

石化油服 (600871)

推荐

行业：专业工程

油价回暖时业绩弹性大，海外市场前景向好

公司是由中国石化集团公司控股的中国最大的石油工程和油田技术综合服务提供商之一，也是国内最早的海洋油气勘探工程及技术服务提供商。公司受到油价影响较大，经营最困难的时期即将过去。未来海外市场以及页岩气开发等将成为公司业绩增长的关键。

投资要点：

- 公司经营杠杆率高，油价回暖业绩受益弹性大。公司业务涵盖了油气产业链上游到中游的全部产业链，低油价时业务受到冲击较大。同时公司固定成本较高，营业收入大幅度下滑时成本下降幅度较小。目前的低油价长期不可持续，考虑到公司经营杠杆率高，油价回升后公司业绩回暖弹性大。
- 海外市场空间广阔，是未来的业绩增长看点。未来油价在震荡上行的缓慢复苏下，全球油田工程技术服务市场规模也将出现回暖。预计油田工程技术服务市场的规模将恢复至 2500 亿美元以上。公司目前占比不到 1%，成长空间巨大。并且公司海外收入占比从 2014 年的 18.25% 提升至 36.86%，2015 年阿尔及利亚和科威特的合同都出现了大幅度的增长。公司借助中石化上中下游一体化的优势，中石化在海外的投资区块以及大量采购原油的地区都有可能成为公司新的业务发展地区。
- 公司未来国内业务受益于页岩气十三五规划。位于四川省的涪陵页岩气田是继北美之外的全球第二大页岩气田，也是公司所承建的国家级页岩气示范区。公司拥有国内领先的页岩气石油工程配套技术。页岩气十三五规划中提出要把产量在 2020 年由目前的 50 亿立方米不到提升至 300 亿立方米，显示出了国家大力发展页岩气的决心。因此国家大力发展页岩气的政策背景给公司业绩提供了强有力的支撑，考虑到公司拥有较强的技术实力，且是最早切入相关领域的领跑者，因此是最为受益于页岩气十三五规划的标的之一。
- 给予“推荐”评级。预计 16~18 年 EPS 分别为 -0.56/0.00/0.13 元，因行业目前处于投资低谷，用 PE 估值法不合理，因此我们采用 PB 估值法。考虑到行业平均 PB 大约在 4.4 倍左右，给予公司 2017 年 4 倍 PB 对应目标价 4.72 元，给予推荐评级。
- 风险提示：油价出现超预期下跌。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	60349	46196	56437	70976
收入同比(%)	-36%	-23%	22%	26%
归属母公司净利润	24	-7898	47	1837
净利润同比(%)	-98%	-32365%	-99%	3787%
毛利率(%)	9.6%	-7.1%	9.0%	12.2%
ROE(%)	0.1%	-47.2%	0.2%	8.4%
每股收益(元)	0.00	-0.56	0.00	0.13
P/E	2397.75	-7.43	1241.55	31.94
P/B	2.38	3.51	2.94	2.70
EV/EBITDA	10	-9	40	13

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：孙羲昱

S0960115080027

0755-88323286

sunxiyu@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 4.72

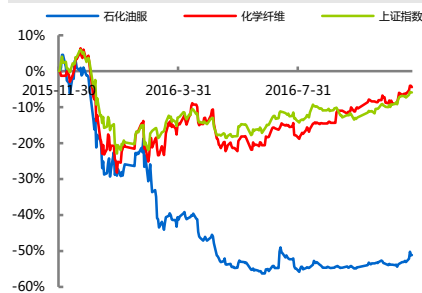
当前股价： 4.15

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	14,143
流通股本(百万股)	2,818
总市值(亿元)	587
流通市值(亿元)	117
成交量(百万股)	54.87
成交额(百万元)	226.50

股价表现



相关报告

目 录

一、公司概况	4
二 公司所处行业市场环境简析.....	8
2.1 公司国内市场规模与中石化的资本支出计划密切相关	8
2.2 公司国际市场规模与全球油气上游资本开支规模相关	8
三 经营杠杆率高、主营业务对油价敏感性较高.....	11
3.1 国内油气投资回暖缓慢.....	12
3.2 海外业务有提升空间，背靠三桶油，低成本竞争优势	12
四 地区子公司重组改革.....	16
五 页岩气开发，为公司提供新的增长点.....	17
六 股权激励计划.....	19
七 估值	21
八 风险提示	21

图目录

图 1 公司股权结构示意图	5
图 2 油气产业链条	5
图 3 主营业务收入构成 (百万元)	6
图 4 各主营业务毛利率一览	7
图 5 2015 年公司来自前五名客户的营业收入	8
图 6 中石化历年资本支出情况 (亿元)	8
图 7 全球油气上游资本开支 (十亿美元)	8
图 8 全球油气上游资本开支 (按公司类型)	9
图 9 全球油田工程技术服务市场规模及增长率变化	9
图 10 公司净利润与油价关系	11
图 11 历年各季度营业收入与成本情况	11
图 12 历年营业收入与成本增速变化情况	11
图 13 三桶油历年 E&P 资本支出情况	12
图 14 公司国内外营业收入情况 (百万元)	13
图 15 中石化海外业务主要涉及的国家	13
图 16 2016 年前 10 个月中国前五名进口原油的国家 (百万吨)	14
图 17 中国页岩气产量占天然气需求比例	17

表目录

表 1 公司 2014 年资产重组	4
表 2 公司 2014 年资产重组后盈利预测	4
表 3 油田服务细分板块划分	6
表 4 三桶油 2016 年上半年营利情况	12
表 5 2015 年公司主要海外市场合同完成额情况 (亿美元)	13
表 6 一带一路沿线国家油气资源一览	15
表 7 股权激励授予对象	19
表 8 首次股票期权各行权期行权条件	19
表 9 股权激励在各期内的费用估算 (万元)	20
表 10 公司各分项盈利预测	21
表 11 同行业公司估值情况	21

一、公司概况

公司概况：公司是由中国石化集团公司控股的中国最大的石油工程和油田技术综合服务提供商之一，也是国内最早的海洋油气勘探工程及技术服务提供商。公司前身为中国石化仪征化纤股份有限公司，成立与 1993 年 12 月 31 日。公司于 1994 年上市，控股股东为仪征化纤工业联合公司；1997 年 11 月，公司控股股东变更为中国东联石化集团有限责任公司；1998 年 7 月，公司控股股东变更为中国石化集团公司；2000 年 2 月公司控股股东变更为中国石化。2014 年，中石化通过把旗下的工程类资产与业务注入*ST 仪化，实现了工程技术板块的上市。2015 年 3 月 31 日，公司名称由“中国石化仪征化纤股份有限公司”变更为“中石化石油工程技术服务有限公司”。

表 1 公司 2014 年资产重组

2014年资产重组	
本次交易由资产出售、定向回购股份、发行股份购买资产及募集配套资金四个部分组成。本次交易后，本公司主营业务将发生根本性变化，由从聚酯切片和涤纶纤维的生产、销售变成油气勘探开发工程施工与技术服务，上市公司的运营主体也将变更为石油工程公司。	
资产出售：	仪征化纤向中国石化出售其全部资产与负债。交易价格为 64.9 亿元。
定向回购股份：	仪征化纤定向回购中国石化持有的全部 24.15 亿股仪征化纤 A 股股份并注销。回购价格 2.61 元/股，定向回购股份的合计价款为 63.0 亿。
发行股份购买资产：	仪征化纤向石化集团发行 A 股股份收购石化集团持有的石油工程公司 100% 股权。资产石油工程公司 100% 股权的评估值为 240.8 亿元。按发行价格 2.61 元/股计算，本发行股份数量为 9224.3 百万股。
募集配套资金：	仪征化纤向不超过 10 名符合条件的特定投资者非公开发行 A 股股份募集配套资金不超过 60 亿元。按 2.61 元/股计算，发行数量上限为 2298.9 百万股。

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 2 公司 2014 年资产重组后盈利预测

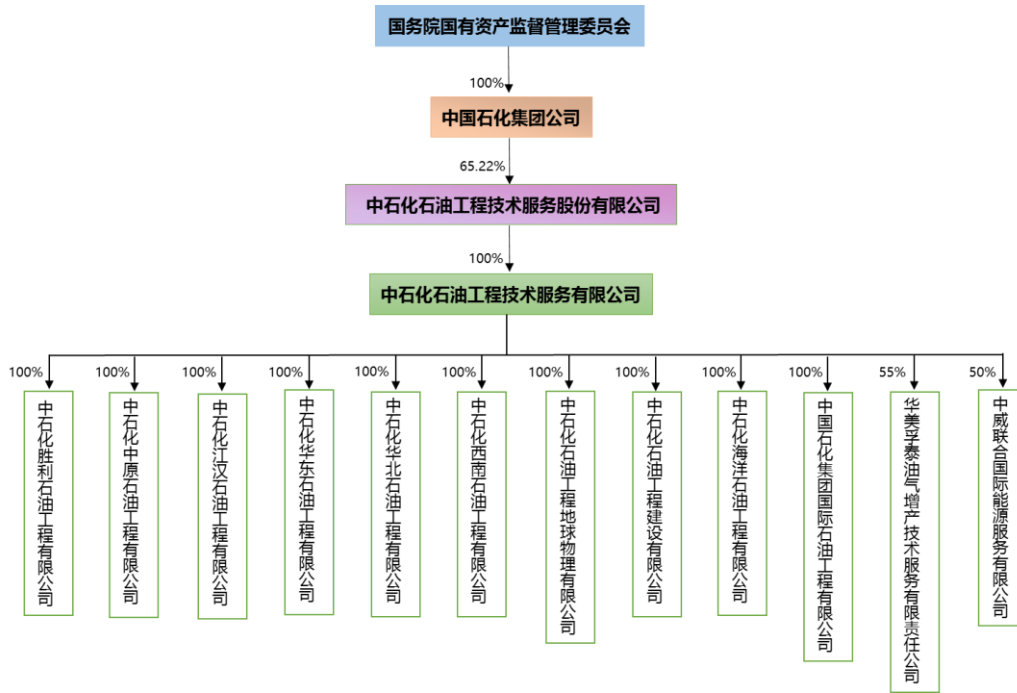
合并盈利预测摘要				
(万元)	2014预测	2014实际	2015 预测	2015实际
利润总额	336,386	332,549	480,192	48,329
归属母公司股东的净利润	241,487	242,234	350,540	203
营业收入	8,170,424	-	8,689,151	6,034,933

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

置入资产 2015 年度未达盈利预测指标，主要是由于 2015 年国际原油价格较预期大幅下跌，国内外油公司压缩上游勘探开发资本支出，公司工作量和营业收入大幅下降所致。尽管公司采取了全力开拓市场、深化结构调整、大力实施科技创新及大力降本减费等多种措施实现了 2015 年全年业绩盈利，但是仍然未达到 2015 年的盈利预测目标。另外，石油工程公司 2015 年收入预测包括新疆煤制天然气外输管道工程（新粤浙管道工程）的收入，其收入所占比重较大（公司对新粤浙管道项目的盈利预测基于与中国石化战略合作框架协议的履行）。但是直到 2015 年 10 月，国家发改委才正式核准了中国石化新疆煤制气外输管道工程项目（新气管道），标志着该项目已经具备开工建

设条件。而作为源头的新疆煤制天然气项目，却由于面临来自资源承载、环境容量、管网设施、技术水平以及生产成本等方面的挑战，发展并不顺利。考虑到目前的低油价环境下煤制气项目不具备经济性，且煤制气工厂不可避免会产生大量的碳排放，且需要耗费大量的水，煤制气项目也因此迟迟无法得到批复。因此目前新粤浙管道工程尚未开工，公司并没有确认收入。

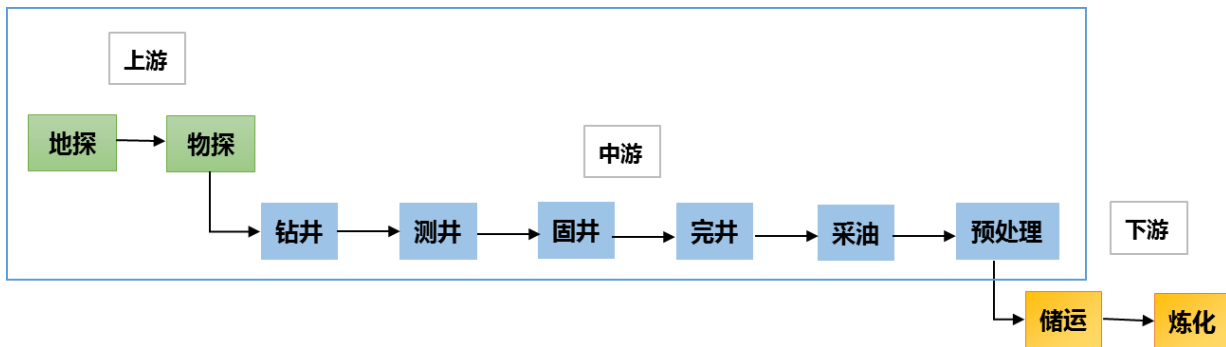
图 1 公司股权结构示意图



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司主营业务：公司共有五大业务板块，分别是：地球物理、钻井工程、测录井、井下特种作业和工程设计，五大业务板块涵盖了从勘测、钻井、完井、油气生产、油气集输到弃井的全产业链过程。

图 2 油气产业链条



注：石化油服涵盖了框架内上游中游所有油气产业链。

资料来源：中国中投证券研究总部

物探或地球物理是指应用物理学原理勘查地下矿产、研究地质构造的一种方法和理论，如人工地震勘探，电、磁勘探等。

钻井是指利用机械设备，将地层钻成具有一定深度的圆柱形孔眼的工程。

完井是指钻井工程的最后环节，在石油开采中，完井包括钻开油层，完井方法的选择和固井、射孔作业等。

测井是指对利用特殊工具及技术在井下获取的与基地区地质特性及油气潜力有关的数据进行收集、分析及解读。

录井是指记录、录取钻井过程中的各种相关信息。录井技术是油气勘探开发活动中最基本的技术，是发现、评估油气藏最及时、最直接的手段，具有获取地下信息及时、多样，分析解释快捷的特点。

井下特种作业是指在油田开发过程中，根据油田调整、改造、完善、挖潜的需要，按照工艺设计要求，利用一套地面和井下设备、工具，对油、水井采取各种井下技术措施，达到提高注采量，改善油层渗流条件及油、水井技术状况，提高采油速度和最终采收率的目的一系列井下施工工艺技术。

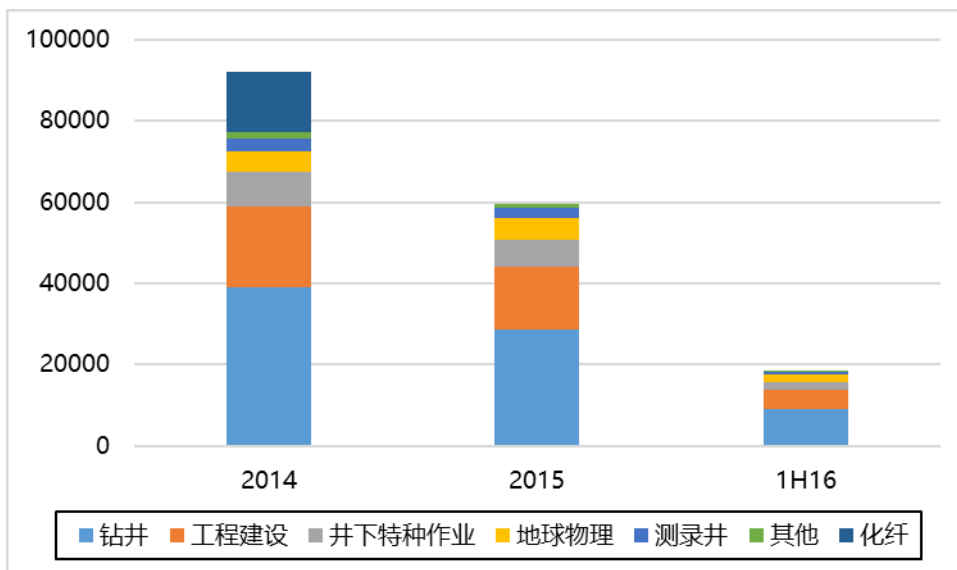
表 3 油田服务细分板块划分

物探	钻井完井		测井录井	油气开采	油田建设	
	地震勘探	服务			设备	陆地
地震数据采集	定向钻井服务	钻头	电缆测井	人工攀升		海上工程建设
地震数据供给	连续管服务	钻机	随钻测井	气体压缩承包		海上操作维护
地震装备	完井装备与服务	井下钻具	录井服务	浮动生产服务		海底装置
	钻井液完井液	石油管材	生产井测试	高压注入服务		油田直升机服务
	套管油管服务	特种装备制造		油田特种化学品		供给船服务
	套管附件与固井产品			油气分离采集	油田地表建设	
	井下管材检测					
	与表层防护					
	设备租用与打捞服务					
	固相控制与废弃物管理					

资料来源：中国中投证券研究总部

公司主营业务情况分析：整体来说，钻井、工程建设与井下特种作业是公司营业收入的主要组成部分，在 2015 年分别占比 47.33%、25.48%、11.46%。2015 年全年公司营业收入持续下滑，同比减少了 36.1%。进入 2016 年上半年，国际原油价格持续低位运行，油田服务行业受此影响，市场工作量减少、价格下滑、队伍和装备停待情况进一步恶化，行业内整体业绩下滑。公司营业收入也受此影响，同比下降了 19.2%。

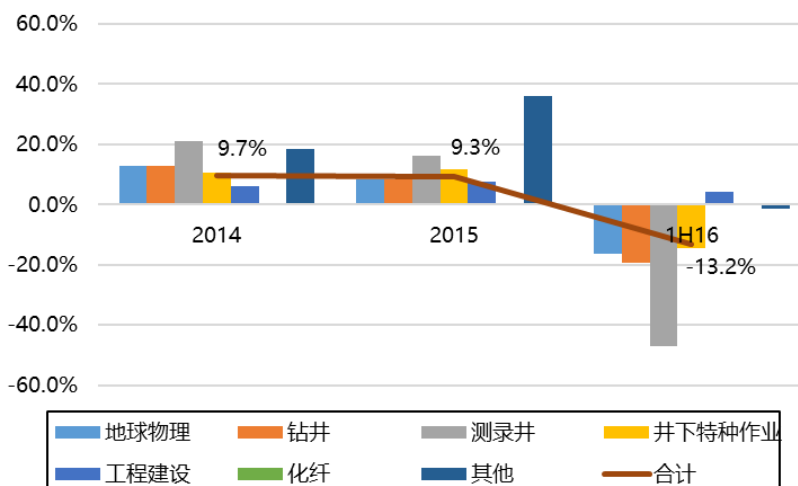
图 3 主营业务收入构成（百万元）



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司的毛利率在 2014 年和 2015 年一直保持在 9%左右，测录井与其他业务的毛利率最高，在 2015 年分别达到 16.1%和 36.0%，基本保持在一个较为稳定的水平上。而在 2016 年上半年，受严峻市场环境影响，油公司资本开支下滑，油田服务工作量和价格均有所下降，由于公司经营杠杆率较高，固定成本占比较大，各主营业务毛利率大部分呈负值，整体毛利率降至-13.2%。

图 4 各主营业务毛利率一览



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

二 公司所处行业市场环境简析

2.1 公司国内市场规模与中石化的资本支出计划密切相关

通常来说,油服公司与工程建设公司的业绩都与作为客户的油公司的资本开支计划密切相关。作为中石化的控股子公司,公司的绝大部分国内收入都来自中石化集团的订单,即国内市场规模与中石化勘探开发资本开支高度相关。从 2015 年度营收占比来看,来自中国石化集团公司的营业收入占到了公司全年总收入的 63.0%。因为公司主营业务主要覆盖了油气产业链的上游板块,所以中石化的资本开支,尤其是上游(勘探及开发)开支对公司的业绩有着极其重要的影响。2015 年全年中石化计划在 E&P 板块资本支出 682 亿元,实际支出 547 亿元,下降了 19.8%。进入 2016 年,为了应对低油价,中石化也减少了资本支出规模,计划全年在上游支出 479 亿元,比去年计划同比下降了 29.8%。而中石化集团 2016 年三季度报显示,集团前三季度共实现 92 亿元的资本支出,因此预计四季度资本开支速度环比将大幅增加,对公司收入产生积极影响。

图 5 2015 年公司来自前五名客户的营业收入

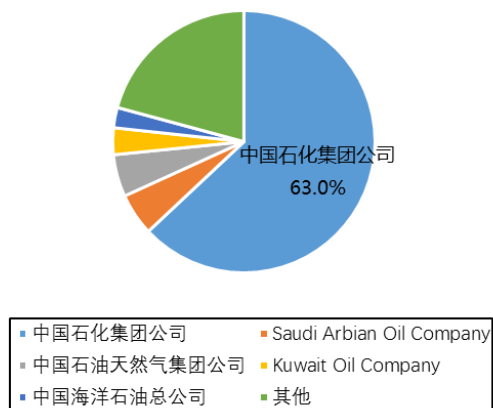
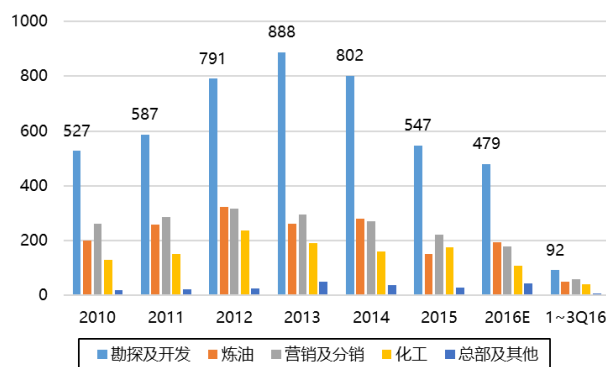


图 6 中石化历年资本支出情况 (亿元)



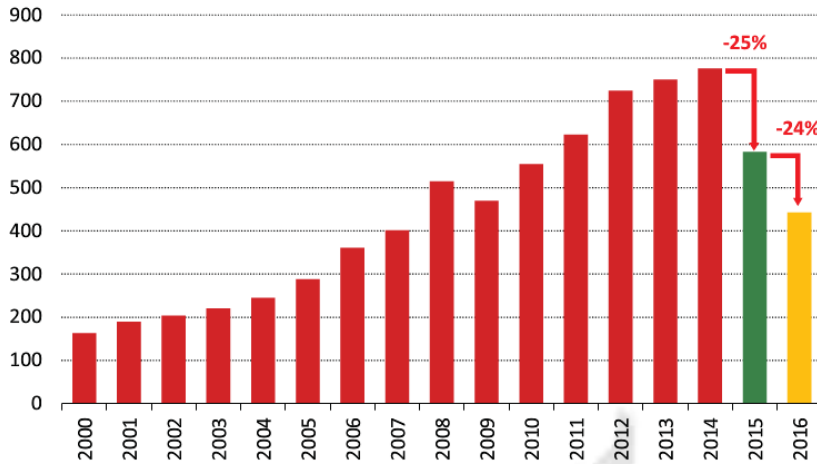
资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源:中国石化集团公司公告、中国中投证券研究总部

2.2 公司国际市场规模与全球油气上游资本开支规模相关

在 2014 年下半年,全球油价下跌,国际主要油公司纷纷减少了自己的资本支出,以期通过加强勘探开发投资的控制,尽可能地来削减成本,获得利润。根据 2016 年 IEA 世界能源投资报告公布的数据来看,2015 年,全球油气上游资本开支从 2014 年的 7800 亿美元下降至 5800 亿美元,同比下降了 25%。根据预测,2016 年也将保持 2015 年这个下降幅度,预估 2016 年度全球油气上游板块支出将降至 4400 亿美元。

图 7 全球油气上游资本开支 (十亿美元)

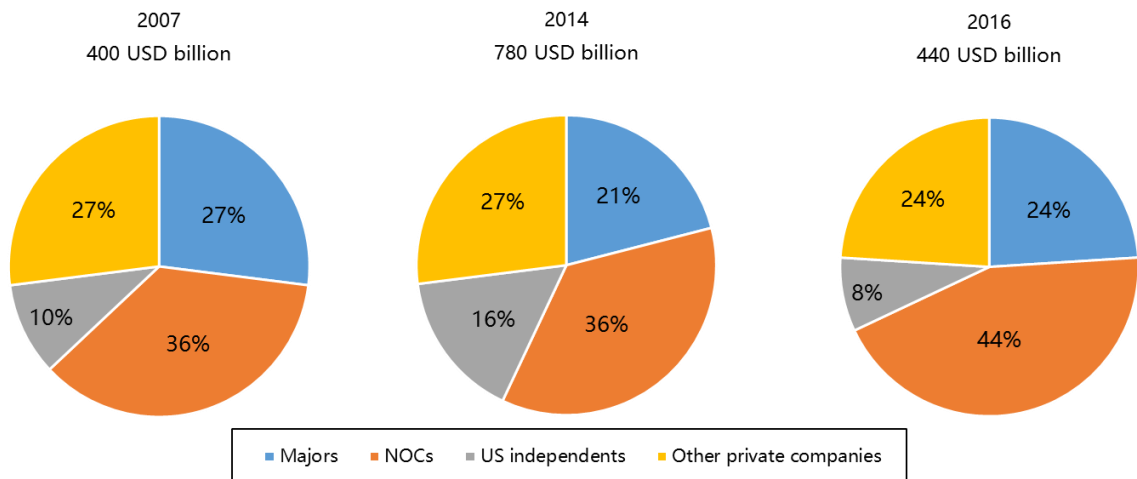


Note: 2016 is estimated based on announced company spending plans and guidance as of September 2016.

资料来源：IEA World Energy Investment 2016、中国中投证券研究总部

按公司类型来说，国际主要石油公司与国家石油公司是全球油气资本支出的主要组成部分，共同占比达 60%~70%。其中，因为 2014 年下半年开始的油价下跌，国际主要石油公司纷纷减少了自己的资本开支，占比从 2007 年的 27% 降至 21%。而国家石油公司由于国家能源和安全需要，在全球资本支出减少的大背景下，仍需要保证一定的产量，资本开支下降幅度相对较小，2016 年 IEA 预估国家石油公司占比将增至 44%。

图 8 全球油气上游资本开支（按公司类型）



资料来源：IEA World Energy Investment 2016、中国中投证券研究总部

受低油价的影响，全球油气上游资本支出减少，这也导致了全球油田工程技术服务市场规模的萎缩，2015 年降幅超过 20%。预计油价在震荡上行的缓慢复苏趋势下，全球油田工程技术服务市场规模也将出现回暖。但是可以预见的是，油田工程技术服务市场的规模将小于过去同等油价水平下的市场规模。我们判断在油价回暖的大背景下，油田工程技术服务市场的规模将在 2500 亿美元以上。

图 9 全球油田工程技术服务市场规模及增长率变化

请务必阅读正文之后的免责条款部分

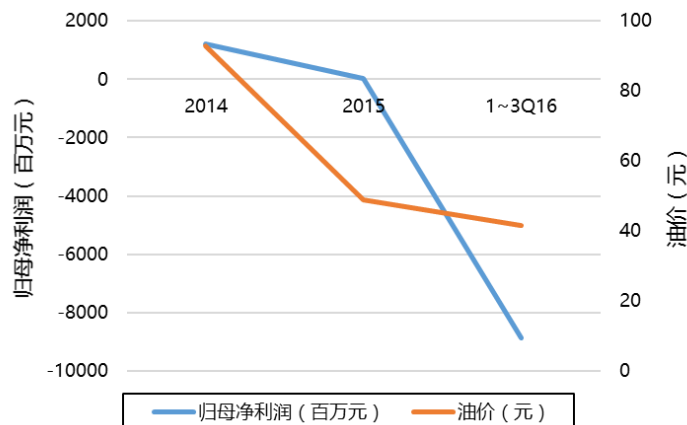


资料来源：中国石油经济技术研究院、中国中投证券研究总部

三、经营杠杆率高、主营业务对油价敏感性较高

2014 年下半年开始，国际油价持续低位并屡创新低，境内外油公司大幅缩紧了上游勘探开发资本支出，油服行业面临量价齐跌的困难局面。由于公司产业链主要覆盖了油气产业链的前端，受油价下降的影响较大。

图 10 公司净利润与油价关系

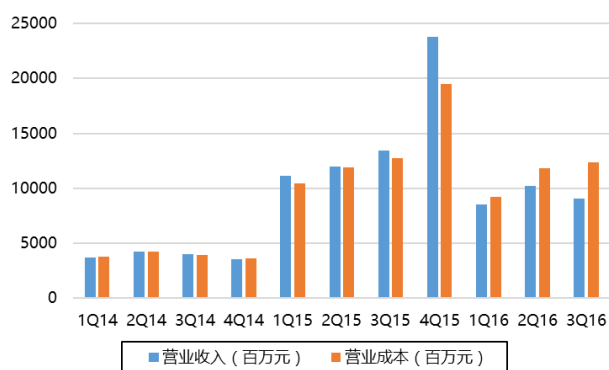


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司的固定成本较高，经营杠杆率较高。国际油价持续低位运行，工作量减少、价格下滑，公司营业收入也大幅下降。尽管公司营业成本也随之有所下降，但下降幅度较营业收入较小，这也导致了 2016 年上半年公司整体毛利率呈现负值，从中可以看出公司经营杠杆率较高。

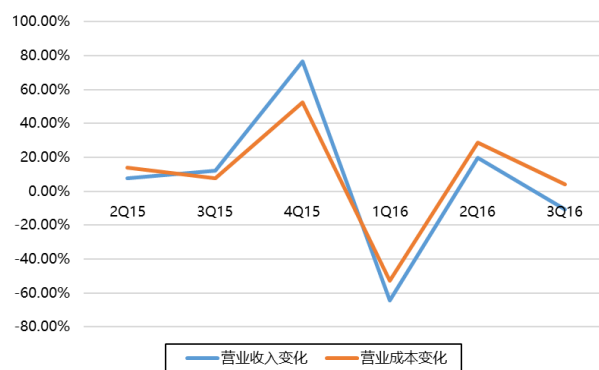
关于油价方面的预期，我们判断油价已经接近底部区域，将会在未来 3-5 年之后企稳回升，中长期依旧比较看好油价。相比之下，短期油价则具有更加多的不确定性。**在油价上行趋势和油气改革的大背景下，由于公司主要覆盖了油气产业链的前端，最先受益于油价的复苏。公司业绩弹性大，营收一旦受益于油价的上升，公司的盈利情况将得到明显的改善。**

图 11 历年各季度营业收入与成本情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 12 历年营业收入与成本增速变化情况

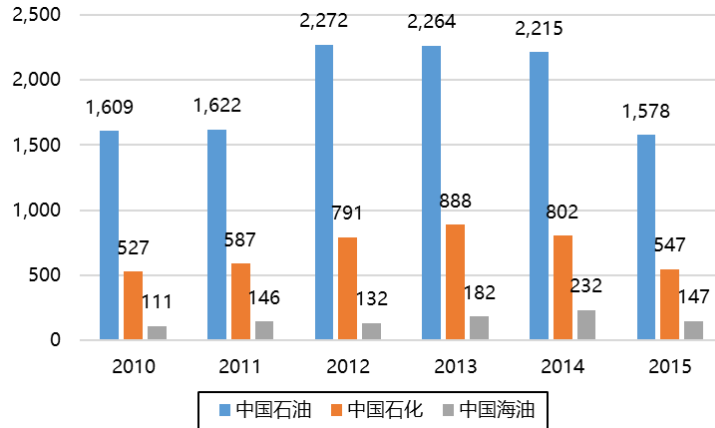


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

3.1 国内油气投资回暖缓慢

公司在国内的油气投资，主要依赖于三桶油的资本开支。受油价下行的影响，三桶油纷纷加强勘探开发投资的控制，尽可能地来削减成本。2015年，中国石油、中国石化、中国海油的上游资本开支分别同比下降了28.74%、31.78%和36.64%。

图 13 三桶油历年 E&P 资本支出情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

尽管我们预期油价将会缓慢上升，但对于三桶油来说，尤其投资与勘探方面的投资通常由油价和公司的盈利情况两方面来进行调整。在2016年上半年，三桶油的业绩情况均有不同程度的减少，盈利情况较往年有所下降。因此，预计三桶油明年上调油气投资力度可能较小，这也意味着国内的油气投资回暖情况速度将比较缓慢。国内油服市场整体仍然不容乐观。

表 4 三桶油 2016 年上半年营利情况

	中国石油	中国石化	中国海油
营业收入 (百万元)	739,067	879,220	66,832
营业收入同比	-15.79%	-15.55%	-25.40%
归母净利润 (百万元)	528	19,250	-7,735
归母净利润同比	-97.92%	-21.29%	-152.50%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

3.2 海外业务有提升空间，背靠三桶油，低成本竞争优势

相比于国内市场，油服行业目前大多把眼光着力于海外市场。2015年，在油价持续低位运行和油公司收紧投资的双重夹击之下，公司国内业务持续低迷，但海外重点市场却逆势上扬。公司已成为沙特阿美公司、科威特和厄瓜多尔国家石油公司最大的陆上钻井承包商，阿尔及利亚最大的地球物理承包商。2015全年，公司在沙特市场的合同额达8.5亿美元，同比增长3.7%，连续2年超过8亿美元；科威特市场完成合同额3.1

亿美元，同比增长 134%；阿尔及利亚市场完成合同额 1.6 亿美元，同比增长 180%。

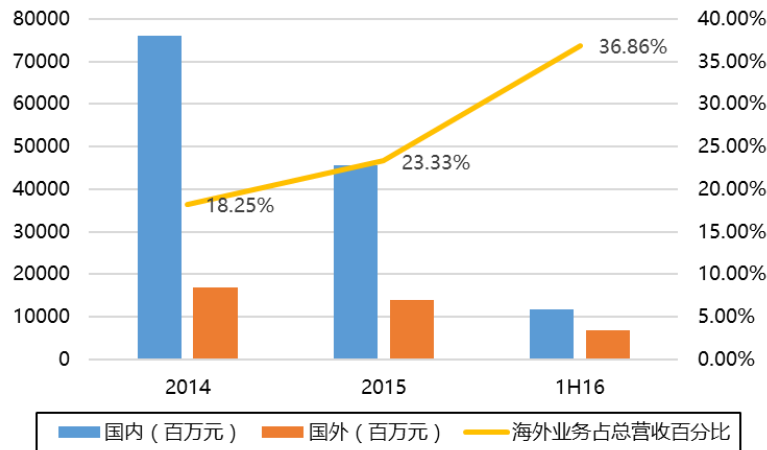
表 5 2015 年公司主要海外市场合同完成额情况（亿美元）

	2015	2014	同比
沙特	8.5	8.2	3.70%
科威特	3.1	1.3	134%
阿尔及利亚	1.6	0.6	180%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司的海外收入占比也在逐年提高中，2015 年海外收入占总收入的比例由 2014 年的 18.25% 提升至 23.33%。在 2016 年上半年，公司国际业务实现营业收入 68 亿元人民币，较去年同期上升 8.8%，占上半年营业收入的 36.86%。海外市场新签合同额 17.1 亿美元，同比增长 2.4%。公司的三大主要海外市场中，中东市场新签合同额 8.0 亿美元，非洲市场新签合同额 4.9 亿美元，美洲市场新签合同额 3.3 亿美元。

图 14 公司国内外营业收入情况（百万元）



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司借助中石化上中下游一体化的优势，在开拓海外市场方面具备一定的竞争优势。截至 2015 年底，中石化在全球 40 多个国家拥有境外油气勘探开发项目 50 个，2015 年海外权益油气产量当量 4436 万吨，全年原油贸易量达 2.93 亿吨，其中涉及的主要国家及地区有：中东、俄罗斯、非洲、北美。相关市场将成为未来公司重要的业务增长点。

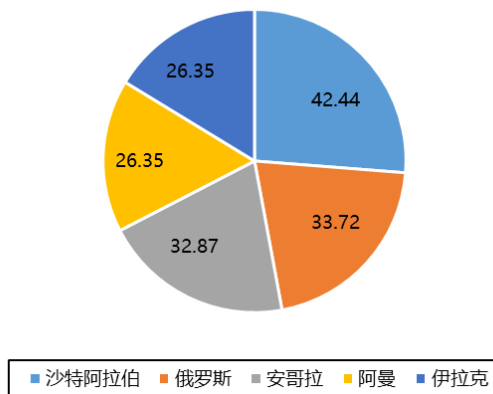
图 15 中石化海外业务主要涉及的国家



资料来源：石油 Link、中国中投证券研究总部

除此之外，由于中国的石油需求量大于国内的产油量，在过去的 10 年里，中国的石油进口量大幅增加，2013 年 9 月，中国的石油进口量超过了美国，成为全球最大石油进口国。中国在石油进口方面选择了较为多样化的进口策略，向多个国家和地区进口石油。2016 年前十个月中，据统计，沙特阿拉伯、俄罗斯、安哥拉、阿曼和伊拉克分占我国前五名进口原油国。沙特依然是我国的第一大石油进口国 约占进口总量的 15%。俄罗斯和安哥拉分占二三位，都占比约 12%。我国这些主要的原油进口国家也可能成为公司现在及未来海外业务开展的主要地点。

图 16 2016 年前 10 个月中国前五名进口原油的国家（百万吨）



资料来源：慧眼财经网、中国中投证券研究总部

公司的低成本优势也使得公司的海外业务竞争有着一席之地。通常情况下，国际油服公司具有高成本的尖端技术和开发装备，这种竞争优势在油价较高是更容易占领市场份额。而我国油服企业的自由设备成本较低（如钻机制造水平已经领先于俄罗斯，与欧美先进厂家水平相当，但成本低 20~25%）。这样的竞争特点更容易在油价低迷的情况下受到海外客户的青睐。

“一带一路”国家战略稳步推进，也带动了沿路相关国家能源和基础设施投资增加，从而为公司发展提供机遇。“一带一路”战略涵盖的沿线国家地区覆盖了”中东-中亚-

俄罗斯“全球这一最重要的常规油气供给中心地带，也是我国主要的原油开采地区和海外油田服务地区。随着“一带一路”战略的推进，包括三桶油在内的国内公司在该区域的油气投资逐步扩大，油服市场也将进一步开放。

表 6 一带一路沿线国家油气资源一览

大区	待发现石油 可采资源量(均值)		已发现石油 可采储量	
	亿吨	占比	亿吨	占比
中东	150.7	43%	1407.1	69%
俄罗斯	94.5	27%	376.2	18%
中亚	43.1	12%	113.4	6%
东南亚	41.2	12%	78.3	4%
南亚	8.6	2%	18.8	1%
欧洲	3.4	1%	21.4	1%
其他	11.5	3%	21.2	1%
“一带一路合计”	353	100%	2036.3	100%
占全球份额	32%		66%	

资料来源：互联网公开资料、中国中投证券研究总部

四 地区子公司重组改革

地区公司重组：2016 年上半年，公司下属子公司石油工程公司拟以其持有的河南公司 100% 股权作为出资，经评估后注入华北公司；同时，以其持有的江苏公司 100% 股权作为出资，经评估后注入华东公司。河南公司和江苏公司的股东将由石油工程公司分别变更为华北公司和华东公司。在此基础上，华北公司和华东公司将进行相应的业务整合，后续采取华北公司吸收合并河南公司、华东公司吸收合并江苏公司的方式，择机注销河南公司和江苏公司。

公司进行区域子公司改革重组的主要目的有：1. 共享区域资源，降低运营成本。2. 形成规模优势，提高抗风险能力。3. 进一步发展高端业务，打造特色优势技术。

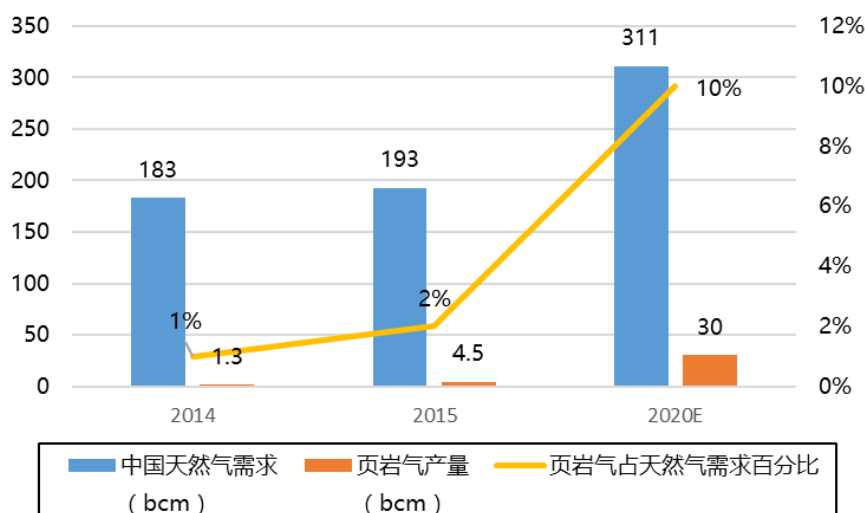
由于历史原因，公司的地区子公司存在业务重叠。公司在不同省份地方拥有 8 家地区子公司，提供石油工程技术服务。2016 年上半年，经过其中四家子公司的改革重组之后，有效地降低了子公司直接的竞争，减少同质化发展。

在经过内部资源优化整合之后，通过降低人工成本、采购成本，生产运行成本，维修及租赁成本等，公司实现降本减费达 4.4 亿元，有效实现了区域资源共享，降低了运营成本，提升了规模优势，协同效应进一步显现。

五、页岩气开发，为公司提供新的增长点

国内天然气等清洁能源的需求日益提高，境内页岩气的开发投入也保持稳定增长，这也为国内油服市场提供了新的增长点。9月30日国家能源局发布了《关于印发页岩气发展规划（2016-2020年）的通知》，确立了“十三五”期间页岩气的发展目标，到2020年力争实现页岩气产量300亿立方米。截至目前，全国累计探明页岩气地质储量5441亿立方米，2015年全国页岩气产量45亿立方米。除了保持稳定的开发投资，针对页岩气发展初级阶段勘探开发成本高、经济效益低等，国家还完善了相关扶持政策。2012-2015年中央财政按0.4元/立方米标准对页岩气开采企业给予补贴；2015年，补贴标准调整为2016-2018年0.3元/立方米、2019-2020年0.2元/立方米。

图 17 中国页岩气产量占天然气需求比例



资料来源：国家发改委、中国国家能源局、Bloomberg、中国中投证券研究总部

位于四川省的涪陵页岩气田探明储量增至3806亿立方米，是继北美之外的全球第二大页岩气田，这也是公司所承建的国家级页岩气示范区。公司拥有国内领先的页岩气石油工程配套技术，形成了3,500米以上浅页岩储层的钻井、测录井、压裂试气、装备制造和工程建设五大技术系列。在2015年底，公司承建的国家级页岩气示范区涪陵页岩气田一期工程50亿方产能全部建成投产。

在一期集成技术的基础上，2016年上半年，公司又针对深层页岩气分段压裂工艺技术等方面开展技术攻关，形成了14项核心技术，为涪陵页岩气二期项目做好技术支撑，计划2017年建成百亿方大气田，并实现年产气70亿至80亿立方米。公司将借助涪陵、川西页岩气勘探开发的成功经验，继续推进页岩气开发技术，加大国内页岩气、地热、煤层气等非常规市场的开发力度。因此国家大力发展页岩气的政策背景给公司业绩提供了强有力的支撑，是最为受益于页岩气十三五规划的标的之一。我们认为目前公司拥有较强技术实力且率先切入相关领域，未来业绩将受到积极影响。

因此综上所述，国家大力发展页岩气的政策背景给公司业绩提供了强有力的支撑，我们认为目前公司拥有较强技术实力且率先切入相关领域，是最为受益于页岩气十三五规划的标的之一，未来业绩将受到积极影响。

六 股权激励计划

为了健全公司的激励机制,提高管理效率和经营者的积极性,使经营者和股东形成利益共同体,公司于2016年3月公布了关于A股股票期权授予激励计划的草案。

股权激励方案概要:本计划期权行权的股票来源为公司向激励对象定向发行的股票。**首期计划股票期权行权价为 5.63 元/股。**激励对象不可转让股票期权。本计划拟授予的股票期权对应标的股票不超过公司股本总额(141.43 亿股)的 10%且不超过公司 A 股股本总额的 10%。公司拟首次授予激励对象的股票期权总量不超过 4905 万份,对应的标的股票不超过公司股本总额的 0.35%。本计划有效期为 10 年。指股票期权授予后至股票期权可行权日之间的时间,本计划每期授予方案的等待期不低于 2 年。

表 7 股权激励授予对象

姓名	职务	首次授予股票期权(万份)	占首次授予股票期权数量的比例	占首次授予时总股本的比例
一、董事、高级管理人员				
孙清德	副董事长、总经理、党委副书记	21	0.43%	0.0014%
周世良	董事、党委书记、副总经理	21	0.43%	0.0014%
张永杰	副总经理	19	0.39%	0.0013%
王春江	党委副书记、工会主席	19	0.39%	0.0013%
路宝平	副总经理	19	0.39%	0.0013%
刘汝山	副总经理	19	0.39%	0.0013%
王红晨	总会计师	18	0.36%	0.0013%
张锦宏	副总经理	18	0.36%	0.0013%
黄松伟	副总经理	18	0.36%	0.0013%
李洪海	董事会秘书	14	0.29%	0.0009%
小计	10	186	3.79%	0.0132%
二、其他核心岗位业务、管理骨干				
小计	467	4719	96.21%	0.3337%
合计	477	4905	100.00%	0.3469%

资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

首次股票期权授予的公司业绩条件:公司 2015 年度利润总额不低于人民币 4.6 亿元;公司 2015 年度 EOE 不低于 28%;且上述两项业绩条件为不低于公司近三年平均业绩水平或对标企业 50 分位值水平。经济增加值指标完成情况达到中国石油化工集团公司下达的考核目标。

表 8 首次股票期权各行权期行权条件

阶段名称	时间安排	行权比例上限	行权条件
授权日	激励计划规定的授予条件达成之后董事会确定		
第一个行权期	自授权日起24个月后的首个交易日起至授权日起36个月的最后一个交易日止	30%	2017年度EOE不低于32%，2017年度的利润总额复合增长率不低于6%（以公司2015年度利润总额为基数），且上述两项指标不低于对标企业75分位水平，2017年度经济增加值指标完成情况达到中国石化集团公司下达的考核目标，且 ΔEVA 大于零
第二个行权期	自授权日起36个月后的首个交易日起至授权日起48个月的最后一个交易日止	40%	2018年度EOE不低于32%，2018年度的利润总额复合增长率不低于6%（以公司2015年度利润总额为基数），且上述两项指标不低于对标企业75分位水平，2018年度经济增加值指标完成情况达到中国石化集团公司下达的考核目标，且 ΔEVA 大于零
第三个行权期	自授权日起48个月后的首个交易日起至授权日起60个月的最后一个交易日止	30%	2019年度EOE不低于32%，2019年度的利润总额复合增长率不低于6%（以公司2019年度利润总额为基数），且上述两项指标不低于对标企业75分位水平，2019年度经济增加值指标完成情况达到中国石化集团公司下达的考核目标，且 ΔEVA 大于零

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司股票期权激励计划对公司相关年度的财务状况和经营成果将产生一定的影响。

根据计算得出授予的股票期权在各期内的费用估算如下：

表 9 股权激励在各期内的费用估算（万元）

期权份额 (万份)	加权平均公允价值(元)	期权成本 (万元)	2016年 (万元)	2017年 (万元)	2018年 (万元)	2019年 (万元)	2020年 (万元)
4905	1.11	5422.92	301.60	1809.59	1703.02	1080.73	527.97

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

这次的股权激励方案健全了公司的经营机制，完善了公司高级管理人员激励约束机制，有效调动了管理团队和骨干员工的积极性，保持人才队伍的稳定，能进一步提升公司在行业内的竞争力，为公司未来的发展奠定了坚实的基础。

七、估值

过去几年由于低油价的压制因此油气投资处于低谷。结合目前我们对油价走势长期将震荡上行，明年下半年油价将上行至 60 美元/桶的判断；我们预计公司的业务收入明年将受益于油价的复苏而回暖，2018 年油气投资将延续回暖的势头公司业绩也将继续增长。

表 10 公司各分项盈利预测

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
地球物理板块收入	5066	5285	4757	5470	7111
毛利	654	436	-476	465	924
钻井板块收入	39003	28561	18565	25062	32581
毛利	5039	2383	-2228	2256	4561
测录井板块收入	4177	2446	1468	1981	2575
毛利	887	393	-514	337	541
井下特种作业板块收入	8458	6916	6086	6999	8399
毛利	908	808	-730	840	1008
工程建设板块收入	19876	15379	14610	16071	19285
毛利	1189	1170	657	1045	1446
化纤板块收入	14902	0	0	0	0
毛利	53	0	0	0	0
其他板块收入	1593	924	711	854	1024

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 11 同行业公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E	2016E
002353.SZ	杰瑞股份	19.00	181.99	0.15	0.20	0.37	0.52	168	96	51	36	2.4
002554.SZ	惠博普	7.30	78.20	0.30	0.25	0.36	0.46	43	30	20	16	3.1
300157.SZ	恒泰艾普	10.02	71.42	0.13	0.14	0.21	0.25	97	69	48	40	2.9
300084.SZ	海默科技	12.83	49.37	0.03	0.07	0.16	0.24	359	185	80	53	3.7
300309.SZ	吉艾科技	21.59	104.50	0.17	0.20	0.59	0.94	129	107	37	23	7.1
300191.SZ	潜能恒信	41.08	131.46	-0.15	0.19	0.22	0.28	-296	219	191	148	10.7
002490.SZ	山东墨龙	12.18	74.48	-0.33	-	-	-	-35	-	-	-	4.0
000852.SZ	石化机械	12.40	74.17	0.01	-	-	-	1684	-	-	-	3.4
300164.SZ	通源石油	9.39	41.36	-0.11	0.05	0.13	0.18	-94	184	74	51	2.7
平均									127	72	53	4.4

资料来源：wind、中国中投证券研究总部 注：股价为 2016 年 11 月 22 日收盘价；可比公司盈利预测使用 wind 一致预测

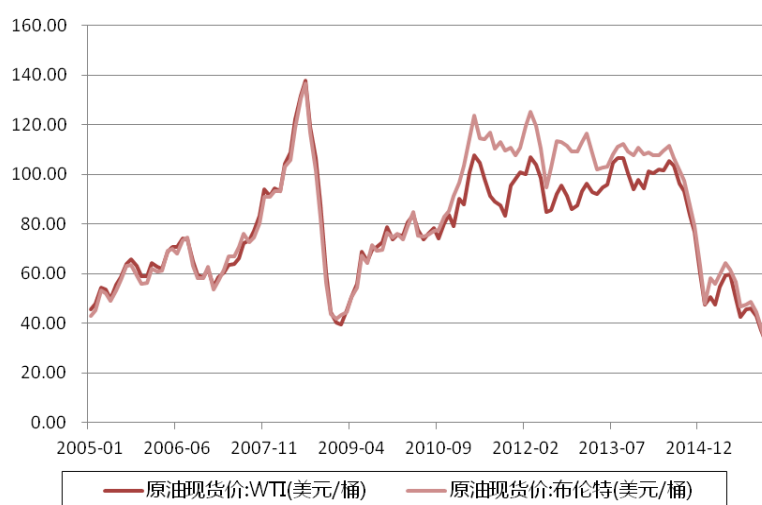
给予“推荐”评级。预计 16~18 年 EPS 分别为 -0.56/0.00/0.13 元，因行业目前处于投资低谷，用 PE 估值法不合理，因此我们采用 PB 估值法。考虑到行业平均 PB 大约在 4.4 倍左右，给予公司 2017 年 4 倍 PB 对应目标价 4.72 元，给予推荐评级。

八 风险提示

由于国际油价具有较强的不确定性，我们把油价长期徘徊于 20-30 美元/桶视为风险。在这种极端的情况下，三桶油在海外的项目投资将出现推迟；并且公司在招投标的项目可能会出现招标进度推迟或者放缓的情况；影响公司后续海外钻完井订单的落地速度，给将来的业绩增长增加不确定性。

给予“推荐”评级。预计 16~18 年 EPS 分别为 -0.56/0.00/0.13 元，对应 PE 为 -7.22/1205.65/31.02 倍。考虑到行业平均 PB 大约在 4 倍左右，采用 PB 估值法给予公司 2017 年 4 倍 PB 对应目标价 4.72 元，给予推荐评级。

图 1 国际油价走势



资料来源：WIND，中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	49511	58310	46459	46320
现金	2012	8230	1834	1805
应收账款	27121	22821	25546	20946
其它应收款	2433	3990	2827	4182
预付账款	460	990	1027	1246
存货	14769	19743	12801	15538
其他	2716	2535	2424	2602
非流动资产	35797	33616	37431	40532
长期投资	216	216	216	216
固定资产	29008	29749	34788	38920
无形资产	182	119	60	22
其他	6390	3532	2366	1373
资产总计	85308	91926	83890	86852
流动负债	59903	74283	62956	63986
短期借款	12070	17000	18375	14099
应付账款	28909	38607	27211	31155
其他	18924	18676	17370	18733
非流动负债	767	904	988	1101
长期借款	619	749	840	949
其他	148	155	148	152
负债合计	60671	75187	63944	65088
少数股东权益	-1	-1	-1	-1
股本	14143	14143	14143	14143
资本公积	8894	8894	8894	8894
留存收益	1342	-6297	-3090	-1272
归属母公司股东权益	24638	16740	19947	21765
负债和股东权益	85308	91926	83890	86852

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	2576	-570	-4575	10546
净利润	24	-7898	47	1837
折旧摊销	6284	41	1038	1541
财务费用	657	520	668	701
投资损失	9	5	6	6
营运资金变动	-4488	6791	-6272	6314
其它	90	-29	-62	148
投资活动现金流	-5042	2213	-5767	-5688
资本支出	3854	-1604	4700	4150
长期投资	-1217	0	0	0
其他	-2405	609	-1067	-1538
筹资活动现金流	3194	4576	3947	-4888
短期借款	181	4930	1375	-4277
长期借款	120	130	91	109
普通股增加	1333	0	0	0
资本公积增加	4619	0	0	0
其他	-3060	-483	2480	-720
现金净增加额	791	6219	-6396	-30

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	60349	46196	56437	70976
营业成本	54569	49497	51342	62311
营业税金及附加	712	370	480	639
营业费用	62	65	56	92
管理费用	4043	3465	3668	4046
财务费用	657	520	668	701
资产减值损失	171	200	200	200
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-9	-5	-6	-6
营业利润	125	-7924	17	2982
营业外收入	472	300	400	400
营业外支出	92	104	102	101
利润总额	506	-7728	315	3281
所得税	481	170	268	1444
净利润	24	-7898	47	1837
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	24	-7898	47	1837
EBITDA	7066	-7363	1724	5223
EPS (元)	0.00	-0.56	0.00	0.13

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-36.1%	-23.5%	22.2%	25.8%
营业利润	-79.6%	#####	-99.8%	#####
归属于母公司净利润	-98.0%	#####	-99.4%	3786.6
获利能力				
毛利率	9.6%	-7.1%	9.0%	12.2%
净利率	0.0%	-17.1%	0.1%	2.6%
ROE	0.1%	-47.2%	0.2%	8.4%
ROIC	2.2%	-27.3%	1.8%	10.9%
偿债能力				
资产负债率	71.1%	81.8%	76.2%	74.9%
净负债比率				
流动比率	0.83	0.78	0.74	0.72
速动比率	0.58	0.52	0.53	0.48
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.52	0.64	0.83
应收账款周转率	2	2	2	3
应付账款周转率	1.85	1.47	1.56	2.14
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.00	-0.56	0.00	0.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	-0.04	-0.32	0.75
每股净资产(最新摊薄)	1.74	1.18	1.41	1.54
估值比率				
P/E	2397.7	-7.43	1241.5	31.94
P/B	2.38	3.51	2.94	2.70
EV/EBITDA	10	-9	40	13

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中国中投证券研究总部建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 10 年证券行业从业经验。

孙羲昱,中投证券研究所建筑行业分析师, 毕业于日本东京大学, 工学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434