

# 跨过盈亏平衡点，油服龙头再起航

——石化油服首次覆盖报告

首次覆盖报告

郭泰 (分析师)

021-68865595

guotai@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010004

我们认为，2019-2021 年公司作业价格有望提升、精简人员数量促使生产性员工薪酬占比下降、折旧和摊销费用下降促公司整体毛利率维持上升趋势。预计 2019-2021 年石化油服归母净利润 9.13、22.39 和 32.33 亿元、同比增长约 542%、145% 和 44%，首次覆盖给予“推荐”评级。

## ● 全球第四大油服上市公司，营收超 600 亿元将实现盈利

按营收规模，石化油服是排在斯伦贝谢、哈里伯顿和贝克休斯之后的全球第 4 大油服行业上市公司。2018 年公司营收 584 亿元、归母净利润 1.42 亿元、扣非后归母净利润 0.38 亿元，扭转 2016-2017 年亏损 161 和 106 亿元的局面。2019H1 公司新签订单 428.5 亿元、同比增长 24.6%，结合 2019 年前三季度收入增长 28%，预计 2019 年石化油服收入 716 亿元、归母利润 9.13 亿元。

## ● 基于国家能源安全，2020 年三桶油油气开采投资或创新高

2018 年中国石油和天然气对外依存度分别为 70.8% 和 43%，基于国家能源战略安全要求，2019 年三桶油同时增加油气勘探及开采的资本开支，我们预计三桶油合计开支超 3600 亿元、增长超 20%，2017-2019 年连续 3 年实现增长。根据中石油编制《2019-2025 年国内勘探与生产加快发展规划方案》，将加大国内油气勘探开采力度。我们预计 2020 年三桶油用于油气勘探及开采的资本开支合计或超过 4200 亿元、同比增长 17%，投资规模将创历史新高。

## ● 新签订单加速、降本增效或促 2020-2021 年经营效益提升

我们预计 2019 年公司新签订单约 800 亿元、同比增长约 27%，好于 2018 年的 18%。受益于三桶油用于油气勘探及开采资本开支增长的预期和公司良好的海外市场扩展、作业价格提升等，我们预计 2020 年公司新签订单和收入或均超过 20%，预计 2020-2021 年石化油服收入约 856 亿元和 987 亿元。我们分析，石化油服成本中生产性员工薪酬支出和固定资产折旧、摊销费用等占营收比重将降低，作业价格提升、优化人员、折旧摊销占比降低利好公司毛利率提升，预计 2020-2021 年盈利规模有望创历史新高、且快速增长。

## ● 风险提示：油价波动的风险；汇率波动的风险

### 财务摘要和估值指标

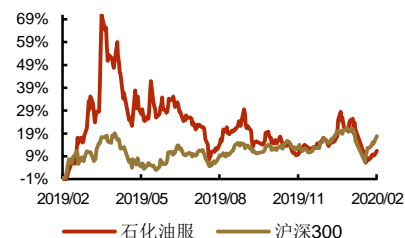
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	48,486	58,409	71,617	85,580	98,725
增长率(%)	13.0	20.5	22.6	19.5	15.4
净利润(百万元)	-10,583	142	913	2,239	3,233
增长率(%)	-34.3	-101.3	542.5	145.3	44.4
毛利率(%)	-5.1	8.7	9.6	10.6	11.5
净利率(%)	-21.8	0.2	1.3	2.6	3.3
ROE(%)	503.0	2.5	13.6	25.1	26.6
EPS(摊薄/元)	-0.56	0.01	0.05	0.12	0.17
P/E(倍)	-3.9	288.7	44.9	18.3	12.7
P/B(倍)	-19.5	7.1	6.1	4.6	3.4

## 推荐 (首次评级)

市场数据 时间 2020.02.17

收盘价(元):	2.16
一年最低/最高(元):	1.9/3.35
总股本(亿股):	135.69
总市值(亿元):	293.1
流通股本(亿股):	120.43
流通市值(亿元):	260.12
近 3 月换手率:	12.41%

## 股价一年走势



## 收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.14	-4.23	-8.44
绝对	-10.0	0.93	13.68

## 相关报告

## 投资要件

### 关键假设

1. 国际原油价格（布油）维持在 50 美元/桶以上；
2. 国家能源战略要求下，2020 年三桶油油气勘探与开采资本开支增长 15%；
3. 公司在国内非中石化市场和国外市场的油服业务扩展顺利；

### 我们区别于市场的观点

1. 市场一些观点认为，国际油价不高将限制国内油公司资本开支增长。

传统观点认为，低油价会使得油公司增加资本开支的意愿减弱，特别是 2019 年以来国际油价中枢较 2012-2013 年有较大的下移。但我们认为，油气开采技术的改进已降低油气公司的作业成本，布油维持在 50 美元以上时多数区域油气田能够实现盈利。而中国在提升能源供应安全的要求下，增加国内油气供应、减缓进口增长是国内油气公司的必然选择，国内油气公司对油价的敏感性较 2012-2013 年降低。以 2019 年为例，尽管 2019 年国际油价均价仍大幅低于 2013 年均价，但三桶油用于油气勘探与开采的资本开支均实现较快的增长。我们预计 2020 年国内三桶油用于油气勘探与开采的资本开支将创历史新高。

2. 市场一些观点认为，公司历史上盈利规模有限，未来也不会有快速增长。

市场一些观点认为，石化油服于 2014 年 12 月完成重大资产重组，2014 年营收约 800 亿元、归母净利润仅 12.4 亿元，即使 2020-2021 年石化油服营收增长、归母净利润较 2019 年的约 9.1 亿元也不会有爆发式增长。我们分析，石化油服成本中规模较大的是生产性员工薪酬支出和固定资产折旧、摊销费用等，但石化油服通过大力优化人员结构 2018 年生产性员工薪酬较 2014 年下降约 22 亿元、固定资产折旧与摊销较 2014 年减少约 19 亿元。我们测算石化油服营收超过 600 亿元将实现盈利，我们预计 2020-2021 年石化油服收入约 856 亿元和 987 亿元，与此同时公司人员结构优化仍将持续进行，2020-2021 年盈利规模有望创历史新高、且快速增长。

### 股价上涨的催化因素

公司 2020 年逐季度业绩超市场普遍预期；中国石化开发开采新油气田；公司获得国内重要油田或海外重要客户大订单。

### 估值和评级

预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 9.13、22.39 和 32.33 亿元，同比依次增长 542%、145% 和 44%，EPS 分别为 0.05、0.12 和 0.17 元；参考可比油服公司 PE 和 PS 估值，首次覆盖给予“推荐”评级。

### 投资风险

油价波动的风险和汇率波动的风险

## 目 录

1、 2020 年全球第四大油气服务上市公司“再起航”.....	5
1.1、 2017 年石化油服位列全球第四大油服上市公司.....	5
1.2、 新签订单加速或促 2019 年收入超 700 亿元.....	5
1.3、 预计 2019 年归母净利润约 9 亿元，油服龙头将再起航.....	6
2、 基于国家能源安全，2020 年三桶油油气开采投资或创新高.....	7
2.1、 2018 年中国对石油和天然气对外依存度均创新高.....	7
2.2、 预计 2019 年三桶油油气勘探与开采开支增长超 20%.....	8
2.3、 预计 2020 年“三桶油”油气投资开采增速有望超 15%.....	9
3、 新签订单加速、降本增效或促 2020-2021 年经营效益提升.....	11
3.1、 新签订单加速或促 2020 年收入增长超 20%.....	11
3.2、 作业价格提升、优化人员、折旧摊销降低利好毛利率提升.....	12
3.3、 预计 2019-2021 年管理费用率下降利好期间费用率下降.....	13
4、 盈利预测与投资建议.....	14
4.1、 预计 2021 年石化油服营业收入或将接近 1000 亿元.....	14
4.2、 预计 2020-2021 年归母净利润 23.4 亿元和 32.3 亿元.....	14
4.3、 参考国际可比公司，首次覆盖给予推荐评级.....	15
5、 风险提示.....	15
5.1、 油价波动的风险.....	15
5.2、 汇率波动的风险.....	15
附：财务预测摘要.....	16

## 图表目录

图 1： 全球油服上市公司中石化油服收入规模位列第四.....	5
图 2： 2014 年石化油服钻井服务收入占比为 49%.....	5
图 3： 2019H1 石化油服新签订单较 2018 年加速增长.....	5
图 4： 2017Q1-2019Q3 石化油服单季度收入加速增长.....	5
图 5： 2017-2019Q3 石化油服收入加速增长.....	6
图 6： 2018 年石化油服钻井服务收入占比为 51%.....	6
图 7： 预计 2018 年石化油服将扭亏为盈.....	6
图 8： 2018 年三大国际油气服务公司扭亏为盈.....	6
图 9： 中国石油消费量持续增长.....	7
图 10： 中国国内石油产量有所下降.....	7
图 11： 中国消费石油对外依存度持续提升.....	7
图 12： 中国天然气消费量增长、对外依存度持续提升.....	7
图 13： 2017-2019 年三桶油勘探及生产资本开支上升.....	8
图 14： 2017-2019 年中石油勘探及生产资本开支上升.....	8
图 15： 2018-2019 年中石化勘探及生产资本开支上升.....	8
图 16： 2018-2019 年中国海油资本开支连续上升.....	8
图 17： 预计 2020 年中国石油产量增加至超过 2 亿吨.....	9
图 18： 2017 年中国国内石油产量三桶油占比超 90%.....	9
图 19： 预计 2020 年中国天然气产量约 2070 亿立方米.....	9
图 20： 2017 年中国国内油气当量产量三桶油占 84%.....	9
图 21： 2016-2017 年三桶油国外油气当量产量占比下降.....	10

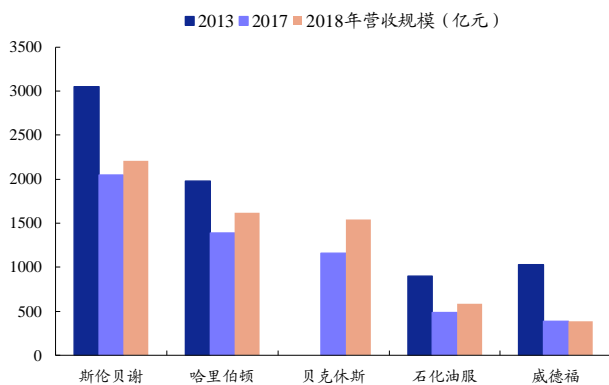
图 22: 预计 2020 年中国油气当量产量约 2771 百万桶 .....	10
图 23: 2017 年三桶油平均油气当量资本开支回升 .....	10
图 24: 预计 2020 年三桶油油气开采资本开支 .....	10
图 25: 2019H1 石化油服新签订单较 2018 年加速 .....	11
图 26: 2016-2019H1 石化油服国内新签订单占比 70% .....	11
图 27: 2019H1 石化油服收入来自中石化占比超 60% .....	11
图 28: 2019H1 石化油服来自中石化订单加速增长 .....	11
图 29: 2017-2019H1 石化油服国内收入加速增长 .....	12
图 30: 2018 年石化油服来自中石油收入超 2014 年 .....	12
图 31: 2019H1 石化油服钻井服务占总收入的 55% .....	12
图 32: 2018-2019H1 石化油服钻井服务均价同比略升 .....	12
图 33: 2018-2019H1 石化油服井下作业均价提升明显 .....	12
图 34: 2019H1 石化油服测录井服务均价同比回升 .....	12
图 35: 2018 年公司员工薪酬和劳务支出占成本 36% .....	13
图 36: 2017-2018 年薪酬及劳务外包占营收比重下降 .....	13
图 37: 2017-2018 年公司员工数量下降、人均产收升 .....	13
图 38: 2018-2019H1 公司折旧和长期待摊费用下降 .....	13
图 39: 2018-2019H1 公司毛利回升但仍低于可比公司 .....	14
图 40: 2018-2019H1 石化油服非研发管理费用下降 .....	14
图 41: 2018-2019Q3 公司期间费用率下降 .....	14
图 42: 2018-2019Q3 石化油服营业利润率略升 .....	14
表 1: 国际主要油气服务上市公司 PE 估值比较 .....	15
表 2: 国际主要油气服务上市公司 PS 估值比较 .....	15

# 1、2020 年全球第四大油气服务上市公司“再起航”

## 1.1、2017 年石化油服位列全球第四大油服上市公司

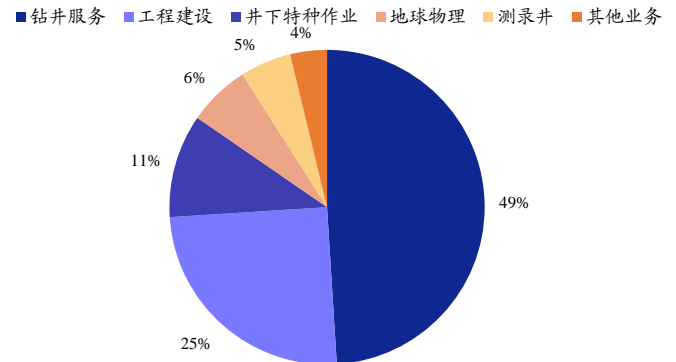
**2014 年 12 月完成重大资产重组。**2014 年原仪征化纤向中国石化出售全部资产与负债、定向回购中石化持有的全部 A 股、定增购买中石化持有的石油工程公司 100%、配套募集资金 60 亿元。2014 年 12 月底完成重大资产重组，主营业务转为油气钻井服务、油气地球勘探、井下特种作业、油气测录井和工程建设，五大业务板块涵盖从勘探、钻井、完井、油气生产和集输到弃井的全产业链。

图1：全球油服上市公司中石化油服收入规模位列第四



资料来源：WIND、新时代证券研究所 注：按 6.73 汇率折算

图2：2014 年石化油服钻井服务收入占比为 49%



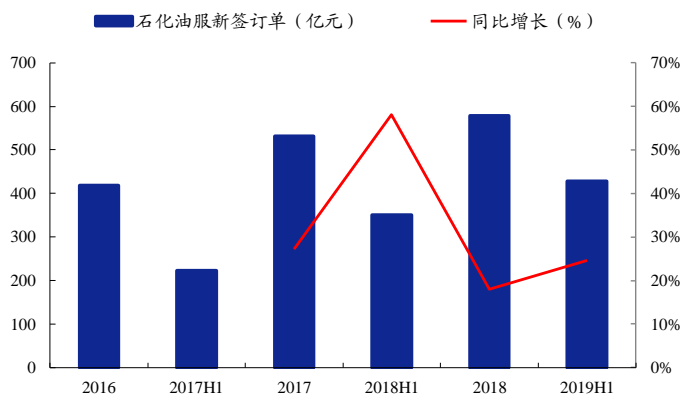
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

**2017 年石化油服超过威德福成全球第四大油服上市公司。**全球油气服务行业经历 2016-2017 年大幅下降后，2017 年随国际油价回升油服行业市场景气有所复苏。按美元兑人民币 6.73 的汇率折算，2017 年全球传统四大油服公司斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯和威德福国际收入依次为 2048、1387、1161 和 383 亿元，2017 年石化油服收入 484.8 亿元超过威德福国际成为全球第四大油服上市公司。

## 1.2、新签订单加速或促 2019 年收入超 700 亿元

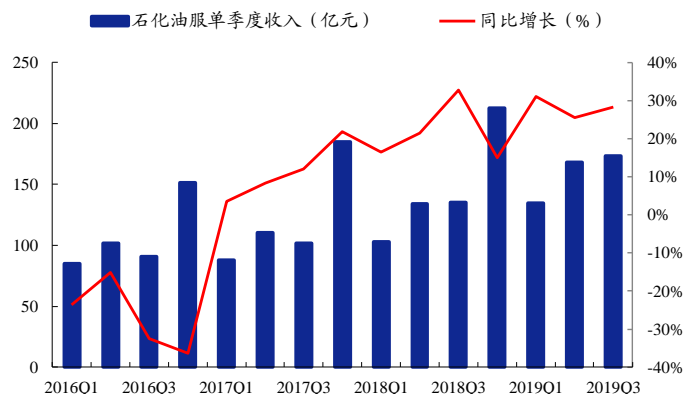
**2019H1 新签订单 428.5 亿元、同比增长 24.6%。**2017-2018 年受益于国内及国际油服务市场复苏，公司新签订单 532 亿元和 628 亿元、同比增 27%和 18%；2019H1 油价中枢稳定促进油公司增加资本开支，同时三桶油资本开支大增，当期公司新签订单 428.5 亿元、同比增长 24.6%，金额达到 2018 年全年的 68.3%。

图3：2019H1 石化油服新签订单较 2018 年加速增长



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

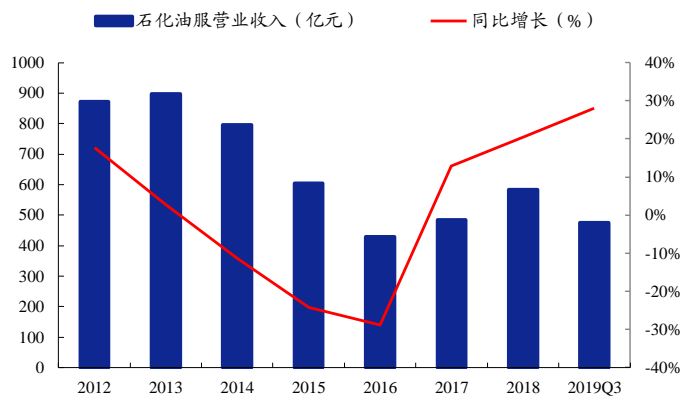
图4：2017Q1-2019Q3 石化油服单季度收入加速增长



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

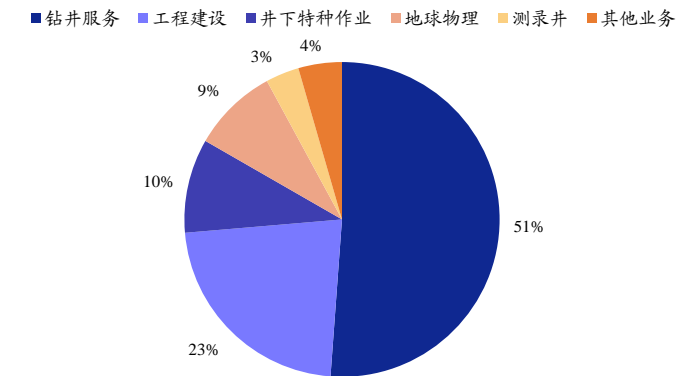
预计 2019 年收入超 700 亿元、连续两年加速增长。受益于 2018-2019H1 公司新签订单 628 亿元和 428.8 亿元，同比增长 18% 和 24.6%，2019Q1-Q3 公司单季度收入增速依次为 31%、25.5% 和 28.2%，较 2017-2018 年的 12.96% 和 20.2% 相比呈加速增长趋势。2017Q4 和 2018Q4 石化油服单季度收入分别为 184.6 亿元和 212.3 亿元，结合石化油服 2019 年前三季度累计收入 476 亿元、同比增长 28%，我们预计 2019 年石化油服收入约 716 亿元、同比增长约 23%，增速超 2017 年和 2018 年。

图5： 2017-2019Q3 石化油服收入加速增长



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图6： 2018 年石化油服钻井服务收入占比为 51%

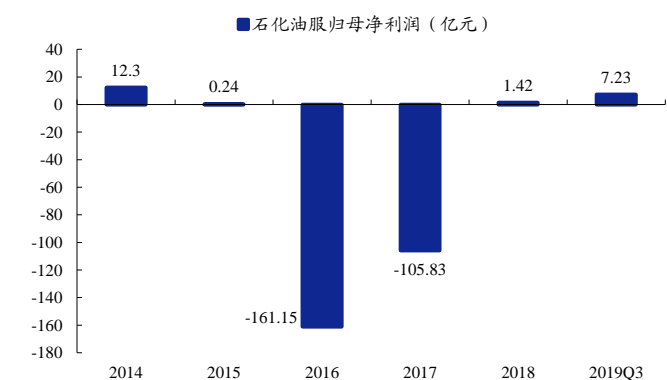


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

### 1.3、 预计 2019 年归母利润约 9 亿元，油服龙头将再起航

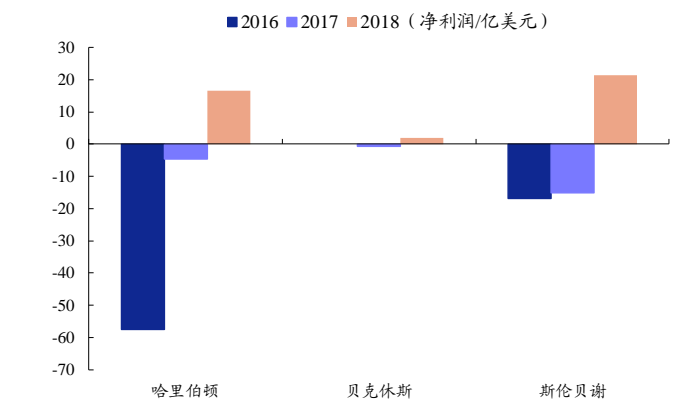
2018 年实现扭亏为盈，预计 2019 年归母净利润约 9 亿元。2018 年油公司上游勘探及开采资本支出增长带动石化油服主要专业工作量增长，石化油服毛利率 8.71%、扭转 2016 年和 2017 年毛利率为负的局面，实现归母净利润 1.42 亿元，2016-2017 年石化油服分别亏损 161 亿元和约 106 亿元。2019 年前三季度石化油服收入同比增长 28%、归母净利润 7.23 亿元，我们预计 2019Q4 单季度仍将维持较快增长，预计 2019 年公司收入约 715 亿元、归母净利润约 9 亿元。

图7： 预计 2018 年石化油服将扭亏为盈



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图8： 2018 年三大国际油气服务公司扭亏为盈



资料来源：WIND、新时代证券研究所

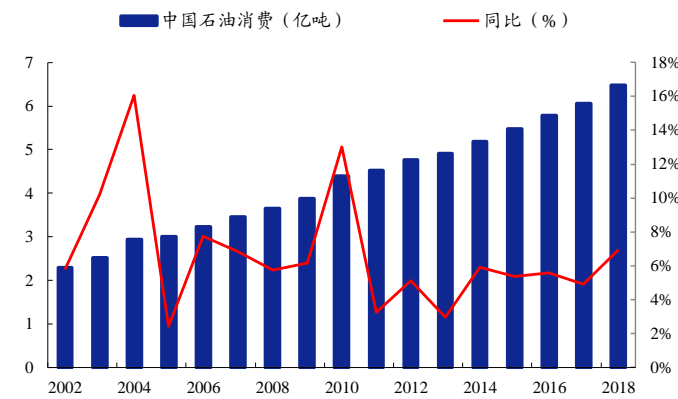
预计 2020 年国内油气服务龙头上市公司再起航。2018 年是石化油服确立经营拐点之年，全球油服巨头盈利水平 2018 年均以实现大幅好转。我们预计 2019 年全球油公司上游勘探及开采资本支出增长 10%。国内在确保油气能源安全要求下，预计 2018-2020 年“三桶油”油气投资复合增速 20%。我们认为，石化油服在经历了 2016-2017 年主动减负，2018 年扭亏为盈和 2019 年营收加速增长，预计 2020-2021 年全球第四大油服上市公司石化油服将“再起航”。

## 2、基于国家能源安全,2020年三桶油油气开采投资或创新高

### 2.1、2018年中国对石油和天然气对外依存度均创新高

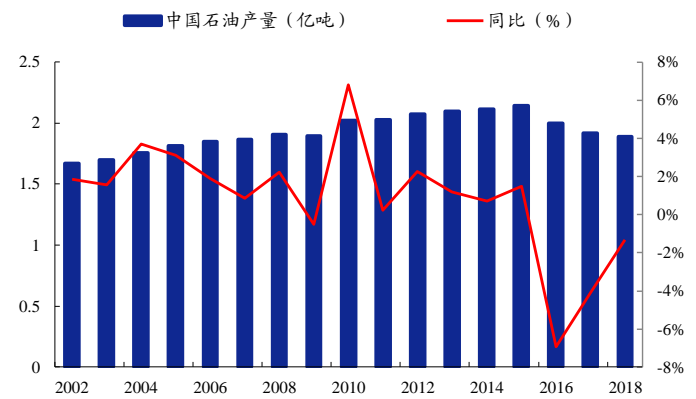
**2015-2018年中国石油表观消费复合增速5.71%**。根据国家统计局数据,中国国内石油表观消费量由2002年的2.29亿吨上升至2018年6.48亿吨,其中2002-2010年石油表观消费复合增速8.15%,2011-2018年复合增速5%,2015-2018年复合增速5.71%;中国石油净进口量由2002年的0.62亿吨上升至2018年的4.59亿吨,2002-2018年复合增速13.58%,2015-2018年复合增速10.52%。

图9: 中国石油消费量持续增长



资料来源: 国家统计局、新时代证券研究所

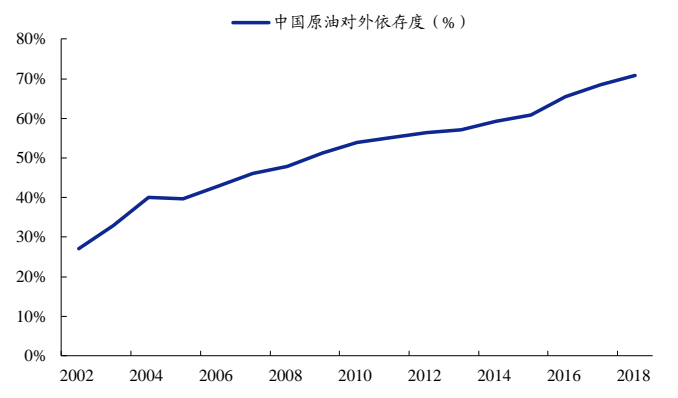
图10: 中国国内石油产量有所下降



资料来源: 国家统计局、新时代证券研究所

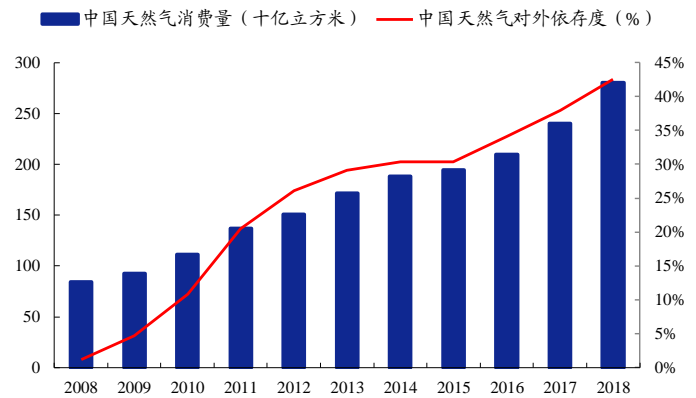
**2016-2018年中国国内石油产量连续三年下降**。国家统计局数据,2002-2015年中国国内石油产量仅2009年小幅略降外,其他年份均实现增长,至2015年石油产量提升至2.15亿吨。2016-2018年中国国内老油田老化、新油田投产不足和上游投资不足,国内石油产量连续3年下降,依次2、1.92和1.89亿吨。

图11: 中国消费石油对外依存度持续提升



资料来源: 国家统计局、新时代证券研究所

图12: 中国天然气消费量增长、对外依存度持续提升



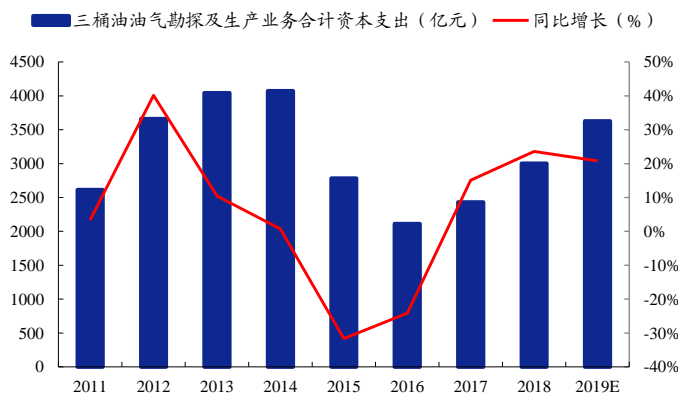
资料来源: 发改委、国家统计局、新时代证券研究所

**至2018年中国石油和天然气对外依存度分别为70.8%和43%**。根据国家统计局数据计算,2015-2018年中国石油对外依存度达分别为60.79%、65.44%、68.41%和70.83%、2016-2018年提升约10个百分点。根据发改委和国家统计局数据,中国天然气消费量由2008年的841亿立方米提升至2018年的2803亿立方米,期间复合增速14.41%,2016-2018年增速依次为7.55%、14.8%和16.6%;至2016-2018年中国天然气对外依存度分别为34%、38%和43%。

## 2.2、预计 2019 年三桶油油气勘探与开采开支增长超 20%

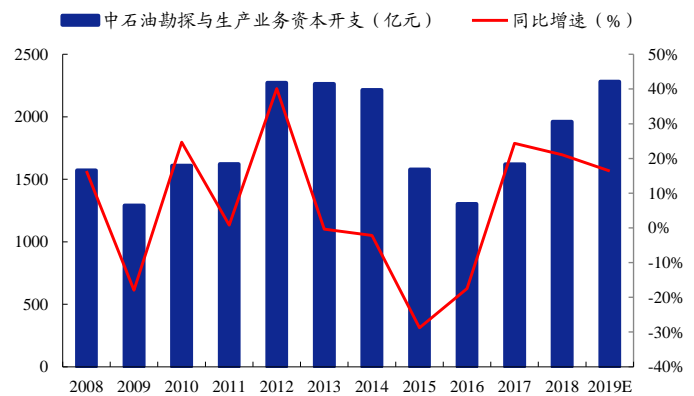
2015-2016 年中国油气上游资本开支连续大幅下降。2014 年 3 月至 2016 年 4 月国际油价的下跌、油气企业盈利受压等抑制了国内油气企业对上游勘探、生产的资本性支出。2015-2016 年中石油、中石化和中海油勘探及生产资本开支合计为 2784 和 2112 亿元，同比依次下降 31.68% 和 21.45%。2015-2016 年三桶油油气上游资本开支的下降是 2017-2018 年中国国内石油产量下降的核心原因之一。

图13: 2017-2019 年三桶油勘探及生产资本开支上升



资料来源: 中石油、中石化、中海油、新时代证券研究所

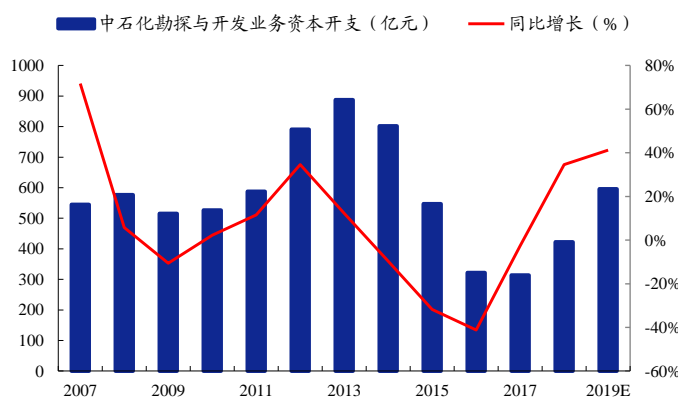
图14: 2017-2019 年中石油勘探及生产资本开支上升



资料来源: 中石油、新时代证券研究所

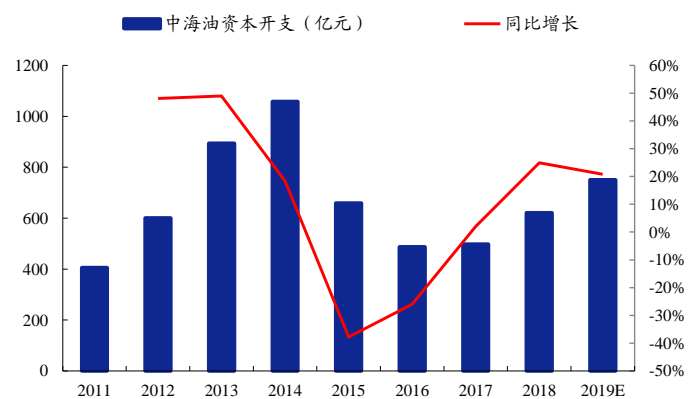
2017 年“三桶油”油气上游资本开支增长 15%，但仅为 2014 年的 60%。2017 年国际油价逐步回暖，中石油、中石化和中海油用于油气勘探及生产的资本开支分别为 1620 亿元 (+25.4%)、313 亿元 (-2.62%) 和 497 亿元 (+2%)，合计 2431 亿元。2017 年三桶油合计资本开支虽然增长 15.1%，但绝对投资额仅为 2014 年 4075 亿元的 59.6%，也低于 2011 年的 2614 亿元和 2008 年的 2561 亿元。

图15: 2018-2019 年中石化勘探及生产资本开支上升



资料来源: 中国石化、新时代证券研究所

图16: 2018-2019 年中海油资本开支连续上升



资料来源: 中国海油、新时代证券研究所

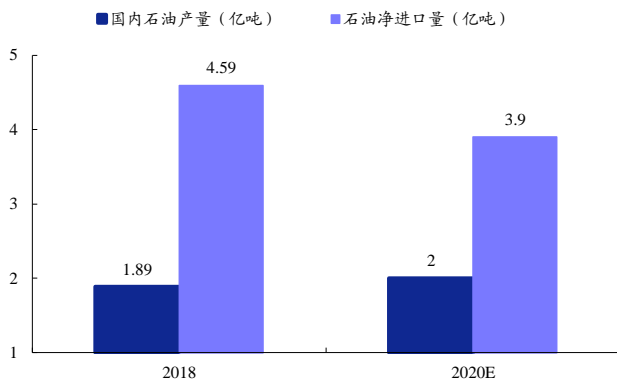
预计 2019 年三桶油用于油气勘探及生产资本开支增长超 20%。中国石油集团召开 2019 年工作会议: 2019 年中石油集团大力提升勘探开发力度, 加快提高油气自给率, 国内勘探开发投资运行方案同比增长 25%。中石化油田板块 2019 年工作会议: 大力提升油气勘探开发力度, 全力实现稳油增气降本, 保障国家能源安全。中国海油预计其 2019 年资本开支预算为 700-800 亿元, 其中勘探、开发和生产资本化支出分别占 20%、59% 和 19%。我们预计 2019 年三桶油用于油气勘探及开采的资本开支合计超过 3600 亿元、增速或与 2018 年的 23.6% 持平, 即 2017-2019 年三桶油油气勘探及生产资本开支连续 3 年实现增长。



### 2.3、预计 2020 年“三桶油”油气投资开采增速有望超 15%

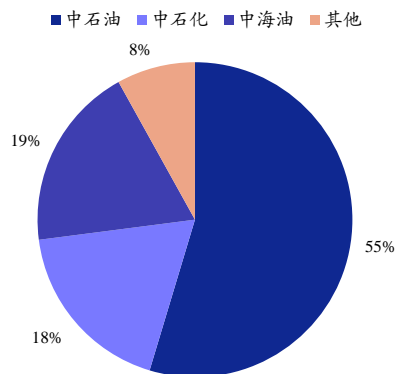
**石油十三五规划：2020 年中国石油产量 2 亿吨以上，净进口量 3.9 亿吨。**根据石油发展规划，十三五期间以能源供给侧结构性改革为主线，加大国内勘探开发力度，构建国内基础稳固、海外布局多元的供给体系，保障石油供应安全。巩固老油田、开发新油田、加快海上油田开发、大力支持低品位资源开发，至 2020 年中国国内石油产量 2 亿吨以上/年，净进口量 3.9 亿吨/年。

图17: 预计 2020 年中国石油产量增加至超过 2 亿吨



资料来源：国家统计局、石油十三五规划、新时代证券研究所

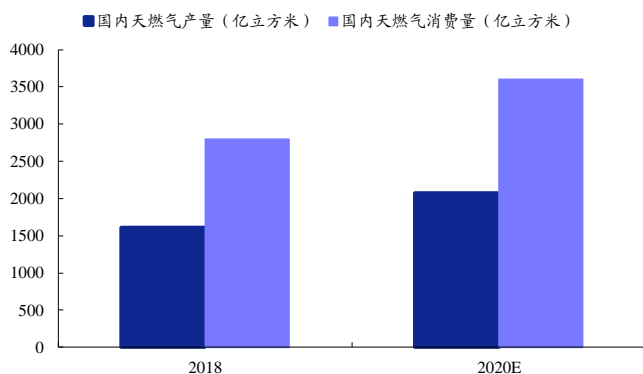
图18: 2017 年中国国内石油产量三桶油占比超 90%



资料来源：中石油、中石化、中海油、新时代证券研究所

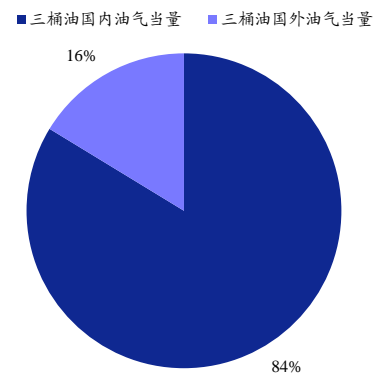
**天然气十三五规划：2020 年中国国内天然气产量 2070 亿立方米。**十三五期间中国将加快常规天然气增产，重点突破页岩气、煤层气等非常规天然气，至 2020 年保障供应天然气 3600 亿立方米，其中国内产量 2070 亿立方米。

图19: 预计 2020 年中国天然气产量约 2070 亿立方米



资料来源：国家统计局、天然气十三五规划、新时代证券研究所

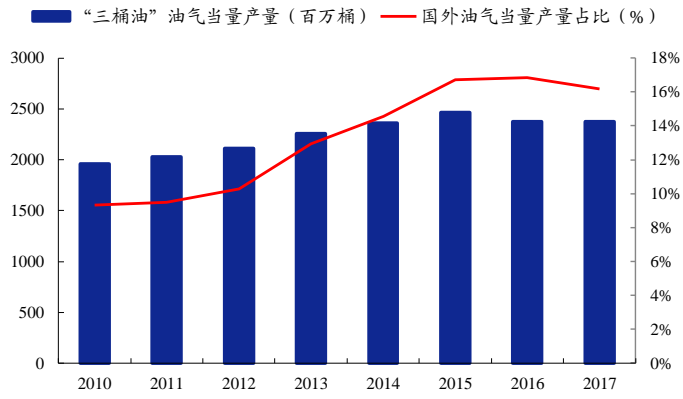
图20: 2017 年中国国内油气当量产量三桶油占 84%



资料来源：中石油、中石化、中海油、新时代证券研究所

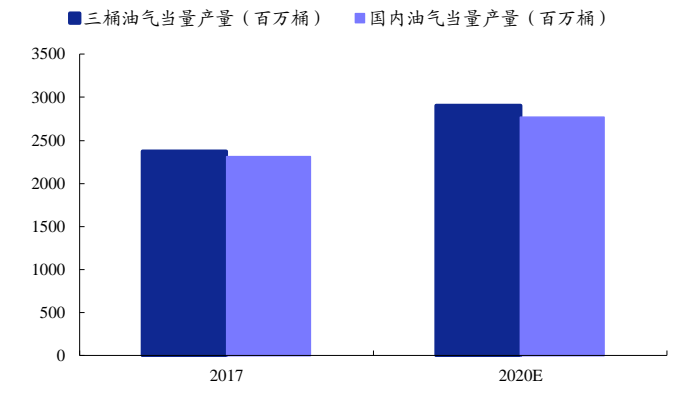
**预计 2020 年三桶油油气当量产量将达到约 2900 百万桶。**根据中石油、中石化和中海油公布数据，“三桶油”油气勘探及生产资本支出由 2009 年的 2242 亿元连续增长至 2014 年的 4075 亿元，复合增速为 12.6%；三桶油油气当量产量由 2010 年的 1959 百万桶提升至 2015 年的 2461 百万桶，复合增速 4.7%。根据中国石油和天然气十三五规划数据，预计 2020 年中国国内油气当量产量约 2771 百万桶，三桶油合计油气产量 2909 百万桶，2018-2020 年三桶油油气当量产量复合增速约 7%。

图21: 2016-2017年三桶油国外油气当量产量占比下降



资料来源: 中石油、中石化、中海油、新时代证券研究所

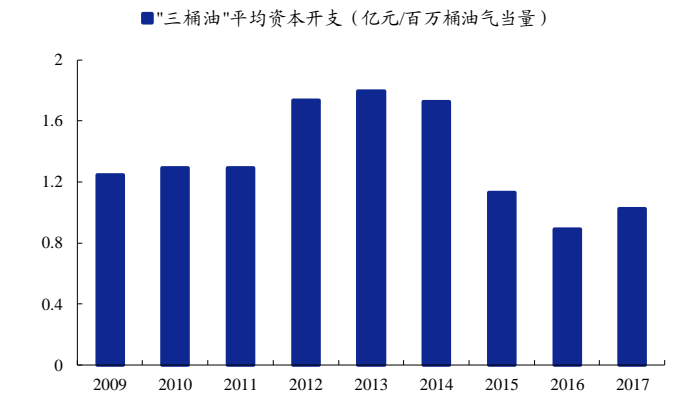
图22: 预计2020年中国油气当量产量约2771百万桶



资料来源: 石油和天然气十三五规划、中石油、中石化、中海油、新时代证券研究所

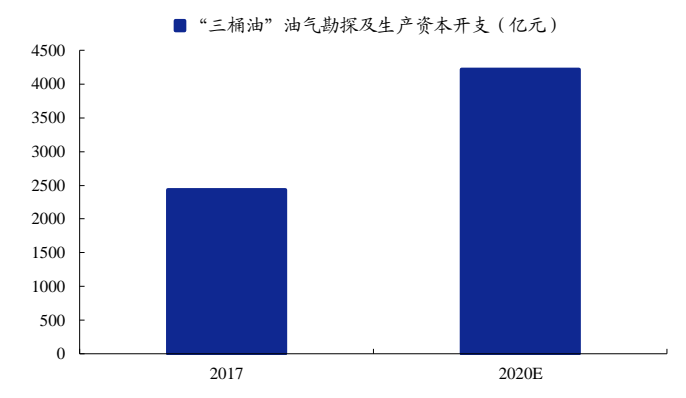
**预计2020年三桶油用于油气勘探及生产资本开支增长超15%。**2020年1月, 中国石油集团2020年工作要求: 全力推动国内油气产量当量迈上2亿吨历史水平; 中国石化集团2020年生产经营重点强调: 稳油增气降本实现新突破; 中国海油预计其2020年资本开支预算为850-950亿元, 其中勘探、开发、生产和资本化支出分别占20%、58%和20%, 2020年中海油净产量目标为5.2-5.3亿桶油当量。2020年1月初国家自然资源部印发《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见(试行)》: 中国将全面开放油气勘查市场, 允许民企、外企等社会各界资本进入油气勘探开发领域。**我们预计2020年三桶油用于油气勘探及开采的资本开支合计超过或超过4200亿元、同比增长17%, 投资规模将创历史新高。**

图23: 2017年三桶油平均油气当量资本开支回升



资料来源: 中石油、中石化、中海油、新时代证券研究所

图24: 预计2020年三桶油油气开采资本开支



资料来源: 中石油、中石化、中海油、新时代证券研究所

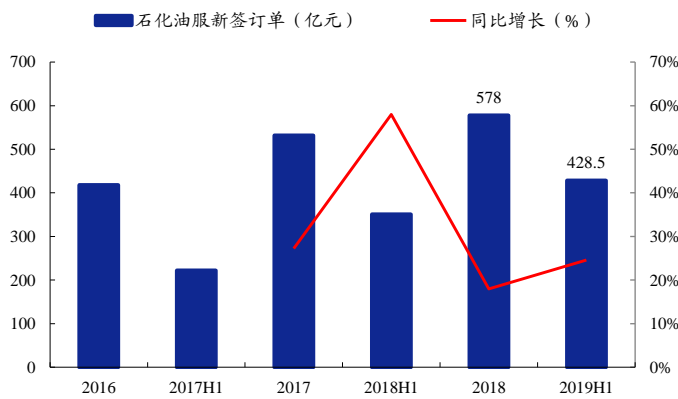
**预计2018-2020年三桶油油气勘探及生产资本支出复合增速约20%。**根据中石油、中石化和中海油公布数据, 2015-2017年三桶油合计油气勘探及生产资本支出增速分别为-31.68%、-24.15%和15.1%, 2017年每百万桶油气当量平均投资为1.02亿元、开始回升, 远低于2013年的1.79亿元/百万桶油气当量。我们预计, 2020年三桶油油气当量产量为2909百万桶、平均百万桶油气当量产量投资1.45亿元, 油气开采总投资4219亿元, 2018-2020年复合增速20.18%。

### 3、新签订单加速、降本增效或促 2020-2021 年经营效益提升

#### 3.1、新签订单加速或促 2020 年收入增长超 20%

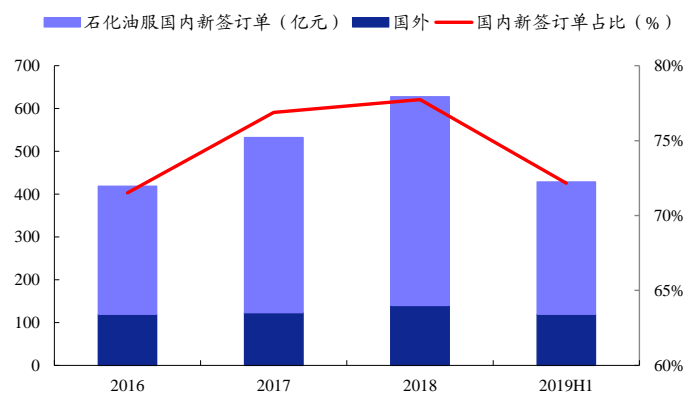
**2019H1 新签订单增长 25%，预计 2019 年新签订单约 800 亿元。**2019 年三桶油加大上游勘探开发资本支出，国内油服市场加快复苏。2019H1 石化油服累计新签订单 428.5 亿元、同比增长 24.6%；其中国内市场新签订单约 309 亿元、同比增长约 32%、占比约 72%，海外市场订单 17.2 亿美元、同比略降 2%。我们预计 2019 年公司新签订单约 800 亿元、同比增长约 27%，好于 2018 年的约 18%。

图25： 2019H1 石化油服新签订单较 2018 年加速



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

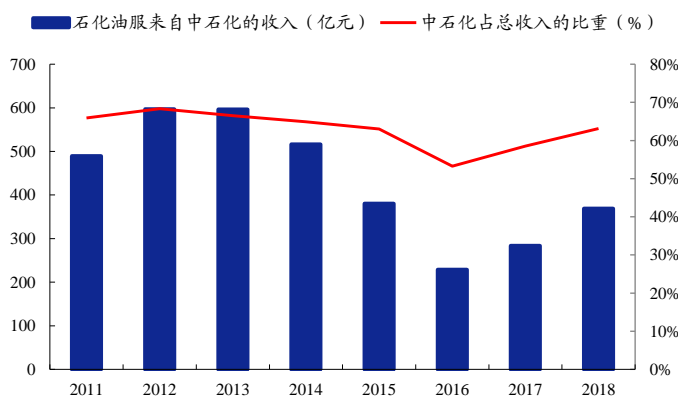
图26： 2016-2019H1 石化油服国内新签订单占比 70%



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

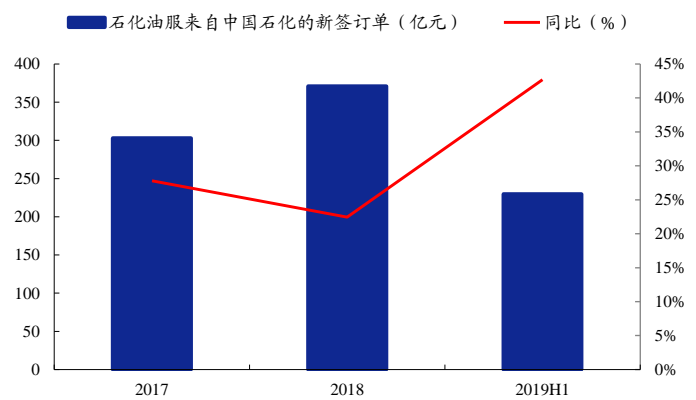
**2019H1 来自中石化订单增长 43%。**石化油服是中国石化的控股子公司，公司自来中国石化的收入一直超过 50%。2018-2019H1 中国石化油气勘探及开发资本开支分别增长 35%和 87%，2019H1 石化油服在中国石化市场新签订单 229.8 亿元、同比增长 42.7%、占比约 54%，增速较 2018 年的 22.4%大幅提升。

图27： 2019H1 石化油服收入来自中石化占比超 60%



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

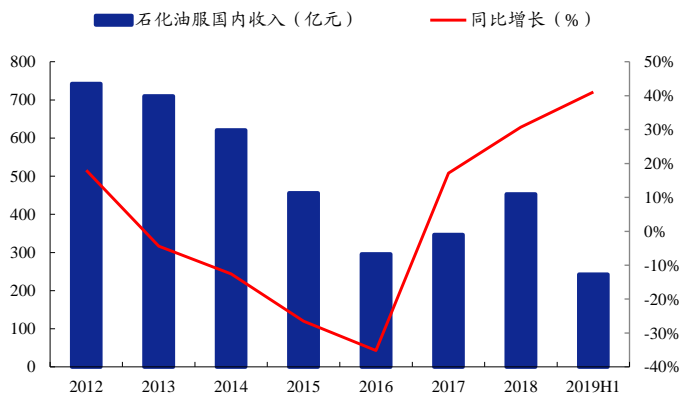
图28： 2019H1 石化油服来自中石化订单加速增长



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

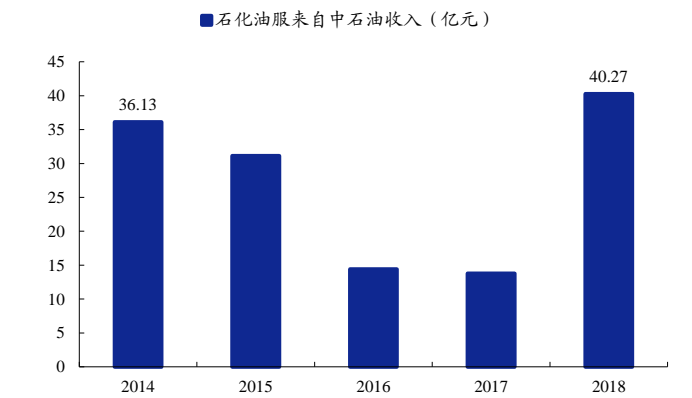
**预计 2020 年石化油服收入增长超 20%。**除中国石化外，石化油服努力开拓国内外市场客户，例如中国石油、中国海油和延长集团等，2017-2019H1 石化油服国内外市场订单依次增长 70.9%、10.4%和 9.2%，2018 年石化油服来自中国石油收入 40.3 亿元，创 2014 年以来的新高。2017-2019H1 石化油服国内市场新签订单依次增长 27.8%、22.44%和 42.7%，受益于此，2017-2019H1 石化油服国内收入依次增长 17.13%、27.52%和 39.64%，呈加速增长趋势。我们预计 2020 年石化油服主营业务收入增长将超过 20%。

图29: 2017-2019H1 石化油服国内收入加速增长



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图30: 2018 年石化油服来自中石油收入超 2014 年

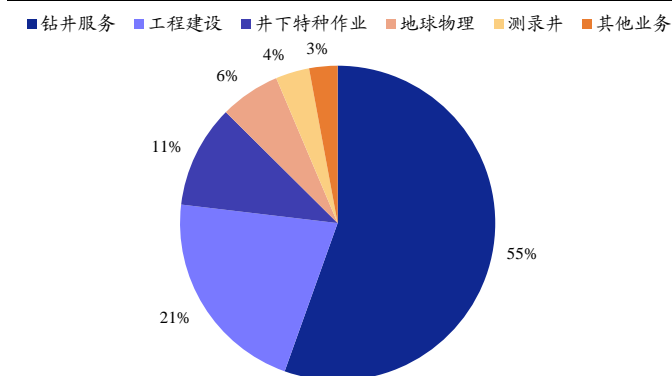


资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

### 3.2、作业价格提升、优化人员、折旧摊销降低利好毛利率提升

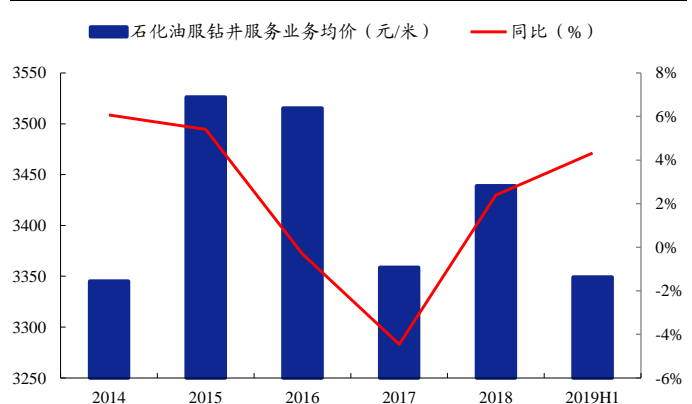
油服作业价格持续回升利好未来收入增长和毛利率提升。2015-2016 年受国际油价波动全球油公司降低资本开支，油服作业价格降。2018 年以来国内在提升国家能源安全战略的要求下，三桶油加大油气勘探资本支出，油服公司作业量逐步回升，设备利用率提升带动油服价格回升。2019H1 石化油服的钻井服务均价增长 4.32%、测录井业务均价同比增长 20.7%、井下特种作业均价同比增长 33.4%，而 2018 年同比增长依次为 2.45%、1.9%和 16.4%。我们预计国内油气勘探开发景气度仍将持续，油服价格回升趋势将维持，有利于未来石化油服营收增长和毛利率提升。

图31: 2019H1 石化油服钻井服务占总收入的 55%



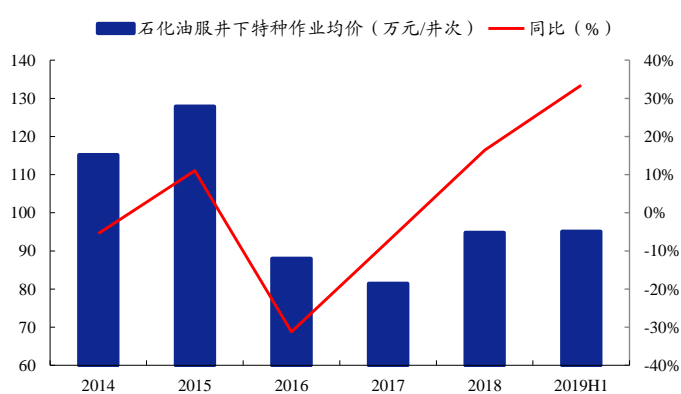
资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图32: 2018-2019H1 石化油服钻井服务均价同比略升



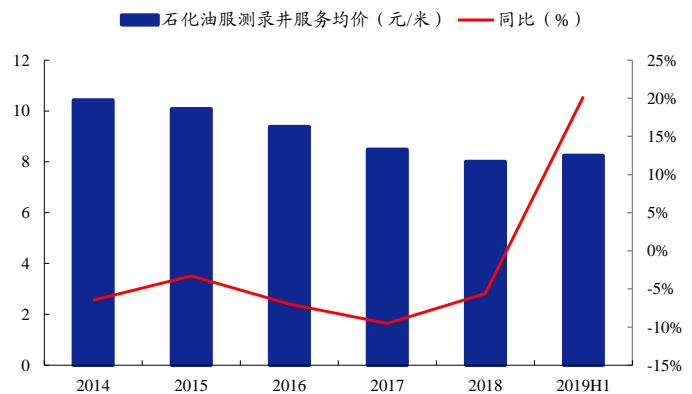
资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图33: 2018-2019H1 石化油服井下作业均价提升明显



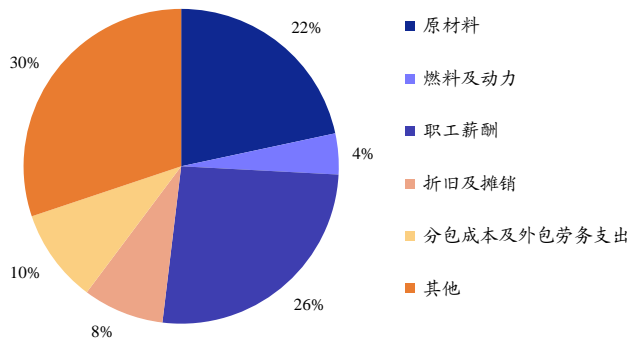
资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图34: 2019H1 石化油服测录井服务均价同比回升



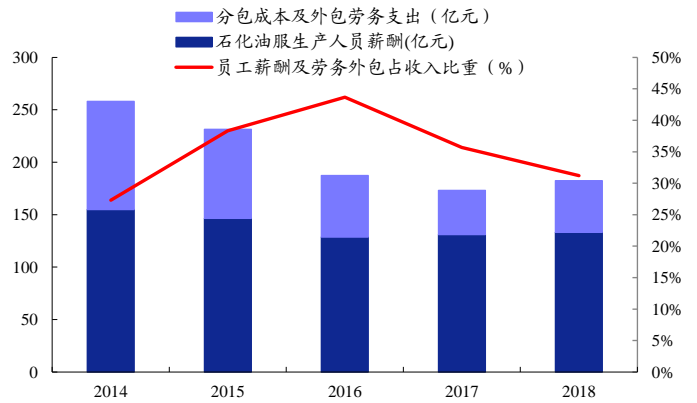
资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图35: 2018年公司员工薪酬和劳务支出占成本36%



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

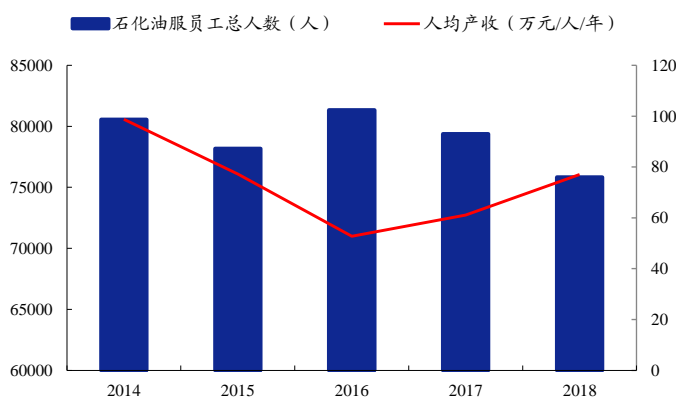
图36: 2017-2018年薪酬及劳务外包占营收比重下降



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

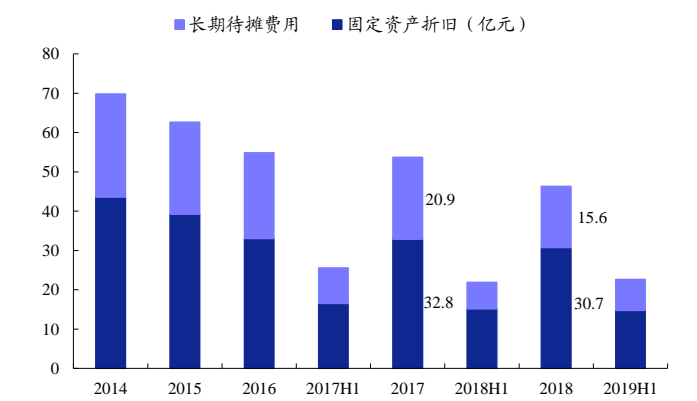
**精简人员数量有利于石化油服毛利率回升。**2018年石化油服生产性员工薪酬和分包及外包劳务支出分别为133亿元和49.2亿元,合计占营业成本的36%、占营业收入的31.2%。2016年以来,石化油服精简机构设置、加快辅助业务瘦身、压减冗余油服队伍,2017-2018年公司员工分别下降1965人和3542人,2018年实现人均产收77万元/人。2019年石化油服持续优化组织结构、队伍结构和业务结构。我们认为精简人员结构有利于未来公司整体毛利率提升,例如2018年石化油服收入增长20.5%、生产性员工薪酬及分包成本及外包劳务合计支出增长5.32%,公司整体毛利率较2017年提升13.85个百分点。

图37: 2017-2018年公司员工数量下降、人均产收升



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图38: 2018-2019H1公司折旧和长期待摊费用下降

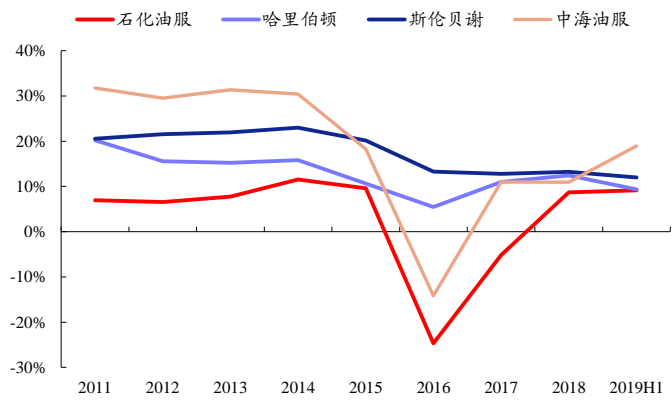


资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

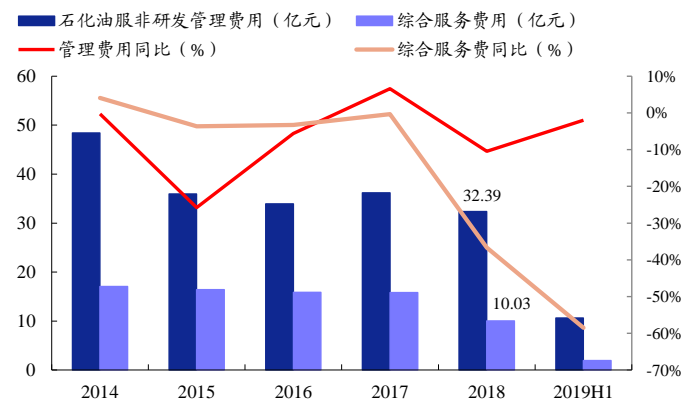
**折旧和摊销费用下降亦有利于毛利率提升。**截止2019Q3石化油服在建工程9.33亿元、较2018年底增加约5.7亿元,固定资产221亿元、较2018年底的238.43亿元减少17.51亿元,长期待摊费用40.76亿元、较2018年底增加3.95亿元,2019年前三季度在建工程和长期待摊费用合计增加9.65亿元,小于固定资产减少的17.51亿元。2018年石化油服折旧和摊销占营业成本的8%,我们预计2020-2021年石化油服固定资产折旧和长期待摊费用下降将有利于其整体毛利率提升。

### 3.3、预计2019-2021年管理费用率下降利好期间费用率下降

2016年以来,石化油服精简机构设置、加快辅助业务瘦身不仅是生产性员工,也涉及到管理人员优化。以2018年为例,石化油服收入增长20.5%,但管理费用(剔除研发费用影响)同比下降10.44%,2019H1收入增长28%、管理费用下降2%。我们认为,随着石化油服管理人员优化推进和综合管理服务费用持续下降,未来公司管理费用率将降低,进而有利于2019-2021年公司期间费用率下降。

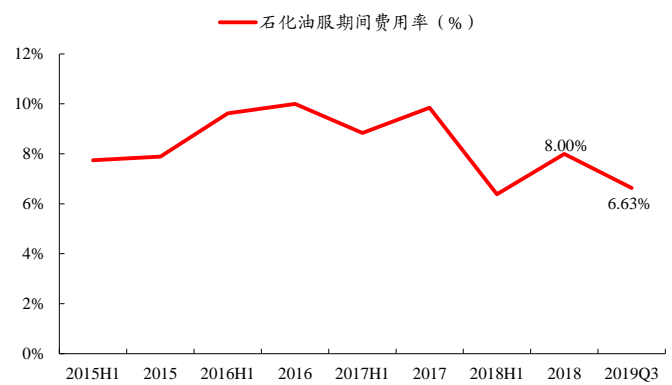
**图39: 2018-2019H1 公司毛利回升但仍低于可比公司**

资料来源: WIND、新时代证券研究所

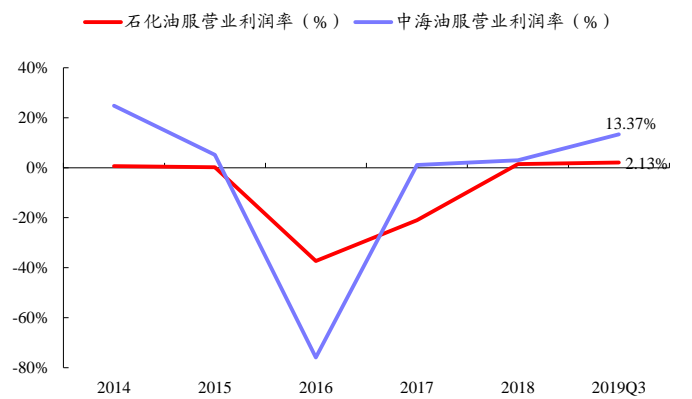
**图40: 2018-2019H1 石化油服非研发管理费用下降**

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

综上所述, 受益于2019年石化油服新签订单加速增长, 油服价格回升、精简人员数量、折旧和摊销费用率下降等有利于毛利率回升, 管理费用率下降利好期间费用率下降, 我们预计2020-2021年石化油服营业利润率将持续提升, 进而带动公司归母净利润爆发增长。

**图41: 2018-2019Q3 公司期间费用率下降**

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

**图42: 2018-2019Q3 石化油服营业利润率略升**

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、预计2021年石化油服营业收入或将接近1000亿元

在国家能源战略要求下, 预计2020年中国油气勘探及开发资本投资仍将较快增长, 其中“三桶油”用于油气勘探及生产资本开支增长超15%, 石化油服海外市场扩展维持较好势头。我们预计2020年石化油服主营业务收入增长将超20%, 预计2021年石化油服收入增长约15%达到987亿元。

### 4.2、预计2020-2021年归母净利润23.4亿元和32.3亿元

我们认为, 2020-2021年石化油服作业价格有望提升、精简人员数量促使生产性员工薪酬占比下降、折旧和摊销费用下降, 预计2020-2021年公司整体毛利率为10.60%和11.50%、维持毛利率上升趋势; 结合管理费用率下降利好期间费用率下降, 预计2020-2021年石化油服归母净利润22.39亿元和32.33亿元、同比增长约145%和44%。

### 4.3、参考国际可比公司，首次覆盖给予推荐评级

按照收入规模，石化油服是全球第四大上市油服公司，我们选取斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯和中海油服作为可比公司，按照 WIND 一致盈利预测，斯伦贝谢、贝克休斯和中海油服 2020 年预期算术平均 PE 为 19.8 倍、2021 年为 18.47 倍。我们预计 2020-2021 年石化油服 EPS 分别为 0.12 和 0.17 元，对应 2020 年 2 月 13 日收盘价的 PE 为 17.98 和 12.45 倍，当前石化油服 PE 估值低于 A 股中海油服。

表1: 国际主要油气服务上市公司 PE 估值比较

公司简称	股价 (美元/元)		EPS (美元/元)				PE			市值 (亿美元/亿元)		
	2020/2/14	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E		2020E	2021E
斯伦贝谢	34.67	-1.08	1.53	-7.32	1.68	2.08	(32)	23	(4.74)	20.64	16.67	480
哈里伯顿	22.19	-0.53	1.89	-1.29			(42)	12	(17.20)			195
贝克休斯	22.08	-0.17	0.45	0.23	1.47		(130)	49	96.00	15.02		227
中海油服	18.29	0.01	0.01	0.54	0.77	0.99	1829	1829	33.87	23.75	18.47	864
算术平均								<b>478</b>	<b>64.94</b>	<b>19.80</b>	<b>17.57</b>	
石化油服	2.12	(0.56)	0.01	0.05	0.12	0.17	(3.80)	283	44.10	17.98	12.45	402

资料来源：斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯和中海油服预测来自 WIND、石化油服预测来自新时代证券研究所

参考国际油气服务公司 PS 估值，2019-2020 年斯伦贝谢、贝克休斯和中海油服算术平均 PS 为 1.54 和 1.56 倍；石化油服 2019-2020 年 PS 估值依次为 0.69、0.56 倍。结合 2020-2021 年油气服务行业继续复苏和石化油服盈利上行，首次覆盖给予“推荐”评级。

表2: 国际主要油气服务上市公司 PS 估值比较

公司简称	股价 (美元/元)	每股收入 (美元/元)				PS			
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
斯伦贝谢	34.67	22.01	23.73	23.80	24.02	1.58	1.46	1.46	1.44
哈里伯顿	22.19	23.62	27.49	25.67	0.00	0.94	0.81	0.86	
贝克休斯	22.08	16.66	22.08	23.01	25.63	1.33	1.00	0.96	0.86
中海油服	18.29	3.65	4.60	6.37	7.73	5.01	3.98	2.87	2.37
算术平均						<b>2.21</b>	<b>1.81</b>	<b>1.54</b>	<b>1.56</b>
石化油服	2.12	2.55	3.07	3.77	4.50	0.83	0.69	0.56	0.47

资料来源：斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯和中海油服预测来自 WIND、石化油服预测来自新时代证券研究所

## 5、风险提示

### 5.1、油价波动的风险

国际原油价格受经济、供给、地缘政治等多种因素影响，虽短期油价波动不影响行业及公司经营趋势，油价大幅向下波动将影响公司股价。

### 5.2、汇率波动的风险

石化油服海外业务占比较高，海外业务多以亿美元计价或结算，人民币对美元汇率波动将会影响到公司收入和利润等。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>31822</b>	<b>32014</b>	<b>41240</b>	<b>47789</b>	<b>51720</b>	<b>营业收入</b>	<b>48486</b>	<b>58409</b>	<b>71617</b>	<b>85580</b>	<b>98725</b>
现金	2538	2203	2135	3589	5327	营业成本	50976	53320	64743	76513	87372
应收票据及应收账款合计	18171	16111	14952	15425	17511	营业税金及附加	383	287	337	415	503
其他应收款	2000	1713	2380	4203	1438	营业费用	60	64	93	86	109
预付账款	425	445	1147	1298	1444	管理费用	4134	3239	3402	3723	4146
存货	7803	1412	15189	17027	19378	研发费用	0	929	1146	1498	1777
其他流动资产	885	10130	5436	6247	6623	财务费用	580	441	831	883	634
<b>非流动资产</b>	<b>30120</b>	<b>28891</b>	<b>25895</b>	<b>25533</b>	<b>24598</b>	资产减值损失	2736	0	107	120	346
长期投资	207	233	319	412	518	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	25584	23843	22133	21661	20736	其他收益	372	733	380	420	350
无形资产	282	237	193	129	61	投资净收益	-13	27	80	83	90
其他非流动资产	4048	4578	3250	3330	3283	<b>营业利润</b>	<b>-10196</b>	<b>852</b>	<b>1332</b>	<b>2804</b>	<b>4213</b>
<b>资产总计</b>	<b>61943</b>	<b>60905</b>	<b>67135</b>	<b>73322</b>	<b>76318</b>	营业外收入	126	459	85	110	145
<b>流动负债</b>	<b>63363</b>	<b>52963</b>	<b>58771</b>	<b>62729</b>	<b>62678</b>	营业外支出	274	795	75	80	105
短期借款	17511	17606	19000	18500	16000	<b>利润总额</b>	<b>-10344</b>	<b>516</b>	<b>1342</b>	<b>2834</b>	<b>4253</b>
应付票据及应付账款合计	29488	27060	28717	30034	30776	所得税	239	374	429	595	1021
其他流动负债	16364	8298	11054	14194	15903	<b>净利润</b>	<b>-10583</b>	<b>142</b>	<b>913</b>	<b>2239</b>	<b>3233</b>
<b>非流动负债</b>	<b>684</b>	<b>2163</b>	<b>1673</b>	<b>1664</b>	<b>1477</b>	少数股东损益	-0	0	0	0	0
长期借款	456	536	414	305	194	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-10583</b>	<b>142</b>	<b>913</b>	<b>2239</b>	<b>3233</b>
其他非流动负债	228	1627	1259	1359	1284	EBITDA	-3872	6255	7298	7270	8751
<b>负债合计</b>	<b>64047</b>	<b>55126</b>	<b>60444</b>	<b>64392</b>	<b>64156</b>	EPS(元)	-0.56	0.01	0.05	0.12	0.17
少数股东权益	-1	0	0	0	0						
股本	14143	18984	18984	18984	18984	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
资本公积	8908	11711	11711	11711	11711	<b>成长能力</b>					
留存收益	-25356	-25229	-24316	-22078	-18845	营业收入(%)	13.0	20.5	22.6	19.5	15.4
归属母公司股东权益	-2103	5778	6691	8930	12162	营业利润(%)	36.3	108.4	56.3	110.5	50.3
<b>负债和股东权益</b>	<b>61943</b>	<b>60905</b>	<b>67135</b>	<b>73322</b>	<b>76318</b>	归属于母公司净利润(%)	-34.3	-101.3	542.5	145.3	44.4
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	-5.1	8.7	9.6	10.6	11.5
						净利率(%)	-21.8	0.2	1.3	2.6	3.3
						ROE(%)	503.0	2.5	13.6	25.1	26.6
						ROIC(%)	-71.6	1.9	6.6	12.5	16.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	103.4	90.5	90.0	87.8	84.1
						净负债比率(%)	-744.4	296.0	273.9	181.5	97.5
						流动比率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
						速动比率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	1.0	1.1	1.2	1.3
						应收账款周转率	2.3	3.4	4.9	5.0	5.3
						应付账款周转率	1.7	1.9	0.0	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	-0.56	0.01	0.05	0.12	0.17
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	-0.31	0.10	0.31	0.40
						每股净资产(最新摊薄)	-0.11	0.30	0.35	0.47	0.64
						<b>估值比率</b>					
						P/E	-3.9	288.7	44.9	18.3	12.7
						P/B	-19.5	7.1	6.1	4.6	3.4
						EV/EBITDA	-14.6	9.3	8.1	7.9	6.0

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>419</b>	<b>-2940</b>	<b>1825</b>	<b>5811</b>	<b>7678</b>
净利润	-10583	142	913	2239	3233
折旧摊销	5457	4704	4896	3373	3578
财务费用	580	441	831	883	634
投资损失	13	-27	-80	-83	-90
营运资金变动	2325	-8416	-4831	-638	257
其他经营现金流	2627	217	97	38	67
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1012</b>	<b>-1174</b>	<b>-1917</b>	<b>-2966</b>	<b>-2621</b>
资本支出	1175	1272	-2774	-610	-963
长期投资	0	0	-86	-26	-106
其他投资现金流	164	98	-4777	-3602	-3690
<b>筹资活动现金流</b>	<b>748</b>	<b>3619</b>	<b>23</b>	<b>-1391</b>	<b>-3320</b>
短期借款	477	95	1394	-500	-2500
长期借款	-307	80	-123	-109	-111
普通股增加	0	4842	0	0	0
资本公积增加	11	2803	0	0	0
其他筹资现金流	568	-4202	-1248	-783	-708
<b>现金净增加额</b>	<b>76</b>	<b>-360</b>	<b>-68</b>	<b>1454</b>	<b>1737</b>



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**郭泰**，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验6年，2017年12月进入新时代证券研究所。2013-2017年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014年新财富军工行业第1名团队成员，2015年新财富机械行业第6名，2016年金牛奖装备制造业第3名，2017年新财富机械行业入围。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>