

机械行业

2018-6-3

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

复盘历史，油价、资本支出和股价关系几何？ ——油服行业专题（一）

报告要点

■ 油气勘探开发产业链条以油价为媒

油价作为最初的传导因素，对石油勘探开发产业链上不同环节景气程度起到至关重要作用，其传导机制一般遵循如下路径：油价上涨并维持在一定区间以上，市场形成稳定价格预期，油公司盈利增强刺激资本开支意愿增加，推动油服公司产能利用率提升并加大设备采购，最终带动设备公司回暖。

■ 复盘历史：油价领先资本开支约 1 年，与股价启动基本同步，且设备公司股价弹性大于油服公司

油价与资本开支：结合布油指数与全球主要石油公司资本开支情况来看，油价与油公司资本开支存在明显关联，但二者变动并非完全同步。**油公司资本开支一般滞后油价 1 年左右，当油价上涨且回暖维持一段时间，市场形成稳定价格预期，油公司盈利情况改善后将相应调整其资本支出计划。**同时，油服公司资本开支也与油价走势基本一致但有所滞后，由于油价对油服市场为间接影响，因此，油价对上游前端产业的影响应大于油田生产的后端产业。

油价与股价：以安东油田、宏华集团、海油工程、中海油服、杰瑞股份等 5 家代表公司为样本，并以 2010 年 2 月 5 日为基期计算油服行业股价涨幅。结果显示，**油服行业公司股价走势与油价基本同步启动**，同时，对比油服公司和设备公司股价表现来看，国内设备公司（以杰瑞股份为代表）股价弹性大于油服公司（以中海油服为代表），此外，美股两种类型上市公司的股价弹性也与国内也基本一致。总体而言，**行业公司股价与油价基本同步启动，同时，或源于设备公司在周期回暖阶段弹性更大，设备公司股价弹性优于油田服务公司。**

■ 谨慎关注油价波动，油公司资本开支稳步扩张望助力油服逐步回暖

国际原油供需关系趋向平衡叠加地缘政治成为近期油价上涨主要推手，但中长期而言，供需关系仍将是左右油价的主要矛盾。供需结构尚未根本改变背景下，地缘政治事件成为中短期影响油价的最大因素，其不确定性由此也加大了油价的波动性和不确定。伴随油价回暖并保持稳定，油公司资本开支意愿增强，17 年全球主要油气公司资本支出同增约 4%，国内“三桶油”17 年合计资本支出同增 22.74%，且 18 年计划继续扩大资本开支。过去两年的油价大跌使得全球油服行业规模几乎跌至 10 年前水平，目前，油价上行对产业链第一道环节（油公司资本开支）的推动作用已经显现，受益于此，行业景气链条或有望逐步传导至后端的油服及设备环节，推动行业逐步回暖。建议积极关注油价回暖背景下，油公司资本开支扩张所带来的油服产业链投资机会。

分析师 赵智勇

☎ (8621) 61118719

✉ zhaozy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517110001

分析师 姚远

☎ (8621) 61118719

✉ yaoyuan@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070005

联系人 臧雄

☎ (8621) 61118719

✉ zangxiong@cjsc.com.cn

联系人 倪蕊

☎ (8621) 61118719

✉ nirui@cjsc.com.cn

相关研究

《工业互联网驱动智能制造提速，国产工控龙头有望受益》2018-5-26

《突破核心零部件和细分市场，工业机器人恰逢其时》2018-5-19

《从机电一体化看工业机器人》2018-5-12

风险提示： 1) 油价大幅下跌，油公司资本开支缩减；2) 原油产量大幅增加；3) 美国中东政策不确定性及重大地缘政治风险。

目录

油气勘探开发产业链条传导以油价为媒	3
复盘历史：油价领先于资本开支，与股价启动基本同步	3
油价与资本开支：油公司资本开支存在 1 年左右时滞	3
油价与股价：股价同步油价启动，设备公司弹性高于油服公司	5
谨慎关注油价变化，油公司资本开支稳步扩张有望助力油服逐步回暖	6
一周行情回顾	8
重点公司公告	9
宏观及行业新闻	9

图表目录

图 1：油气勘探开发产业链传统路径	3
图 2：全球主要石油公司资本开支变动一般滞后油价约 1 年时间	4
图 3：油服公司（贝克休斯+斯伦贝谢）资本开支滞后油价，整体走势基本一致	4
图 4：油服公司股价与油价同步启动，走势基本保持一致	5
图 5：设备公司（杰瑞股份）股价弹性大于油服公司（中海油服）	5
图 6：国民油井华高公司股价表现大多数时候好于斯伦贝谢	6
图 7：美国原油库存持续下滑	7
图 8：近年来油价下跌致全球油服市场规模跌至约十年前水平	7
图 9：2017 年全球主要石油公司资本开支同比增长约 4%	8
图 10：中石油、中石化、中海油逐步进入资本开支扩张阶段	8
表 1：各指数涨跌幅	8
表 2：机械行业涨幅前十股	8
表 3：机械行业跌幅前十股	9

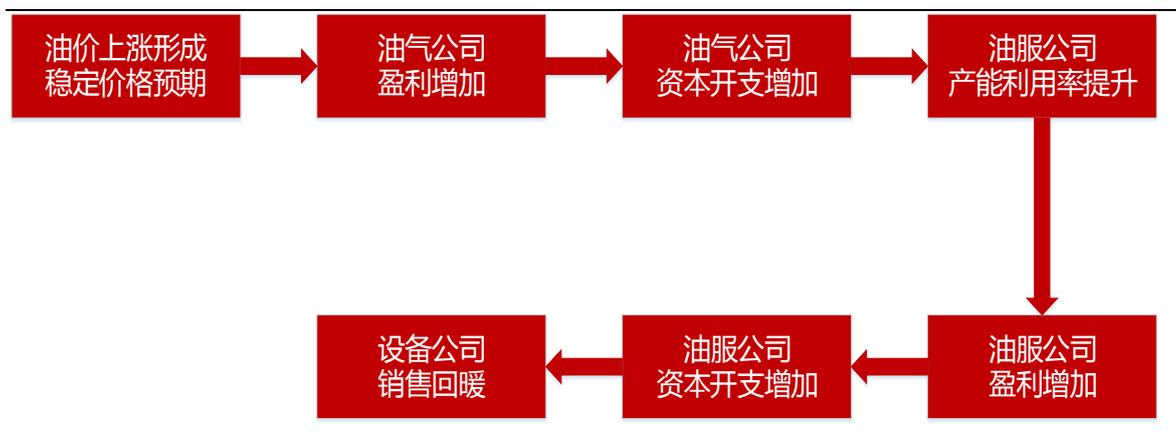
油气勘探开发产业链条传导以油价为媒

作为现代工业的血液，石油对世界经济有着举足轻重的作用，油价也成为全球大宗商品市场最为重要的价格指标之一。同时，油价作为最初传导因素，其对石油勘探开发产业链条上不同环节的景气程度起到至关重要作用。

油公司、油服公司以及油服装备公司共同组成了油气勘探开发产业链的三大环节。1) 油公司购买区块后将勘探开采工作外包给油服公司，最终通过销售石油及其产品获取收入；2) 油服公司则主要是通过向油公司提供勘探及生产性服务而获取劳务费用，一般而言，油服公司可以分为两种运营模式，一种是轻资产模式，典型公司如贝克休斯、哈里伯顿、斯伦贝谢等，另一种是重资产模式，典型的如 Transocean、中海油服以及国内其他油服公司，目前，国际最大的几家油服公司仍在推动资产轻质化的过程之中。3) 油服设备公司则主要是为油服公司提供设备，典型的如 NOV、杰瑞股份等。

油服及装备行业周期波动与油价走势密切相关，且由于其处于产业链后端环节，油价对油气勘探开发产业链的传导一般遵循如下路径：油价进入上升通道并维持在一定区间以上，市场形成稳定油价预期，油公司盈利能力增强刺激资本开支意愿提升，油服公司业务量增加、产能利用率提升；油服公司盈利增加后加大设备采购，从而推动设备类公司回暖。考虑油价传导路径，一般而言，油气公司资本开支通常滞后油价约 1 年，而油价对油服市场的影响并非直接影响，油服行业通常滞后约 1-1.5 年。

图 1：油气勘探开发产业链传统路径



资料来源：长江证券研究所

复盘历史：油价领先于资本开支，与股价启动基本同步

油气勘探开发产业链传导链条以油价为媒，在此，我们对历史上油价与油公司资本开支、股价的关系进行复盘。

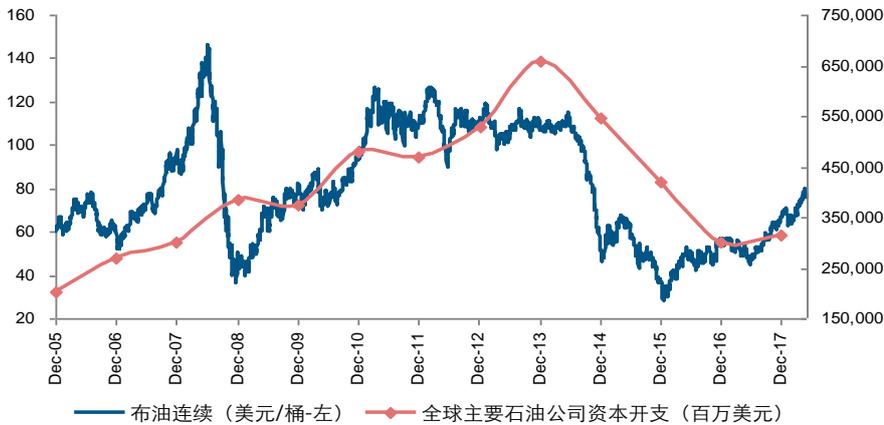
油价与资本开支：油公司资本开支存在 1 年左右时滞

在此，我们结合布伦特原油指数与全球主要综合石油公司资本支出情况，以复盘历史上油价与油公司资本支出之间的关系，在此，油公司资本支出数据主要选取了埃克森美孚、壳牌、道达尔、雪佛龙、英国皇家石油以及中国“三桶油”等全球主要石油公司。

可以看到，油价与油公司资本开支变动存在明显的关联性，油价走势将直接影响到油公司的投资计划。不过，油价走势与油公司的资本开支变动并非完全同步，历史数据来看，**油气公司的资本开支一般滞后油价 1 年左右，当油价上涨且回暖维持一段时间，市场形成稳定价格预期，油公司盈利情况获得改善后将相应调整其资本支出计划。**

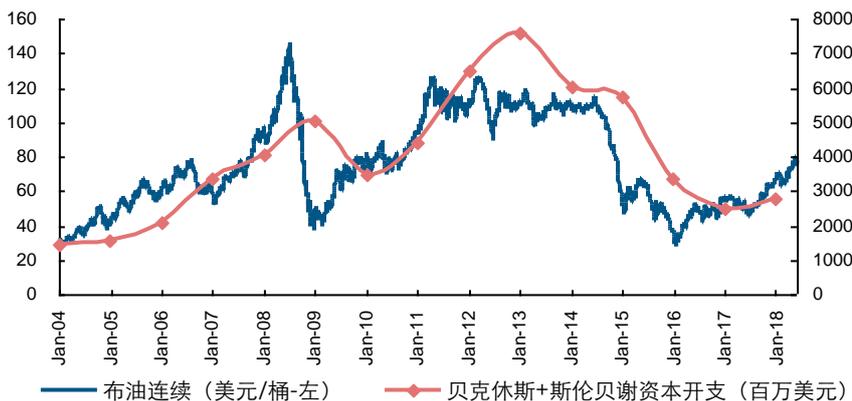
同时，从油价与油服公司资本支出二者关系来看，在此，我们选取贝克休斯和斯伦贝谢两大全球油服龙头作为样本。可以看到，油价与油服公司资本开支二者走势基本保持一致，但油服公司资本开支滞后于油价。由于油价对油服市场为间接影响，中间需通过油公司这一前端环节，因此，油价对上游前端产业的影响应大于油田生产的后端产业。

图 2：全球主要石油公司资本开支变动一般滞后油价约 1 年时间



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 3：油服公司（贝克休斯+斯伦贝谢）资本开支滞后油价，整体走势基本一致



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

油价与股价：股价同步油价启动，设备公司弹性高于油服公司

在此，我们选择了安东油田、宏华集团、海油工程、中海油服、杰瑞股份共 5 家代表公司为样本，并以 2010 年 2 月 5 日作为基期计算油服行业公司股价走势。与油公司资本开支滞后于油价不同，**油服行业公司的股价走势基本与油价变动保持一致**。同时，从油气勘探开发产业链传导机制来看，油价只有在一定价格水平回暖维持一段时间后会刺激油公司增加资本开支，之后再传导至后端的油服和设备公司，因此，**油服公司的业绩回暖是滞后于油价，而股价走势表现却与油价同步**。

图 4：油服公司股价与油价同步启动，走势基本保持一致



资料来源：Wind，长江证券研究所

同时，从油服公司和设备公司的股价表现来看，在此，我们分别以中海油服为油服公司代表，以杰瑞股份为设备公司代表。可以看到，中海油服、杰瑞股份的股价走势与油价变动也基本保持同步，不过，从股价弹性来看，杰瑞的弹性大于中海油服。

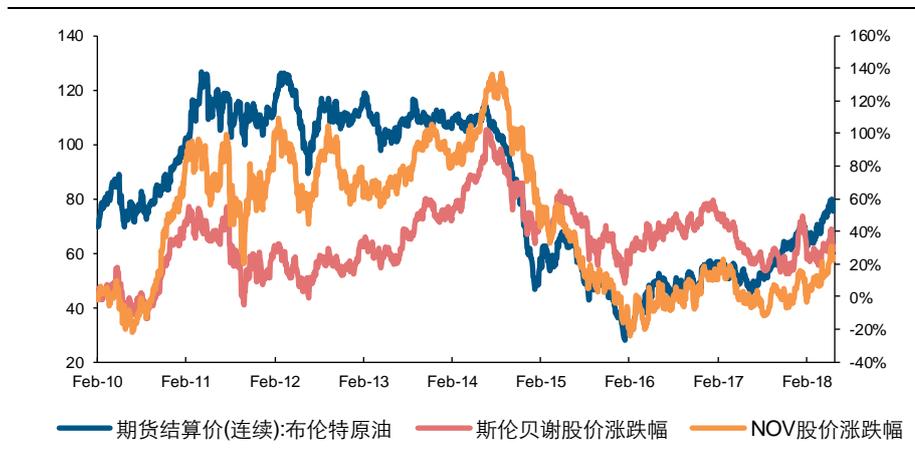
此外，从美股上市公司来看，两类公司的股价表现也与国内上市公司基本一致，设备公司国民油井华高（NOV）的股价弹性大多数时候要优于油服公司斯伦贝谢。总的来看，**油服公司股价基本与油价同步启动，同时，设备公司股价弹性要大于油服公司**。背后原因或在于设备公司在周期回暖时业绩弹性更大。

图 5：设备公司（杰瑞股份）股价弹性大于油服公司（中海油服）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：国民油井华高公司股价表现大多数时候好于斯伦贝谢



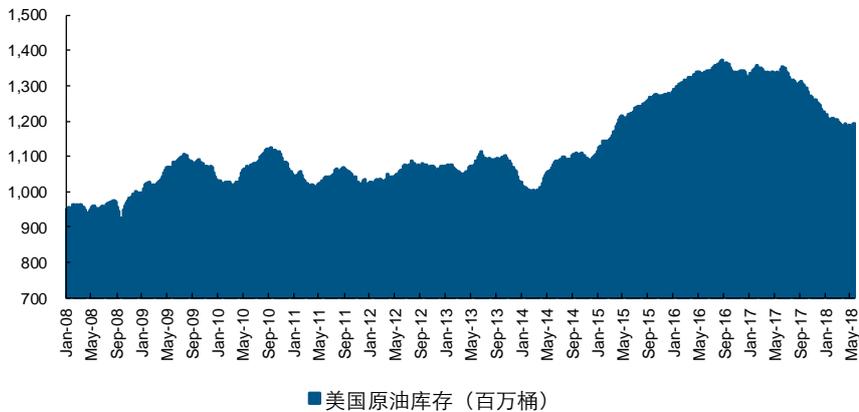
资料来源：Wind，长江证券研究所

谨慎关注油价变化，油公司资本开支稳步扩张有望助力油服逐步回暖

2017 年以来国际原油供过于求情况得到一定程度缓解，油价也因此不断上涨。目前，国际原油库存基本回归 5 年均线，美国原油库存持续下降，库存逐步出清成为原油供需重归均衡的一个重要标志。供需因素基础上，地缘政治短期成为影响油价走势的主要矛盾：1) 委内瑞拉减产速度超预期，由于债务危机和美国制裁等因素，委内瑞拉原油产量持续下滑，据 OPEC 数据，2017 年委内瑞拉原油产量下降约 29%，委内瑞拉超预期产量下滑同时也成为 OPEC 整体减产超预期的主要原因；2) 特朗普退出伊核协议，伊朗可能受到美国制裁进而带来供给进一步下降；3) 美国 4 月份发射“战斧”导弹打击叙利亚，军事冲突导致其原油产量快速下降。

国际原油供需关系趋向平衡叠加地缘政治成为近期油价上涨主要推手，但中长期而言，供需关系仍将是左右油价的主要矛盾。供需结构尚未根本改变背景下，地缘政治事件成为中短期影响油价的最大因素，其不确定性由此也加大了油价的波动性和不确定。

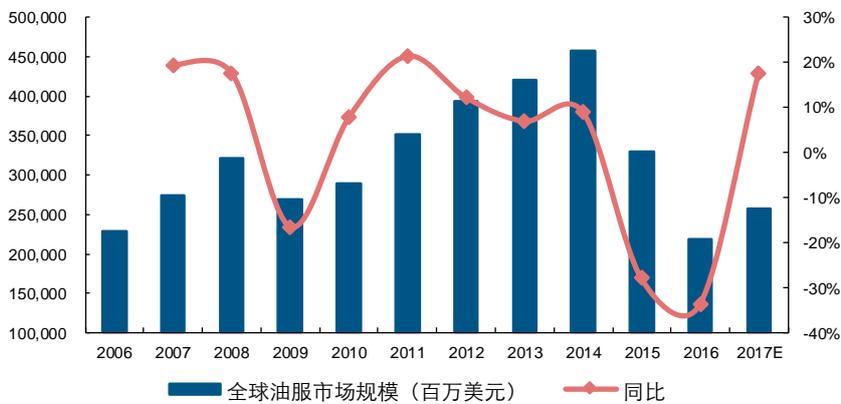
图 7：美国原油库存持续下滑



资料来源：Wind，长江证券研究所

油服及装备行业与石油价格走势密切相关，据美国 SPEARS 研究报告，过去两年的油价持续大跌使得整个油服行业市场规模几乎跌至十年前水平，2006 年全球油服行业收入规模 2293.52 亿美元，2016 年收入规模降至 2190.63 亿美元。预计 2017 年全行业收入达到 2573.07 亿美元，较 2016 年同比增长 17%。

图 8：近年来油价下跌致全球油服市场规模跌至约十年前水平



资料来源：SPEARS，长江证券研究所

伴随油价回暖并保持稳定，油气公司资本开支意愿增强，2017 年全球主要油气公司资本支出同比增长约 4%。国内来看，中石油、中石化、中海油 2017 年合计实现资本支出 3656.11 亿元，同比大幅增长 22.74%，且 2018 年计划继续扩大资本开支，其中，中石油预计资本支出 2258 亿元，其中勘探与生产支出 1676 亿元；中石化计划资本开支 1170 亿元，其中勘探及开发资本支出 485 亿元；中海油 18 年资本支出预算约 700-800 亿元，其中勘探及开发支出约 581-664 亿元。

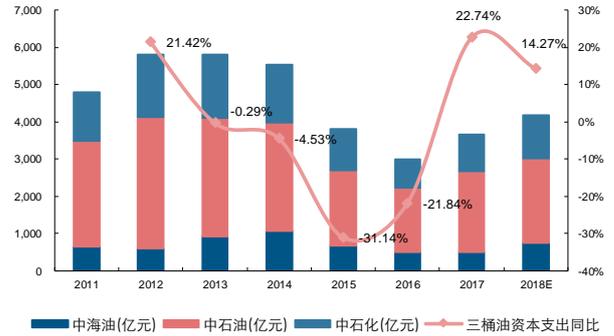
目前，油价上行对产业链第一环节油公司资本开支的推动作用已经显现，油价回暖背景下，受益油公司资本开支扩张，行业景气链条有望逐步传导至油服及装备环节，进而推动油服装备行业逐步回暖、迎来周期向上拐点。

图 9：2017 年全球主要石油公司资本开支同比增长约 4%



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 10：中石油、中石化、中海油逐步进入资本开支扩张阶段



资料来源：公司公告，长江证券研究所

一周行情回顾

表 1：各指数涨跌幅

指数名称	指数代码	本周行情	2018年以来
上证综指	000001.SH	-2.11%	-7.02%
沪深300	000300.SH	-1.20%	-6.46%
深证成指	399001.SZ	-2.67%	-7.89%
创业板指	399006.SZ	-5.26%	-2.46%
机械中信	CI005010	-5.20%	-14.50%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 2：机械行业涨幅前十股

代码	简称	周涨跌幅
002691.SZ	冀凯股份	16.40%
002621.SZ	三垒股份	14.83%
300434.SZ	金石东方	11.54%
002903.SZ	宇环数控	11.44%
002793.SZ	东音股份	8.77%
002857.SZ	三晖电气	8.22%
300091.SZ	金通灵	7.75%
601002.SH	晋亿实业	6.41%
002690.SZ	美亚光电	5.31%
002796.SZ	世嘉科技	5.03%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 3：机械行业跌幅前十股

代码	简称	周涨跌幅
002278.SZ	神开股份	-32.80%
600806.SH	退市昆机	-27.02%
002209.SZ	达意隆	-21.24%
300483.SZ	沃施股份	-19.00%
603617.SH	君禾股份	-18.10%
603036.SH	如通股份	-17.41%
300471.SZ	厚普股份	-17.06%
300604.SZ	长川科技	-16.04%
300116.SZ	坚瑞沃能	-15.87%
300066.SZ	三川智慧	-15.81%

资料来源：Wind，长江证券研究所

重点公司公告

长川科技：公司股东合丰创业计划自公司发布减持预披露公告之日起 3 个交易日后的 6 个月内以集中竞价或大宗交易等方式减持不超过 362.55 万股公司股份，不超过公司总股本的 4.65%；在国家大力发展集成电路行业的良好机遇下，公司拟以自有资金 5000 万元对外投资参股杭州长新投资管理有限公司，持股比例为 25%。

埃斯顿：公司第二期股权激励首次授予限制性股票符合解除限售条件的激励对象合计 221 人，可申请解除限售并上市流通的限制性股票数量为 259.46 万股，占公司股份总数的 0.31%。

先导智能：公司的控股股东先导投资 2017 年非公开发行可交换公司债券即将进入换股期，换股期限自 2018 年 6 月 4 日起至 2020 年 8 月 13 日止。

三一重工：公司拟注销 844 人已获授但未达行权条件的股票期权共计 2117.24 万份，同时拟回购注销离职激励人员共 100 人已获授但未达解锁条件的限制性股票共计 216.51 万股；公司首次授予股票期权第一个行权期行权条件和首次授予限制性股票第一个解锁期解锁条件已经成就，拟允许符合条件的 1195 名激励对象自主行权，行权数量为 1.05 亿份，行权价格 5.61 元/股，对 1363 名激励对象限制性股票解锁，解锁数量为 2143.36 万股。

宏观及行业新闻

► 2018 年 5 月中国制造业 PMI 为 51.9%，非制造业 PMI 为 54.9%

2018 年 5 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.9%，高于上月 0.5 个百分点，制造业总体扩张有所加快。中国非制造业商务活动指数为 54.9%，比上月上升 0.1 个百分点，非制造业总体延续稳中有升的发展势头。（中国金融信息网）

➤ **今年起对技术先进型服务企业(服务贸易类)减按 15%的税率征收企业所得税**

为进一步推动服务贸易创新发展、优化外贸结构，财政部等 5 部门近日发布通知，自 2018 年 1 月 1 日起，对经认定的技术先进型服务企业（服务贸易类），减按 15%的税率征收企业所得税。其中，企业须满足的技术先进型服务业务领域范围按照《技术先进型服务业务领域范围（服务贸易类）》执行，包括信息系统集成服务、数据服务、研究和实验开发服务、工业设计服务等。（新华网）

➤ **2018 世界制造业大会签约合作项目 436 个，投资总额 4471 亿元**

2018 世界制造业大会 27 日在安徽合肥落幕，来自中国、德国、美国、英国、法国、日本和韩国等 70 多个国家和地区的 4000 余位嘉宾参会。据安徽省省委常委、常务副省长邓向阳介绍，这次大会共签约合作项目 436 个，投资总额 4471 亿元，涵盖电子信息和家电、新材料和新能源、装备制造、节能环保、现代服务、汽车和汽车零部件、生物医药等 9 个行业。（中新网）

➤ **沪苏浙皖大型企业联合发起设立“长三角协同优势产业基金”**

由沪苏浙皖大型企业联合发起设立的“长三角协同优势产业基金”于 6 月 1 日签署投资合作协议，该基金总规模 1000 亿元，首期资金 100 亿元，将由上海国际集团旗下国方母基金管理公司进行管理。通过对“硬科技”子基金、“完善产业链”子基金、“明星项目”三个方向的投资，将促进长三角加快形成面向未来的优势产业集群。生物技术、物联网、人工智能是国方母基金管理公司总经理孙恣看好的长三角地区未来三大潜力“硬科技”代表产业。（新浪网）

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。