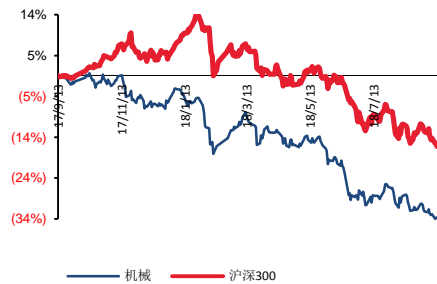


工业 资本货物

A股 2016 年以来油服及设备板块复盘及未来投资机会展望

■ 走势比较



目录

前言	4
1 第一阶段：油价催化的信心重建期（2016-17Q3）	4
2 第二阶段：股价上涨来自部分公司基本面兑现（17Q4-18H1）	6
3 第三阶段：国家意志催化的新一轮预期改善（1808 至今）	8
4 未来展望：长期还是赚业绩逐渐兑现的钱.....	10
5 投资建议	10
6 风险提示	11

图表目录

图表 1: 近年布油价格情况以及与全球原油开采平均盈亏平衡点比较	4
图表 2: XOM 2016-17Q3 股价走势	5
图表 3: 中石油 2016-17Q3 股价走势	5
图表 4: SLB 2016-17Q3 股价走势	5
图表 5: 杰瑞股份 2016-17Q3 股价走势	5
图表 6: XOM 单季收入情况 (单位: 亿美元)	6
图表 7: XOM 单季净利润情况 (单位: 亿美元)	6
图表 8: 中石油单季收入情况 (单位: 亿元)	6
图表 9: 中石油单季净利润情况 (单位: 亿元)	6
图表 10: 三桶油勘探与生产、开发资本开支情况 (亿元)	7
图表 11: 杰瑞股份 17Q4-18H1 股价走势	7
图表 12: 通源石油 17Q4-18H1 股价走势	7
图表 13: 海油工程 17Q4-18H1 股价走势	7
图表 14: 石化机械 17Q4-18H1 股价走势	7
图表 15: 杰瑞股份订单情况 (亿元)	8
图表 16: 杰瑞股份单季净利润情况 (亿元)	8
图表 17: 石化机械单季收入情况 (亿元)	8
图表 18: 石化机械单季净利润情况 (亿元)	8
图表 19: 海油工程单季收入情况 (亿元)	9
图表 20: 海油工程单季净利润情况 (亿元)	9
图表 21: 石化机械 PB 情况	9
图表 22: 海油工程 PB 情况	9

前言

油气产业链从大面上看属于周期性行业，在行业上升周期大致的讲投资机会主要存在于两个阶段：第一个阶段为预期反转阶段，此时全行业公司都有望受益；第二阶段为上升周期业绩逐步兑现阶段，此时质地好、估值合理能、释放业绩的公司有望取得较好受益。

需要明确两点：1、对于业务覆盖全球、完全市场化的油公司、油服公司以及油气装备公司，其业绩和股价和油价走势是强相关的（油价是决定产业链公司盈利状况和资本开支的最核心因素之一），且由于产业链传导因素在上升周期业绩滞后油价约1-1.5年，在下降周期滞后相对较短（预期走弱投资意愿降低）；而股价走势基本与油价同步（股价反应预期）。2、对于业务覆盖局部地区（如专营美国页岩气的小型独立油公司）、不完全市场化（如中国等国家以国家石油公司垄断开发经营为主，除了市场化因素还要受国家意志影响）的油气产业链企业，业绩与当地油气产业链资本开支正相关，而股价的影响因素更复杂。

图表1：近年布油价格情况以及与全球原油开采平均盈亏平衡点比较



资料来源：华尔街见闻，太平洋研究院整理

1 第一阶段：油价催化的信心重建期（2016-17Q3）

2014年由于OPEC减持不减产以及美国原油增产，全球原油供给逐步过剩，再叠加美元持续走强，油价出现了断崖式下跌。经历了2年的下跌后于2016年1月布油跌至30美元/桶以下，此后油价在OPEC严格限产、美国页岩油气开采基本停止的作用下止跌企稳，并于2016年底突破全球原油平均盈亏平衡线50美元大关。受此催化，在2016年一年的时间内，油公司如XOM、中石油，国际油服公司如SLB以及国内优质的民营油服设备公司如杰瑞股份股价均出现了一波20-30%左右空间的行情，而国内体系内油服及装备公司如ST油服、石化机械等几乎没有表现。究其原因，油价企稳回升带来的行业预期边际变化带来一波预期改善行业，而体系内公司由于其业绩预期主要与三桶油资本开支相关，而三桶油对于资本开始依旧比较谨慎，所以股价并没有反应。

图表2: XOM 2016-17Q3股价走势



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表3: 中石油2016-17Q3股价走势



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表4: SLB 2016-17Q3股价走势



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表5: 杰瑞股份2016-17Q3股价走势

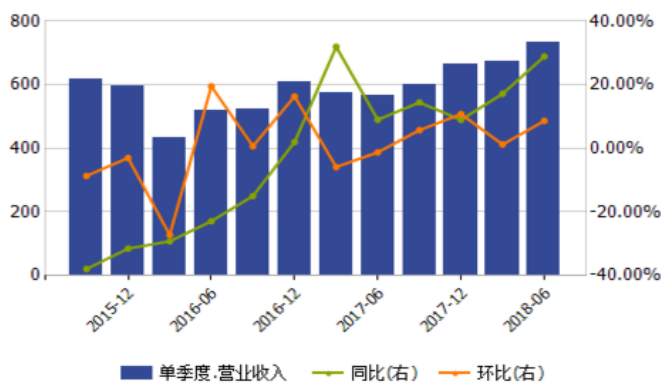


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

2016年底到17H1，油价虽有回暖，但仍有反复，在经历前期低谷，投资者信心仍比较脆弱的背景下，17H1油价的大幅回调（从57美元/桶回调到45美元/桶以下）使得前期预期反转上涨的油服及装备股票出现较大调整（幅度20-30%），而油公司由于最先受

益于景气度传导，业绩已经有所体现，所以股价回调幅度较小（10%以内）。事实上，由于2016年到17H1油价中枢已经基本位于全球原油开采平均盈亏平衡线50美元/桶，作为景气度传导的最先受益环节，油公司的收入端从16Q1已经开始出现明显好转（同比下滑幅度收窄），利润端从17Q1开始正增长，此时油价拐点和油公司拐点已经确立。

图表6: XOM单季收入情况 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表7: XOM单季净利润情况 (单位: 亿美元)



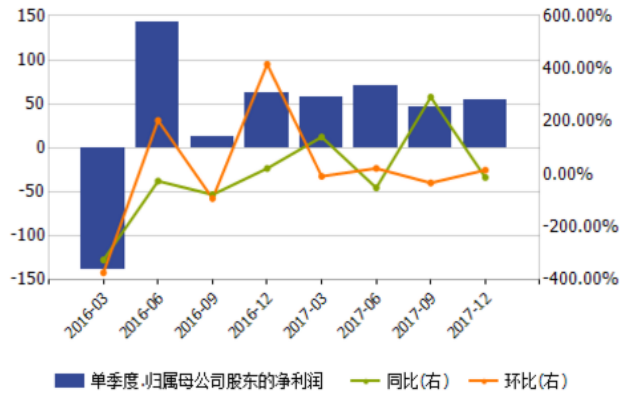
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表8: 中石油单季收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表9: 中石油单季净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

17Q3, 全球原油价格重新上涨, 对应油公司股价重新上涨, 而由于业绩尚未传导到油服及设备公司环节, 且前期大幅调整对市场情况有所影响, 股价表现一般。

总的来说, 在2016-17Q3这段时期A股油服及设备投资主要赚的是油公司及优质民营油服、设备公司行业预期反转的钱, 以及油公司业绩开始兑现的钱。

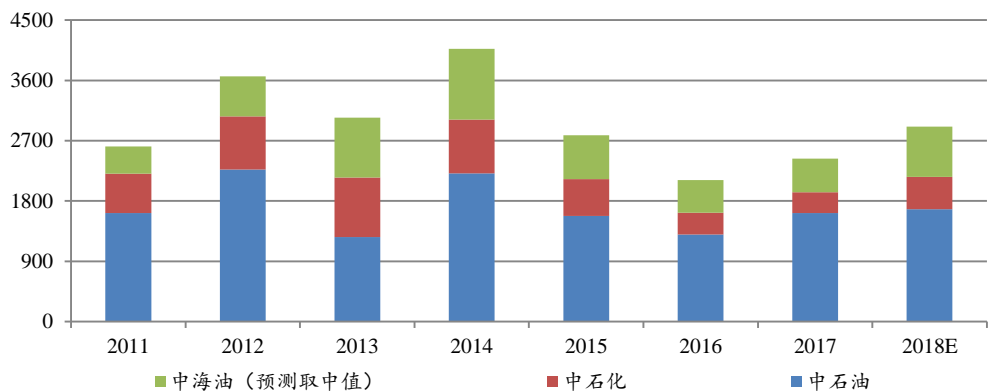
2 第二阶段: 股价上涨来自部分公司基本面兑现(17Q4-18H1)

受益于OPEC严格限产、沙特阿美IPO对高油价的诉求以及各种地缘政治因素, 17Q3开始国际原油价格强势上涨, 到17Q4几度突破80美元大关, A股市场对油服及设

备板块的关注度迅速提升。

同时，从油公司资本开支的角度看，几大国际油公司在业绩说明会上纷纷表示了增加资本开支的意愿，而国内三桶油对于2018年资本开支的规划也给出了增长预期，实实在在的投资增加给前期尚且不足的市场信心注入了强力催化剂。

图表10：三桶油勘探与生产、开发资本开支情况（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

由于在2017年市场已经对油服及设备行业反转预期进行了一波预期炒作，A股此时对于标的的选择主要集中在2017年及18Q1定期报告业绩已经开始兑现的优质民营企业（基于当前的业绩逐步兑现才能支撑市场对于2-3年后业绩恢复、估值消化的预期），而体系内公司由于18H1三桶油资本开支完成度低于规划，业绩尚未释放等原因，股价相对于市场并没有太大表现。

图表11：杰瑞股份17Q4-18H1股价走势



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表12：通源石油17Q4-18H1股价走势



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表13：海油工程17Q4-18H1股价走势

图表14：石化机械17Q4-18H1股价走势



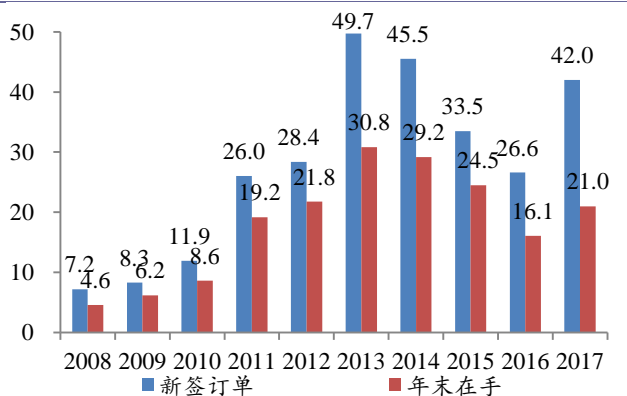
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

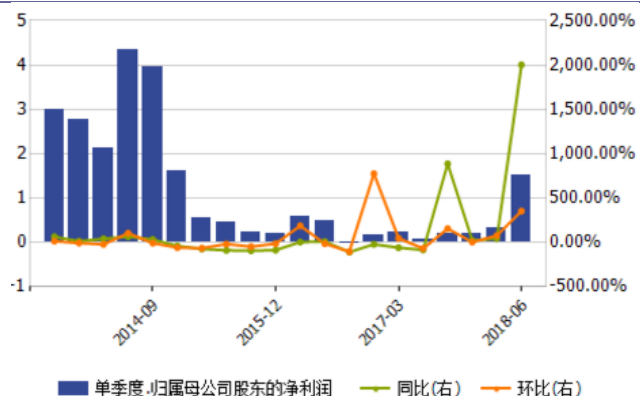
事实上,在此阶段国内油服及设备公司的订单已经开始出现明显回暖,订单拐点基本确立,且前期低谷期受伤较小、机制相对灵活的优质民营企业业绩已经开始兑现。

图表15: 杰瑞股份订单情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

图表16: 杰瑞股份单季净利润情况(亿元)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

总的来说,在17Q4-18H1这一阶段,A股油服及设备投资主要是赚的优质民营企业业绩开始兑现的钱。

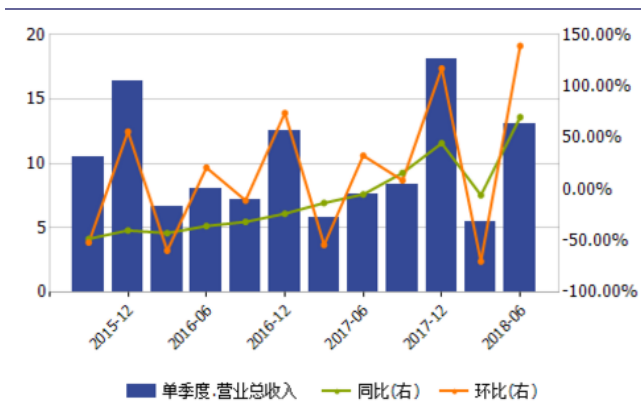
3 第三阶段: 国家意志催化的新一轮预期改善(1808至今)

从2018年8月以来,A股油气板块进入了新一轮整体性独立行情,尤其是体系内的公司涨幅明显。我们认为主要因素有以下几点:

- (1) 油价中枢维持60美元以上已经近一年,油公司盈利能力的传导到了体系内企业。且根据调研以及2018年半年报均释放了体系内公司行业性的订单大幅回暖,对于2019年及之后向业绩的转化有了实现基础。

图表17: 石化机械单季收入情况(亿元)

图表18: 石化机械单季净利润情况(亿元)

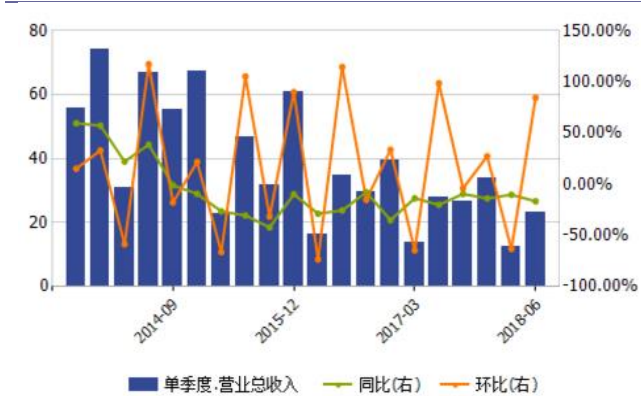


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



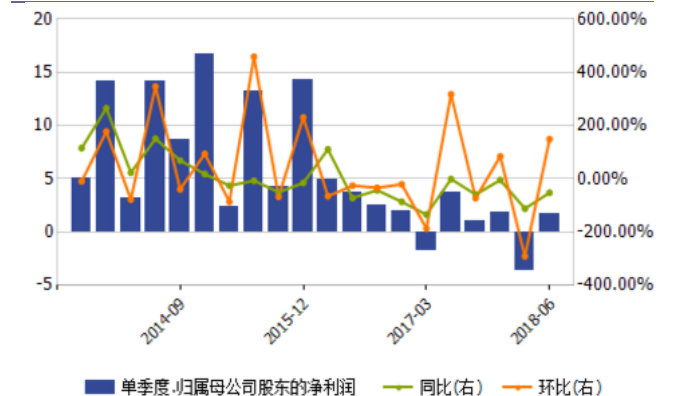
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表19: 海油工程单季收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表20: 海油工程单季净利润情况 (亿元)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

(2) 行业的边际改善已经在A股民营油服设备公司股价体现, 但体系内公司前期基本完全没有表现, PB仍处于历史底部。在行业整体向上通道比较确定、且景气度已经传导到位的背景下, 股价和基本面的背离带来了一定的补涨和修复需求。

图表21: 石化机械PB情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表22: 海油工程PB情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

- (3) 最重要的一点，国家意志是体系内公司独有的核心变量。在贸易战、气荒、军事布局等各种因素作用下，提升原油和天然气的自给率，维护国家能源安全提升到了前所未有的高度。国家高层的连续重磅政策加持以及三桶油表态加大勘探力度，采取非常规手段上产的决心，使得市场受18H1三桶油资本开支进展缓慢影响的预期有了明显改善，再加上国务院关于天然气的规划给出了具体细节，使得市场对于后续投资顺利、甚至超预期落地信心更足。

总的来说，在2018年8月至今这一阶段，A股油服及设备投资主要赚的是体系内公司预期改善的钱，且在国内独有的决策和执行系统内有望出现不断的、高强度的政策催化，再加上当前宏观背景下油气是国内不多的确定性强的投资领域，从而使这一轮预期带来的行业有较长持续时间（也不排除后续还会出现多轮类似的行情）。

4 未来展望：长期还是赚业绩逐渐兑现的钱

我们认为，在当前这一轮（也许不止这一轮）体系内公司预期反转行情结束后，后面还是会回到业绩逐渐兑现的投资逻辑，业绩能够逐渐消化估值的公司有望受到市场的重点关注。我们主要提供以下思路：

- (1) 对于民营企业，选择历史包袱较小（前期低谷受伤小，行业复苏公司能快速释放业绩）、具备核心技术（这样在海外市场化环境有竞争力、在国内也有话语权）、海外布局好（长期看国内民营企业重点还是在海外）的公司。
- (2) 对于体系内公司，主要选择受益于未来3年三桶油资本开支重点领域、且经营管理负担较小、能够释放业绩的公司。一个是勘探环节（为了达成产量目标必须尽量多的储备好的井，事实上现在三桶油对于勘探成功率已经放宽）；一个是钻完井环节（页岩气是未来国内天然气主要增量，对钻井、压力服务及设备的需求量大）；一个是基建环节（天然气产量达成后还需要完善的储运设施进行流通、进口管道气和LNG也需要基建支持、气荒的解决也一定程度依赖发达管网对终端的覆盖）。

5 投资建议

基于行业回暖处于向上通道的判断，考虑国内油气资本开支提升刺激，行业景气度正在逐渐向装备企业传导，我们建议重点关注体系内弹性较大的公司中油工程、石

化机械、海油工程以及优质民营油服设备公司杰瑞股份；建议关注中曼石油、中海油服、*ST油服。

6 风险提示

油价大幅下跌、国内油气资本开支低于预期的风险等。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyux@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋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 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。