



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

## 观点聚焦

证券研究报告

2012年2月1日

石油天然气

研究部

关滨

何帅

审慎推荐

分析师, SAC 执业证书编号: 0080511080005

分析师, SAC 执业证书编号: 0080511120001

S0080511080005

S0080511120001

guanbin@cicc.com.cn

heshuai@cicc.com.cn

## 中海油服 (601808.SH)

盈利确定性较强, 多渠道增长可期

### 主要财务信息

A股(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	17,974	17,650	17,480	20,670	23,649
(+/-)	47.4%	-1.8%	-1.0%	18.3%	14.4%
营业利润	4,468	5,200	5,208	6,086	6,831
(+/-)	23.1%	16.4%	0.1%	16.9%	12.2%
净利润	3,135	4,128	4,072	4,769	5,310
(+/-)	1.1%	31.7%	-1.4%	17.1%	11.3%
每股盈利(人民币)	0.70	0.92	0.91	1.06	1.18
(+/-)	1.1%	31.7%	-1.4%	17.1%	11.3%
每股股息(人民币)	0.14	0.18	0.18	0.21	0.24
股息收益率	0.9%	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%
市盈率(倍)	23.5	17.9	18.1	15.5	13.9
市净率(倍)	3.3	2.9	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA (x)	12.1	10.7	10.4	9.2	8.4
净资产收益率	15%	17%	15%	15%	15%
投入资本回报率	8%	9%	9%	9%	10%

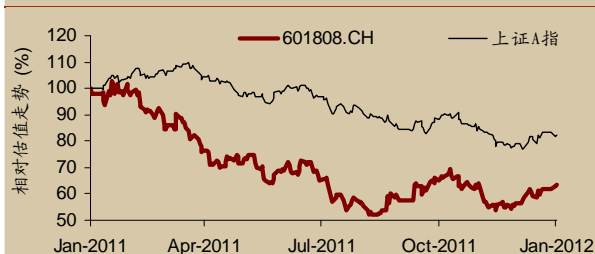
### 股票信息

港股(港币)	彭博代码	A股(人民币)
2883 HK	目前股价	601808 CH
HK\$12.66	目标价格	Rmb16.41
HK\$14.50	日成交量(百万股)	Rmb18.80
7	52周最高价/最低价	7
18.28 / 8.68	总股份数(百万)	27.52 / 13.1
1,535	总市值(百万)	2,960
19,431	流通股数(百万)	48,581
1,535	控股股东	494
	中国海洋石油总公司(53.62%)	

### 最近估值走势

%	1周	1个月	3个月	年初以来
601808.CH	3.21	13.25	-2.78	13.25
上证A指	-1.15	4.24	-7.16	4.24
中金中国油气及相关股票指数	0.10	4.40	-5.20	4.40

### 最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

### 近來事件

2012年3月 2011年度业绩报告

### 投资要点:

“十二五”期间多渠道增长机会可望出现。中海油服将致力于满足中国海上油气勘探开发新需求, 包括但不限于(1)在深水地区, 掌握作业能力和积累经验; (2)在浅海地区, 针对“三低”(低渗透、低丰度、低单井产量)油田提高采收率, 和针对稠油资源研发热采新技术等; (3)全面升级水下工程的勘察和检测服务, 提升环保和安全标准。同时, 中海油服还可能参与陆上煤层气和页岩气的相关业务, 获得新的增长机会。除满足国内需求, 中海油服将可能在北海、墨西哥湾、中东等地区扩大钻井业务, 争取油技、物探等业务的新商机, 加速盈利增长。

短期内, 钻井业务仍可能是主要的盈利增长贡献板块, 且物探数据收集和作业业务快速增长势头明显。中海油服最近两年投产的新钻井船均已签约, 我们预计今明两年钻井业务的作业天数同比将可能分别增加13%和8%, 平均日费率年均增速约8%。同时, 随着物探、勘查船和海底电缆队的投产, 以及原有物探采集装备的升级改造, 海上物探数据收集和作业业务将可能呈现快速增长趋势; 作为油气勘探开发生产的首要环节, 物探业务的回暖也为钻井、油田技术服务和船舶业务的提升埋下了伏笔。

### 估值与建议:

我们预计2011-13年的每股盈利分别为0.91、1.06和1.18元/股, 可望实现约14%的年均复合增长。由于公司盈利增长确定性较强, 我们维持A股和港股“审慎推荐”的投资评级, 并上调港股目标价至14.5港币(11x的2012年市盈), A股目标价格为18.8元人民币(18x的2012年市盈率)。目前中海油服A股2012、2013年的市盈率分别为15x和14x, 低于18-20x左右的历史平均水平; 港股2012、2013年的市盈率分别为10x和9x, 低于国际钻井和综合油田技术服务公司的10-13x的2012、2013年市盈率。

**风险提示:** 新钻井船投产以及赴海外市场作业, 可能导致成本上升压力增大, 利润率下降; 市场费率变化风险; 中海油成本压力及漏油事故可能对公司造成不利影响; “海洋石油981”近期和中期盈利贡献可能不显著; 油田服务作业失误; 气候因素、政治因素等。

## 目录

一、公司简介：中国近海领先的综合型油田服务供应商 .....	4
二、2012-13 年公司盈利趋势分析.....	5
（一）钻井业务仍可能是主要的盈利增长贡献板块，总作业天数可望逐步增加，平均实现日费率将在 2012-13 年持续上升 .....	5
（二）物探数据采集和处理业务将快速增长 .....	11
三、“十二五”期间的多渠道增长机会展望.....	12
（一）深水作业装备集群初具规模，未来 1-2 年将着重提升作业能力和积累经验，工作量的提升可望在 2012-13 年以后出现 .....	12
（二）不论在浅海还是深水区域，低渗透油气资源的开发都是大势所趋；中海油服自有压裂技术的成熟和推广，可以加速低渗透资源的开发 .....	14
（三）“稠油热采”技术在试验区块实现良好增产效果，在渤海湾稠油油田中将逐步推广应用 .....	16
（四）油田技术服务板块可能逐步推出新工具和服务，不仅能提高国内收入的毛利率，还可能出口，占据部分国际高端油服市场份额 .....	17
（五）物探板块可望在水下工程的勘察和检测市场发现巨大增长空间 .....	17
（六）中国非常规油气资源的勘探和开发有望提速，中海油集团整体将涉足陆上煤层气和页岩气业务，中海油服也可能因此获得“大面积登陆”的机会 .....	18
四、海外业务比重可能逐步提高：“跟随”战略+独立发展 .....	20
五、盈利预测与估值.....	22
成本可能普遍面临上升压力 .....	22
六、风险因素.....	26

## 图表

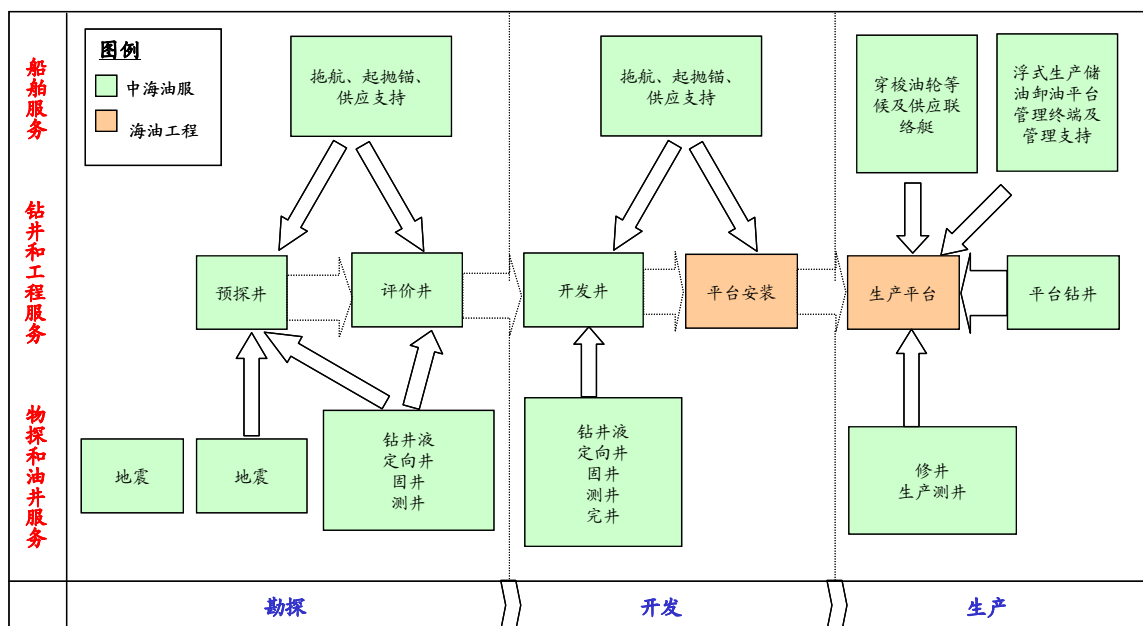
主要财务信息 .....	1
股票信息.....	1
最近估值走势 .....	1
最近估值走势 .....	1
近来事件.....	1
图表 1：中海油服在油气田勘探、开发和生产环节的角色，在中国近海油田服务领域处于垄断地位 .....	4
图表 2：中海油服经营作业区域已经扩展到东南亚、澳大利亚、中东、北海及北美等多个国家和地区 .....	4
图表 3：中海油服自升式和半潜式钻井船作业天数 .....	5
图表 4：中海油服自升式和半潜式钻井船日费率 .....	5
图表 5：公司和国际最新签约半潜式平台日费率比较 .....	5
图表 6：公司和国际最新签约自升式平台的日费率比较 .....	5
图表 7：中海油服自升式钻井船日费率和日历天使用率 .....	6
图表 8：中海油服半潜式钻井船日费率和日历天使用率 .....	6
图表 9：全球 300 英尺水深自升式钻井船的日费率和使用率 .....	6
图表 10：全球 1500 英尺以上水深半潜式钻井船的日费率和使用率 .....	6
图表 11：俄罗斯和挪威北极边界示意图 .....	7
图表 12：中海油南海勘探和“海洋石油 981” .....	7
图表 13：中海油服目前及 2015 年钻井船作业水深分布（横轴为船只数量） .....	8
图表 14：中海油服目前及在 2015 年的钻井船投产年份分布（横轴为船只数量） .....	8
图表 15：中海油服钻井船平均船龄大幅低于国际可比公司 .....	9
图表 16：目前 Transocean 钻井船作业水深分布（横轴为船只数量） .....	9
图表 17：目前 Transocean 钻井船投产年份分布（横轴为船只数量） .....	9
图表 18：目前 Noble 钻井船作业水深分布（横轴为船只数量） .....	9
图表 19：目前 Noble 钻井船投产年份分布（横轴为船只数量） .....	9
图表 20：目前 Diamond 钻井船作业水深分布（横轴为船只数量） .....	10
图表 21：目前 Transocean 钻井船投产年份分布（横轴为船只数量） .....	10
图表 22：目前 Ensco 钻井船作业水深分布（横轴为船只数量） .....	10
图表 23：目前 Ensco 钻井船投产年份分布（横轴为船只数量） .....	10

图表 24: 中国近海海域大陆架的深度.....	10
图表 25: 中海油三维地震采集量维持在高位.....	11
图表 26: 中海油服地震数据采集船.....	11
图表 27: 中海油服目前拥有、管理和在建深水作业集群 (包括母公司的超深水钻井船“海洋石油 981”).....	12
图表 28: 深水作业所需技术服务的难度是浅水领域数倍.....	13
图表 29: 全球主要深水市场.....	13
图表 30: 母公司中海油自营深水勘探计划.....	14
图表 31: 目前中国发现的低渗透油气资源储量, 埋藏较深.....	14
图表 32: 自 60 年代以来, 发现的油气资源量越来越少.....	15
图表 33: 单个油气田发现的资源量也越来越少.....	15
图表 34: 模拟案例: 为了提高油田的采收率, 采取的措施越来越复杂.....	15
图表 35: 渤海湾渤中 25-1 油田的压裂井与常规评价井相比, 平均产能提高了 2.5 倍.....	16
图表 36: “稠油热采”技术简单示意图.....	16
图表 37: 中海油服科技研发技术成果产业化进一步增加.....	17
图表 38: 中海油服物探勘查船和水下工程所需的 ROV 设备.....	17
图表 39: 中国页岩气试验区分布.....	18
图表 40: 中国煤层气试验区分布.....	19
图表 41: 全球非常规天然气市场巨大的机会.....	19
图表 42: 中海油服海外收入比重及预测.....	20
图表 43: 中海油服的国际化发展战略.....	20
图表 44: 全球自升式、半潜式、深水和超深水业务的机会.....	21
图表 45: 全球油田技术服务市场更新.....	21
图表 46: 海上油气勘探和开发的成本在不断上升, 作为其中关键环节的油田服务行业也面临成本上升的压力.....	22
图表 47: 中海油服盈利预测与市场一致预期比较.....	22
图表 48: 中海油服业务板块收入预测.....	23
图表 49: 中海油服业务板块营业利润预测.....	23
图表 50: 中海油服分板块的营业利润率水平.....	23
图表 51: 中海油服领先市盈率和市净率.....	23
图表 52: 中海油服历史和预测的财务和经营数据.....	24
图表 53: 日费率和使用天数变化对中海油服净利润的影响测算.....	24

## 一、公司简介：中国近海领先的综合型油田服务供应商

中海油服是中国近海领先的综合型油田服务供应商，服务领域贯穿海上石油及天然气勘探、开发及生产的各个阶段。2010 年，四大业务板块，钻井服务、油田技术服务、船舶服务和物探勘察服务的收入占比分别为 53%、25%、13% 和 9%；营业利润贡献分别为 67%、16%、10% 和 7%；在中国近海市场份额分别为 >80%、60%、50-60% 和 >80%。

图表 1：中海油服在油气田勘探、开发和生产环节的角色，在中国近海油田服务领域处于垄断地位



资料来源：中金公司研究部

图表 2：中海油服经营作业区域已经扩展到东南亚、澳大利亚、中东、北海及北美等多个国家和地区



资料来源：公司网站、中金公司研究部

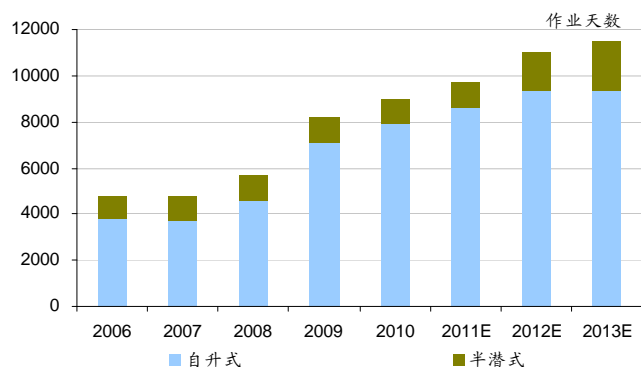
## 二、2012-13 年公司盈利趋势分析

中海油服最近两年投产的新钻井船均已签约，将可靠地拉动 2012-13 年作业天数和日费率同时增长。同时，随着物探、勘查船和海底电缆队的投产，以及原有物探采集装备的升级改造，海上物探数据采集和处理业务将快速增长。我们预测，2011-13 年的每股盈利分别为人民币 0.91、1.06、1.18，盈利增速分别为 17% 和 11%。

（一）钻井业务仍可能是主要的盈利增长贡献板块，总作业天数可望逐步增加，平均实现日费率将在 2012-13 年持续上升

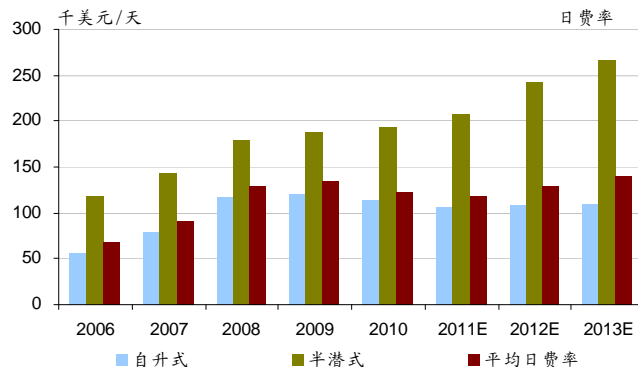
中海油服在 2010-12 年间投产 4 条 200 英尺的自升式钻井船、3 条 2500 英尺的半潜式钻井船，新增的钻井船将提高钻井业务的作业天数，提升平均日费率。我们预计 2012、2013 年钻井业务作业天数同比将可能分别增加 13% 和 8%，其中，2013 年作业天数增加主要来自半潜式钻井船的贡献。此外，随着费率较高的深水半潜式钻井船增多至 3 只，并且将有总计 14 只的各类钻井船进入更高费率的海外市场，2012 年、2013 年的钻井业务平均实现日费率可望分别同比提升 8%。

图表 3：中海油服自升式和半潜式钻井船作业天数



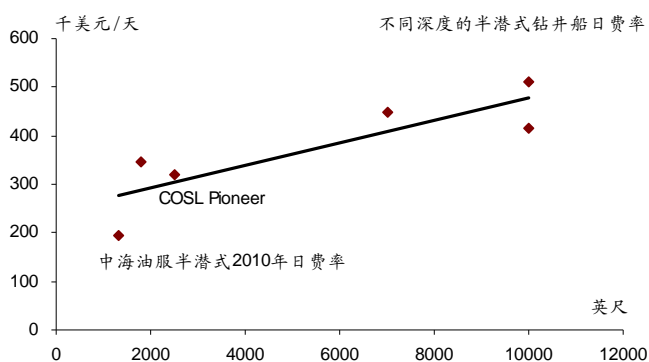
资料来源：公司报告、中金公司研究部

图表 4：中海油服自升式和半潜式钻井船日费率



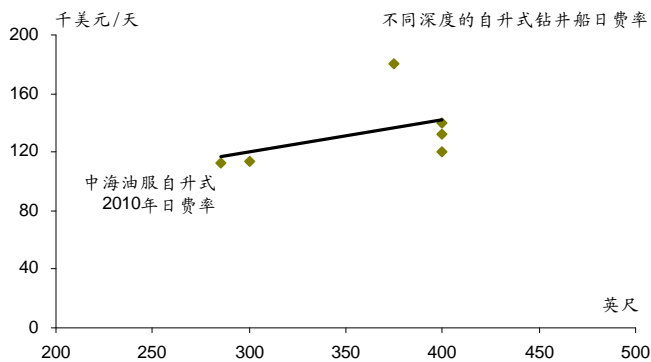
资料来源：公司报告、中金公司研究部

图表 5：公司和国际最新签约半潜式平台日费率比较



资料来源：Clarkson、公司报告、中金公司研究部

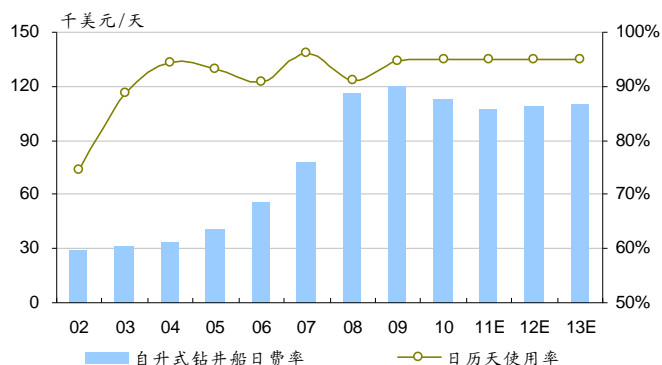
图表 6：公司和国际最新签约自升式平台的日费率比较



资料来源：Clarkson、公司报告、中金公司研究部

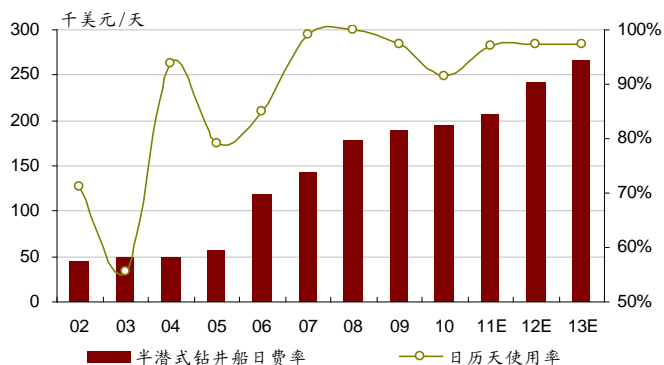


图表 7：中海油服自升式钻井船日费率和日历天使用率



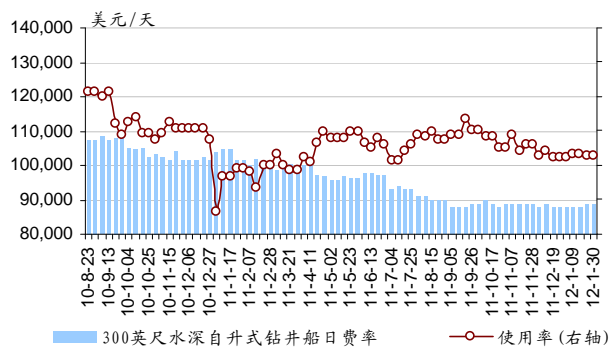
资料来源：公司报告、中金公司研究部

图表 8：中海油服半潜式钻井船日费率和日历天使用率



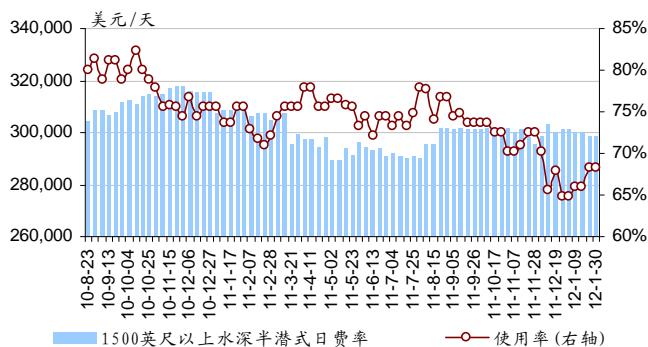
资料来源：公司报告、中金公司研究部

图表 9：全球 300 英尺水深自升式钻井船的日费率和利用率



资料来源：Rigzone、中金公司研究部

图表 10：全球 1500 英尺以上水深半潜式钻井船的日费率和利用率



资料来源：Rigzone、中金公司研究部

挪威北海地区对钻井船需求增加，将影响国际市场并有利于中海油服在该区域作业的钻井船提高费率。北极地区油气资源丰富。根据美国《国际地质学评论》数据，全球近四分之一的未发现油气资源可能就埋藏在北极。2011年6月，俄罗斯和挪威首次交换了巴伦支海和北冰洋划界及合作条约的批准文件。根据该条约，两国争议地区86万平方公里水域归俄罗斯，51万平方公里归挪威。条约还允许两国在17.5万平方公里范围内的北极大陆架开发油气田。俄罗斯和挪威在北极的边界划清，两国政府为了自身的经济利益最大化，将会加快边界地区的油气勘探开发，预示着挪威北海地区钻井船需求将会逐步增加。北海地区的海况非常恶劣，适合在该地区作业的钻井船比较少。如果北海地区油气勘探开发速度加快，相关钻井船的日费率将会有比较大幅的提升。在2011年8月份，中海油服的半潜式钻井船 COSL Pioneer 已经开始在挪威北海地区作业，且出色的运营和管理能力受到客户的好评。我们预计随着挪威北海市场钻井船需求的增加，中海油服钻井船在该区域日费率将会随之提高。

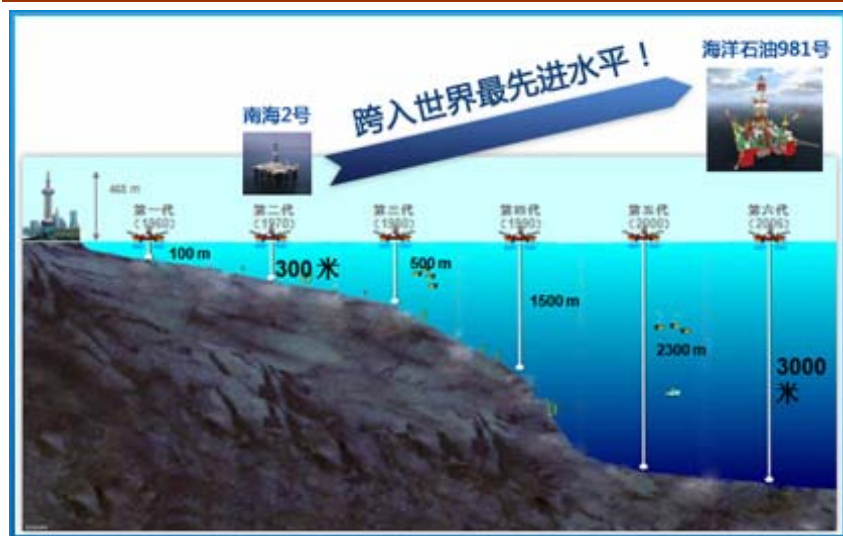
图表 11: 俄罗斯和挪威北极边界示意图



资料来源：公司报告、Google、中金公司研究部

“海洋石油 981 号”深水钻井平台投产的重要意义和贡献。“海洋石油 981”是母公司中海油总公司投资建造，中海油服管理运营的半潜式钻井平台，作业水深达 10,000 英尺。在投入使用初期，中海油服将从兄弟单位中海油有限公司赚取操作费，同时向母公司支付低廉的租金，力图在 1-2 年的时间内，培养出深水作业团队、提升能力和积累经验。如果未来几年内中国海上深水勘探取得突破，潜在工作量显著提高，我们预计中海油服将可能考虑从母公司收购该船，甚至再建新船，加大步伐进军国内深水钻探市场。对于中海油服来说，在不承担巨额投资和相关风险的情况下，运营“海洋石油 981”，获得了其他同行无法想象的学习、实践、锻炼、提高的宝贵机会。而母公司将通过“981 号”深水钻井船，同时向两兄弟公司，提供财务和风险规避等方面的支持，推动中国深水事业提速发展。

图表 12: 中海油南海勘探和“海洋石油 981”



海洋石油981 - 半潜式深水钻井船

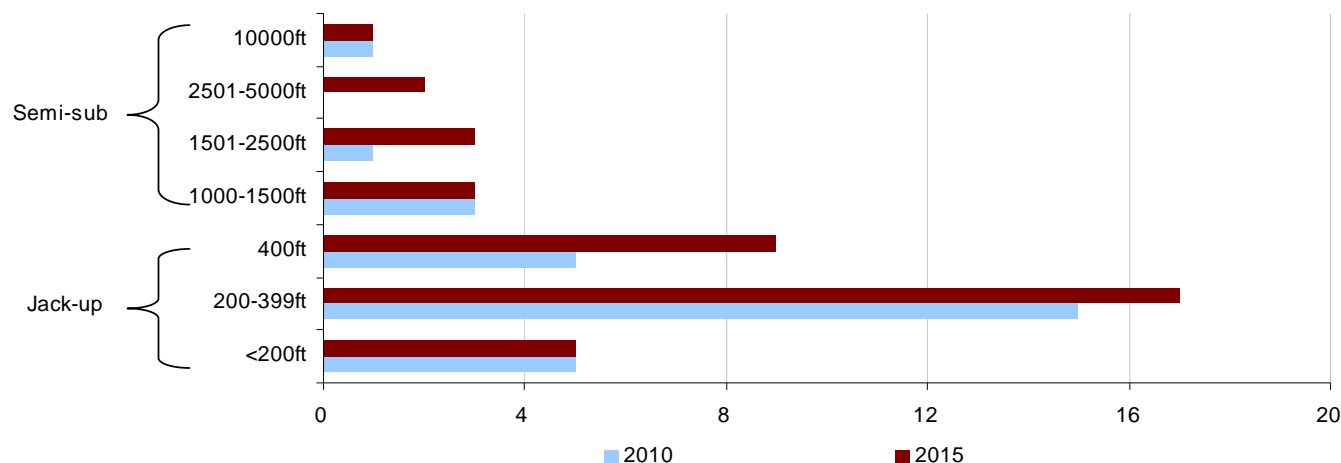
业主	中海油总公司
操作者	中海油服
造价	60亿元
最大作业水深	3000米
最大钻井深度	12000米
可作业区域	中国南海、东南亚、西非等
建造者	外高桥造船厂



资料来源：中海油、中金公司研究部

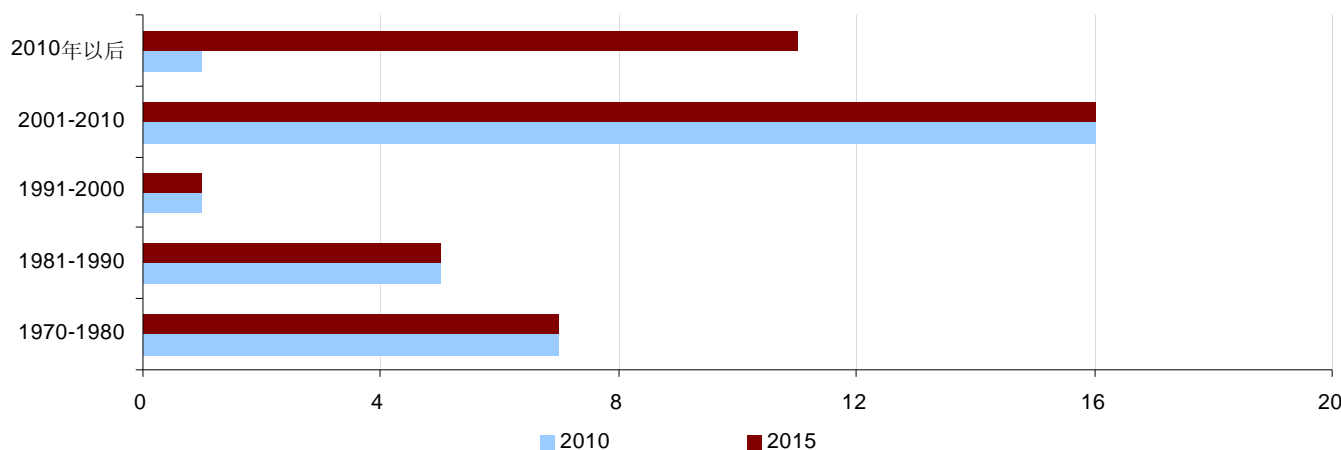
中海油服钻井船队已基本完成更新改造，平均船龄已大幅低于国际可比公司，未来可望赢得市场先机。中海油服通过收购挪威 CDE，以及近几年陆续建造自升式和半潜式钻井平台，其船队已经基本完成了升级改造，船队平均年龄大幅降低。目前中海油服钻井船平均船龄为 13 年，大幅低于国际可比公司的 23-30 年。

图表 13: 中海油服目前及 2015 年钻井船作业水深分布 (横轴为船只数量)



资料来源：公司报告、中金公司研究部

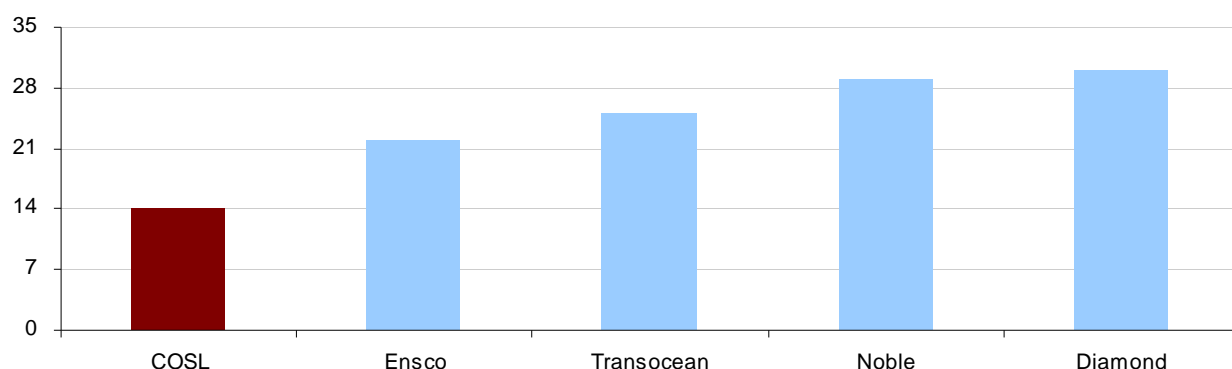
图表 14: 中海油服目前及在 2015 年的钻井船投产年份分布 (横轴为船只数量)



资料来源：公司报告、中金公司研究部

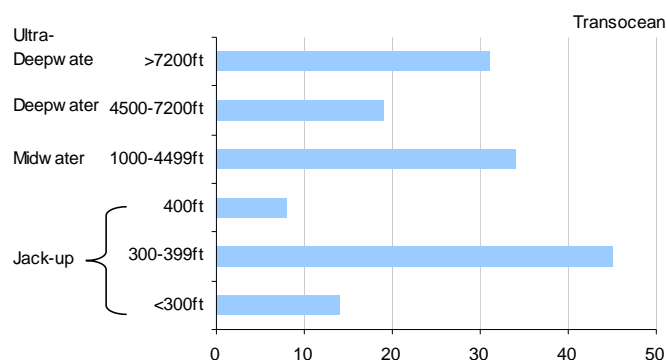


图表 15: 中海油服钻井船平均船龄大幅低于国际可比公司



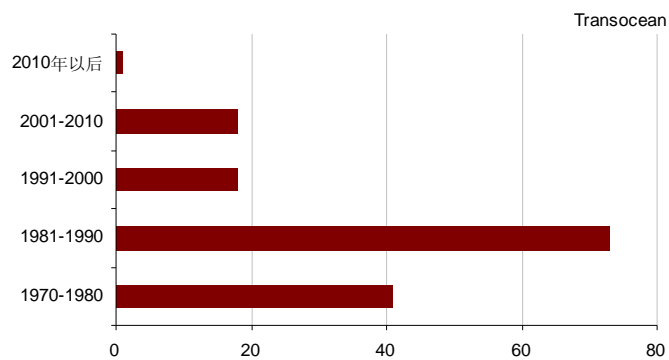
资料来源：公司报告、中金公司研究部

图表 16: 目前 Transocean 钻井船作业水深分布 (横轴为船只数量)



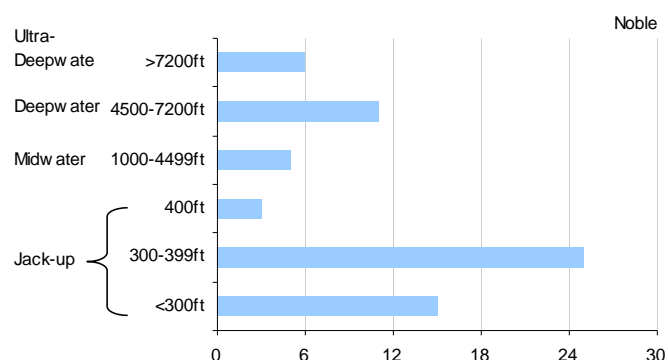
资料来源：公司报告、中金公司研究部

图表 17: 目前 Transocean 钻井船投产年份分布 (横轴为船只数量)



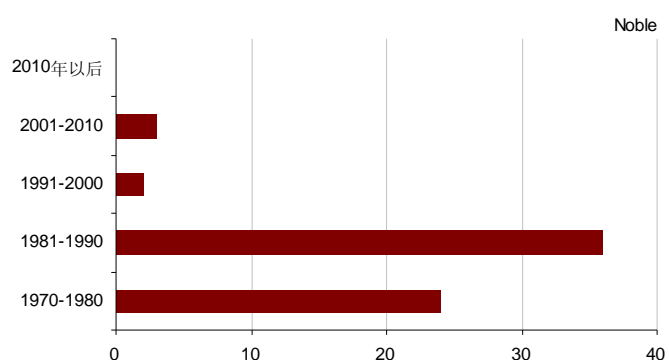
资料来源：公司报告、中金公司研究部

图表 18: 目前 Noble 钻井船作业水深分布 (横轴为船只数量)



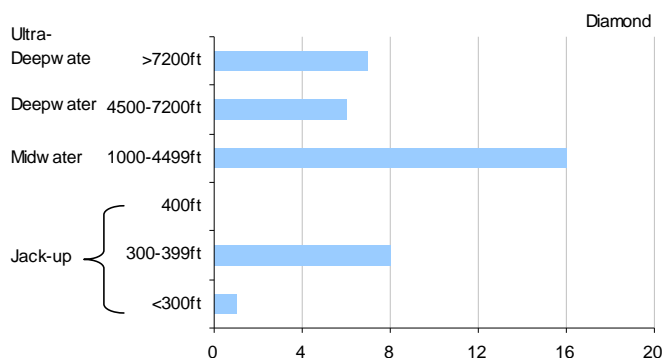
资料来源：公司报告、中金公司研究部

图表 19: 目前 Noble 钻井船投产年份分布 (横轴为船只数量)



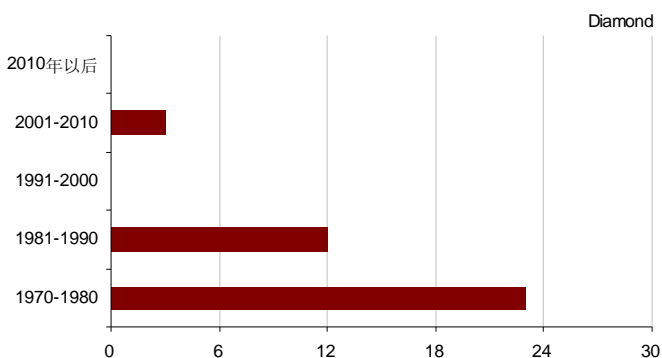
资料来源：公司报告、中金公司研究部

图表 20: 目前 Diamond 钻井船作业水深分布 (横轴为船只数量)



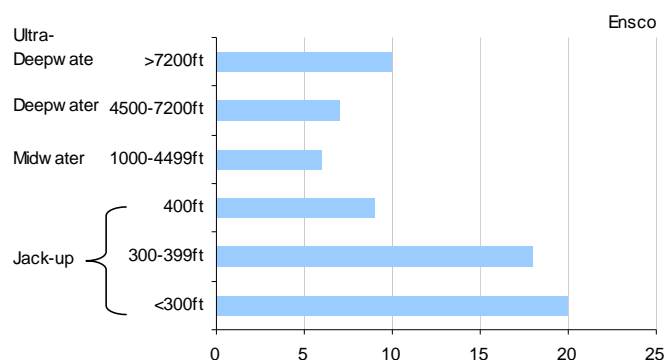
资料来源: 公司报告、中金公司研究部

图表 21: 目前 Transocean 钻井船投产年份分布 (横轴为船只数量)



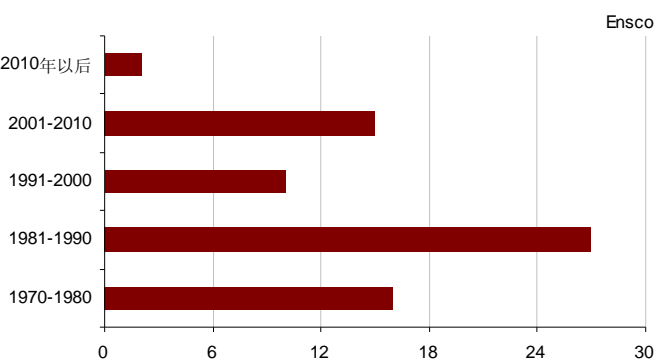
资料来源: 公司报告、中金公司研究部

图表 22: 目前 Ensco 钻井船作业水深分布 (横轴为船只数量)



资料来源: 公司报告、中金公司研究部

图表 23: 目前 Ensco 钻井船投产年份分布 (横轴为船只数量)



资料来源: 公司报告、中金公司研究部

中国近海市场对作业深度要求将逐步提高，中海油服未来产能扩张将顺应市场需求的变化。我国近海油气资源的开发逐步由渤海湾转到南海和东海，油气资源所处海域的深度可能会逐步增加。全球和中国待开发油气田深度的逐步增加，对作业水深较高的钻井船需求越来越多。

图表 24: 中国近海海域大陆架的深度

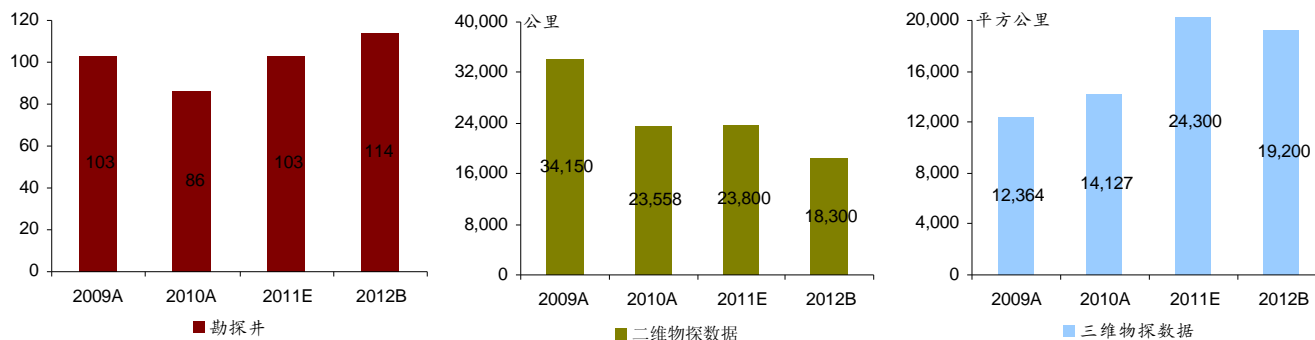
	渤海湾	黄海	东海	南海
面积(平方公里)	80,000	380,000	770,000	350,000
平均水深(米)	18	44	349	1,212
最大深度(米)	80	140	2,717	5,377

资料来源: 中国地理资料、中金公司研究部

## （二）物探数据采集和处理业务将快速增长

物探业务的恢复是油气勘探开发后续工作量的基础和保障。目前中海油服物探业务作业量饱满，2011 上半年三维地震采集和处理量同比分别增长 73% 和 46%。作为油气勘探开发生产的首要环节，物探业务的回暖也为钻井、油田技术服务和船舶业务的提升埋下了伏笔。

图表 25：中海油三维地震采集量维持在高位



资料来源：公司报告、中海油有限公司、中金公司研究部

随着中国南海深水勘探需求的增加，中海油服将逐渐提高其在南海地区物探业务的市场份额。2011 年 5 月份投产的 12 缆物探船“海洋石油 720”已经开始在南海地区作业，使得公司的三维物探数据采集能力和工作效率大幅提升，多次刷新公司的采集作业记录；单日采集量记录为 96.5 平方公里，是公司 2010 年三维物探数据日均采集量的 2.7 倍。我们预计“海洋石油 720”良好的工作表现，将有利于中海油服逐渐提高南海物探业务的市场占有率。

公司未来两年物探板块订单饱和，将立足国内，迅速有效地捕捉海外市场的机会。通过升级改造，大幅提升原有装备的作业产能和作业效率，并且随着管理能力和“多缆”三维物探船操控能力的提升，中海油服将具备参与国际市场中小区块三维地震采集作业的竞争潜力。此外，依托中国近海勘探等传统市场区域，中海油服能够把低成本的竞争优势迅速灵活地扩展到东南亚等热点石油勘探区域。在国内物探业绩处于淡季时，迅速有效地捕捉海外市场物探业务的互补机会。近期，“海洋石油 719”在缅甸市场为泰国国家石油公司进行了三维地震采集作业，作业质量和服务能力受到了甲方的好评。

图表 26：中海油服地震数据采集船

物探船	投产年份	船龄	类型	最大拖缆数
南海502	1979	32	二维	2
滨海518	1982	29	二维	2
滨海517	1997	14	二维	2
滨海511	1979	32	三维	3
滨海512	1979	32	三维	4
东方明珠	1994	17	三维	4
海洋石油718	2005	6	三维	6
海洋石油719	2008	3	三维	8
海洋石油720	2011	0	三维	12

资料来源：公司报告、中金公司研究部

### 三、“十二五”期间的多渠道增长机会展望

中海油服在中、长期可能迎来的新增长机遇，包括但不限于：(1) 在深水地区，掌握和提升作业能力，积累经验；(2) 在浅海地区，针对“三低”(低渗透、低丰度、低单井产量)油田提高采收率；(3) 针对稠油资源研发和应用新的热采新技术等；(4) 全面升级水下工程的勘察和检测服务，提升环保和安全标准；(5) 随着中海油总公司逐步涉足陆上资源，中海油服还可能参与陆上煤层气和页岩气的相关业务；(6) 除满足国内服务市场需求之外，中海油服仍将继续积极参与国际市场，在北海、墨西哥湾、中东等地区扩大钻井业务，创造盈利增长。

(一) 深水作业装备集群初具规模，未来 1-2 年将着重提升作业能力和积累经验，工作量的提升可望在 2012-13 年以后出现

石油公司正在加大在南中国海的深水勘探和开发投资，中海油服未来 1-2 年将着重提升作业能力和积累经验。2011 年底，中海油服的四个业务板块相关的深水设备和服务已初具规模。未来 1-2 年，中海油服将依托兄弟公司中海油有限公司的自营深水勘探计划，以及其外方合作伙伴勘探和开发需求，参与深水项目的作业，获取深水作业能力和经验。Husky 在中国南海已经有了三个深水发现，即荔湾 3-1、流花 34-2 和流花 29-1；BG 在南海 64/11 区块的陵水 22-1-1 勘探井也获得了天然气发现。随着深水作业能力的提升和经验的积累，中海油服可能会更多地参与 Husky 和 BG 等合作者的深水勘探和开发，获取更多的工作量。中海油有限公司计划在 2012 年钻探 3 口自营深水井，如果届时有良好的油气资源显示，中海油服来自兄弟公司的后续工作量将会逐步提升。

挪威北海深水钻井作业已启动，深水作业量的提升可望在 2012-13 年出现。半潜式 COSLPioneer 去年 8 月份在挪威北海已经投入深水作业，作业情况超出了业主 Statoil 的预期，仅用 1 个月的时间，就达到了其他新平台 6-12 个月磨合之后的作业效率。COSLPioneer 配备了世界最先进的钻井系统和 DP3 动力定位系统，不仅适用于北海海域的恶劣环境，也适用于全世界其他海域。另外 2 艘半潜式 COSLInnovator 和 COSLPromoter 也将在今年逐步投产，并在今明两年贡献深水作业量。此外，中海油服准备建造一艘 1500 米的半潜式钻井船 COSLProspector，投产时间可能在 2014 年下半年；我们预计最初服务合同可能来自挪威或俄罗斯等北海地区，2015 年有望产生盈利贡献。

根据 Halliburton 的数据，随着作业区域由陆地转向海洋，由浅水走向深水，所需油田技术服务的难度越来越高。相对应地，技术服务的价格和毛利水平也会随着提升。未来，随着公司深水业务工作量的增加，我们预计中海油服可能会建造自己的深水钻井平台或者母公司中海油总公司可能考虑将“海洋石油 981”注入到上市公司。对于中海油服来说，目前管理运营“海洋石油 981”，在不承担巨额投资和相关风险的情况下，获得了非常难得的培养深水作业团队，提升深水能力和积累经验的机会。

图表 27：中海油服目前拥有、管理和在建深水作业集群（包括母公司的超深水钻井船“海洋石油 981”）

名称	类型	所属业务板块	投产时间	注释
海洋石油 981	半潜式钻井船	钻井板块	2012 年	作业水深 10000 英尺，母公司拥有
COSL Pioneer, Innovator, Promoter	半潜式钻井船	钻井板块	2011-12 年	北海作业
COSL Prospector	半潜式钻井船	钻井板块	2014 年	北海作业
2 艘深水三用工作船	深水	船舶板块	2011 年	
COSL720	深水物探船	物探板块	2011 年	12 缆物探船
COSL708	深水工程勘察船	物探板块	2011 年	
深水相关油田服务	不适用	油田技术服务板块	2011 年	

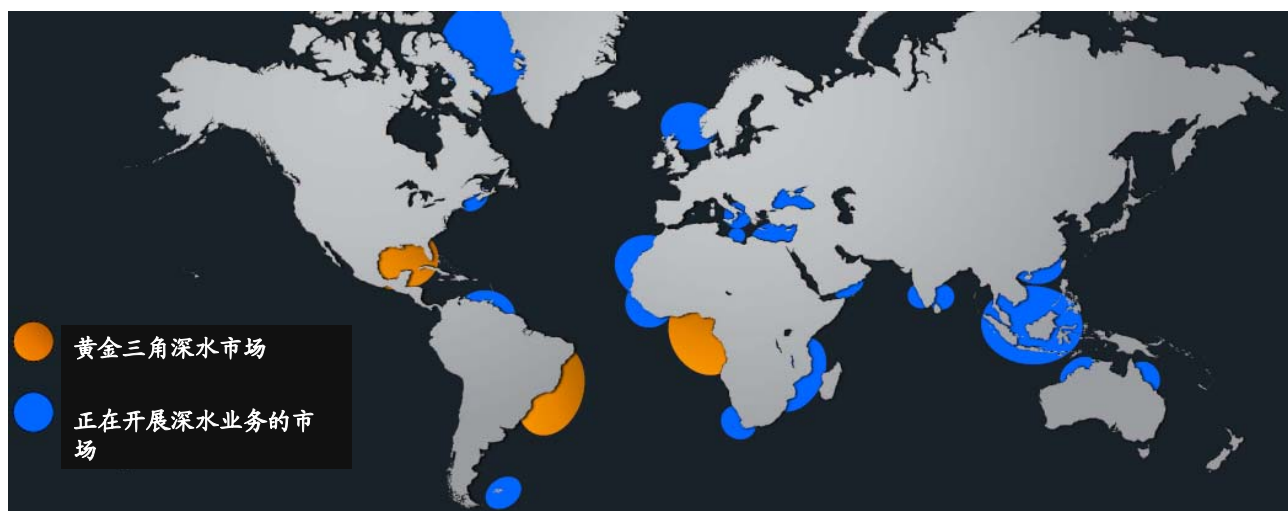
资料来源：公司报告、中金公司研究部

图表 28: 深水作业所需技术服务的难度是浅水领域数倍



资料来源：哈里伯顿、中金公司研究部

图表 29: 全球主要深水市场



资料来源：哈里伯顿、中金公司研究部



图表 30：母公司中海油自营深水勘探计划



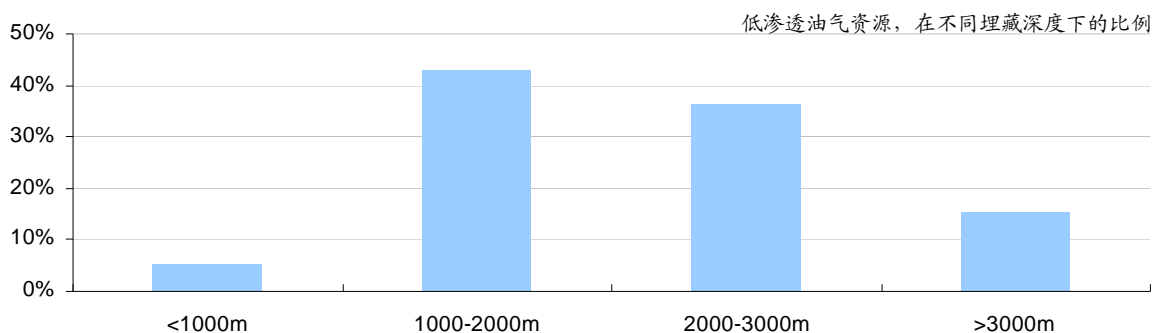
2012年，计划钻探3口自营深水井，并在深水区块采集更多二维和三维地震数据。

资料来源：中海油有限公司、中金公司研究部

（二）不论在浅海还是深水区域，低渗透油气资源的开发都是大势所趋；中海油服自有压裂技术的成熟和推广，可以加速低渗透资源的开发

目前中国海上已探明低渗油田主要分布在渤海和南海东部地区，开发投资大、操作成本高等因素长期困扰着海上“三低”油田的开发。随着我国浅海地区油田的逐步开发，越来越多的优质储量被动用，低渗透的油气资源在未开发储量中所占的比例已经超过了20%。2008年，海上低渗透油田原油产量为150万立方米，天然气产量为4.1亿立方米，仅分别占浅海油气总产量的4.3%和3.8%，远远低于陆上低渗透油气产量相应所占比例<sup>1</sup>。随着未来进入深水领域，低渗透资源占资源总量比例还会更高，新技术突破和推广的意义也将更大。

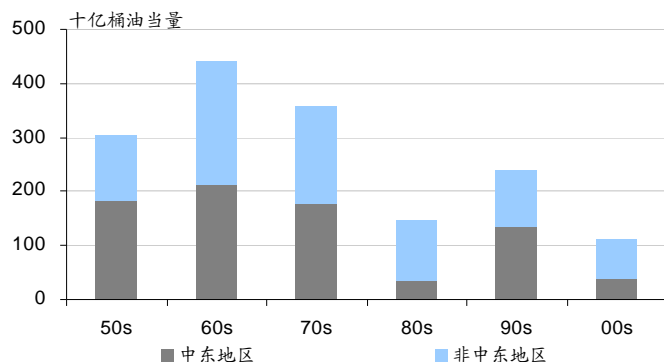
图表 31：目前中国发现的低渗透油气资源储量，埋藏较深



资料来源：国际压裂大会资料、中金公司研究部

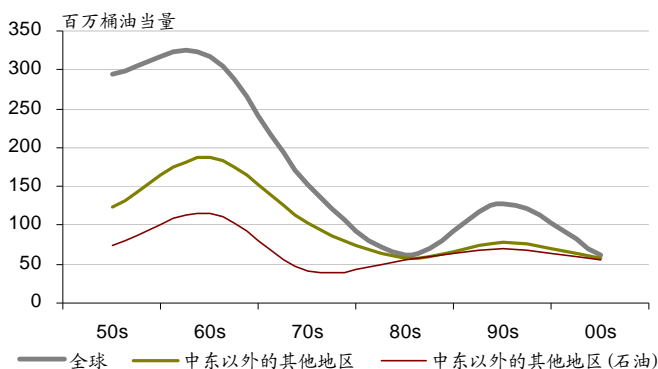
<sup>1</sup> 数据来自 2010 年国际压裂大会，中海油研究总院

图表 32：自 60 年代以来，发现的油气资源量越来越少



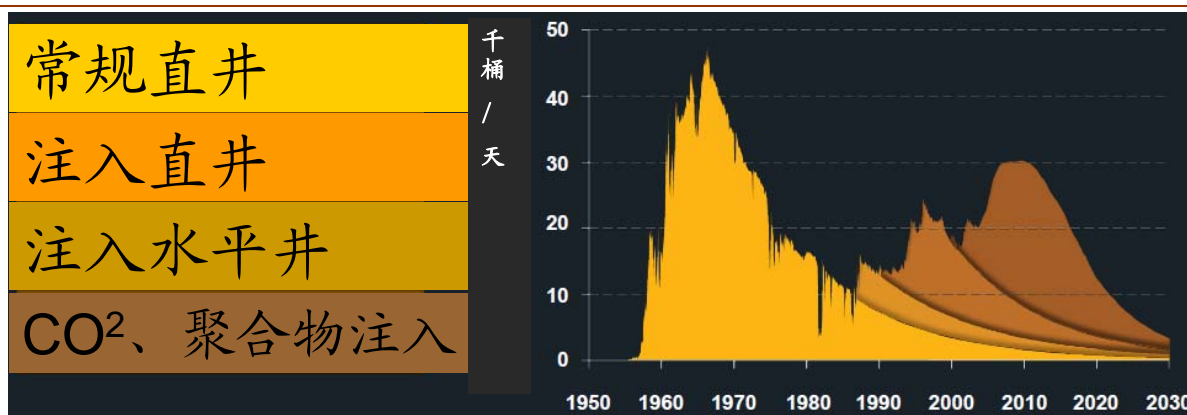
资料来源：Wood Mackenzie、哈里伯顿、中金公司研究部

图表 33：单个油气田发现的资源量也越来越少



资料来源：Wood Mackenzie、哈里伯顿、中金公司研究部

图表 34：模拟案例：为了提高油田的采收率，采取的措施越来越复杂

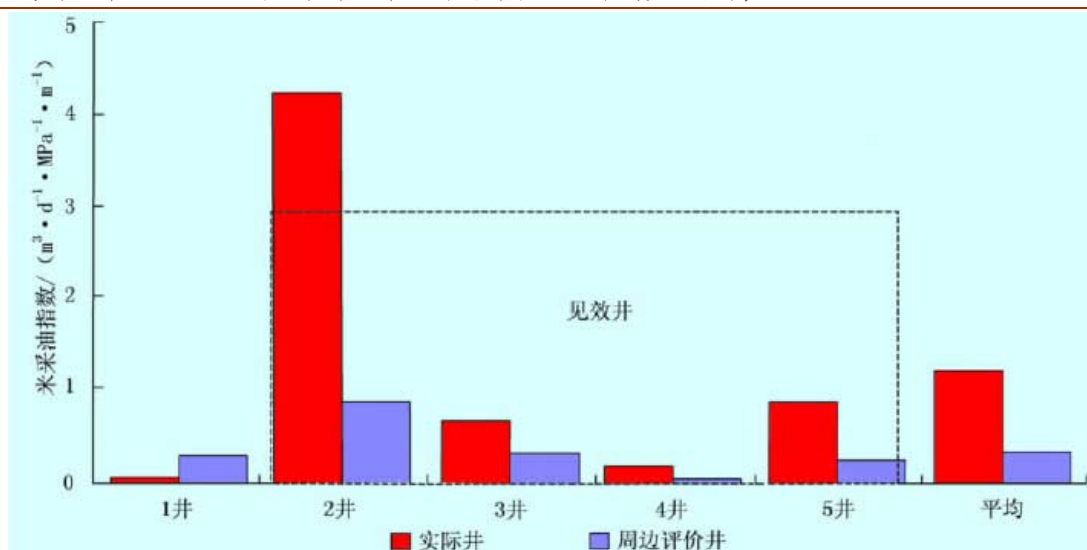


资料来源：哈里伯顿、中金公司研究部

“压裂”增产技术是低渗透油气资源获得经济高效开发的重要手段。通过水力压裂在地层中形成裂缝，改善储层的连通性和渗流能力，最终达到提高油井产能的目的。由于海洋平台空间小、承重能力低，以及吊机及钻修机能力有限，不能在平台实施大规模压裂作业。目前海上仅有上海平湖地区及渤海地区的几个油田采用了水力压裂设施，但由于高额的作业费用，石油公司没有进行规模推广的动力。油田服务公司由于工作量较小，无法推广专用的压裂船，压裂技术无法完善，作业成本无法降低，也不能降低压裂作业的服务价格。

中海油服专用酸化压裂船即将投产，还计划把陆地压裂技术转化成适合海上作业的可行技术，加快海上低渗透油气资源的开发。中海油总公司已经收购了中联煤层气公司 50% 的股权，进入了陆上煤层气行业；在国土资源部举行的首次页岩气探矿权招标中，中海油有限公司获得了招标资格。中海油服可能跟随中海油“登陆”，获得非常规天然气区块的一体化服务合同；或者参与其他石油公司的油气压裂作业，培养压裂完井等新型的技术服务，并在未来应用于近海低渗透油田的开发。2012 年初，中海油服完井增产中心成功为中石化进行了首次压裂作业，缩短了作业时间，同时也为客户节约了成本，获得客户表扬。

图表 35: 渤海湾渤中 25-1 油田的压裂井与常规评价井相比，平均产能提高了 2.5 倍



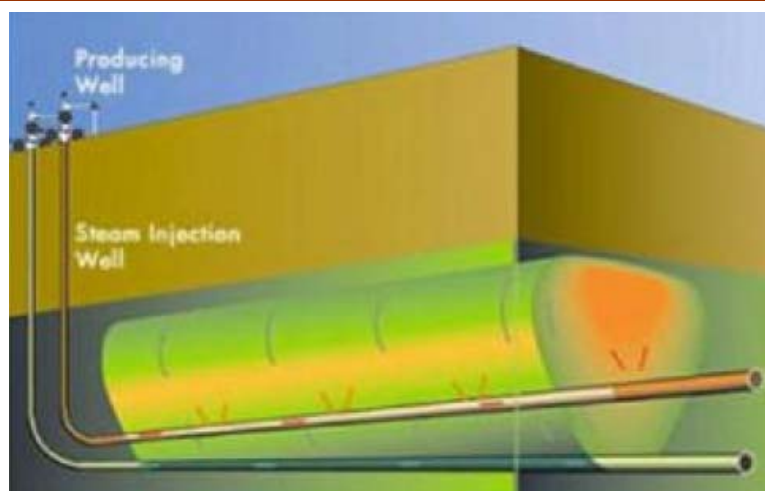
资料来源：特种油气藏杂志、中海油研究总院、中金公司研究部

### （三）“稠油热采”技术在试验区块实现良好增产效果，在渤海湾稠油油田中将逐步推广应用

“稠油热采”技术主要是通过水平井技术先钻成一双水平井，其中上面的水平井作为注入井而下面的水平井作为采油生产井。生产时，在上面的注入井里加入蒸气，蒸气注入地层后，其热力降低了稠油粘度。在重力作用下，稠油下行进入到下面的生产水平井井筒，再用举升的办法进行生产。稠油热采不仅可以使采收率由常规冷采的 5-15% 提高到 17-25%，还可以提高开采速度。

中海油服在 2009 年已经在南堡 35-2B 平台首次将“高温多元热流体吞吐技术”应用于热采井，大大提高了稠油采收率。此外，中海油服还加大了其他稠油热采技术的研发和应用。截至 2010 年底，渤海海域累计发现原油地质储量 45 亿方，其中 28 亿方是稠油，占总量的 62%。应用稠油开采的新技术，可以显著提高稠油的采收率。随着中海油服的“稠油热采”技术在稠油油田的逐步推广应用，不仅技术服务收入可以显著提高，还可能在试验区块通过产品分成的方式，分享新技术带来的额外回报。

图表 36: “稠油热采”技术简单示意图

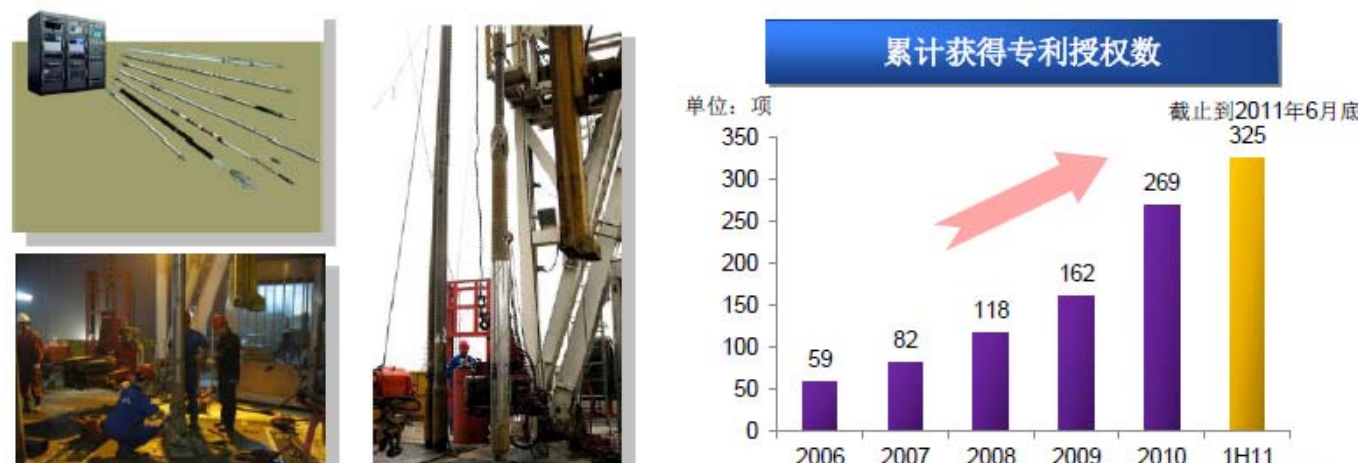


资料来源：中海油研究总院、中金公司研究部

#### （四）油田技术服务板块可能逐步推出新工具和服务，不仅能提高国内收入的毛利率，还可能出口，占据部分国际高端油服市场份额

中海油服的“ELIS 测井系统”的技术水平和指标接近斯伦贝谢、贝克休斯、哈里巴顿等国际油田服务公司，并已经推出的市场上稀缺产品“地层评价测试仪 EFET”和其他测井设备，今年可能实现可观的销售收入。“随钻测井系统 SPOTE”有望 2012 年正式进入现场作业。中海油服利用自己生产的 MWD 设备，可以提高定向钻井领域的市场占有率和毛利率水平。油田技术服务板块可能逐步推出的新工具和服务，不仅能提高国内收入的毛利率，还可能出口，占据部分国际高端油服市场份额。

图表 37：中海油服科技研发技术成果产业化进一步增加



资料来源：公司报告、中金公司研究部

#### （五）物探板块可望在水下工程的勘察和检测市场发现巨大增长空间

中海油有限公司及其合作伙伴漏油和停产事故频发，可能推动石油公司加大水下工程的勘察和检测的投入，换取长远的安全稳定发展。中海油服结合物探勘查船，再投入一些设备和技术，可以将水下和水面业务结合起来，提供管道和工程的定期检测服务，开创和占领国内巨大的水下工程市场。

图表 38：中海油服物探勘查船和水下工程所需的 ROV 设备

勘查船	投产年份	船龄	(英尺)	总吨重
			长度	
滨海218	1982	29	181	769
滨海521	1975	36	169	622
南海503	1979	32	250	1,778
COSL709	2005	6	264	3,119
COSL708	2011	0	不适用	不适用

DSV (近海救援船)

ROV (水下机器人)



资料来源：公司报告、中金公司研究部

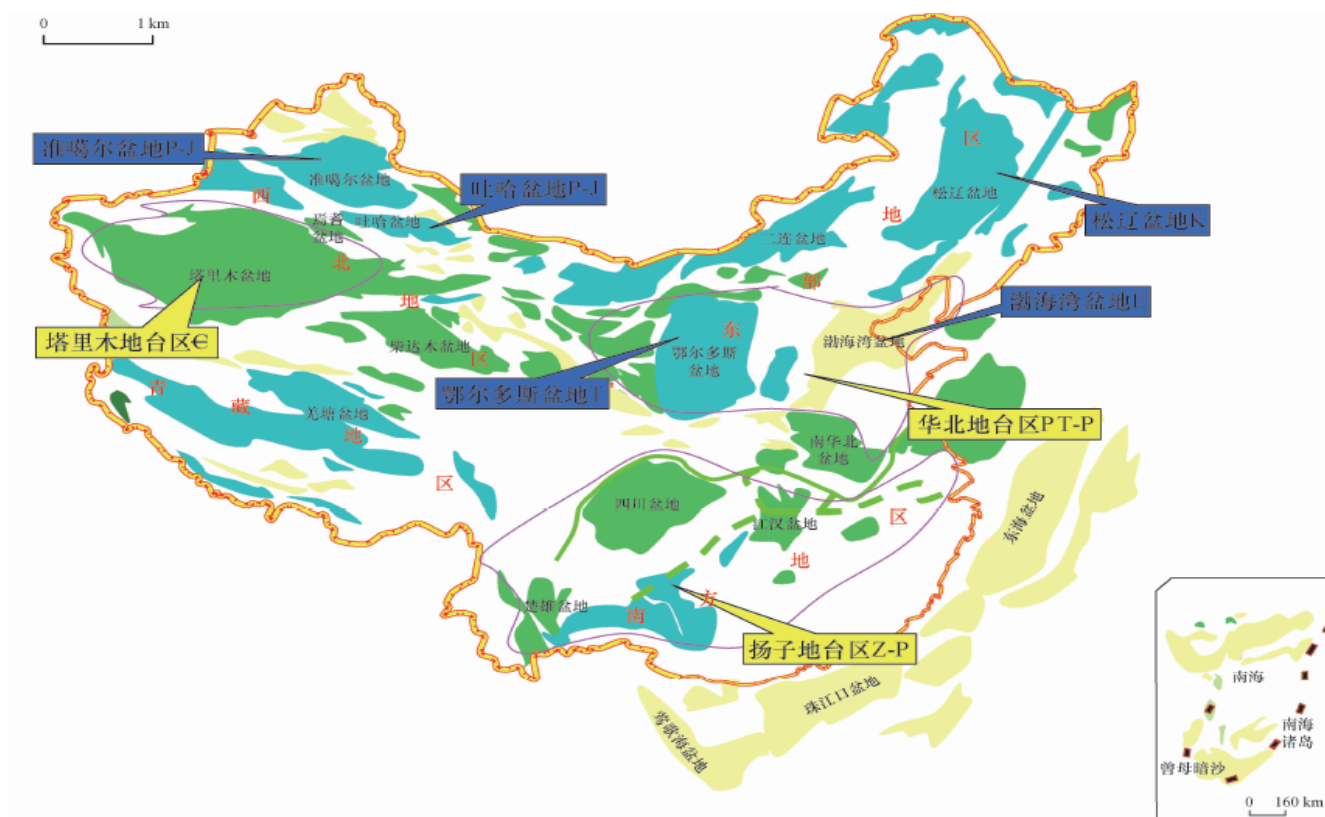


**（六）中国非常规油气资源的勘探和开发可望提速，中海油集团整体将涉足陆上煤层气和页岩气业务，中海油服也可能因此获得“大面积登陆”的机会**

中国煤层气和页岩气可采地质资源量分别达 11 和 26 万亿立方米，与美国的资源量大致相当。美国 2010 年页岩气和煤层气的产量分别约 1000 亿米和 600 亿立方米，而中国煤层气在 2010 年的产量仅在 25-30 亿立方米，页岩气尚未进行商业开发。中国政府计划在“十二五”大力勘探和开发煤层气和页岩气，将带来水平井分段压裂等大量油田技术服务的需求。

中海油总公司已经收购了中联煤层气公司 50% 的股权，进入了陆上煤层气行业；在国土资源部举行的首次页岩气探矿权招标中，中海油有限公司获得了招标资格。中海油服可能跟随中海油“登陆”，获得非常规天然气区块的一体化服务合同，培养压裂完井等新型的技术服务，还可以用于近海低渗透油田的开发。

图表 39：中国页岩气试验区块分布



资料来源：国土资源部、中金公司研究部



图表 40: 中国煤层气试验区块分布



资料来源：国土资源部、中金公司研究部

图表 41: 全球非常规天然气市场巨大的机会

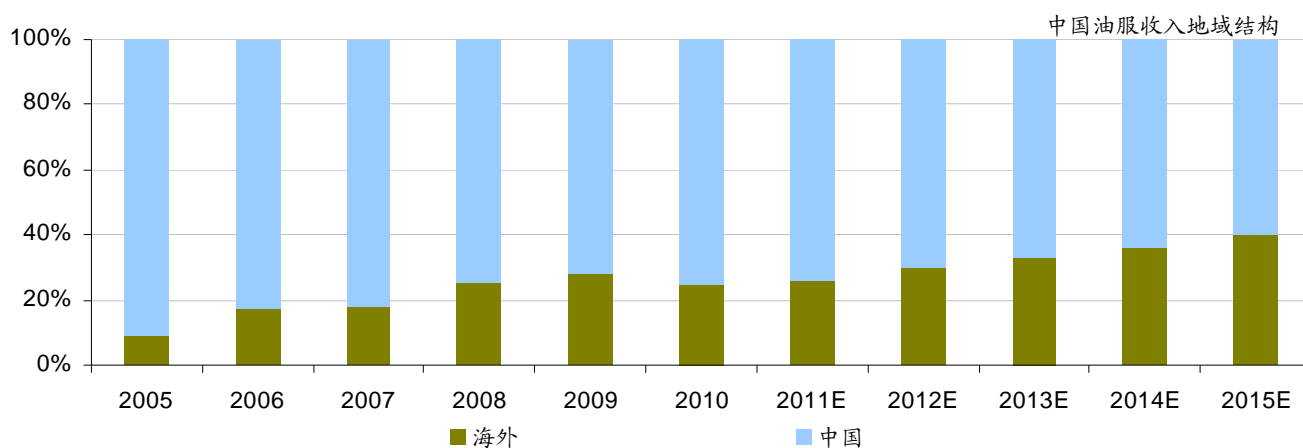


资料来源：EIA、哈里伯顿、中金公司研究部

#### 四、海外业务比重可能逐步提高：“跟随”战略+独立发展

中海油服海外收入的贡献将从 2010 年的 25% 提高到 2015 年的 40%，钻井业务和油田技术服务将在海外市场并举。主要发展模式为“跟随”+ 独立发展战略。中海油目前在北美、南美、非洲、中东和东南亚等超过 15 个国家进行油气田的勘探和开发，如果中海油担任作业者，中海油服可以“跟随”中海油进入该区域市场。站稳脚跟后，逐步发展非关联方客户。目前中海油担任作业者的项目包括印尼的 15/34 区块、乌干达的 3A 区块和伊拉克 Missan 技术服务合同。中海油服已经成功地跟随中海油进入印尼市场，我们相信其在乌干达和伊拉克市场也可能成功复制印尼项目的经验。

图表 42：中海油服海外收入比重及预测



资料来源：公司报告、中金公司研究部

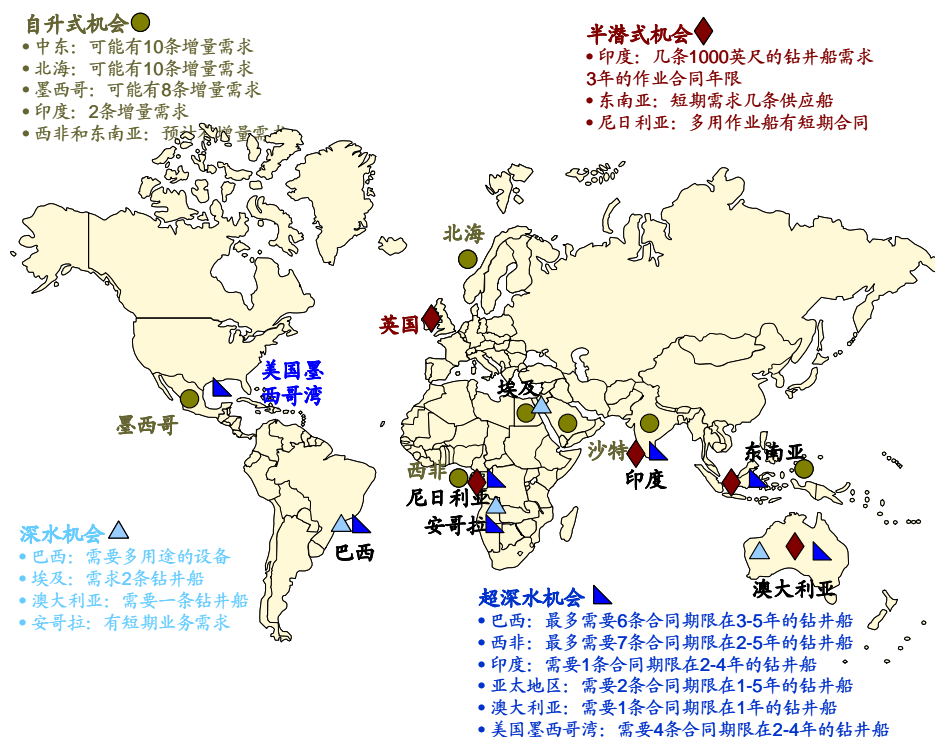
中海油服 2011 年在海外有 11 条钻井船，主要分布在中东、东南亚、墨西哥湾和北海，2012 年海外钻井船数量可能增加至 14 条，海外作业天数和平均日费率将有所增加。公司在印尼市场陆续获得了一些新的油田技术服务合同，进一步巩固了印尼油田技术服务领域的地位。此外，物探采集业务成功延伸到东南亚市场，未来还将迅速灵活地扩展到其他热点石油勘探区域。

图表 43：中海油服的国际化发展战略



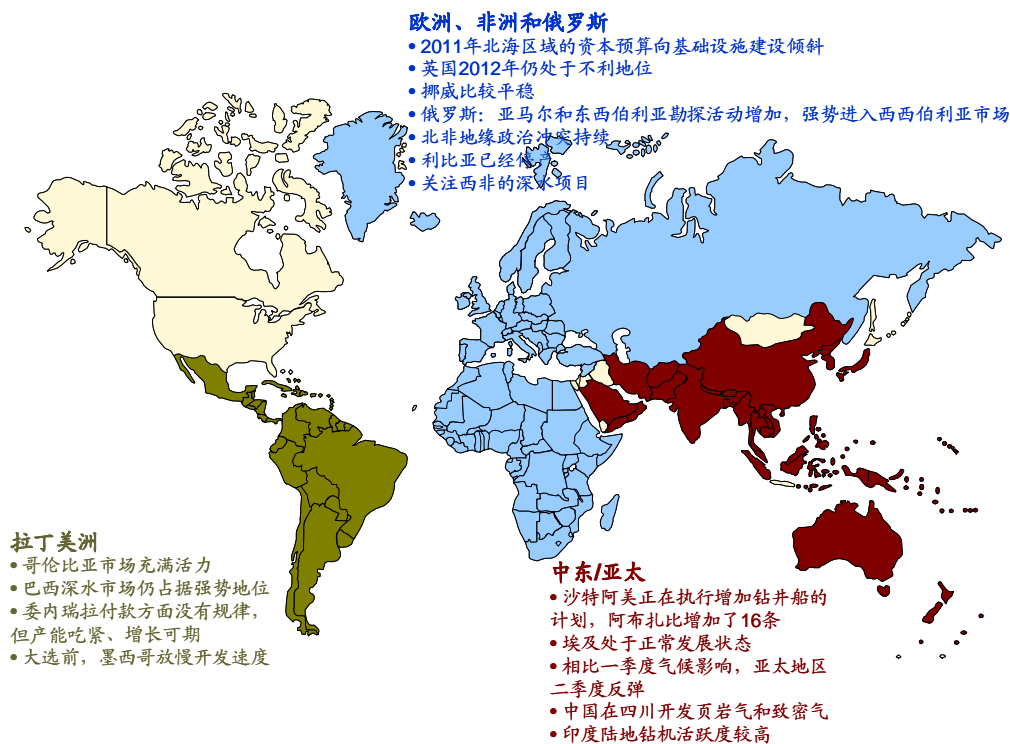
资料来源：公司报告、中金公司研究部

图表 44: 全球自升式、半潜式、深水和超深水业务的机会



资料来源：贝克休斯、中金公司研究部

图表 45: 全球油田技术服务市场更新



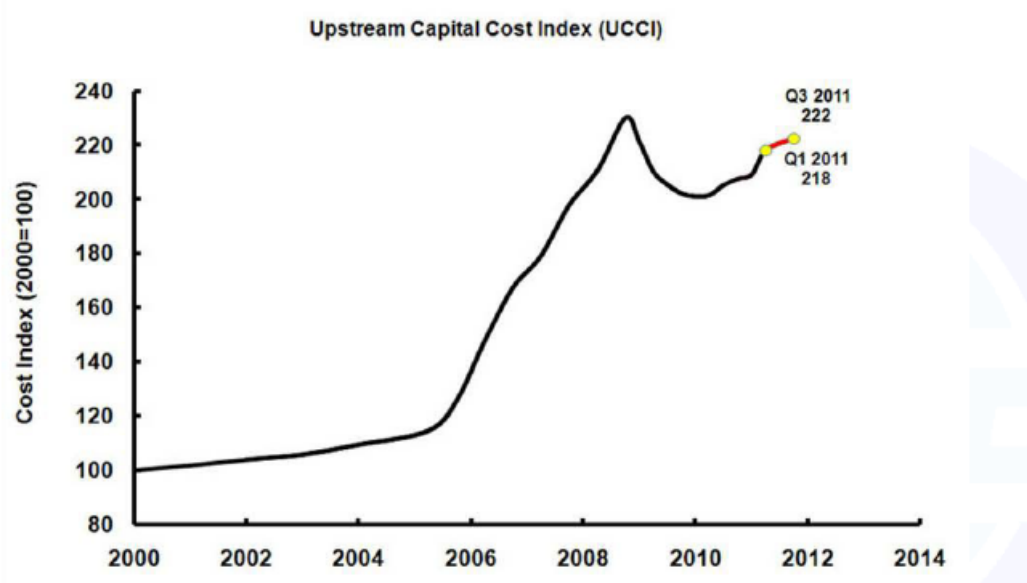
资料来源：贝克休斯、中金公司研究部

## 五、盈利预测与估值

### 成本可能普遍面临上升压力

由于人工成本、物料、燃料、外购工具和服务成本的上升，折旧和摊销费用的增加，以及贷款利率的提高，特别是新钻井船投产以及赴海外市场作业，普遍面临成本上升压力。虽然收入增长比较强劲，但营业利润相对增速可能放缓。

图表 46：海上油气勘探和开发的成本在不断上升，作为其中关键环节的油田服务行业也面临成本上升的压力



资料来源：CERA、中海油、中金公司研究部

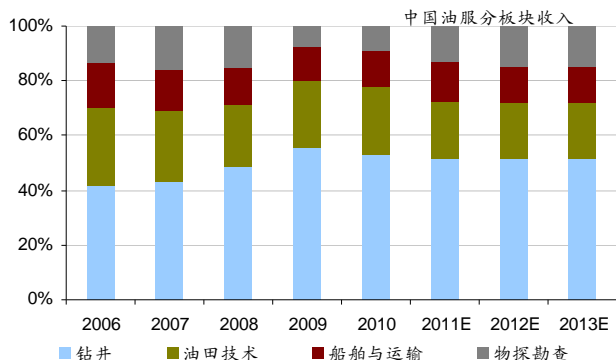
我们预计 2011-13 年的每股盈利分别为 0.91、1.06 和 1.18 元/股，可望实现约 14% 的年均复合增长。由于公司盈利增长确定性较强，我们维持 A 股和港股“审慎推荐”的投资评级，并上调港股目标价至 14.5 港币(11x 的 2012 年市盈)，A 股目标价格为 18.8 元人民币(18x 的 2012 年市盈率)。目前中海油服 A 股 2012、2013 年的市盈率分别为 15x 和 14x，低于 18-20x 左右的历史平均水平；港股 2012、2013 年的市盈率分别为 10x 和 9x，低于国际钻井和综合油田技术服务公司的 10-13x 的 2012、2013 年市盈率。

图表 47：中海油服盈利预测与市场一致预期比较

		2011E	2012E	2013E
每股收益	人民币	0.91	1.06	1.18
市场平均预测	人民币	0.95	1.10	1.22
中金相对市场		-5%	-4%	-3%

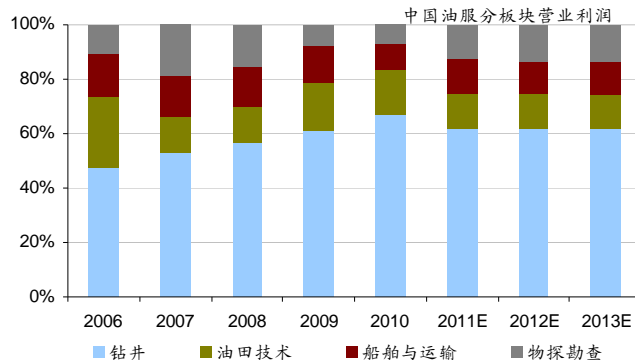
资料来源：公司数据、彭博资讯中金公司研究部

图表 48: 中海油服业务板块收入预测



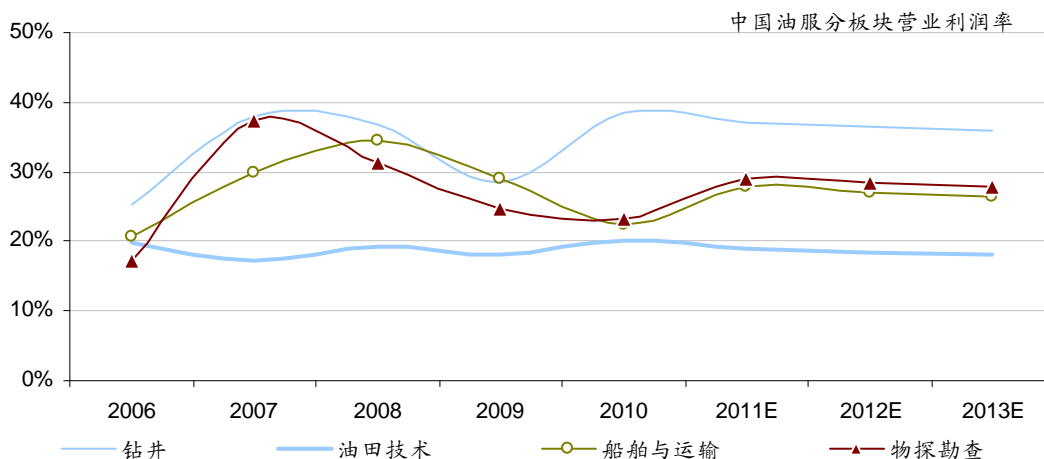
资料来源：公司报告、中金公司研究部

图表 49: 中海油服业务板块营业利润预测



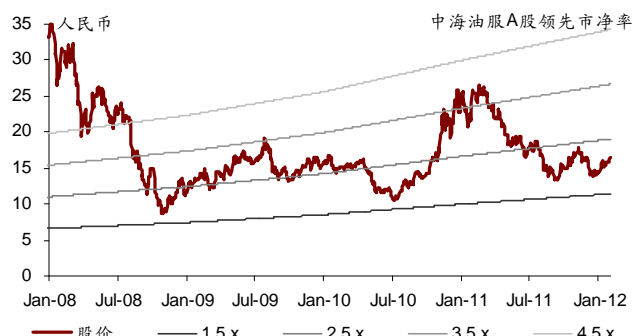
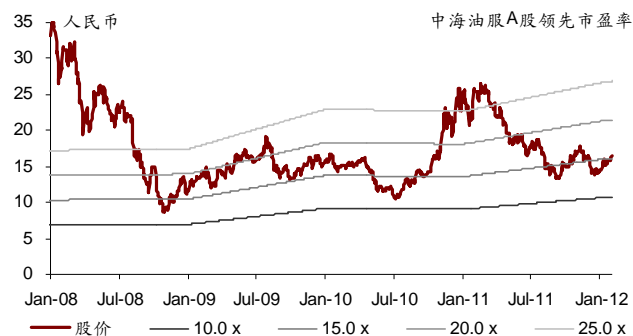
资料来源：公司报告、中金公司研究部

图表 50: 中海油服分板块的营业利润率水平



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 51: 中海油服领先市盈率和市净率



资料来源：公司数据、中金公司研究部



图表 52：中海油服历史和预测的财务和经营数据

(百万元)	FY09	FY10	FY11E	FY12E	FY13E
利润表					
收入	17,974	17,650	17,480	20,670	23,649
折旧	(2,865)	(3,122)	(3,333)	(3,565)	(3,798)
雇员薪酬成本	(2,670)	(2,938)	(3,214)	(3,743)	(4,094)
维修及保养成本	(609)	(438)	(521)	(720)	(824)
消耗物料、服务及其他	(3,610)	(3,277)	(2,955)	(3,907)	(4,471)
分包支出	(884)	(1,144)	(915)	(1,086)	(1,230)
经营租约支出	(589)	(380)	(435)	(514)	(588)
其他经营支出	(1,076)	(937)	(770)	(946)	(1,695)
销售、一般及行政支出	(382)	(42)	(87)	(103)	(118)
资产减值损失	(820)	(172)	(42)	0	0
总经营支出	(13,506)	(12,450)	(12,272)	(14,584)	(16,817)
经营利润	4,468	5,200	5,208	6,086	6,831
财务费用	(819)	(510)	(516)	(572)	(682)
应占联营公司损益	110	144	155	163	171
税前利润	3,760	4,834	4,847	5,677	6,320
所得税	(624)	(706)	(776)	(908)	(1,011)
有效税率	17%	15%	16%	16%	16%
净利润	3,135	4,128	4,071	4,768	5,309
每股盈利(元/股)	0.70	0.92	0.91	1.06	1.18
(港币/股)	0.79	1.05	1.09	1.32	1.47
每股分红(元/股)	0.14	0.18	0.18	0.21	0.24
(港币/股)	0.16	0.21	0.22	0.26	0.29
资产负债表					
非流动资产	50,743	51,763	54,431	55,365	56,567
流动资产	10,034	11,734	14,029	19,169	24,375
总资产	60,777	63,497	68,459	74,534	80,942
流动负债	5,071	6,642	6,138	7,163	8,154
非流动负债	33,400	31,266	32,393	33,486	34,547
股东权益	22,306	25,590	29,928	33,883	38,238
负债和股东权益	60,777	63,497	68,459	74,534	80,942
现金流量表					
经营活动	5,605	7,855	6,055	8,457	9,384
投资活动	(7,783)	(3,574)	(4,746)	(4,160)	(4,573)
筹资活动	1,137	(1,578)	(698)	(466)	(828)
汇兑损益调整	(40)	(71)	50	30	30
现金净增加(减少)额	(1,081)	2,633	661	3,861	4,012
主要财务比率					
经营利润率	25%	29%	30%	29%	29%
净利率	17%	23%	23%	23%	22%
总资产收益率	8%	8%	8%	9%	9%
净资产收益率	15%	17%	15%	15%	15%
投入资本回报率	8%	9%	9%	9%	10%
净债务资本比率	121%	92%	79%	62%	47%
利息保障倍数	6	8	8	8	7
盈利现金保障倍数	1.8	1.9	1.5	1.8	1.8

主要经营数据和假设		FY09	FY10	FY11E	FY12E	FY13E
货币(美元/人民币)		6.83	6.77	6.46	6.26	6.23
钻井服务						
钻井船数		26	28	31	34	34
自升式钻井船		23	25	27	27	27
其中：自有		22	24	26	26	26
租借		1	1	1	1	1
半潜式钻井船		3	3	4	7	7
其中：自有		3	3	4	6	6
管理		-	-	-	1	1
平均日费率(千美元/天)		134	122	119	129	139
自升式钻井船		120	113	107	109	110
半潜式钻井船		188	194	207	242	267
作业日数(天)		8,164	8,936	9,741	11,002	11,508
自升式钻井船		7,098	7,933	8,592	9,362	9,362
半潜式钻井船		1,066	1,003	1,149	1,639	2,146
船舶服务						
作业天数		27,702	26,769	26,979	28,974	30,762
平均日费率(千元/天)		78	88	92	97	101
物探服务						
二维地震(公里)						
采集量		33,900	24,469	23,246	22,083	20,979
处理量		22,588	14,846	11,623	11,042	10,490
三维地震(平方公里)						
采集量		10,394	13,008	19,512	25,366	27,902
处理量		7,951	7,983	12,683	16,488	18,136

资料来源：彭博资讯、公司报告、中金公司研究部

图表 53：日费率和使用天数变化对中海油服净利润的影响测算

<b>净利润敏感度分析</b>		
<b>+10%</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
中国海上钻井船平均日费率	7.5%	6.4%
中国海上钻井船作业天数	7.5%	6.4%
海外市场自升式钻井船日费率	5.1%	4.6%
海外市场自升式钻井船作业天数	5.1%	4.6%
海外市场半潜式钻井船日费率	3.6%	3.5%
海外市场半潜式钻井船作业天数	3.6%	3.5%

资料来源：公司报告、中金公司研究部

图表 54: 油田服务公司比公司估值

股票代码	货币	股价	一年内股价		市值 (十亿美元)	股价变化(%)			日均交易量(百万股)			市盈率(倍)			市现率(倍)			EV/EBITDA (x)			市净率			股息	股息率(11E)	股利										
		2012-2-1	最高	最低		(十亿美元)	周	季	年	周	季	年	11E	12E	13E	11E	12E	13E	11E	12E	13E	11E	12E				13E	11E								
钻井公司																																				
Diamond Offshore Drilling	美元	62.17	78.7	50.6	8.6	1.4	-5.1	-9.6	1.6	1.6	1.9	9.6	13.4	11.9	6.4	8.0	7.3	5.5	6.8	6.2	2.0	5.6%	22.1%													
Esso Intl.	美元	53.00	60.3	37.4	12.2	2.5	6.7	-2.5	2.8	2.4	3.2	17.2	9.0	8.1	11.5	6.3	5.7	13.8	7.3	6.6	1.0	2.7%	6.8%													
Noble Corp.	美元	35.06	46.2	27.2	8.9	1.5	-2.1	-6.9	5.5	4.2	4.3	26.2	11.2	8.1	8.9	5.8	4.6	11.7	7.1	5.7	1.0	1.6%	4.7%													
Transocean Inc.	美元	47.43	86.0	38.2	16.6	3.5	-17.0	-40.7	10.7	8.1	5.6	33.4	15.8	10.2	7.9	6.0	4.9	8.5	6.5	5.6	0.7	5.2%	1.9%													
Atwood Oceanics Inc.	美元	45.86	48.8	30.6	3.0	1.8	7.3	13.5	0.7	0.7	0.8	11.3	11.6	9.3	9.5	9.3	7.0	8.7	8.5	6.7	1.6	0.0%	17.5%													
Rowan Co.	美元	34.02	44.8	28.1	4.3	-1.6	-1.4	-0.8	1.6	2.0	2.5	28.3	10.3	9.0	12.9	6.7	5.9	12.3	6.3	5.7	1.0	0.0%	5.9%													
Seadrill	美元	37.18	38.3	24.7	17.4	4.1	12.2	12.8	2.0	2.3	2.3	13.5	11.8	11.2	8.8	8.6	7.8	7.3	6.6	6.1	2.7	8.1%	26.9%													
Heracles Offshore Inc	美元	4.48	7.0	2.3	0.6	0.0	18.2	35.3	2.7	3.5	4.5	n.m.	n.m.	n.m.	8.0	5.5	4.0	9.6	7.8	6.5	0.7	0.0%	n.m.													
平均值												19.9	11.9	9.7	9.2	7.0	5.9	9.7	7.1	6.1	1.3	2.9%	12.3%													
油井服务公司																																				
Baker Hughes Inc.	美元	49.67	81.0	41.9	21.7	4.7	-14.3	-27.5	10.4	6.6	6.0	11.6	10.0	8.5	7.6	6.2	5.2	5.6	4.8	4.1	1.2	1.2%	12.2%													
Halliburton Co.	美元	36.65	57.8	27.2	33.7	0.8	-1.9	-18.6	20.9	18.1	15.5	11.0	9.3	8.0	7.9	6.6	5.6	5.8	4.8	4.2	2.1	1.0%	25.5%													
Schlumberger Ltd.	美元	75.59	95.6	54.8	101.5	1.3	2.9	-15.1	7.9	9.1	9.7	20.9	16.0	13.2	13.3	10.2	8.6	10.5	8.6	7.5	2.8	1.4%	16.0%													
Weatherford	美元	16.85	28.1	10.9	12.7	2.2	8.7	-29.0	9.0	10.9	13.5	19.6	11.0	8.3	7.7	5.4	4.4	7.7	5.9	5.0	1.2	0.0%	6.4%													
National Oilwell Varco	美元	74.45	86.7	48.0	31.6	-2.0	4.4	0.7	3.8	4.0	4.7	15.9	12.6	10.9	13.6	11.1	9.5	8.1	6.6	5.8	1.8	0.6%	11.8%													
Tidewater Inc	美元	53.95	63.6	38.8	2.8	-1.6	9.6	-9.3	0.5	0.7	0.8	22.2	28.7	12.5	10.3	11.7	7.7	11.1	12.7	7.5	1.1	1.9%	n.m.													
Oceanenergy Intl. Inc.	美元	48.78	49.3	31.8	5.3	2.4	16.6	26.3	0.6	0.9	1.1	24.2	18.9	15.9	15.7	12.1	10.4	10.8	8.7	7.5	3.4	0.5%	15.5%													
RPC Inc	美元	15.30	29.1	14.2	2.3	-12.7	-17.6	-13.0	4.2	1.7	1.6	7.1	7.3	7.5	4.4	4.0	4.2	3.6	3.4	3.4	2.2	3.0%	46.2%													
ION Geophysical Corp	美元	10.00	13.9	4.2	1.2	-1.5	-2.6	-22.0	1.0	1.6	2.0	32.3	15.1	9.5	8.2	6.2	n.m.	6.7	5.4	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.													
Titan Well Service	美元	16.30	26.7	13.4	2.4	-0.9	-7.5	-25.7	1.7	1.2	1.1	7.2	6.3	5.8	4.5	3.8	3.7	4.3	3.5	3.2	1.7	0.6%	27.8%													
Calfrac Well Service	美元	25.84	38.7	20.5	1.1	-2.7	-17.4	-24.0	0.3	0.3	0.2	6.5	5.3	5.0	3.6	2.9	2.9	3.7	3.0	2.7	1.6	0.6%	29.3%													
平均值																																				
中海油服港股(°)	港币	12.66	18.3	8.7	10.2	1.3	2.1	-15.3	9.7	6.6	9.2	16.2	12.8	9.6	8.8	7.3	6.2	7.1	6.1	5.1	1.9	1.1%	21.2%													
中海油服A股(°)	人民币	16.41	27.5	13.1	10.2	3.4	-2.8	-35.7	10.4	10.2	10.9	18.1	15.4	13.9	12.2	8.7	7.9	10.2	9.0	8.2	2.5	1.1%	14.7%													
环球市场汇总																																				
最高值												4.7	18.2	35.3											33.4	28.7	15.9	12.1	10.4	13.8	12.7	8.2	3.4	8.1%	46.2%	
最低值												-12.7	-17.6	-40.7											6.5	5.3	5.0	3.6	2.9	2.9	3.6	3.0	2.7	0.7	0.0%	1.9%
平均值																									17.4	12.4	9.8	9.1	7.2	6.1	8.4	6.8	5.8	1.7	1.8%	17.0%

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部 注：\*使用中金公司盈利预测，其他使用市场盈利预测

## 六、风险因素

**成本上升压力：**由于人工成本、物料、燃料、外购工具和服务成本的上升，折旧和摊销费用的增加，以及贷款利率的提高，特别是新钻井船投产以及赴海外市场作业，成本普遍面临上升压力。

**市场费率变化风险：**包括钻井船日费率、技术服务日费率、船舶日费率等。

**兄弟公司中海油有限公司的发展趋势可能对中海油服造成重要影响：**1) 如果中海油有限公司未来几年成本上升压力加大，关联交易价格可能受到不利影响；2) 近期中国海上漏油事故的进展和调查结果可能对中海油服短、中、长期的业务量和盈利产生不利影响。

**“海洋石油 981”近期和中期盈利贡献可能不显著。**中海油服在未来 1-2 年间可能主要利用“海洋石油 981”获取深水作业能力和积累经验。

**油田服务作业失误。**油田服务从陆地、浅水、深水及超深水领域，越来越复杂，服务作业失误的可能性逐渐增加。

**气候因素。**中国近海气候变化多端，严重的海冰、飓风的经常出现可能会影响海上油田服务的进度、质量。

**政治因素对盈利的削减。**中海油服在利比亚的 5 台钻机处于闲置状态。南海、中东和非洲的地缘政治敏感地区风险可能影响公司业务。

**石油公司资本支出变化带来的不确定性。**

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 北京

中国国际金融有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road,  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B  
邮编: 116000  
电话: (86-411) 8755-5088  
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED