中海油服（601808）重大事项点评

钻井油技将较快增长，关注外购设备进度

中信证券 CITIC SECURITIES

中信证券研究部

2014 年 1 月 27 日

黄莉莉
电话：010-60838728
邮件：hll@citics.com
执业证书编号：S1010510120048

张樨樨
电话：010-60836711
邮件：zhangxx@citics.com
执业证书编号：S1010512080002

买入
（维持）
当前价：20.56 元
目标价：29.00 元

事项：

中海油服发布了 2014 年工作量预测与资本预算支出公告。我们评论如下：

评论：

2014 年工作量将保持饱满

公司 2014 年 90%的钻井平台全年作业合同已落实，预计钻井平台将保持高使用率；物探板块和船舶板块工作量预计将保持稳定；油田技术板块将受益于钻井板块增长的协同效应及新业务的拓展，工作量预计将较快增长。

钻井板块，2014 年初落实的钻井平台作业合同比例超出 2013 年。物探、船舶板块，2014 年预计维持稳定，表述与 2013 年一致。油田技术服务板块 2014 年将较快增长，好于 2013 年情况。

表 1：中海油服历年工作量及资本支出预计情况描述

	钻井船工作量	物探船工作量	船舶板块工作量	油田技术工作量	资本支出（计划）	资本支出（实际）
2010	90%以上大型装备作业合同已落实，预计全年工作量稳定增长				85 亿	55 亿
2011	90%以上大型装备作业合同已落实，预计全年工作量稳定增长				47.2 亿	43 亿
2012	90%以上大型装备作业合同已落实，预计全年工作量稳定增长				40-50 亿	42 亿
2013	80%以上钻井船作业合同落实	稳定	稳定	稳定	40-50 亿（调整前） 70-80 亿（调整后）	
2014	90%的钻井平台全年作业合同已落实	稳定	稳定	较快增长	70-80 亿	

资料来源：中海油战略展望，中信证券研究部

2014 年资本支出 70-80 亿元，符合预期

公司 2014 年资本支出预算在人民币 70-80 亿元。主要用于 5000 英尺半潜式钻井平台 Prospector、2 座 400 英尺自升钻井平台、2 座 300 英尺自升钻井平台、1 座 5000 英尺半潜钻井平台、15 艘油田服务工作船、1 艘综合勘察船、1 艘 12 缆物探船、2 艘深水综合勘察船及 2 艘 6000 马力深水平台供应船等的建造和购置。

2014 年，公司钻井板块增量将主要来自 NH9+Gift+Hunter。NH9 为外购自升式钻井平台，已经购买完成，预计 2014 年初投入作业。Gift、Hunter 为两座自升式钻井平台，亦已外购完成，将于 2014 年一季度分别前往东南亚、墨西哥湾作业。在公司不再外购新的钻井平台的情况下，2014 年钻井船供给增速为 10%，低于中海油 2014 年资本支出增速（15-31%）。预计公司增加外购平台的概率很大，以满足旺盛需求的可能性。

2015 年，公司钻井板块增量将主要来自 Prospector。Prospector 为半潜式钻井平台，预计 2014 年底建造完成，2015 年投产。2 座 400 英尺自升平台尚未签署建造合同，计划 2015 年下半年投产。

2 座 300 英尺自升平台尚不明确是自建、外购新船还是外购二手船，因此不确定何时开始作业。1 座 5000 英尺半潜平台尚未签署建造合同，计划 2017 年投产。

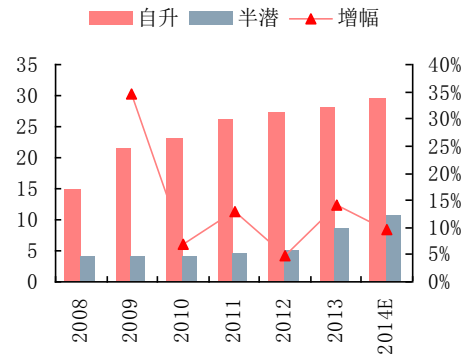
此外，物探板块，将有 1 艘 12 缆物探船计划 2015 年下半年投产，还将新增 3 艘综合勘察船（投产时间不明确）；油田技术服务板块，建构 15 艘油田服务工作船将于 2015 年陆续投产；船舶板块，将新增 2 艘 6000 马力深水平台供应船（时间不明确）。

表 2：中海油服 2014-2015 年新增设备情况

	开始建造	计划投产	总投资（亿元）	项目进度截（2013-6-30）
2 座自升（Gift+Hunter）		2014 年初		
HN9		2014 年初		
Prospector-5000 英尺半潜	2012	2015 年	41.15	71%
2 座 400 英尺自升	尚未签署建造合同	2015 年下半年	32.25	0%
15 艘油田服务工作船	2013 上半年	2015 年	28.81	3%
1 艘 12 缆物探船		2015 年下半年	10.5	3%
2 座 300 英尺自升	—	—		
5000 英尺半潜	尚未签署建造合同	2017 年	39.17	1%

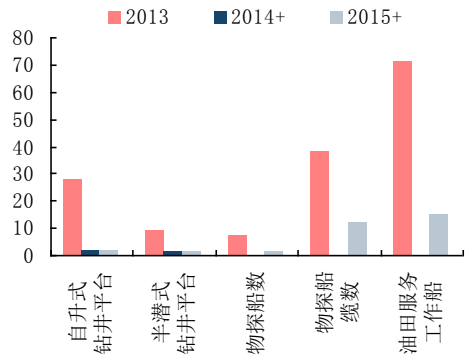
资料来源：中海油战略展望，中信证券研究部

图 1：公司钻井平台数量及增幅（2014 年未包括可能额外增加的）



资料来源：中海油战略展望，中信证券研究部预测

图 2：公司现有船数量及在建（在计划）数量比较



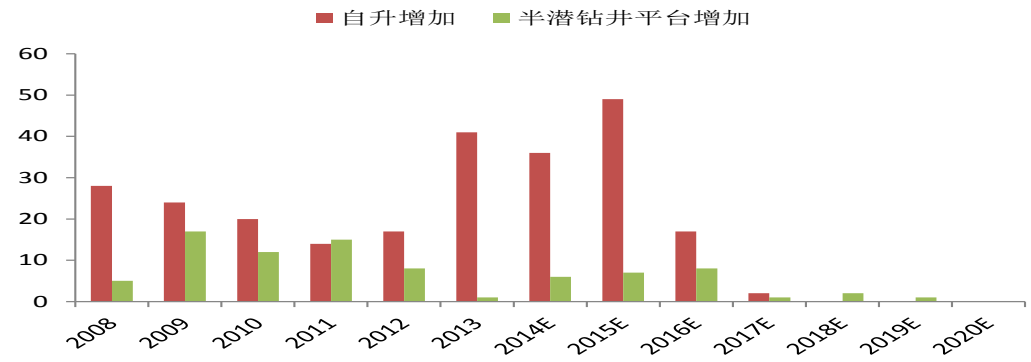
资料来源：中海油战略展望，中信证券研究部

国际海上钻井日费率将呈现结构性上升

根据统计，全球 2014 年交付的自升式钻井船数量将达到 36 艘（2013 年估计为 41 艘），半潜式钻井船增加 6 艘，增速分别为 6.5%和 2.6%，自升式增速低于 2013 年的 7.9%，半潜增速仍然维持较低水平。

预计 2014 年，国际自升式钻井平台使用率和费率可能受到新增供给压制。但中海油服拥有国内区域优势，且 2013 年底至 2014 年一季度公司有 8 艘自升钻井船需要更新合同，价格为上升趋势。因此预计公司自升式钻井船整体费率维持不变；半潜式钻井平台日费率将继续上行。

图 3：全球钻井船新增数量（艘）



资料来源：Clarkson

风险因素：

2014 年中海油有限公司资本支出目标不能实现的风险；2014 年国际海上钻井景气下行的风险。

投资建议：

按照中海油服现有计划，公司 2014 年钻井平台作业能力同比增长 10%，低于中海油需求增速（Capex 增长 15-31%），预计公司将外购 2-4 艘钻井平台，以满足旺盛的工作量需求。2014-2015 年业绩均存在超预期的可能性。暂时维持公司 2013/14/15 年 EPS 分别为 1.40/1.61/1.79 元的预测（H 股配股摊薄后），当前股价对应 PE 为 16/14/13 倍，提高目标价至 29 元（对应 2014 年 18 倍），维持“买入”评级。

表 3：中海油服盈利预测

项目/年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	18,906	22,629	28,562	34,866	36,818
增长率 YoY%		19.7	26.2	22.1	5.6
净利润(百万元)	4,039	4,559	6,297	7,690	8,534
增长率 YoY%		12.9	38.1	22.1	11.0
每股收益 EPS（摊薄） (元)	0.90	1.01	1.40	1.61	1.79
毛利率%	31.8	29.5	31.8	31.5	32.5
净资产收益率 ROE%	6.3	7.2	8.4	10.1	11.6
PE	14.2	14.2	16.8	15.9	15.4
PB	1.41	0.19	1.59	1.92	2.33
EV/EBITDA	26	23	17	14	13

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测　注：股价为 2014 年 1 月 24 日收盘；2011-2012 年 EPS 数据未摊薄。

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2014 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～20%之间；
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～5%之间；
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上；
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址：	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦（100125）	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼（200122）	深圳市福田区中心三路 8 号 中信证券大厦（518048）	香港中环添美道 1 号 中信大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S.就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2)规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。