



## 强于大市

## 油服行业跟踪

### 三桶油“七年行动计划”确保油服行业景气度长期向上，目前低估值提供配置良机

《油服行业跟踪——2019年三桶油勘探开发资本开支计划增长20%，国内油服行业将继续强劲复苏》2019-3-25

《油服行业跟踪——页岩气即将跨越盈亏临界点，增产设备和服务迎来最大增长弹性阶段》20190311

《油服行业跟踪——2019年中石油钻完井工作量增速加快，油气田增产设备将继续紧缺》20190214

《油服行业跟踪——非常规勘探开发继续提速+OPEC再减产效果显著，国内油服业绩将持续改善》20190120

《杰瑞股份——2018年利润超预期，增产设备板块功不可没》20190118

《机械行业2019年年度策略》20190104

《油服行业研究系列之三：页岩气勘探开发提速，水平井增产设备与服务迎来第二轮大发展》20180918

《油服行业研究系列之二：我国油气勘探开发提速，石油装备与服务将强力反弹》20180903

《油服行业研究系列之一：油服大底反转，配置时机来临》20180830

《杰瑞股份——坚定油服战略，迎接行业复苏》20180301

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

机械：油田服务

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

陈祥

(8610)66229352

xiang.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519040001

今年年初以来三桶油纷纷制定“七年行动计划”（即2019-2025年），“七年行动计划”将提供足够长时间的油服行业景气向上周期，再结合PE或PB低估值，以及地缘政治对油价影响，我们认为，目前是油服板块配置良机，重点推荐业绩弹性大的杰瑞股份，建议关注PB低估值的中油工程、海油工程、中海油服，国企改革题材的石化机械，具备总包优势的石化油服、安东油服、华油能源，以及关注宏华集团、博迈科、道森股份、通源石油、海默科技、贝肯能源、中曼石油、恒泰艾普等。

- 目前板块处于低估值，提供安全边际。前期受大盘波动、油价波动、业绩兑现等非基本面因素影响，油服板块整体估值下行，个股中杰瑞股份19年PE估值回到20倍，中油工程PB仅1倍，海油工程PB仅为1.1倍，中海油服PB为1.3倍，安东油服PB为1倍，华油能源PB1.2倍，且油服板块市值仍处于长周期历史底部。
- 油服行业大周期复苏步伐没有停顿。尽管有来自2018年四季度油价下行对油服行业景气度的担忧，但至今油服行业订单持续向好，绝大部分油服企业的收入步入2017年二季度以来的持续正增长，利润也已扭亏为盈。而杰瑞股份、安东油服、华油能源等优质民营上市公司收入与利润规模正迅速靠近甚至超越历史最高点。
- 三桶油“七年行动计划”为国内油服行业保驾护航，页岩气及南海油气开发是增量。据中国海洋石油报及搜狐新闻报道，去年以来国家相关部委组织国内油气企业共同研究，形成了未来七年的战略行动计划，如中石油《2019-2025年国内勘探与生产加快发展规划方案》、中海油《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》，明确要提高原油天然气储量，以及要把原油、天然气的对外依存度保持在一个合理范围，三桶油将进一步加大石油天然气的勘探开发资本支出，已具有经济性的页岩气开采及南海深海油气资源开发将成为重要支撑点，油气行业将迎来长景气周期。在将对外依存度降至60%左右的假设下，我国油服市场规模有望从目前4000亿元升至6000-7000亿元。
- 中东地缘政治冲突是短期油价上涨催化剂。尽管美国与伊朗之间尚无法预料其结局，但制裁已造成伊朗原油产量及出口巨幅下降，原油宽松供给的弱平衡状态一旦随着军事冲突发生甚至升级而存在被打破的可能性，从而可能带动油价超预期上涨而成为油服板块短期上涨的催化剂。
- 全球油服产能收缩进入尾声，国内油服市场集中度显著提升。增产技术带来全球原油供给格局的一次变革，油服行业遭遇持续3-4年的周期下行甚至巨亏，Weatherford破产及Schlumberger出售中东钻井业务，代表全球油服产能收缩进入尾声。低油价下油服订单价格缺乏弹性是长期趋势，具备工程经营管理效率和技术优势的增产设备供应商和工程技术服务总包商才能脱颖而出，二线分包油服企业仅能获得行业平均利润率以下的盈利水平，将缺乏竞争力和成长性。
- 投资建议：目前是油服板块配置良机，重点推荐关注低估值的杰瑞股份、中油工程、海油工程、中海油服、安东油服、华油能源，建议关注国企改革预期下的石化机械，以及设备订单弹性较大的宏华集团、道森股份。
- 风险因素：全球经济形势继续恶化导致原油需求低于预期，国际油价超预期大幅下跌影响到油服行业盈利及估值。

### 目前板块处于低估值，提供安全边际

前期受大盘波动、油价波动、业绩兑现等非基本面因素影响，油服板块整体估值下行，个股中杰瑞股份19年PE估值回到20倍，中油工程PB仅1倍，海油工程PB仅为1.1倍，中海油服PB为1.3倍，安东油服PB为1倍，华油能源PB1.2倍。

图表 1. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)	市净率 2018A
					2018A	2019E	2018A	2019E		
002353.SZ	杰瑞股份	买入	22.98	220	0.64	1.16	36	20	8.78	2.62
000852.SZ	石化机械	未有评级	8.79	53	0.02	0.25	388	35	2.97	2.96
600339.SH	中油工程	未有评级	4.26	238	0.17	0.24	25	17	4.21	1.01
600583.SH	海油工程	未有评级	5.58	247	0.02	0.18	309	32	5.18	1.08
601808.SH	中海油服	未有评级	9.51	400	0.01	0.16	641	59	7.24	1.31
300164.SZ	通源石油	未有评级	6.83	31	0.23	0.39	30	18	3.79	1.80
300084.SZ	海默科技	未有评级	5.54	21	0.17		32		4.84	1.15
603800.SH	道森股份	未有评级	13.80	29	0.43		32		4.83	2.86
300157.SZ	恒泰艾普	未有评级	4.97	35	0.04		116		4.65	1.07
002828.SZ	贝肯能源	未有评级	13.17	27	0.22		59		4.68	2.81
3337.HK	安东油田服务	未有评级	0.88	27	0.07	0.13	12	7	0.88	1.00
1251.HK	华油能源	未有评级	0.74	14	0.04	0.09	17	8	0.63	1.19
0196.HK	宏华集团	未有评级	0.60	32	0.02	0.04	39	16	0.77	0.77

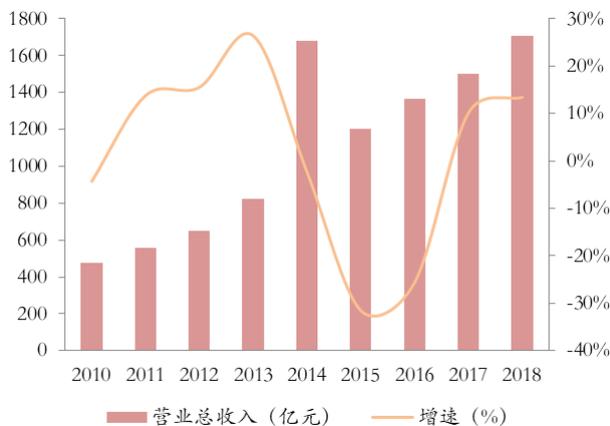
资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日5月16日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

### 油服行业大周期持续复苏

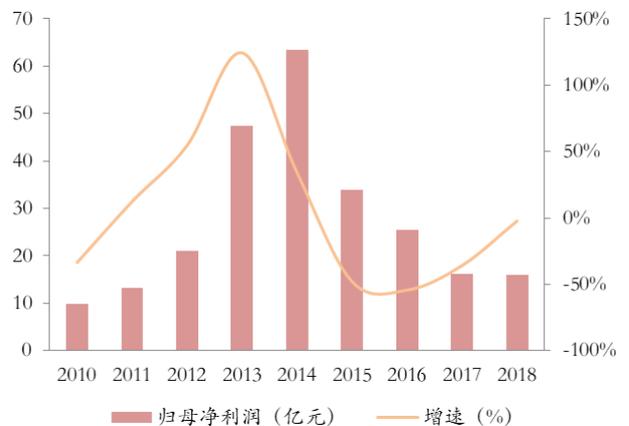
油价中枢上移，18年油服设备行业持续复苏。受益全球油价中枢上移，油服设备行业从2017年开始迎来复苏，营收连续两年实现正增长，2018年实现营业收入1705.4亿，同比增长13.4%，增速相比2017年有所提升，实现归母净利润15.9亿，同比下降2.2%，利润降幅相比17年明显缩窄。

图表 2. 油服行业年度营收及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

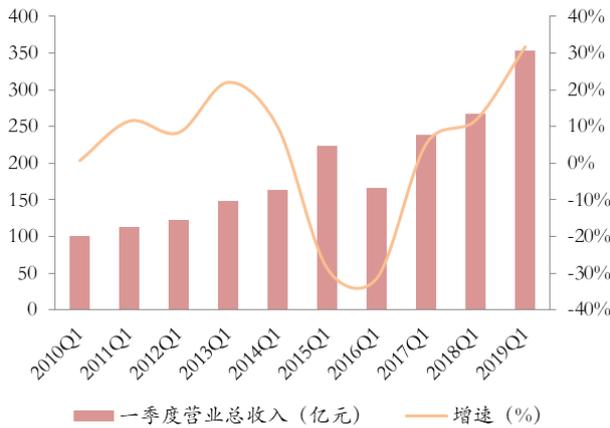
图表 3. 油服行业年度净利润及增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

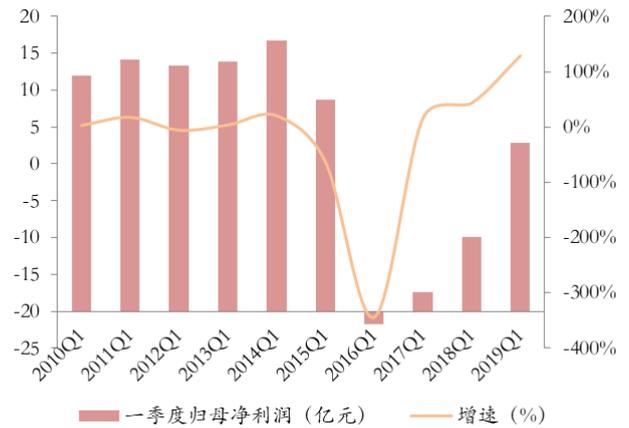
一季度整体趋势仍向上，油服设备业绩弹性大。2019Q1油服设备板块共实现营收353.4亿，同比增长31.8%，归母净利润2.9亿，同比增长128.9%，营收和利润增速均创近十年新高。在我们统计的16家油服设备企业中，大多实现了正增长，并且利润端的增速要远高于营收端增速，像杰瑞股份一季度尽管收入仅同比增长30%，但净利润同比增长225%，油服设备企业具有较大的业绩弹性。

图表 4.油服设备一季度营收及增长情况



资料来源: 万得, 中银国际证券

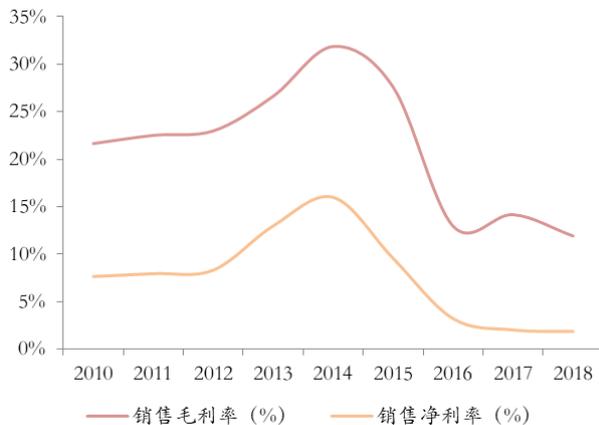
图表 5.油服设备一季度归母净利润及增长情况



资料来源: 万得, 中银国际证券

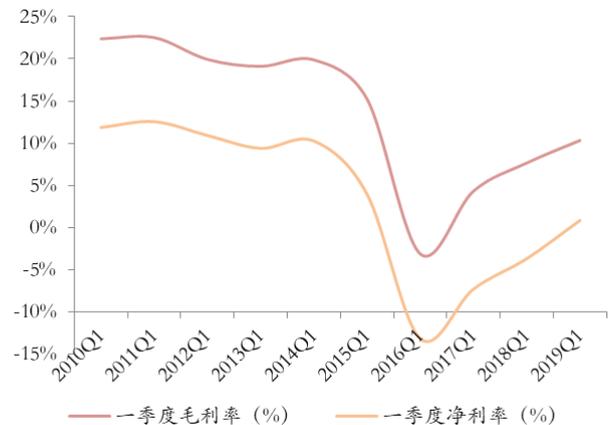
**18年毛利率和净利率继续下探, 19Q1有明显改善。**2018年油服设备毛利率为11.9%, 同降2.3pct, 净利率为1.9%, 同降0.2pct, 毛利率和净利率下滑主要是油气工程建设公司毛利率下降影响所致, 设备类公司毛利率和净利率18年有明显的回升。2019Q1行业毛利率和净利率分别为10.3%、0.8%, 与18Q1相比有明显的提高, 随着油气工程公司毛利率的改善, 19年行业的盈利能力有望进一步提升。

图表 6.油服设备年度毛利率和净利率



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 7.油服设备一季度毛利率和净利率



资料来源: 万得, 中银国际证券

### 三桶油“七年行动计划”为国内油服行业保驾护航

据中国海洋石油报及搜狐新闻报道, 去年以来国家相关部委组织国内油气企业共同研究、形成了未来七年的战略行动计划, 如中石油《2019-2025年国内勘探与生产加快发展规划方案》、中海油《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》, 明确要提高原油天然气储量, 以及要把原油、天然气的对外依存度保持在一个合理范围。为此, 三桶油将进一步加大石油天然气的勘探开发资本支出, 油气行业将迎来长景气周期。



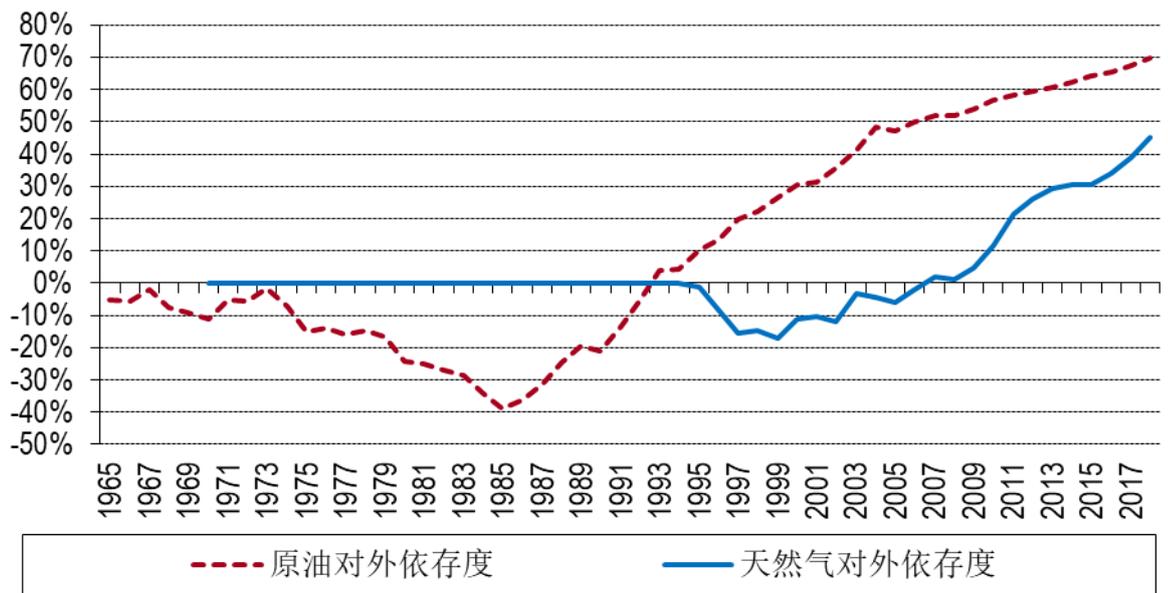
图表 8. 三桶油“七年行动计划”概况

计划名称	其他
中石油 《2019-2025 年国内勘探与生产加快发展规划方案》	2019-2025 年，每年安排 50 亿元用于风险勘探投资
中海油 《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》	到 2025 年，公司勘探工作量和探明储量要翻一番
中石化 未披露	逆转石油进口依赖加剧的趋势，对外依存度有望控制在 60% 左右

资料来源: oilsns.com, sohu.com, www.cnooc.com.cn, 中银国际证券

事实上，三桶油 2018 年原油产量同比增长 0.1%，对外依存度上升至 70%，预计 2019 年增长 1.5%，对外依存度将超过 70%。我国 2018 年天然气产量同比增长 7.5%，对外依存度上升至 45%，预计 2019 年对外依存度将升至 48%-50%。

图表 9. 我国原油和天然气对外依存度 2018 年大幅上升



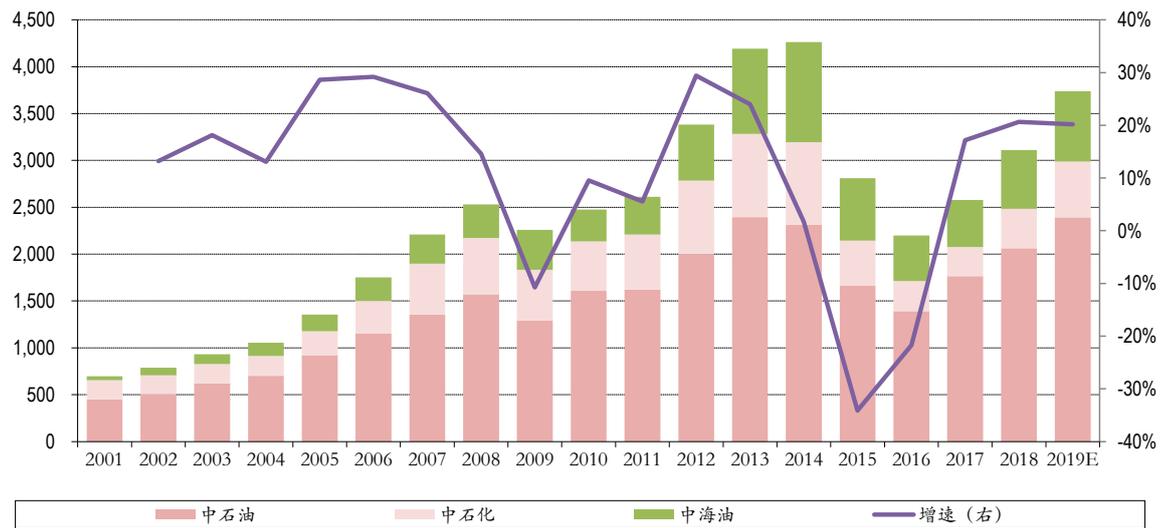
资料来源: 万得, 中银国际证券

三桶油 2018 年勘探开发资本开支同比增长 21%，预计 2019 年增长 20%。根据公告，2018 年三桶油勘探开发资本开支合计 3111 亿元，同比增长 21%，其中，中国石油 2063 亿元，同比增长 17%，超预期完成当年计划，中国石化完成 422 亿元，同比增长 35%，中海油完成 626 亿元，同比增长 25%。展望 2019 年，三桶油勘探开发资本开支计划合计 3688-3788 亿元，同比增长 19%-22%，相当于历史最高水平 2014 年的 4264 亿元的 88% 左右，其中，中国石油计划 2392 亿元，同比增长 16%，中国石化计划 596 亿元，同比增长 41%，中海油计划 700-800 亿元，同比增长 12%-28%。

经我们测算，在将对外依存度降至 60% 左右的假设下，我国油服市场规模有望从目前 4000 亿元升至 6000-7000 亿元，油服市场有望扩大 50%-100%。



图表 10. 2019 年三桶油勘探开发资本开支将维持高增长



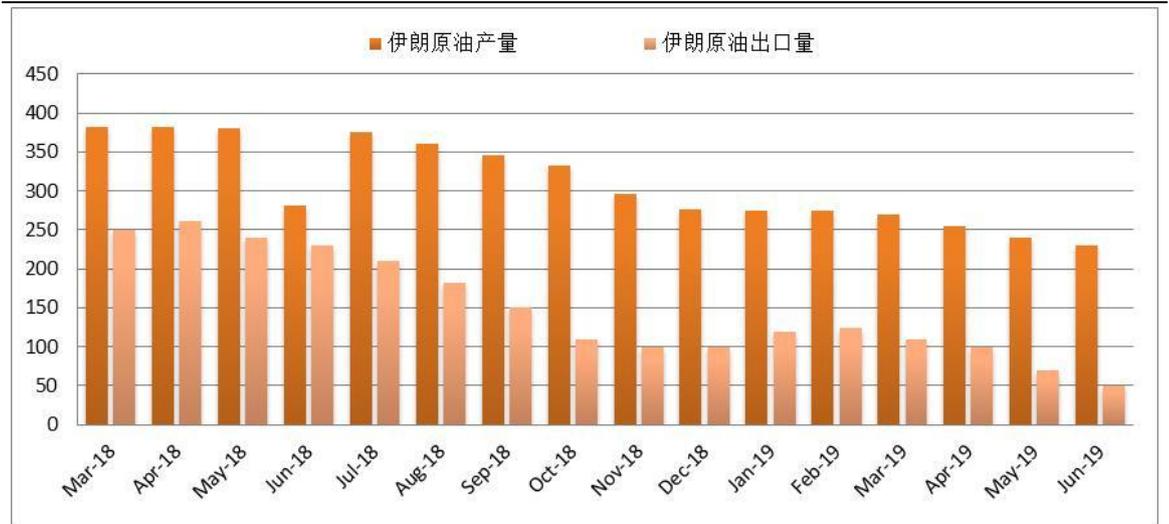
资料来源：中石油、中石化、中海油年报，中海油公告，中石油新闻中心，中银国际证券

### 中东地缘政治冲突是短期油价上涨催化剂

受美国制裁影响，伊朗原油产量从2018年4月份最高382万桶/天，跌至2019年4月255万桶/天，降幅为127万桶/天，预计到2019年6月，伊朗原油产量降至230万桶/天。

伊朗原油出口量也从2018年4月份最高262万桶/天，跌至2019年4月不足100万桶/天，降幅为160万桶/天以上，预计到2019年6月，伊朗原油出口量降至40-60万桶/天。

图表 11. 伊朗原油产量、出口量变化趋势(单位：万桶/天)



资料来源：OPEC，中银国际证券

图表 12. OPEC 减产情况

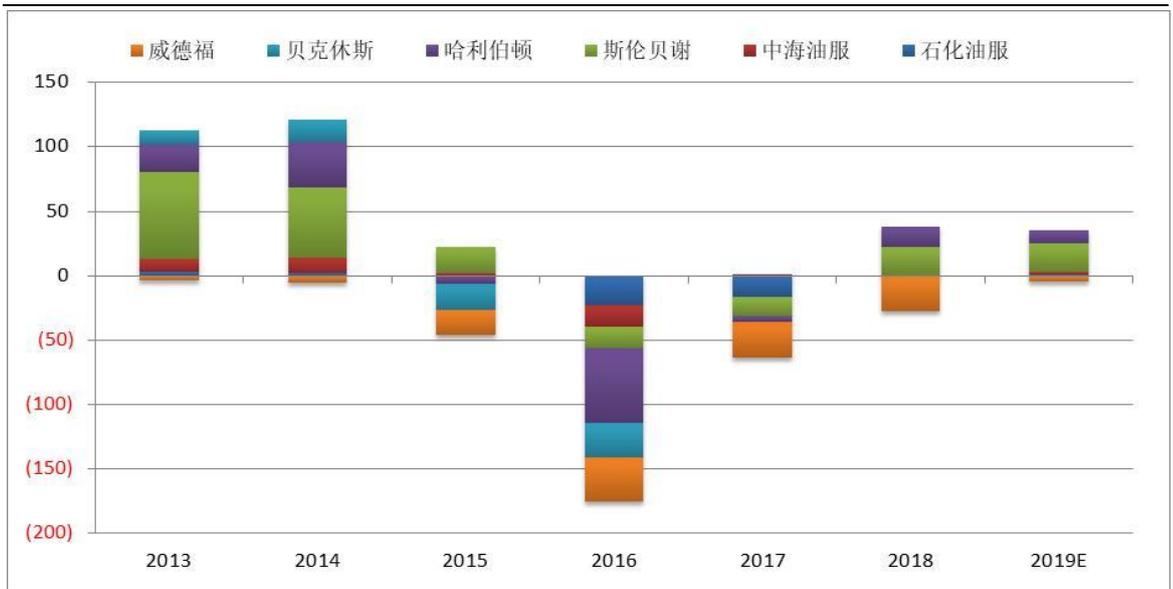
OPEC	2016	2017	2018年10月	2018年11月	2018年12月	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2019年4月
Algeria	1,090	1,043	1,057	1,052	1,050	1,041	1,026	1,018	1,013
Angola	1,718	1,634	1,518	1,521	1,491	1,416	1,457	1,454	1,413
Congo	216	252	322	320	331	310	316	344	335
Ecuador	545	530	523	525	521	515	522	524	528
Equatorial Guinea	160	133	124	125	110	117	126	124	110
Cabon	221	200	187	176	194	193	203	214	186
<b>Iran</b>	<b>3,515</b>	<b>3,813</b>	<b>3,333</b>	<b>2,954</b>	<b>2,758</b>	<b>2,754</b>	<b>2,743</b>	<b>2,698</b>	<b>2,554</b>
Iraq	4,392	4,446	4,654	4,631	4,712	4,669	4,633	4,522	4,630
Kuwait	2,853	2,708	2,764	2,809	2,800	2,710	2,709	2,709	2,697
libya	390	817	1,115	1,104	947	895	906	1,098	1,176
Nigeria	1,556	1,658	1,765	1,736	1,740	1,792	1,741	1,733	1,819
Qatar	656	607	612	615	退出	退出	退出		
Saudi Arabia	10,406	9,954	10,639	11,016	10,562	10,213	10,087	9,794	9,742
UAE	2,979	2,915	3,175	3,246	3,223	3,078	3,072	3,059	3,060
<b>Venezuela</b>	<b>2,154</b>	<b>1,911</b>	<b>1,189</b>	<b>1,137</b>	<b>1,165</b>	<b>1,106</b>	<b>1,008</b>	<b>732</b>	<b>768</b>
<b>Total</b>	<b>32,851</b>	<b>32,621</b>	<b>32,977</b>	<b>32,965</b>	<b>31,604</b>	<b>30,809</b>	<b>30,549</b>	<b>30,023</b>	<b>30,031</b>
剔除豁免国的产量			26,728	27,157	26,734	26,054	25,892	25,495	25,533

资料来源: OPEC, 中银国际证券

### 全球油服行业整体上已扭亏为盈

2015年, 全球有代表性的大型油服上市公司利润出现小幅亏损, 但2016年亏损扩大, 国际四大油服企业总共亏损138亿美元, 而国内的中海油服与石化油服2016年合计亏损40亿美元。2017年总体上还处于缩减亏损阶段, 2018年普遍实现扭亏为盈。

图表 13. 全球大型油服企业近年来净利润变化趋势 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 中银国际证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371