角度验证了公司的增长。

图 18 中海油服来自中海油的收入占比 单位：%



资料来源：中投证券研究所

图 19 中海油资本开支 单位: 百万美元



资料来源: 公司报告、中投证券研究所

投资建议:

我们在 10 年 5 月的中期策略《行业估值接近外围市场, 首推中海油服》, 是市场第 1 个把油服作为石化首推的, 自推荐以来上涨了 30% 以上。

未来 10 年, 油服的工作量增长是比较快的, 2012 年深水开发带动的工作量会使公司再到周期高点 (上一轮是渤海开发提速)。我们认为从长期投资的角度, 公司目前在大周期的底部, 从长期持有的投资价值的角度可以买入。

但也要看到, 油服最大的股价驱动因素之一仍然是费率, 而国际市场费率在 11 年 2 季度之前很难大幅好转, 所以短期基本面变化可能会比市场现在预期的低, 11 年业绩的提升更多的要靠新船带来工作量的增加。公司真正大的增长在 2012 年, 而投资机会会在 2011 年。所以我们认为油服不是 1 个投机的交易性机会的标的, 这 1 点在投资策略上要注意。

我们给与强烈推荐的评级, 预测 10-12 年 EPS 分别为 0.85、1.05 和 1.2 元。

股价刺激因素包括: 3 季报超预期、新船进度快于预期、油价大幅上涨带来的市场对费率的预期。

表 3 中海油服钻井船明细 单位: 英尺

在建	平台名称	作业水深 (英尺)	投入时间	来源
半潜式	海洋石油 981	10000	2011 年上半年	中海油集团
半潜式	WilPioneer	2500	2010 年末	CDE
半潜式	WillInnovator	2500	2011 年末	CDE
半潜式	WilPromoter	2500	2012 年末	CDE
自升式	4 艘 200 英尺	200	2010/2011	自有
现有	平台名称	作业水深 (英尺)	投入时间	来源
自升式	WilPower	375	2006	CDE
自升式	WilCraft	400	2006	CDE
自升式	WilSuperior	375	2007	CDE
自升式	WilBoss	400	2008	CDE
自升式	WilForce	375	2008	CDE
自升式	WilSeeker	375	2008	CDE
自升式	WilStrike	400	2009	CDE
自升式	WilConfidence	375	2009	CDE
自升式	渤海 4 号	300	1977	自有
自升式	渤海 5 号	130	1983	自有
自升式	渤海 7 号	40	1983	自有
自升式	渤海 8 号	246	1980	自有
自升式	渤海 9 号	40	1984	自有
自升式	渤海 10 号	250	1980	自有
自升式	渤海 12 号	56	1989	自有
自升式	南海 1 号	154	1976	自有
自升式	南海 4 号	315	1980	自有
自升式	COSL931	328	2004	自有
自升式	COSL935	300	2003	自有
自升式	COSL941	400	2007	自有
自升式	COSL942	400	2008	自有
自升式	COSL936	350	2010	自有
自升式	COSL937	350	2010	自有
半潜式	南海 2 号	1000	1978	自有
半潜式	南海 5 号	1500	1986	自有
半潜式	南海 6 号	1500	1989	自有

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, 获得 2009 年证券市场周刊评选的最佳石化行业分析师水晶球奖第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、辽通化工、沈阳化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、黑猫股份、煤化工行业等。

免责条款

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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434