

Q3 业绩环比大幅改善，油气设备、管道等业务业绩弹性大 增持（维持）

2018 年 10 月 27 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 倪正洋

执业证号：S0600518070003

021-60199793

nizhy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,994	5,074	5,849	6,726
同比（%）	16	27	15	15
归母净利润（百万元）	9	88	201	348
同比（%）	-101	833	128	73
每股收益（元/股）	0.02	0.15	0.34	0.58
P/E（倍）	579	62	27	16

投资要点

■ **受益于行业复苏，业绩改善显著：**公司 2018 前三季度营收 31.5 亿元，同比+44.36%，归母净利润-0.37 亿元，同比+71.01%，主要是受国际石油价格逐步回暖、国内一批重大管道建设项目启动等积极因素影响。环比来看，2018Q1 归母净利润-0.85 亿元，Q2 归母净利润 0.02 亿元，扭亏为盈，**2018Q3 归母净利润实现 0.46 亿元，改善显著。**行业复苏同时带动主要产品订单增加，随着订单的持续落地和四季度收入集中确认，预计公司将充分受益于行业复苏，业绩具有较大弹性。

■ **三费率显著改善，研发力度加大保持技术领先：**Q3 单季度销售费用率 5.1%，同比-1.1pct；管理费用率（含研发费用）8.9%，同比-3.1pct；财务费用率 0.8%，同比-0.7pct，主要是本期贷款利息支出及汇兑损失同比减少所致。总体来看，相比 2017Q3 的 19.7%，**2018Q3 三费率 14.8%，同比-4.9 pct，改善显著。**这与公司的规模效应以及降本增效密不可分。此外，公司加大研发力度，2018 前三季度研发费用 1.47 亿元，同比+48.86%，研发费用率达到 4.7%，研发力度显著加大，有望保持公司领先的技术实力。

■ **业务面覆盖广泛，石油机械、管道等业务业绩弹性大：**公司三大主营业务齐头并进，业务链覆盖广泛；内部精细化管理+行业快速发展，提高生产效率实现量产，多重因素助力公司开拓毛利率全面提升空间。

(1) **石油机械业务**中压裂设备占比较高，增速较快，公司目前积极备货，缩短交货期，有望持续受益于国内压裂设备市场的快速发展，全面提升承接订单能力。

(2) **油气管道业务**持续增长，毛利率目前受制于较高的固定费用和人工成本，未来国内油气管道的建设力度进一步增强，加以公司提高人工效率，多重助力钢管产品实现量产，毛利率水平实现飞速提升。

(3) **钻头钻具业务**是公司的传统业务之一，公司钻头产品产能充足，牙轮钻和金刚钻实现保供。公司钻头产品保持研发创新力度，其新产品混合钻头市场表现优异。钻头产品对市场反应敏感，对提高钻井效率极为重要，公司有强烈的品牌效应，未来该业务将保持增长态势，持续贡献利润。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2018-20 年营收 50.7、58.5、67.3 亿元，归母净利润预计为 0.88、2.01、3.48 亿元，EPS 为 0.15、0.34、0.58 元，对应 2018-20 年 PE 62、27、16 倍，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**国际原油价格变化风险、汇率风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.11
一年最低/最高价	6.26/13.30
市净率(倍)	3.15
流通 A 股市值(百万元)	5449.22

基础数据

每股净资产(元)	2.89
资产负债率(%)	76.98
总股本(百万股)	598.16
流通 A 股(百万股)	598.16

相关研究

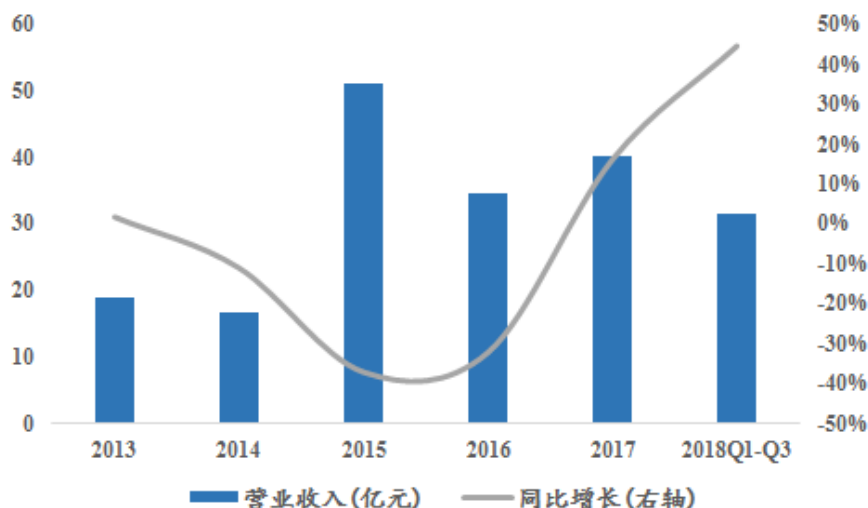
- 1、《机械行业：油价持续升温突破 85 美元，提示三季报业绩风险》2018-10-07
- 2、《机械行业：油价再次突破 80 美金受益油服板块，重点推荐锂电板块景气度反转》2018-09-25
- 3、《机械行业：国务院再发文强推油气产业，锂电设备进入招标旺季》2018-09-09

1. 受益于行业复苏，业绩改善显著

受益于国际石油价格逐步回暖、国内一批重大管道建设项目启动等积极因素影响，2018Q1-Q3 公司营收 31.5 亿元，同比+44.36%，归母净利润-0.37 亿元，同比+71.01%，业绩持续改善。

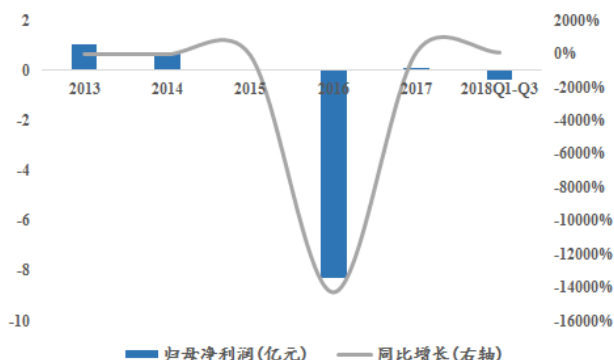
环比来看，2018Q1 归母净利润-0.85 亿元，Q2 归母净利润 0.02 亿元，扭亏为盈，2018Q3 归母净利润实现 0.46 亿元，改善显著。随着订单的持续落地和四季度收入集中确认，预计公司将充分受益于行业复苏，业绩具有较大弹性。

图 1：2018Q1-Q3 营收 31.5 亿元，同比+44.36%



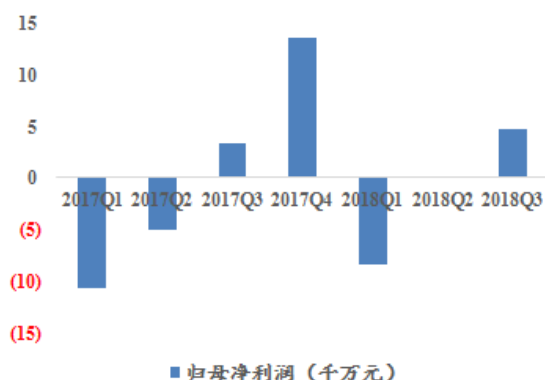
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：2018Q1-Q3 归母净利润-0.37 亿元，同比+71.01%



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 3：2018Q3 单季度归母净利润 0.46 亿元，环比业绩改善显著



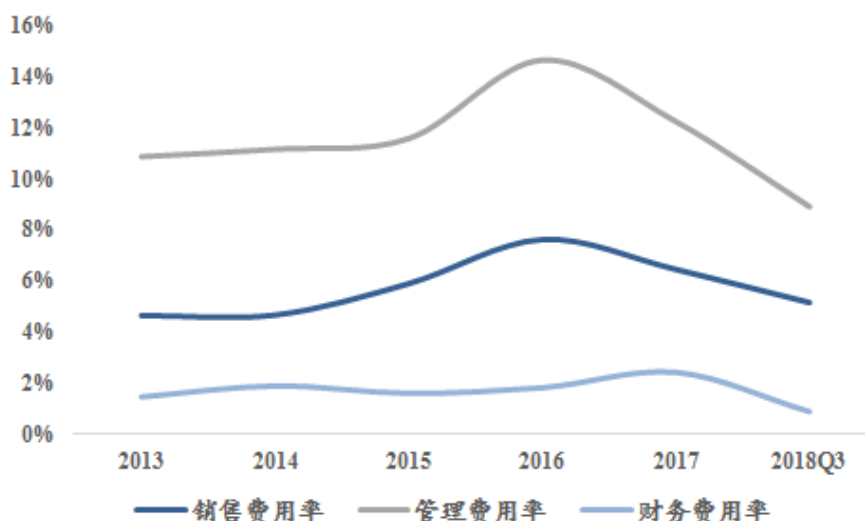
数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 三费率显著改善，研发力度加大保持技术领先

2.1. 公司三费率显著改善

公司 2018Q3 三费率显著改善。Q3 单季度销售费用率 5.1%，同比-1.1pct；管理费用率（含研发费用）8.9%，同比-3.1pct；财务费用率 0.8%，同比-0.7pct，主要是本期贷款利息支出及汇兑损失同比减少所致。总体来看，相比 2017Q3 的 19.7%，2018Q3 三费率 14.8%，同比-4.9 pct，改善显著。这与公司的规模效应以及降本增效密不可分。

图 4：2018Q3 单季度三费率显著改善

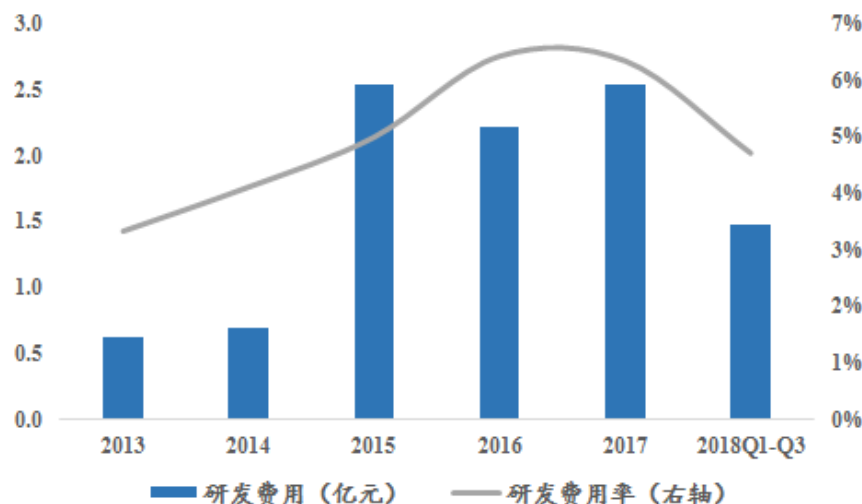


数据来源：wind，东吴证券研究所

2.2. 研发力度持续加码，保持技术领先

公司持续加大研发力度，保持技术领先地位。公司是中国石化旗下唯一的油气技术装备研发、制造、技术服务企业，具有较强的整体实力和领先市场的技术。公司研发费用率从 2013 年起不断提升，2018 前三季度研发费用 1.47 亿元，同比+48.86%，研发费用率达到 4.7%。公司不断加码研发开支，加大研发力度，有望保持领先的技术实力。

图 5：2018Q1-Q3 研发费用 1.47 亿元，同比+48.86%



数据来源：wind，东吴证券研究所

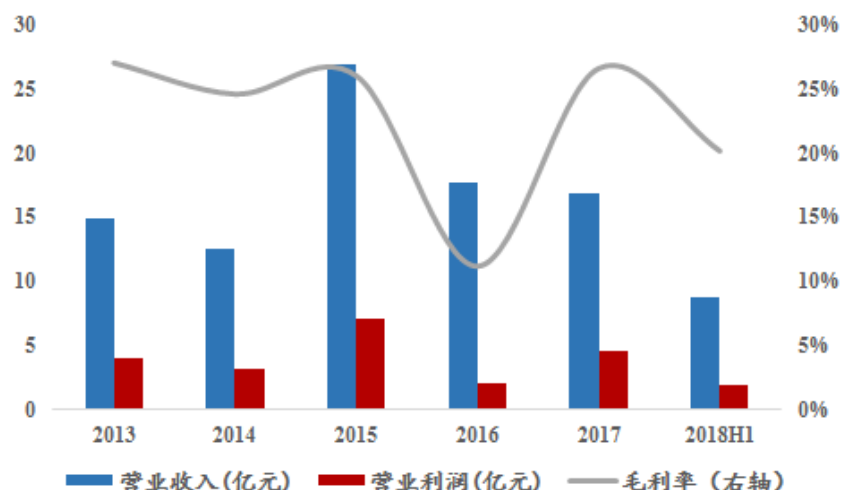
3. 业务面覆盖广泛，毛利率提升空间广阔

公司主要有三大块业务：石油机械、油气管道和钻头钻具业务，三大主营业务齐头并进，业务链覆盖广泛。

3.1. 公司压裂设备保持领先，压裂车市场供不应求推动业务持续增长

公司为压裂设备领军企业，压裂设备领域产品线丰富。石油机械业务毛利率水平较高，维持在 20% 左右，其中压裂设备占比较高，增速较快。公司该业务主要由子公司中石化四机石油机械有限公司（以下简称“四机厂”）和四机赛瓦承接，四机厂是目前国内最大压裂车供应商，市场份额占比约 50%，主要客户为中石化，同时也打入中石油供应体系。四机赛瓦多年深耕压裂领域，目前已经具备核心零件生产技术。目前在压裂设备的存量市场中，石化机械处于行业领先地位。

图 6：石油机械业务毛利率维持在 20% 左右



数据来源: wind, 东吴证券研究所

页岩气增产迎高潮，驱动国内压裂车需求快速增加。受全球页岩气持续增产驱动，压裂领域增长势头凸显，压裂板块 2017 年同比增速超过 80%。国内方面，中石油预计需求量逾 500 台。根据 9 月 5 日国务院发文提出的 2020 年天然气产量目标，目前国内天然气产量仍有 520 亿立方米缺口，其中页岩气增产规模约达 300 亿立方米，成为天然气主要增量。

压裂车供不应求驱动市场弹性释放，叠加行业领先地位助力公司业务持续提升。目前国内布局 2000 型以上压裂车产品的企业较少，叠加上一轮油价低谷期使压裂行业产能出清，供给端呈紧张局面，因此预计压裂车市场将维持供不应求，驱动压裂车市场弹性释放。国内压裂设备市场的快速发展叠加公司的领先地位，预计公司的压裂业务能力将得以持续提升。公司目前积极备货，加速缩短交货期，有望增强订单获取能力。

3.2. 国内油气管道建设加速，助力毛利率提升

政策推动管道建设进入加速期，钢管业务有望率先受益。国家十三五规划明确提出到 2020 年天然气管道里程达到 10.4 万公里，相比 2015 年 6.4 万公里，年复合增速达到 10.2%。为实现天然气保供目标，国内油气管道建设进入加速期，其中新气管道工程等项目由中石化集团负责建设，预计于 2019 年 6 月全线建成投产，目前公司生产的首批钢管已经投入工程建设中。2018 年中石化集团加速推进新粤浙管道项目建设，全面启动鄂安沧输气管道一期工程，后续国家加强油气管道建设是必然趋势。公司作为中石化的子公司和行业的龙头企业，随着新的天然气项目不断开展建设，公司钢管业务有望率先受益，进一步开拓市场空间。

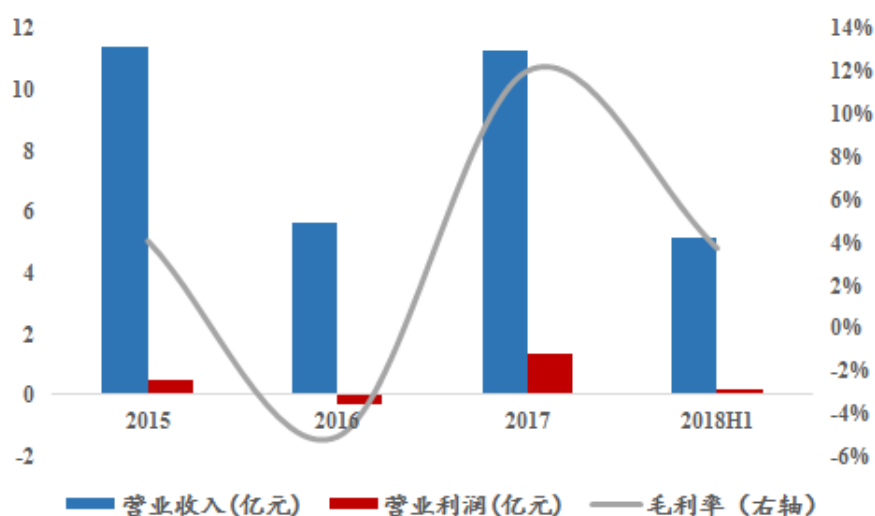
图 7：国内天然气主要管道“十三五”规划

	管道名称	长度（公里）	管径（mm）
1	西三线	3807	
	东段干线(吉安—福州)	817	1219/1016
	中段干线(中卫—吉安)	2062	1219
	闽粤支干线	575	813
	中卫—靖边支干线	353	1219
2	西四线(伊宁—中卫)	2431	
	伊宁—吐鲁番段	760	1219
	吐鲁番—中卫段	1671	1219
3	西五线(乌恰—中卫)	3200	
	乌恰—连木沁段	1495	1219
	连木沁—中卫段	1705	1219
4	中亚 D 线(含境外段)	1000	1219
5	陕京四线	1274	1219
6	中俄东线		
	黑河—长岭(含长春支线)	737/115	1422/1016
	长岭—永清	1110	1422/1219
	安平—泰安	321	1219
	泰安—泰兴	715	1219
7	楚雄—攀枝花管道	186	610
8	新疆煤制气外输管道	8972	1219/1016
9	鄂尔多斯—安平—沧州管道	2422	1219/1016
	濮阳—保定支干线	443	1016
10	青岛—南京管道	553	914
11	川气东送二线管道	550	1016
12	蒙西煤制气外输管线	1200	1219
13	琼粤海口—徐闻管道	265	1016/813
14	青藏天然气管道	1140	1016/813
15	重庆—贵州—广西管道	780	1016
16	广西LNG配套管道	1106	813/610
17	天津LNG配套管道	475	1016/813
	武清—通州支线	56	711
18	深圳LNG调峰接收站配套管道	65	813/610
19	唐山LNG接收站外输管道复线	161	1219/1016
20	威远—荣昌—南川—涪陵	440	711/813/1016

数据来源：《天然气发展“十三五”规划》，东吴证券研究所

钢管量产叠加内部管理能力提升，助力毛利率水平实现飞速提升。油气管道业务毛利率目前主要是受制于较高的固定费用和高额的人工成本，毛利率波动幅度较大，有较大的提升空间。未来随着国内油气管道的建设力度进一步增强，公司钢管产品实现量产，叠加公司精细化管理，降低人工成本提高生产效率，钢管业务毛利率水平有望实现快速提升。

图 8：油气管道业务毛利率提升空间广阔



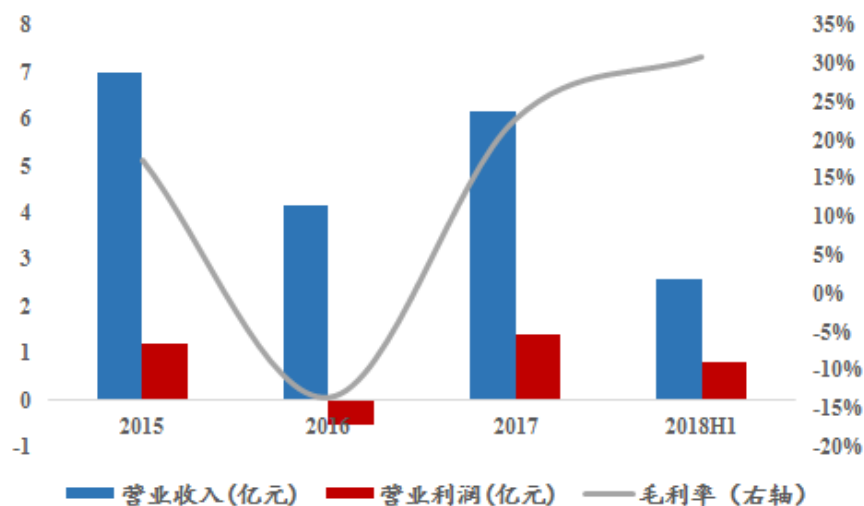
数据来源：wind，东吴证券研究所

3.3. 钻头业务优势突出，纵享行业回暖红利

钻头产品优势突出，毛利率水平持续提升。钻头业务是公司的传统业务之一，旗下江钻公司是亚洲最大的石油钻头制造商。公司能同时生产牙轮钻头和金刚钻头，产品保持研发创新力度，其新产品混合钻头市场表现优异。公司钻头产品产能充足，牙轮钻和金刚钻完全满足保供需求。

钻头产品对市场复苏反应最为敏感，反应速度较快，叠加公司产品强烈的品牌效应，公司未来该业务将纵享行业回暖红利，毛利率水平有望持续提升，维持在较高的水平，持续贡献利润。

图 9：钻头钻具业务毛利率持续提升



数据来源: wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

预计公司 2018-20 年营收 50.7、58.5、67.3 亿元，归母净利润预计为 0.88、2.01、3.48 亿元，EPS 为 0.15、0.34、0.58 元，对应 2018-20 年 PE 62、27、16 倍，维持“增持”评级。

5. 风险提示

国际原油价格变化风险、汇率风险

石化机械三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	5425.2	6291.9	10115.0	11539.0	营业收入	3994.0	5074.2	5849.0	6726.4
现金	231.7	204.5	217.5	217.9	减:营业成本	3184.3	3904.1	4392.9	4956.8
应收账款	2741.2	3268.3	3919.5	4485.5	营业税金及附加	37.5	43.4	56.9	62.0
存货	2326.7	2638.3	3053.5	3472.4	营业费用	256.4	355.5	380.2	403.6
其他流动资产	125.5	180.8	2924.5	3363.2	管理费用	495.0	600.5	593.8	648.6
非流动资产	1571.8	1483.2	1450.1	1300.8	财务费用	95.2	87.2	174.1	257.1
长期股权投资	46.0	46.0	46.0	46.0	加:投资净收益	6.9	0.0	0.0	0.0
固定资产	1341.1	1262.4	1238.1	1096.9	其他收益	103.3	9.9	-21.1	8.0
在建工程	98.7	88.8	80.0	72.0	营业利润	35.8	93.3	230.1	406.2
其他非流动资产	86.0	86.0	86.0	86.0	加:营业外净收支	8.2	10.0	6.0	3.0
资产总计	6997.0	7775.1	11565.1	12839.8	利润总额	44.0	103.3	236.1	409.2
流动负债	5033.6	5726.3	9340.2	10334.9	减:所得税费用	9.3	15.5	35.4	61.4
短期借款	1569.5	2050.5	5039.8	5376.7	少数股东损益	25.3	0.0	0.0	0.0
应付账款	3025.4	3085.0	3692.2	4264.1	归属母公司净利润	9.4	87.8	200.7	347.9
其他流动负债	438.7	590.8	608.2	694.1	EBIT	27.7	180.6	434.2	663.4
非流动负债	64.8	84.3	109.8	128.9	EBITDA	195.2	293.5	531.9	865.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	64.8	84.3	109.8	128.9	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	5098.3	5810.6	9450.0	10463.8	每股收益(元)	0.02	0.15	0.34	0.58
少数股东权益	139.8	139.8	139.8	139.8	每股净资产(元)	2.94	3.05	3.30	3.74
					发行在外股份(百万股)	598.2	598.2	598.2	598.2
归属母公司股东权益	1758.8	1824.7	1975.2	2236.1	ROIC(%)	0.6%	4.1%	6.6%	7.6%
负债和股东权益	6997.0	7775.1	11565.1	12839.8	ROE(%)	0.5%	4.8%	10.2%	15.6%
					毛利率(%)	19.3%	23.1%	24.9%	26.3%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT Margin(%)	0.7%	3.6%	7.4%	9.9%
经营活动现金流	47.7	-394.0	-2831.6	-196.7	销售净利率(%)	0.2%	1.7%	3.4%	5.2%
投资活动现金流	38.3	-92.3	-94.6	-52.8	资产负债率(%)	72.9%	74.7%	81.7%	81.5%
筹资活动现金流	-95.1	459.1	2939.1	249.9	收入增长率(%)	16.0%	27.0%	15.3%	15.0%
现金净增加额	-5.0	-27.2	13.0	0.4	净利润增长率(%)	-101%	833%	128%	73%
企业自由现金流	35.3	-472.1	-2787.8	-33.5					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>