海油发展

4Q19 业绩略低于预期；低油价环境下的稳健选手

业绩回顾

4Q19 业绩略低于我们预期

海油发展 4Q19 收入同比增长 14%至 119.3 亿元，符合我们预期；归母净利润同比下滑 18%为 3.5 亿元，略低于我们预期，主要受年末公司计提了资产减值损失 5,953 万元的拖累。4Q19 公司经营活动现金流入 22.2 亿元，同比大幅增长逾 7 倍；截止 2019 年末，公司净负债从去年同期 44.2 亿元大幅回落至 1.6 亿元，净负债权益比同比下滑 32 个百分点至 1%。公司年末拟派发股息 0.037 元/股，派息率与去年基本持平达 30.5%，按最新收盘价计算，股息率为 1.5%。

2019 年分业务板块来看，按收入增速排序依次为能源技术服务>安全环保与节能>FPSO>能源物流服务；公司全年综合毛利率基本与上年持平为 12%，但其中能源技术服务和安全环保与节能板块毛利率略降，而 FPSO 和能源物流服务略升。

2019 年公司来自中海油集团及其下属公司关联方的收入约 219 亿元，占总收入比例达 65%，同比提升约 5 个百分点。

发展趋势

短期油价波动对公司影响有限。我们认为海油发展虽与中海油服及海油工程同为中国海油旗下油服工程子公司，其与两家姐妹公司在业务类型上仍有一定的差异与区分。海油发展为业主提供的监督监理、油田环保、信息、物流和配餐等服务，以及向业主销售的油田化学品产品，均偏向与石油公司营运支出高度关联，而非资本支出，这部分占公司收入构成较大；而 FPSO 与装备制造等与石油公司资本支出强相关的业务收入占比相对较小。换而言之，在较极端油价环境下，即使石油公司被迫下调资本支出，正常的运营支出仍有望维持稳定，海油发展受到的负面影响有限。

中国海油“七年行动计划”不变。我们并不认为国际油价短期震荡波动，会对中国政府制定的“增储上产”能源战略造成较大的影响，以中国海油为代表提出的“七年行动计划”目标仍将稳步推行，中长期时间维度来看，公司受益于中国油气市场加大勘探开发力度的逻辑仍然不变。

盈利预测与估值

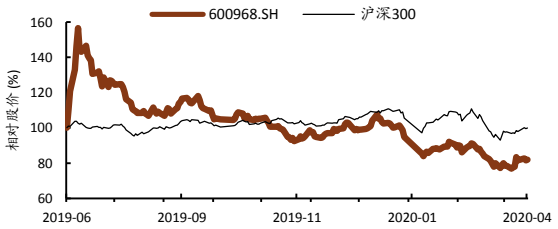
考虑到公司综合毛利率并未如我们此前预期提升，我们下调 2020 年毛利率假设并下调归母净利润 8%至 14.0 亿元。引入 2021 年归母净利润预测 15.0 亿元。同比例下调目标价 8%至 3.45 元，对应 25 倍 2020 年市盈率和 43%上行空间，维持“跑赢行业”评级。公司当前交易于 17 倍 2020 年市盈率。

风险

油价大幅波动；石油公司资本支出大幅下调。

维持跑赢行业

股票代码	600968.SH
评级	跑赢行业
最新收盘价	人民币 2.41
目标价	人民币 3.45
52 周最高价/最低价	人民币 4.70~2.24
总市值(亿)	人民币 245
30 日日均成交额(百万)	人民币 107.69
发行股数(百万)	10,165
其中：自由流通股(%)	18
30 日日均成交量(百万股)	45.29
主营行业	石油天然气



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	28,975	33,463	37,914	41,753
增速	22.2%	15.5%	13.3%	10.1%
归属母公司净利润	1,066	1,233	1,404	1,499
增速	-9.4%	15.7%	13.9%	6.8%
每股净利润	0.10	0.12	0.14	0.15
每股净资产	1.33	1.82	1.92	2.03
每股股利	0.03	0.04	0.04	0.04
每股经营现金流	0.16	0.29	0.15	0.24
市盈率	23.0	19.9	17.4	16.3
市净率	1.8	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.1	7.3	7.2	6.8
股息收益率	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%
平均总资产收益率	3.9%	4.3%	4.6%	4.6%
平均净资产收益率	8.1%	7.7%	7.4%	7.5%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

王钟杨
分析员
Nelson.Wang@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080519050001
SFC CE Ref: AXN241

陆辰
分析员
chen.lu@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080519060003
SFC CE Ref: BKH244

胡宇豪
联系人
yuhao.hu@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080119070037
SFC CE Ref: BNJ944

财务报表和主要财务比率

财务报表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E
利润表				
营业收入	28,975	33,463	37,914	41,753
营业成本	25,399	29,391	33,306	36,694
税金及附加	189	173	265	292
营业费用	247	285	341	376
管理费用	1,253	1,400	1,592	1,754
财务费用	233	197	105	112
其他	-242	-299	-410	-502
营业利润	1,412	1,719	1,895	2,023
营业外收支	22	4	0	0
利润总额	1,434	1,724	1,895	2,023
所得税	310	421	417	445
少数股东损益	57	70	74	79
归属母公司净利润	1,066	1,233	1,404	1,499
EBITDA	3,240	3,433	3,495	3,611
资产负债表				
货币资金	1,006	1,596	2,745	3,118
应收账款及票据	9,201	10,278	11,645	12,824
预付款项	161	180	204	225
存货	547	534	605	667
其他流动资产	673	1,275	1,445	1,593
流动资产合计	11,587	13,862	16,644	18,426
固定资产及在建工程	12,002	11,145	10,637	10,139
无形资产及其他长期资产	4,191	4,694	4,636	4,583
非流动资产合计	16,192	15,839	15,273	14,722
资产合计	27,779	29,701	31,917	33,148
短期借款	3,852	1,504	2,604	2,104
应付账款及票据	7,190	8,201	8,166	8,695
其他流动负债	268	268	303	334
流动负债合计	11,310	9,973	11,073	11,133
长期借款和应付债券	1,578	260	260	260
其他非流动负债	952	476	482	488
非流动负债合计	2,530	736	742	748
负债合计	13,840	10,708	11,815	11,880
归母所有者权益	13,523	18,481	19,517	20,603
少数股东权益	416	512	586	665
负债及股东权益合计	27,779	29,701	31,917	33,148
现金流量表				
净利润	1,123	1,233	1,404	1,499
折旧和摊销	1,771	1,796	1,572	1,557
营运资本变动	-1,318	-99	-1,630	-847
其他	29	2	177	189
经营活动现金流	1,606	2,931	1,522	2,398
资本开支	-680	-1,074	-1,000	-1,000
其他	-179	-503	0	0
投资活动现金流	-858	-1,576	-1,000	-1,000
股权融资	1	3,816	0	0
银行借款	-554	-3,620	1,100	-500
其他	-259	-964	-473	-525
筹资活动现金流	-812	-767	627	-1,025
汇率变动对现金的影响	10	3	0	0
现金净增加额	-64	588	1,149	373

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	22.2%	15.5%	13.3%	10.1%
营业利润	-6.0%	21.8%	10.2%	6.8%
EBITDA	-7.3%	6.0%	1.8%	3.3%
净利润	-9.4%	15.7%	13.9%	6.8%
盈利能力				
毛利率	11.7%	11.7%	11.5%	11.4%
营业利润率	4.9%	5.1%	5.0%	4.8%
EBITDA 利润率	11.2%	10.3%	9.2%	8.6%
净利润率	3.7%	3.7%	3.7%	3.6%
偿债能力				
流动比率	1.02	1.39	1.50	1.66
速动比率	0.98	1.34	1.45	1.60
现金比率	0.09	0.16	0.25	0.28
资产负债率	49.8%	36.1%	37.0%	35.8%
净债务资本比率	19.2%	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	3.9%	4.3%	4.6%	4.6%
净资产收益率	8.1%	7.7%	7.4%	7.5%
每股指标				
每股净利润（元）	0.10	0.12	0.14	0.15
每股净资产（元）	1.33	1.82	1.92	2.03
每股股利（元）	0.03	0.04	0.04	0.04
每股经营现金流（元）	0.16	0.29	0.15	0.24
估值分析				
市盈率	23.0	19.9	17.4	16.3
市净率	1.8	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.1	7.3	7.2	6.8
股息收益率	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

中海油能源发展股份有限公司是中国海油集团的子公司。公司是一家同时提供能源技术服务、FPSO 生产技术服务、能源物流服务、安全环保与节能产品及服务的多元化产业集团，业务覆盖油气产业链从上游到下游的大部分环节，可提供一站式服务。公司 2019 年营业收入约 335 亿元人民币，归母净利润超过 12 亿元人民币。

图表 1：盈利预测调整

(人民币百万元)	2020E 旧	2020E 新	变化	2020E 新
营业收入	**37,190**	**37,914**	**2%**	**41,753**
营业成本	-32,277	-33,306	3%	-36,694
毛利	4,912	4,609	-6%	5,059
税前利润总额	**2,059**	**1,895**	**-8%**	**2,023**
所得税	-453	-417	-8%	-445
少数股东权益	80	74	-8%	79
归属于母公司净利润	**1,526**	**1,404**	**-8%**	**1,499**
每股盈利(元)	**0.15**	**0.14**	**-8%**	**0.15**
每股股利(元)	**0.06**	**0.04**	**-31%**	**0.04**

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：业绩回顾

利润表(人民币百万元)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	环比	同比	1H18	2H18	1H19	2H19	环比	同比	2018	2019	同比
营业收入	**4,884**	**6,440**	**7,160**	**10,491**	**5,783**	**8,091**	**7,658**	**11,931**	**56%**	**14%**	**11,324**	**17,651**	**13,874**	**19,589**	**41%**	**11%**	**28,975**	**33,463**	**15%**
营业成本	-4,449	-5,334	-6,493	-9,124	-5,309	-6,877	-6,836	-10,369	52%	14%	-9,783	-15,617	-12,186	-17,205	41%	10%	-25,399	-29,391	16%
税金及附加	-53	-40	-33	-63	-28	-30	-36	-79	117%	25%	-93	-96	-58	-115	99%	20%	-189	-173	-9%
销售费用	-61	-56	-56	-74	-54	-72	-56	-102	82%	38%	-116	-130	-126	-158	26%	22%	-247	-285	15%
管理费用	-215	-259	-316	-463	-253	-302	-272	-574	111%	24%	-474	-779	-555	-846	52%	9%	-1,253	-1,400	12%
财务费用	-62	-45	-59	-66	-65	-52	-50	-29	-41%	-55%	-108	-125	-117	-79	-32%	-37%	-233	-197	-16%
资产减值损失	-4	10	7	-5	6	-1	0	-59.53	n.m.	1090%	6	2	5	-59	n.m.	n.m.	8	-54	n.m.
投资收益	45	41	17	103	66	64	42	121	190%	17%	86	121	130	163	25%	35%	206	292	42%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	4	n.m.	n.m.	0	0	0	4	n.m.	n.m.	0	4	n.m.
资产处置收益	0	2	-2	4	0	12	0	2	n.m.	-52%	2	2	12	2	-84%	-13%	4	14	230%
其他收益	-2	-52	-120	-287	-28	-22	-110	-395	259%	38%	-54	-406	-50	-505	912%	24%	-461	-555	20%
营业利润	**83**	**707**	**104**	**518**	**118**	**811**	**340**	**450**	**32%**	**-13%**	**790**	**622**	**929**	**790**	**-15%**	**27%**	**1,412**	**1,719**	**22%**
营业外收入	3	4	35	-4	0	13	3	16	553%	n.m.	6	31	13	19	44%	-39%	37	32	-14%
营业外支出	-2	0	-11	-2	-1	-2	-5	-19	256%	746%	-2	-13	-3	-24	625%	82%	-15	-28	80%
税前利润总额	**84**	**710**	**128**	**511**	**117**	**822**	**337**	**447**	**33%**	**-13%**	**794**	**639**	**939**	**784**	**-16%**	**23%**	**1,434**	**1,724**	**20%**
所得税	-49	-132	-51	-78	-62	-168	-104	-86	-17%	11%	-181	-130	-230	-191	-17%	47%	-310	-421	36%
净利润	**36**	**578**	**77**	**433**	**55**	**654**	**233**	**361**	**55%**	**-17%**	**614**	**510**	**709**	**594**	**-16%**	**16%**	**1,123**	**1,303**	**16%**
少数股东损益	11	16	20	11	16	21	19	14	-29%	28%	27	31	37	33	-10%	7%	57	70	21%
归属于母公司股东净利润	**25**	**562**	**57**	**423**	**40**	**632**	**214**	**347**	**62%**	**-18%**	**587**	**479**	**672**	**561**	**-17%**	**17%**	**1,066**	**1,233**	**16%**
现金流量表																			
经营活动现金净流量	1,572	(227)	(5)	265	1,256	(645)	98	2,222	2171%	737%	1,346	260	612	2,931	379%	1028%	1,606	2,931	83%
投资活动现金净流量	(213)	(213)	(263)	(170)	(390)	(7)	(177)	(1,003)	468%	490%	(426)	(433)	(397)	(1,576)	297%	264%	(858)	(1,576)	84%
融资活动现金净流量	(1,281)	211	675	(418)	(1,071)	4,603	(2,827)	(1,472)	-48%	253%	(1,070)	258	3,532	(767)	n.m.	n.m.	(812)	(767)	-5%
汇率变动对现金的影响	(7)	11	4	1	(3)	6	7	(6)	n.m.	n.m.	5	6	3	3	20%	-45%	10	3	-70%
现金及等价物变动	72	(217)	412	(321)	(207)	3,957	(2,899)	(260)	-91%	-19%	(145)	91	3,750	591	-84%	552%	(54)	591	n.m.
自由现金流量	1,467	(391)	(228)	78	904	(761)	(86)	1,801	n.m.	2205%	1,076	(150)	143	1,858	1203%	n.m.	926	1,858	101%
资本开支	(106)	(164)	(222)	(187)	(352)	(117)	(184)	(420)	128%	125%	(270)	(410)	(469)	(1,074)	129%	162%	(680)	(1,074)	58%
每股信息																			
全面摊薄每股收益(元)	0.00	0.06	0.01	0.04	0.00	0.06	0.02	0.03	62%	-18%	0.06	0.05	0.07	0.06	-17%	17%	0.10	0.12	16%
扣非每股收益(元)	0.00	0.05	0.00	0.04	0.00	0.05	0.02	0.03	63%	-21%	0.05	0.04	0.05	0.05	-15%	18%	0.09	0.10	13%
每股净资产(元)	-	-	-	1.33	1.33	1.76	1.79	1.82	2%	37%	-	1.33	1.76	1.82	3%	37%	1.33	1.82	37%
每股经营活动现金流(元)	0.15	-0.02	-0.00	0.03	0.12	-0.06	0.01	0.22	2171%	737%	0.13	0.03	0.06	0.29	379%	1028%	0.16	0.29	83%
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	0.04	n.m.	17%	0.00	0.03	0.00	0.04	n.m.	17%	0.03	0.04	17%
完全摊薄总股份数(百万)	10,165	10,165	10,165	10,165	10,165	10,165	10,165	10,165			10,165	10,165	10,165	10,165			10,165	10,165	
利润率及回报率分析																			
毛利率	9%	17%	9%	13%	8%	15%	11%	13%	2.4ppt	0.1ppt	14%	12%	12%	12%	0.0ppt	0.6ppt	12%	12%	-0.2ppt
营业利润率	2%	11%	1%	5%	2%	10%	4%	4%	-0.7ppt	-1.2ppt	7%	4%	7%	4%	-2.7ppt	0.5ppt	5%	5%	0.3ppt
归属于控股股东的利润率	1%	9%	1%	4%	1%	8%	3%	3%	0.1ppt	-1.1ppt	5%	3%	5%	3%	-2.0ppt	0.1ppt	4%	4%	0.0ppt
有效所得税率	58%	19%	40%	15%	53%	20%	31%	19%	-11.6ppt	4.0ppt	23%	20%	25%	24%	-0.2ppt	4.0ppt	22%	24%	2.8ppt
总资产收益率	n.m.	n.m.	n.m.	3.0%	0.1%	2.2%	0.7%	1.2%	0.5ppt	-1.9ppt	4.4%	3.4%	2.3%	1.8%	-0.4ppt	-1.6ppt	3.9%	4.3%	0.4ppt
净资产收益率	n.m.	n.m.	n.m.	6.2%	0.3%	4.0%	1.2%	1.9%	0.7ppt	-4.4ppt	9.2%	7.1%	4.3%	3.1%	-1.2ppt	-4.0ppt	8.1%	7.7%	-0.4ppt
投入资本回报率	n.m.	n.m.	n.m.	5.3%	0.4%	3.7%	1.3%	2.0%	0.6ppt	-3.4ppt	7.5%	6.5%	4.2%	3.4%	-0.8ppt	-3.2ppt	7.0%	7.6%	0.6ppt
利息保障倍数(EBIT)	-2.2	-16.3	-2.8	-8.6	-2.6	-16.4	-7.4	-15.7			-8.1	-5.9	-8.7	-10.5			-6.9	-9.4	
盈利现金保障倍数	64.2	-0.4	-0.1	0.6	31.6	-1.0	0.5	6.4			2.3	0.5	0.9	5.2			1.5	2.4	

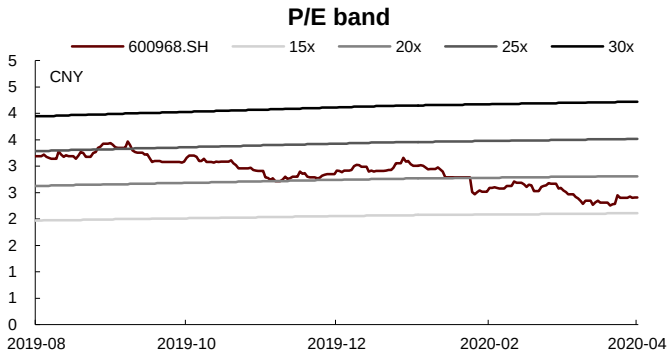
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：分部业绩回顾

板块业绩(人民币百万元)	2017	2018	2019	同比
营业收入	**23,704**	**28,975**	**33,463**	**15%**
能源技术服务	7,193	8,662	11,121	28%
FPSO生产技术服务	1,874	1,728	1,967	14%
能源物流服务	12,787	16,251	17,651	9%
安全环保与节能	3,233	3,655	4,481	23%
分部间抵消	-1,383	-1,321	-1,756	33%
毛利	**3,370**	**3,575**	**4,073**	**14%**
能源技术服务	1,046	1,404	1,620	15%
FPSO生产技术服务	665	438	527	20%
能源物流服务	1,229	1,226	1,341	9%
安全环保与节能	565	609	685	13%
分部间抵消	-135	-102	-101	-1%
毛利率	**14.2%**	**12.3%**	**12.2%**	**-0.2ppt**
能源技术服务	15%	16%	15%	-1.6ppt
FPSO生产技术服务	35%	25%	27%	1.4ppt
能源物流服务	10%	8%	8%	0.1ppt
安全环保与节能	17%	17%	15%	-1.4ppt
分部间抵消	10%	8%	6%	-2.0ppt

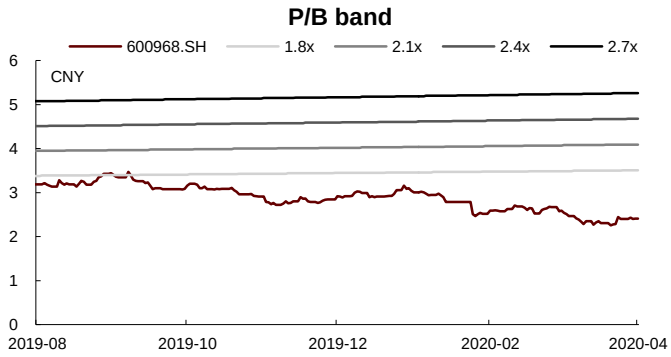
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 4：历史 P/E



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 5：历史 P/B



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 6：可比公司估值表

公司名称	彭博代码	货币	股价 9/Apr	市值 (US$ mn)	市盈率(倍)			市净率 (倍)			EV/EBITDA (x)			股息收益率			股权收益率		
					19A/E	20E	21E	19A/E	20E	21E	19A/E	20E	21E	19A/E	20E	21E	19A/E	20E	21E
A股公司																			
中海油服 (*)	601808 CH	人民币	12.94	6,911	24.7	20.6	15.7	1.7	1.6	1.5	8.5	7.9	6.7	1.2%	1.5%	1.9%	7.0%	7.9%	9.7%
海油工程 (*)	600583 CH	人民币	5.41	3,385	856.5	23.6	19.0	1.1	1.0	1.0	18.8	9.9	8.7	1.1%	1.3%	1.6%	0.1%	4.4%	5.3%
海油发展 (*)	600968 CH	人民币	2.41	3,466	19.9	17.4	16.3	1.3	1.3	1.2	7.3	7.2	6.8	1.5%	1.7%	1.8%	7.7%	7.4%	7.5%
中油工程 (*)	600339 CH	人民币	5.41	3,385	16.8	11.5	10.2	0.6	0.6	0.6	-6.4	-6.5	-6.9	2.1%	3.5%	2.9%	3.9%	5.5%	5.9%
杰瑞股份	002353 CH	人民币	25.05	3,395	18.4	12.5	9.9	2.5	2.2	1.8	13.0	8.5	6.6	1.6%	2.4%	3.0%	14.5%	18.5%	20.1%
惠博普	002554 CH	人民币	2.79	423	n.m.	n.m.	n.m.	1.7	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-24.0%	n.m.	n.m.
吉艾科技	300309 CH	人民币	3.57	448	35.0	n.m.	n.m.	1.5	n.m.	n.m.	34.5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	4.8%	n.m.	n.m.
通源石油	300164 CH	人民币	4.60	334	25.1	12.2	n.m.	1.2	n.m.	n.m.	11.9	n.m.	n.m.	2.2%	n.m.	n.m.	4.7%	n.m.	n.m.
恒泰艾普	300157 CH	人民币	3.26	328	n.m.	n.m.	n.m.	0.6	n.m.	n.m.	18.4	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-1.6%	n.m.	n.m.
中石化油服 (*)	600871 CH	人民币	2.10	4,258	43.6	29.9	22.4	5.9	4.9	4.0	6.4	8.4	7.3	n.m.	n.m.	n.m.	14.6%	18.0%	19.8%
潜能恒信	300191 CH	人民币	17.91	811	213.8	n.m.	n.m.	4.8	n.m.	n.m.	268.1	n.m.	n.m.	0.1%	n.m.	n.m.	2.3%	n.m.	n.m.
仁智油服	002629 CH	人民币	3.65	213	n.m.	n.m.	n.m.	107.9	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-182.4%	n.m.	n.m.
准油股份	002207 CH	人民币	5.30	179	n.m.	n.m.	n.m.	101.5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-186.2%	n.m.	n.m.
石化机械	000852 CH	人民币	5.35	589	48.2	22.3	n.m.	2.3	2.1	n.m.	25.3	16.1	n.m.	n.m.	2.8%	n.m.	4.8%	9.7%	n.m.
神开股份	002278 CH	人民币	5.94	306	46.0	n.m.	n.m.	1.9	n.m.	n.m.	32.0	n.m.	n.m.	0.8%	n.m.	n.m.	4.3%	n.m.	n.m.
宝德股份	300023 CH	人民币	8.67	388	n.m.	n.m.	n.m.	8.8	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-109.7%	n.m.	n.m.
海默科技	300084 CH	人民币	4.16	226	36.9	n.m.	n.m.	0.9	n.m.	n.m.	14.2	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.4%	n.m.	n.m.
山东墨龙	002490 CH	人民币	3.28	272	n.m.	n.m.	n.m.	1.5	n.m.	n.m.	13.9	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-10.6%	n.m.	n.m.
A 股公司平均值					*115.3*	*18.6*	*15.4*	*13.8*	*2.0*	*1.8*	*33.3*	*7.3*	*4.5*	*1.4%*	*2.3%*	*2.4%*	*-24.6%*	*10.4%*	*12.2%*
H股公司																			
中海油服 (*)	2883 HK	港币	6.38	6,912	10.9	8.7	6.7	0.7	0.7	0.6	8.4	7.9	6.7	2.8%	3.4%	4.5%	7.0%	7.9%	9.7%
中石化炼化工程 (*)	2386 HK	港币	3.38	1,931	6.2	6.4	6.3	0.5	0.5	0.5	1.4	0.9	0.5	10.6%	10.1%	10.2%	8.2%	7.3%	7.2%
安东油田服务 (*)	3337 HK	港币	0.56	217	5.6	4.4	2.5	0.5	0.4	0.4	1.9	3.7	3.0	n.m.	n.m.	n.m.	9.7%	10.0%	15.7%
海隆控股 (*)	1623 HK	港币	0.42	92	3.6	3.0	2.2	0.2	0.2	0.2	5.4	3.4	2.9	4.8%	5.1%	6.7%	5.1%	5.7%	7.2%
珠江钢管	1938 HK	港币	0.17	22	n.m.	n.m.	n.m.	2.9	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-101.4%	n.m.	n.m.
华油能源 (*)	1251 HK	港币	0.36	86	3.1	2.7	2.3	0.4	0.4	0.3	1.3	0.5	-0.1	n.m.	n.m.	n.m.	15.6%	14.2%	15.1%
宏华集团 (*)	196 HK	港币	0.27	187	11.9	10.4	6.3	0.3	0.3	0.3	8.1	5.8	4.5	n.m.	n.m.	n.m.	2.6%	2.7%	4.3%
中石化油服 (*)	1033 HK	港币	0.62	4,258	10.7	7.6	5.7	1.6	1.3	1.0	6.7	8.4	7.3	n.m.	n.m.	n.m.	15.7%	18.0%	19.8%
百勤油服	2178 HK	港币	0.09	19	n.m.	n.m.	n.m.	0.4	n.m.	n.m.	7.6	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-20.6%	n.m.	n.m.
胜利管道	1080 HK	港币	0.06	25	n.m.	n.m.	n.m.	0.1	n.m.	n.m.	33.2	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-11.1%	n.m.	n.m.
山东墨龙	568 HK	港币	0.62	268	n.m.	n.m.	n.m.	0.3	n.m.	n.m.	13.9	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-10.6%	n.m.	n.m.
天大石油管材	839 HK	港币	10.68	2,783	32.9	23.1	17.3	3.0	2.5	2.2	20.5	14.7	11.8	1.0%	n.m.	n.m.	9.3%	11.6%	13.7%
H 股公司平均值					*10.6*	*8.3*	*6.2*	*0.9*	*0.8*	*0.7*	*9.9*	*5.7*	*4.6*	*4.8%*	*6.2%*	*7.1%*	*-5.9%*	*9.7%*	*11.6%*
国际公司																			
Schlumberger Ltd.	SLB US	美元	17.28	23,987	11.7	22.7	20.7	1.0	1.1	1.2	8.5	7.6	7.6	11.6%	10.2%	9.4%	-33.8%	6.1%	7.4%
Halliburton Co.	HAL US	美元	8.75	7,642	7.3	25.2	27.5	1.0	1.0	1.0	7.6	7.1	7.2	8.2%	8.1%	7.8%	-12.9%	6.8%	8.4%
RPC Inc	RES US	美元	2.38	510	n.m.	n.m.	n.m.	0.6	0.7	0.7	7.4	9.6	6.8	n.m.	1.0%	n.m.	-9.8%	-9.3%	-4.8%
NOV	NOV US	美元	11.68	4,508	n.m.	522.3	80.1	0.6	0.6	0.6	11.5	10.3	10.3	1.7%	1.7%	1.7%	-56.4%	1.0%	1.7%
FMC Technologies	FTI US	美元	8.81	3,939	31.3	8.7	8.8	0.5	0.5	0.5	5.9	3.4	3.5	5.9%	5.9%	5.9%	-26.8%	5.9%	5.8%
Nabors Industrie	NBR US	美元	0.34	145	n.m.	n.m.	n.m.	0.1	0.1	0.3	5.3	5.9	6.6	11.8%	6.1%	4.2%	-36.0%	-30.5%	-36.5%
Transocean Ltd.	RIG US	美元	1.28	787	n.m.	n.m.	n.m.	0.1	0.1	0.1	14.9	9.2	8.4	n.m.	0.0%	n.m.	-10.1%	-4.6%	-4.0%
Noble Corp	NE US	美元	0.26	65	n.m.	n.m.	n.m.	0.0	0.0	0.0	11.4	14.5	12.1	n.m.	0.0%	0.0%	-17.7%	-12.5%	-12.5%
ION Geophysical	IO US	美元	1.70	24	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	6.1	5.3	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	47.4%	n.m.
Seadrill	SDRL US	美元	0.64	64	n.m.	n.m.	n.m.	0.0	0.1	0.2	45.5	26.0	15.0	n.m.	0.0%	0.0%	-53.9%	-68.2%	-82.4%
Diamond Offshore	DO US	美元	1.64	226	n.m.	n.m.	n.m.	0.1	0.1	0.1	27.2	34.0	24.6	n.m.	0.0%	0.0%	-10.5%	-12.8%	-13.9%
Shelf Drilling	SHLF NO	挪威克朗	4.27	57	n.m.	n.m.	n.m.	0.1	0.1	0.1	14.4	4.1	3.6	n.m.	0.0%	11.6%	-25.9%	3.5%	7.4%
Valaris	VAL US	美元	0.44	87	n.m.	n.m.	n.m.	0.0	0.0	0.0	39.7	32.7	13.9	n.m.	0.7%	1.2%	-2.4%	-10.2%	-9.0%
国际公司平均值					*16.8*	*144.7*	*34.3*	*0.3*	*0.4*	*0.4*	*15.8*	*13.1*	*10.0*	*7.8%*	*2.8%*	*4.2%*	*-24.7%*	*-6.0%*	*-11.0%*
环球市场汇总																			
最高值					856.5	522.3	80.1	107.9	4.9	4.0	268.1	34.0	24.6	11.8%	10.2%	11.6%	15.7%	47.4%	20.1%
最低值					3.1	2.7	2.2	0.0	0.0	0.0	-6.4	-6.5	-6.9	0.1%	0.0%	0.0%	-186.2%	-68.2%	-82.4%
平均值					66.0	39.7	15.5	6.3	0.9	0.8	20.5	9.5	7.1	4.1%	3.2%	4.3%	-19.3%	2.6%	0.8%

*注：标*的公司使用中金公司预期；其余使用市场一致预期。表中中国燃气 2019A/2020E 对应 2019 财年实际数/2020 财年预测数。*
资料来源：公司公告，彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（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，但中国国际金融股份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，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

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（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》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联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受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”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

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。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：海油发展-A。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

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。

V190624
编辑：赵静

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 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

美国
CICC US Securities, Inc
32th Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

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

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road,#33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

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

上海
中国国际金融股份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

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号
平安金融中心 72 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319-5000
传真：(86-755) 8319-9229

CICC
中金公司