中海油服（601808.SH） Q4 业绩超预期，降本增效显著提升盈利能力

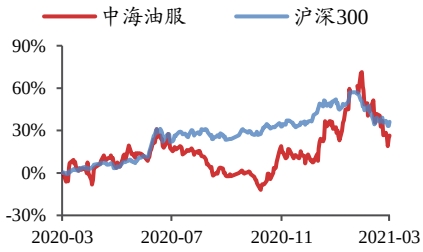
2021 年 03 月 28 日

——公司年报点评报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/3/26
当前股价(元)	14.99
一年最高最低(元)	21.29/10.40
总市值(亿元)	715.26
流通市值(亿元)	443.77
总股本(亿股)	47.72
流通股本(亿股)	29.60
近 3 个月换手率(%)	37.96

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司点评报告-中海油资本开支超预期，量价齐升值得期待》-2021.2.8

《公司点评报告-疫苗利好&OPEC+提振油价，量价反弹看好公司价值》-2020.11.20

《公司三季报点评-逆境下业绩维持稳定，油价回暖量价反弹空间大》-2020.11.1

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

● **Q4 业绩超预期，降本增效显著提升盈利能力。维持“买入”评级**

公司 2020 年实现营收 289.6 亿元，同比-7%；实现归母净利润 27 亿元，同比+8%；Q4 实现归母净利润 5.49 亿元，同比+43.1%，环比+24.6%。因行业回暖，我们上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 37.3(+3.39)/44.94(+1.17)/51.8 亿元，同比增 37.9%/20.6%/15.3%，EPS 分别为 0.78(+0.07)/0.94(+0.02)/1.09 元；当前股价对应 PE 分别为 19.2/15.9/13.8 倍，维持“买入”评级。

● **行业景气低谷凸显业绩韧性，降本增效显著提升盈利能力**

行业低谷凸显全年业绩韧性：在低油价环境下，国际同行 Schlumberger,Baker Hughes,Halliburton,Transocean,等公司均出现了不同程度的亏损，公司 2020 年逆势实现归母净利润 27 亿元（同比+8%），其中包括来自 Equinor 的诉讼赔偿 1.88 亿美元一次性收入与计提资产减值 14.7 亿元，合计 1.6 亿元负面影响，总体相互抵消；从作业天数看，2020 年钻井作业天数同比下降 1.1%，**Q4 单季超预期回暖趋势已现：**Q4 归母净利为 4.56 亿元，如果排除计提资产减值 6 亿元的影响，核心业务扣非利润超 10 亿元，远超市场预期；**降本增效显著：**公司通过降低作业分包比例、降低租赁成本、提高物资周转率、提高设备自修比例等精细化管控措施，节约成本达 21 亿元；分板块看，油田技术板块毛利率提升 2.4pct 至 28.8%，钻井板块（剔除诉讼赔偿费）毛利率提升 4.8pct 至 16.5%，已发生了结构性提升。

● **2021 钻井板块工作量总体饱和，油技板块持续受益中海油资本开支**

钻井板块：根据公司钻井装备动态数据（截至 2021 年 3 月 15 日）测算，2021 自升式平台日历天使用率约为 85%，同比+10pct，自升式平台主要运用在浅海，受中海油对国内浅海开采需求的强支撑，改善趋势明显；2021 半潜式日历天使用率约为 52%，同比-9pct，一方面由于目前公司还有 2 座半潜平台 Prospector/NH6 处于谈判过程中，影响当前合约利用率，另一方面由于国际油服市场与油价反弹存在一定滞后性，深海市场的探勘开发仍有提升空间。**油技板块：**桶油开采成本有望随油价上行边际递增，开采难度大、收益高的订单有望陆续开展；我们回测，油技板块的收入与中海油资本开支具强关联性，2021 年中海油资本开支为 900-1000 亿元，同比提升 13.2%-25.8%，油技板块有望受益持续打开增长空间。

● **风险提示：**油价大幅波动风险、日费大幅下调风险、政策推进不及预期风险

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	31,135	28,959	29,946	33,628	37,712
YOY(%)	41.9	-7.0	3.4	12.3	12.1
归母净利润(百万元)	2,502	2,703	3,727	4,494	5,184
YOY(%)	3434.1	8.0	37.9	20.6	15.3
毛利率(%)	18.8	23.0	21.1	21.7	22.3
净利率(%)	8.0	9.3	12.4	13.4	13.7
ROE(%)	6.8	7.0	9.3	10.1	10.6
EPS(摊薄/元)	0.52	0.57	0.78	0.94	1.09
P/E(倍)	28.6	26.5	19.2	15.9	13.8
P/B(倍)	1.9	1.9	1.73	1.6	1.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	23030	26323	29071	26995	27995
现金	3466	6587	9442	6089	5004
应收票据及应收账款	10350	10222	11372	11586	13753
其他应收款	265	154	586	165	600
预付账款	133	105	138	128	182
存货	1425	2265	975	2600	1314
其他流动资产	7391	6989	6558	6426	7143
非流动资产	53072	49620	47787	50166	53432
长期投资	881	1102	1506	1958	2437
固定资产	46853	42087	41045	43632	46337
无形资产	556	536	487	447	406
其他非流动资产	4782	5895	4749	4128	4251
资产总计	76102	75942	76858	77161	81427
流动负债	19829	16876	19569	19177	21990
短期借款	2444	2284	1816	2041	1992
应付票据及应付账款	9694	8847	10848	10778	12490
其他流动负债	7691	5745	6904	6358	7508
非流动负债	19363	20378	15530	12339	9248
长期借款	18130	19647	14795	11506	8313
其他非流动负债	1233	731	735	833	935
负债合计	39192	37253	35099	31516	31238
少数股东权益	176	179	333	441	557
股本	4772	4772	4772	4772	4772
资本公积	12366	12366	12366	12366	12366
留存收益	19705	21629	24345	27566	31276
归属母公司股东权益	36734	38510	41425	45204	49632
负债和股东权益	76102	75942	76858	77161	81427

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6968	7545	8113	7677	10857
净利润	2528	2718	3881	4602	5300
折旧摊销	4376	4339	4151	4566	4361
财务费用	939	1259	752	654	660
投资损失	-539	-481	-478	-489	-484
营运资金变动	-957	-1804	-333	-1582	1118
其他经营现金流	620	1514	141	-74	-98
投资活动现金流	-1154	-3343	1360	-6863	-7640
资本支出	3002	4182	-2030	1876	2718
长期投资	12142	417	-404	-486	-479
其他投资现金流	13989	1255	-1075	-5473	-5401
筹资活动现金流	-5652	-727	-6618	-4167	-4302
短期借款	1071	-160	-468	225	-49
长期借款	-3728	1517	-4852	-3289	-3193
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2995	-2085	-1298	-1103	-1060
现金净增加额	194	3220	2854	-3353	-1085

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	31135	28959	29946	33628	37712
营业成本	25292	22284	23639	26319	29310
营业税金及附加	59	34	35	39	44
营业费用	34	29	30	33	37
管理费用	704	655	677	761	853
研发费用	933	769	898	1009	1131
财务费用	939	1259	752	654	660
资产减值损失	-248	-1470	0	0	0
其他收益	263	210	224	226	223
公允价值变动收益	-39	27	9	7	11
投资净收益	539	481	478	489	484
资产处置收益	75	3	79	53	53
营业利润	3447	3173	4704	5588	6447
营业外收入	206	292	239	251	254
营业外支出	181	86	119	118	113
利润总额	3472	3379	4824	5720	6588
所得税	944	660	943	1118	1288
净利润	2528	2718	3881	4602	5300
少数股东损益	26	15	154	108	116
归母净利润	2502	2703	3727	4494	5184
EBITDA	9089	8955	9427	10604	11232
EPS(元)	0.52	0.57	0.78	0.94	1.09

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	41.9	-7.0	3.4	12.3	12.1
营业利润(%)	425.2	-8.0	48.3	18.8	15.4
归属于母公司净利润(%)	3434.1	8.0	37.9	20.6	15.3
获利能力					
毛利率(%)	18.8	23.0	21.1	21.7	22.3
净利率(%)	8.0	9.3	12.4	13.4	13.7
ROE(%)	6.8	7.0	9.3	10.1	10.6
ROIC(%)	5.4	5.7	6.8	7.7	8.5
偿债能力					
资产负债率(%)	51.5	49.1	45.7	40.8	38.4
净负债比率(%)	63.1	50.6	27.9	26.7	20.7
流动比率	1.2	1.6	1.5	1.4	1.3
速动比率	0.9	1.3	1.2	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	3.3	2.8	2.8	2.9	3.0
应付账款周转率	2.8	2.4	2.4	2.4	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.57	0.78	0.94	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	1.58	1.70	1.61	2.28
每股净资产(最新摊薄)	7.70	8.07	8.68	9.47	10.40
估值比率					
P/E	28.6	26.5	19.2	15.9	13.8
P/B	1.9	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.0	9.6	8.6	7.7	7.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn