

机械设备行业

景气改善下的油服公司多维表现探讨

【周末专题 | 景气改善下的油服公司多维表现探讨】

2018 年以来国际原油价格震荡走高，创下近几年新高，布伦特原油价格一度突破 80 美元/桶。油价回暖叠加油气储量补充周期，全球各大区油田服务市场开始复苏，全行业固定资产投资拐点确认。本专题以国际三大油服龙头和成长性独立页岩油企业，与国内的杰瑞股份和安东油服为例，复盘其在历史周期的业绩、股价和估值表现：上游业绩基本滞后于油价，而股价和估值则即时反映油价边际变化，且不同企业的表现又因各自经营特征和成长属性而有所差异。

经济和政策观察：9 月 18 日央广网消息，国务院常务会议要求加大关键领域和薄弱环节的有效投资以扩大内需，按照既不过度依赖投资也不能不要投资，防止大起大落的要求，稳住投资，保持正常增长。参考消息网报道 17 日，特朗普政府宣布新一轮关税政策，自 9 月 24 日起对 2000 亿美元中国输美产品加征 10% 的关税。商务部新闻发言人表示，为了维护自身正当权益和全球自由贸易秩序，中方将不得不同步进行反制。

市场表现分析：本周(9.17-9.21)市场大幅反弹，沪深 300 指数上涨 5.19%，创业板指数上涨 3.26%，申万机械设备板块上涨 2.93%。

机械动态变化：根据工程机械协会的数据显示，2018 年 8 月汽车起重机销量 2697 台，同比增长 60.34%；1-8 月累计销量 22238 台，同比增长 77.92%。2018 年 8 月叉车销量 51626 台，同比增长 22.77%；1-8 月累计销量 40.93 万台，同比增长 27.86%。

机械行业观点与组合：2018 年以来，下游投资的实质回升继续推升机械设备行业的复苏水平。但去杠杆政策的持续推进和贸易争端的不断演化推升了整体的不确定性。当前，下游产业基于自主发展、参与全球竞争的考虑，更加重视核心装备、核心零部件的国产化进程，给机械设备企业带来了新的发展机遇。我们提出“应对不确定性，重视研发技术溢价”。在前述宏观背景下，企业想要把握机遇，更加依赖于内生的、创新性的、轻资产低杠杆的模式。我们认为基于商业化前提进行高强度技术研发、具备新业务拓展经验的优秀装备企业将脱颖而出，获得成长溢价。基于行业需求延续，企业财务改善明显，我们继续给予机械设备行业“买入”的投资评级。

近期推荐组合：三一重工、艾迪精密、恒立液压、天地科技、杰瑞股份、郑煤机、浙江鼎力、拓斯达、埃斯顿、晶盛机电*、龙马环卫*、巨星科技、华测检测、弘亚数控、中国中车；同时我们建议积极关注装备制造细分领域的龙头企业，包括：柳工、海油工程、通源石油、长川科技*、克来机电、杰克股份、中集集团、赢合科技、先导智能、徐工机械等。（标*为联合覆盖）

风险提示：宏观经济变化导致机械产品需求波动；原材料价格上升压制企业盈利能力；汇率变化导致盈利波动；去产能进度不及预期等。

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2018-09-24

相对市场表现



分析师：刘芷君 S0260514030001



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

分析师：罗立波 S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

相关研究：

机械设备行业：从中报看油气 2018-08-26

装备行业复苏

机械设备行业：从微观角度看 2018-08-19

制造业投资的结构变化

机械设备行业周报：政策加码， 2018-08-05

从基建升温看机械行业投资

机会

目录索引

海外油服回顾：以油服龙头与成长性企业为例.....	5
2001-2008 年周期复盘.....	5
2009-2014 年周期复盘.....	10
国内油服回顾：杰瑞股份和安东油田服务.....	16
杰瑞股份.....	16
安东油田服务.....	19
行业近况：持续复苏，展望明年更加积极.....	22
投资建议和风险提示.....	25
行业动态数据跟踪.....	26
风险提示.....	28

图表索引

图 1: 2000-2009 年 WTI 油价 (美元/桶)	5
图 2: 斯伦贝谢营业收入及同比增速	6
图 3: 斯伦贝谢净利润及同比增速	6
图 4: 哈利伯顿营业收入及同比增速	7
图 5: 哈利伯顿净利润及同比增速	7
图 6: 贝克休斯营业收入及同比增速	7
图 7: 贝克休斯净利润及同比增速	7
图 8: 油价与斯伦贝谢股价走势	8
图 9: 油价与哈利伯顿股价走势	8
图 10: 油价与贝克休斯股价走势	8
图 11: 油价与斯伦贝谢估值 (PE) 走势	9
图 12: 油价与哈利伯顿估值 (PE) 走势	9
图 13: 油价与贝克休斯估值 (PE) 走势	9
图 14: 2000-2009 年油价 (年底) 与三大油服企业累计收益率 (年度, 右轴)	10
图 15: 2009-2015 年 WTI 油价 (美元/桶)	10
图 16: 斯伦贝谢营业收入及同比增速	11
图 17: 斯伦贝谢利润及同比增速	11
图 18: 油价与斯伦贝谢股价走势	11
图 19: 油价与斯伦贝谢估值 (PE) 走势	12
图 20: 油价与哈利伯顿估值 (PE) 走势	12
图 21: 2009-2015 年油价 (年底) 与三大油服企业累计收益率 (年度, 右轴)	13
图 22: 美国主要页岩油地区石油产量 (千桶/天)	13
图 23: 美国主要页岩地区油钻机数 (台)	13
图 24: Carrizo 营业收入及同比增速	14
图 25: Carrizo 净利润及同比增速	14
图 26: Carrizo 的石油勘探与生产业务收入	14
图 27: 油价与 Carrizo 股价走势	15
图 28: 油价与 Carrizo 估值 (PE) 走势	15
图 29: 杰瑞股份营业收入及同比增速	16
图 30: 杰瑞股份归母净利润及同比增速	17
图 31: 杰瑞股份累计收益率与市场累计收益率 (以 09/12/31 为基点)	17
图 32: 油价与杰瑞股份股价	18
图 33: 油价与杰瑞股份估值 (PE TTM)	18
图 34: 安东油田营业收入及同比增速	19
图 35: 安东油田归母净利润及同比增速	19
图 36: 油价与安东油田服务股价走势	20
图 37: 油价与安东油田服务估值 (PE) 走势	20
图 38: 安东油田服务累计收益率与市场累计收益率 (以 08/12/31 为基点)	20
图 39: 国内“三桶油”勘探开发业务资本支出	21
图 40: 安东油田服务的营业收入分地区占比	22
图 41: 近期国际油价	22

图 42: 全球石油公司资本支出 (十亿美元)	23
图 43: 国内“三桶油”勘探开发资本开支 (亿元)	24
图 44: 油服及装备上市公司 2018H1 订单及收入情况.....	24
图 45: 挖掘机销量 (台) (2018.08)	26
图 46: 挖掘机开机小时数 (2018.07)	26
图 47: 汽车起重机销量 (台) (2018.08)	26
图 48: 叉车销量 (台) (2018.08)	26
图 49: 石油与天然气开采业固定资产投资完成额 (亿元)	27
图 50: 北美活跃钻机数 (座)	27
图 51: 金属集装箱产量 (立方米)	27
图 52: 工业机器人产量 (台/套)	27

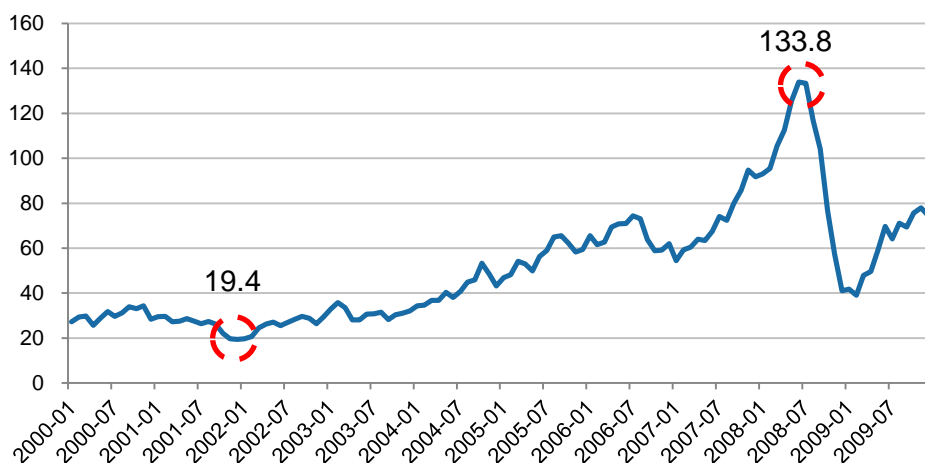
海外油服回顾：以油服龙头与成长性企业为例

2001-2008 年周期复盘

油价在2001-2008年内表现出一个完整的周期。2001年下半年，油价走低触底，在01年底、02年初回升，进入油价的上行周期，在2006年有小幅回落，但随后继续强势上涨，直至2008年冲高到130美元/桶以上。之后伴随多重因素出现断崖式下跌，形成一轮周期。

综合来看，油价由供需关系决定，而供需关系往往由多重因素影响，尤其是全球经济环境、政治局势等。2001年，受欧佩克和非欧国家（主要为俄罗斯）的石油产量增加与美国经济疲软的影响，再叠加911事件的信心低落，油价处于底部。而在2002年至2008年上半年，欧佩克产量的不稳定导致原油的供不应求，油价持续上升，其中有许多事件的催化，如委内瑞拉的罢工事件、伊拉克战争爆发、美国和亚洲经济的向好，2005年飓风季对墨西哥湾炼油厂造成的损失、英国能源公司的炼油厂事故等。2006年下半年的油价下行则是由于地缘政治风险的缓和，叠加美国原油库存的上升。在2008年，油价下行也经历了多个过程，7月美国解除海上钻井禁令，美伊关系缓和，金融危机持续发酵直至9月雷曼兄弟倒闭，使油价在年底跌落至30-40美元/桶。

图1：2000-2009年WTI油价（美元/桶）



数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

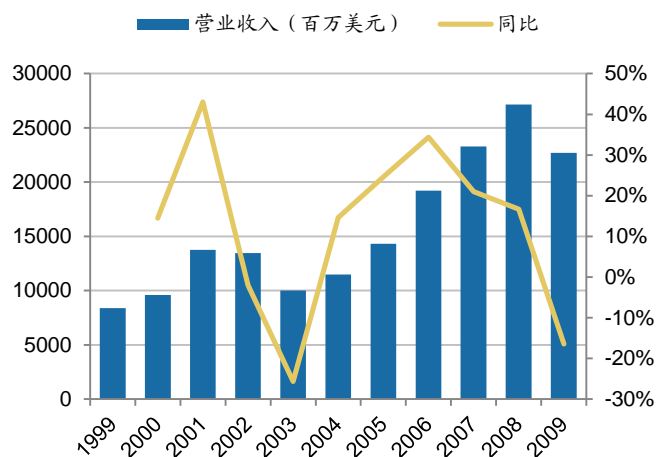
在此轮周期中，国际三大油服龙头企业的业绩表现有一定差异，但股价均表现出与油价的同步性。

业绩方面，由于油价对资本开支的传导需要一定时间，所以油服企业的营业收入和利润表现出对于油价的滞后性。2001年下半年，油价处于低位，2002年，油价明显回升，而三大油服企业普遍在2002年达到营收和利润的低点。

斯伦贝谢最为典型。在2002年营收同比下降25.7%，净利润大额亏损，而在2003年，

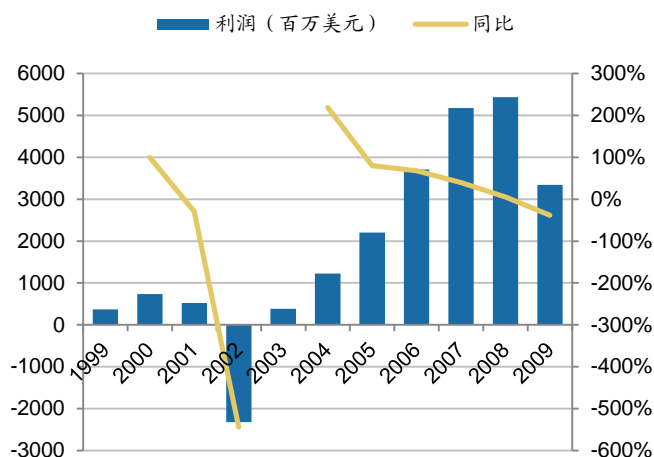
营收增速和净利润明显好转，随后业绩伴随油价上行持续向好，在2008年达到营收和利润的高点，在2009年又有所回落，同样体现出油服企业业绩表现对油价周期的滞后性。（2008年油价虽然经历急速的下落，但是2009已经开始回升，WTI油价年底接近80美金/桶，所以在2009年资本开支的削减幅度实际是比本轮油价小很多的。）

图2：斯伦贝谢营业收入及同比增速



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

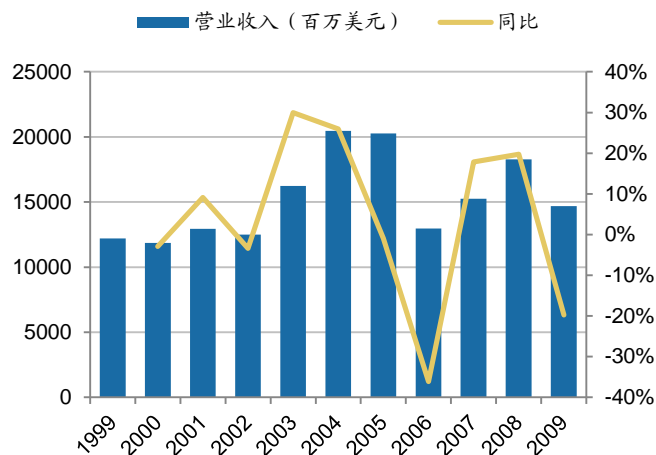
图3：斯伦贝谢净利润及同比增速



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

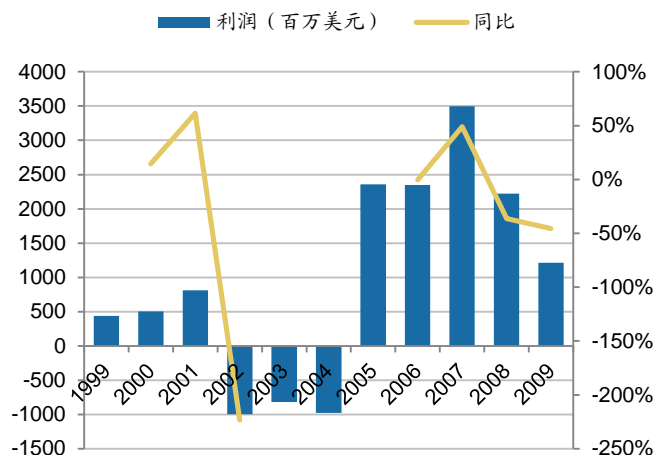
哈利伯顿和贝克休斯总体业绩也表现为略滞后于油价，但波动性明显高于斯伦贝谢。典型表现可以参考2006年：2006上半年，油价在地缘政治、汽油供应短缺、飓风频繁等利多因素配合下，从年初的64美元/桶一直上升到7月份最高时的80美元/桶；随后，美国中期选举、高库存、经济放缓、暖冬等因素作用下油价开始迅速回落，下探55美金/桶，直到OPEC两次减产撑住油价。2006年下半年的油价回落影响了哈利伯顿和贝克休斯的业绩，导致哈利伯顿在2006年营收大幅下滑，利润没有增长，贝克休斯在2007年的净利润大幅下滑。而斯伦贝谢则在2006年和2007年保持了收入和净利润的增长，显出较高稳定性。

图4: 哈利伯顿营业收入及同比增速



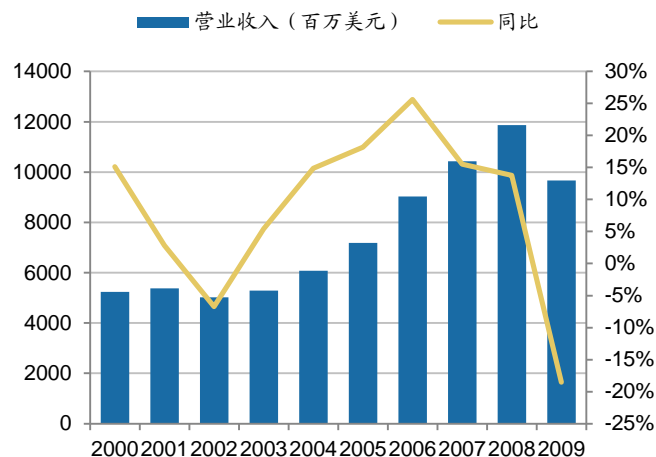
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图5: 哈利伯顿净利润及同比增速



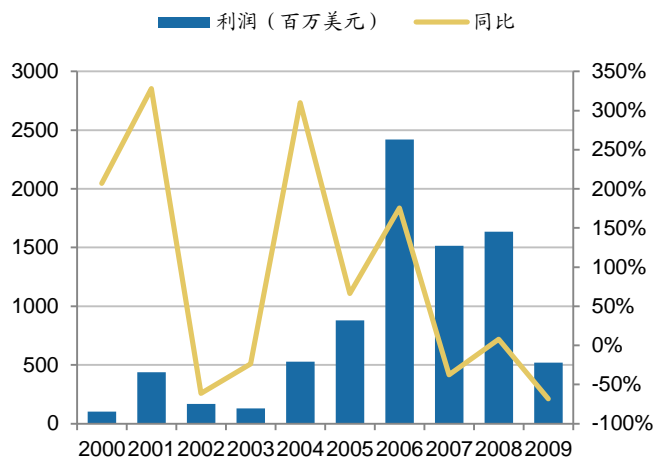
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图6: 贝克休斯营业收入及同比增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

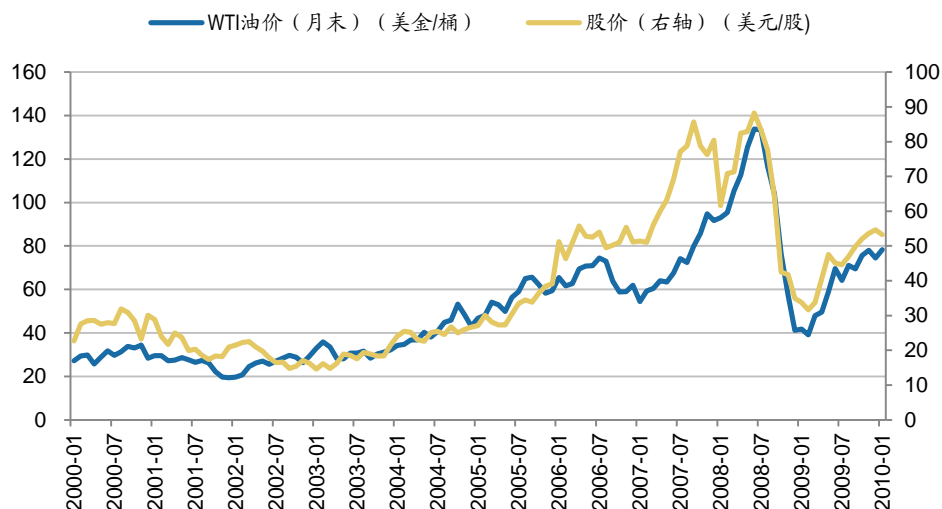
图7: 贝克休斯净利润及同比增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

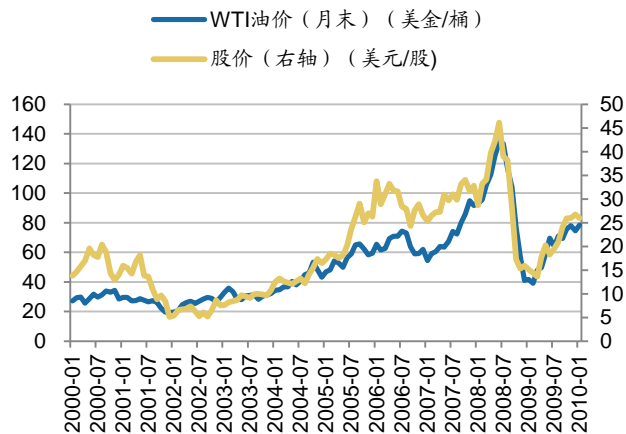
油服企业的股价表现与油价体现出极高的相关性。从油价与三大油服企业的股价走势来看，自2001年至2008年，股价基本伴随着油价，在波动中持续上升。期间，油价回落会引发油服企业股价的回落。三大企业在2007年10月份之后的一致下跌主要是由于金融危机开始显现，美股市场熊市开启，标普500显著走弱，但油价的持续高涨给予了投资者相当的信心，推动股价在2008年6月冲高。而油价的迅速下跌则在金融危机的背景下放大了股价下跌的空间，导致三大油服企业的股价在2008年下半年直线下跌。

图8: 油价与斯伦贝谢股价走势



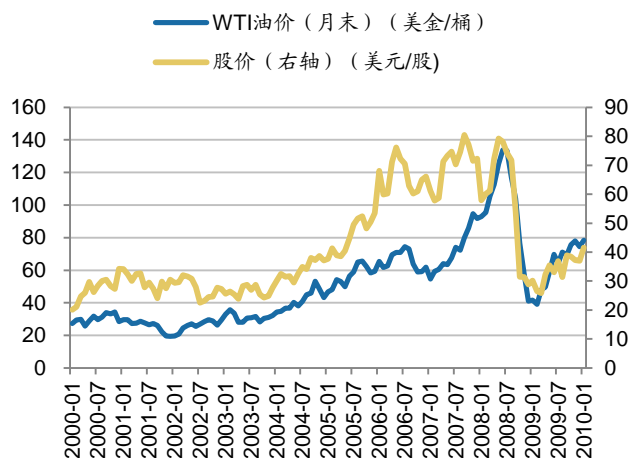
数据来源: Bloomberg, EIA, 广发证券发展研究中心

图9: 油价与哈利伯顿股价走势



数据来源: Bloomberg, EIA, 广发证券发展研究中心

图10: 油价与贝克休斯股价走势

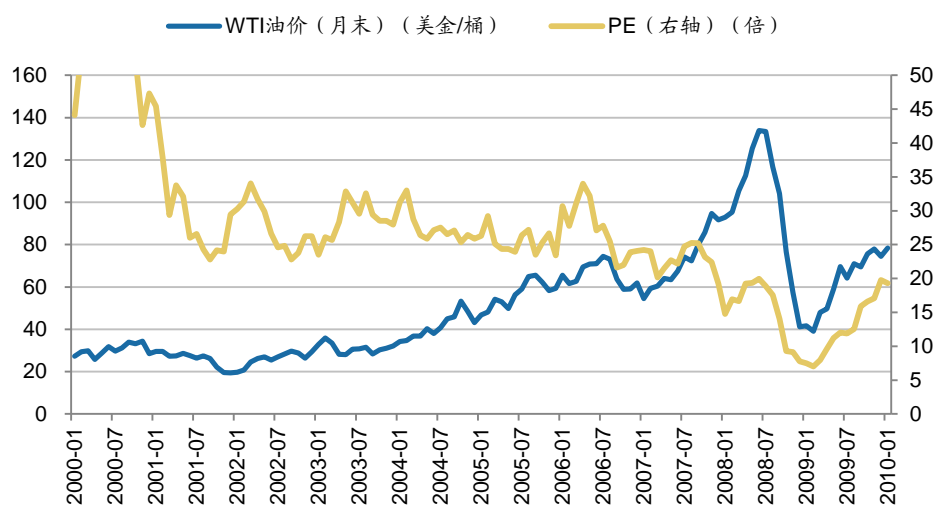


数据来源: Bloomberg, EIA, 广发证券发展研究中心

估值相对油价的变化则相对复杂。总体而言,本轮周期的估值特征为在油价上升初期估值和业绩出现戴维斯双升,代表了投资者对于未来预期的乐观态度,但随着油价逐渐升高,估值会持续下降,主要是油服公司业绩高速增长,同时预期开始有所分化。谢伦贝谢、哈利伯顿与贝克休斯在2001至2008年的长周期中均表现出这一特征。

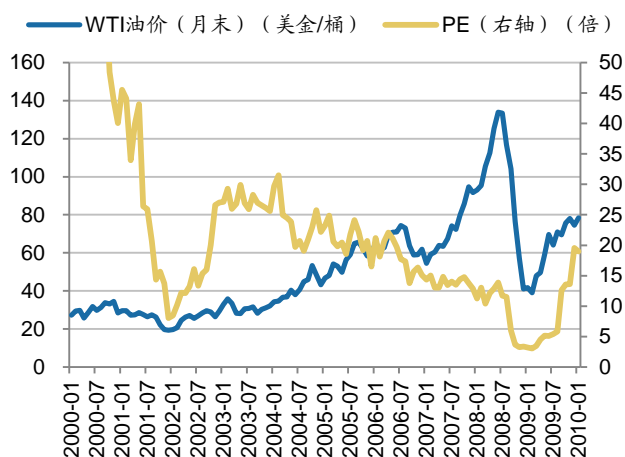
油价拐点往往也是估值拐点,是估值特征的印证。三大油服企业在2001年的油价触底回升后均表现出估值的迅速上升,而在2008年油价下行后迅速跌落,同时2009年油价拐点也是估值拐点。

图11: 油价与斯伦贝谢估值 (PE) 走势



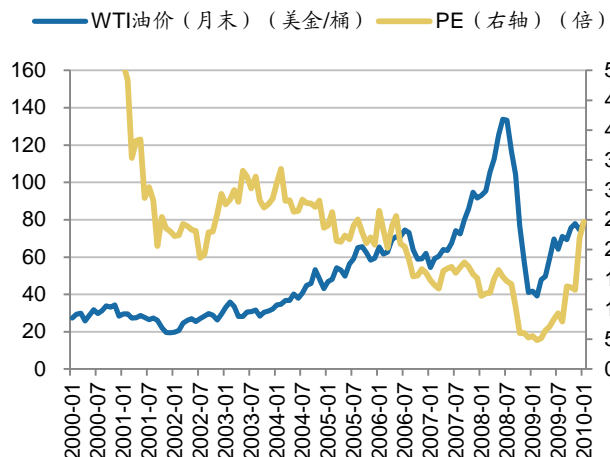
数据来源: Bloomberg, EIA, 广发证券发展研究中心

图12: 油价与哈利伯顿估值 (PE) 走势



数据来源: Bloomberg, EIA, 广发证券发展研究中心

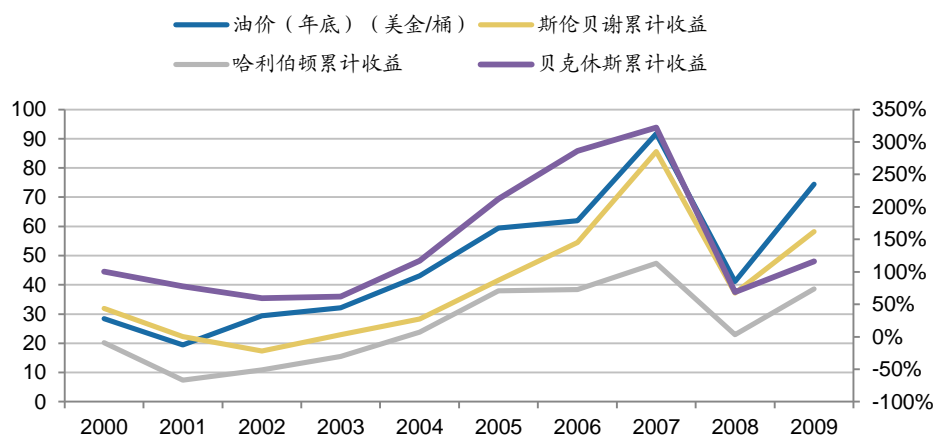
图13: 油价与贝克休斯估值 (PE) 走势



数据来源: Bloomberg, EIA, 广发证券发展研究中心

以年为视角来看, 三大油服企业的股价与油价保持一致水平, 以2000年初为基点的累计收益率与油价保持相近的走势, 油价预示着充分的行业机会。

图14: 2000-2009年油价（年底）与三大油服企业累计收益率（年度，右轴）

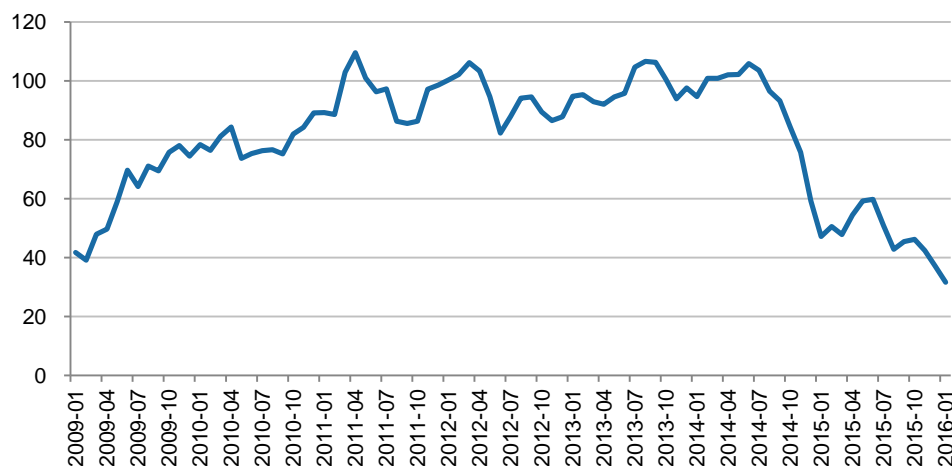


数据来源: Bloomberg, EIA, 广发证券发展研究中心

2009-2014 年周期复盘

2009至2014年又是油价的一个完整周期，并且维持了更久的高油价期。油价自2009年起回升，至2011年上半年初次冲顶达到高点，并直到2014年上半年均维持在80美元/桶以上的高水平位置。尽管中间有所波动，但油价景气度非常之高。本轮油价周期的主要因素包括加沙地带的紧张局势，欧债危机的爆发，美国和欧洲的持续低温天气等，直到2014年，美国页岩油气大开发带来页岩油的大量供应，打破供给不足的供需关系，促使油价在短时间内迅速下滑。

图15: 2009-2015年WTI油价（美元/桶）



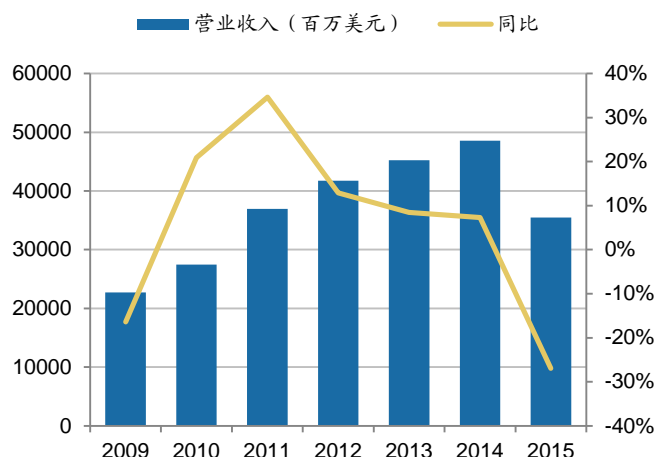
数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

与2001-2008年周期相比，本轮周期的最大特征为油价在高位持续期较长，且高位

期有较大波动，但油服企业的业绩表现依然滞后于油价周期，且股价与油价保持高度一致，估值变化则由于油价在高位的震荡表现出更加复杂的特征。

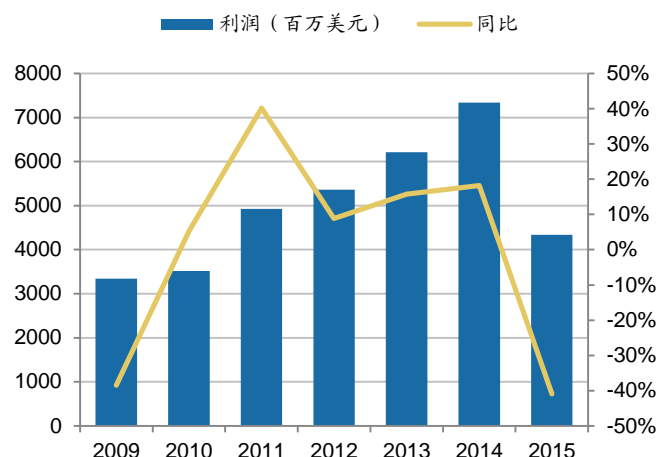
以斯伦贝谢为例。在2009-2014年周期中，营业收入和利润均保持持续上升，而在2015年，营收和利润均有较大跌幅，总体滞后1个年度的时间表现，与此前周期也是一致的。

图16：斯伦贝谢营业收入及同比增速



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

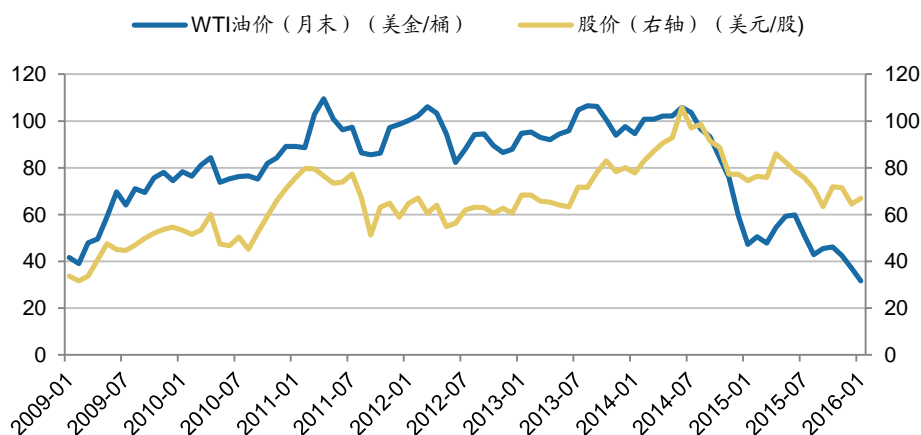
图17：斯伦贝谢利润及同比增速



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

油服企业的股价表现依然与油价体现出极高的相关性。依然以斯伦贝谢为例，股价自2009年起跟随油价提升，在2014年下半年跟随油价下行。期间，在油价有较大波动时，斯伦贝谢的股价必然也有相应的波动。值得关注的是，在油价高位的后半段中，油价相对平稳，斯伦贝谢的股价依然在提升，主要由业绩推动，估值则相对平稳。

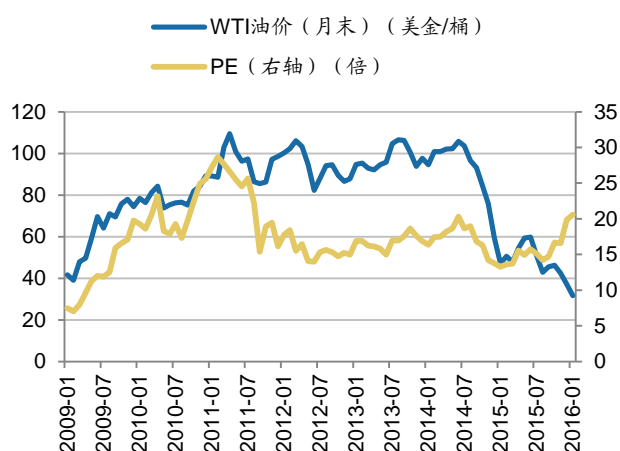
图18：油价与斯伦贝谢股价走势



数据来源：Bloomberg，EIA，广发证券发展研究中心

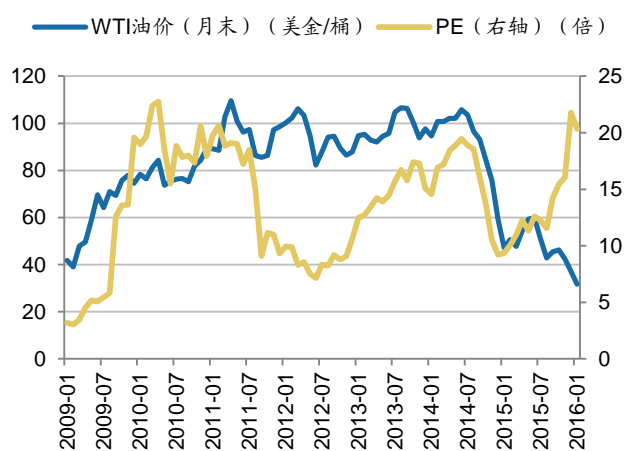
相比上一轮周期，2008-2014年周期油服企业的估值波动差异性更大。估值的基本特征与上轮类似，在油价上行初期估值上升，随后由于油价的触顶，高估值开始快速回落，但随着油价持续保持在高位，企业的估值将趋于稳定，甚至有所回升，但估值走势也取决于企业本身的特征。斯伦贝谢在2012年下半年至2014年的估值保持平稳，而哈利伯顿则有一定提升。比较而言，于斯伦贝谢作为三大油服设备中的佼佼者，其估值弹性更小，安全边际更高，在2011年的估值下行中，估值下跌幅度更小，由27倍跌至15倍即保持稳定，但哈利伯顿则由21倍跌至7倍才保持稳定。所以，在油价的高位期，哈利伯顿才有估值向上的空间。

图19：油价与斯伦贝谢估值（PE）走势



数据来源：Bloomberg, EIA, 广发证券发展研究中心

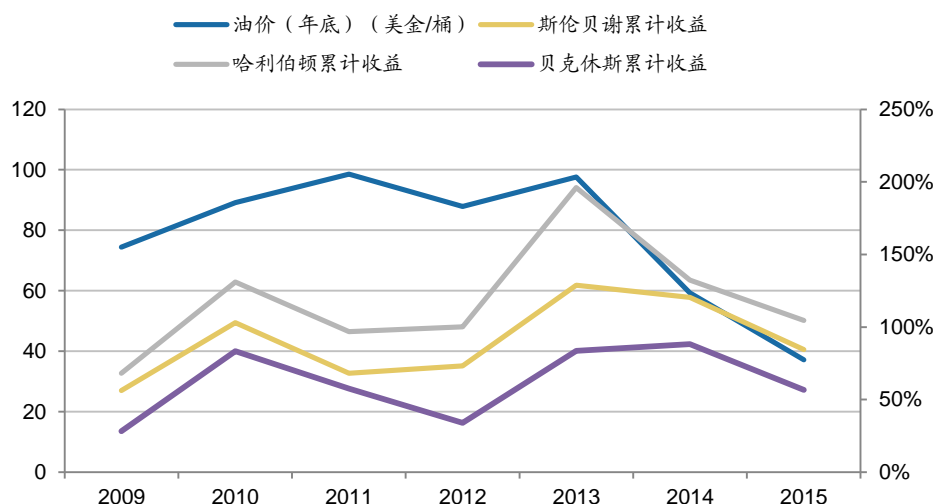
图20：油价与哈利伯顿估值（PE）走势



数据来源：Bloomberg, EIA, 广发证券发展研究中心

同样以年为视角总结，以2009年初为基点的累计收益率也是与油价趋势基本一致，同上一周期表现一致。但这轮周期里的波动性明显高于上轮周期，主要原因在于油价在高位波动较大，尽管油价处于景气周期，但企业的估值和股价会受到波动的情绪影响，且2011至2012年在多重因素下，油价的高波动和美股的熊市也对公司股价有影响。

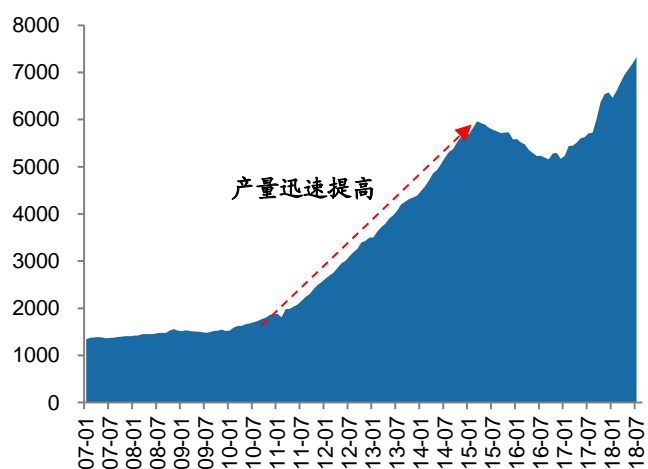
图21: 2009-2015年油价（年底）与三大油服企业累计收益率（年度，右轴）



数据来源: Bloomberg, EIA, 广发证券发展研究中心

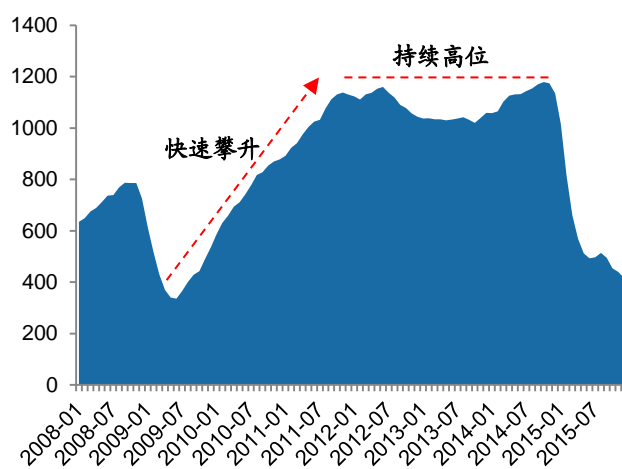
油价催生行业机会，次轮周期中页岩油气成为热点。此轮周期中，美国页岩油实现了产量上的大爆发，也是页岩油带来的大量供给促使了原油供需关系向供过于求转换，结束了长达三年的油价高景气周期。从美国主要页岩油地区的石油产量来看，美国页岩油在2010年底开始快速增长，至14年中产量已经接近6000千桶/天。而钻机数的快速增长提前于产量，在2009年，油价刚开始复苏时，页岩油地区已经开始大量布局油钻机，导致油钻机数量大幅增长，并在2011年至2014年上半年持续保持在高位，保证足够的页岩油产能。

图22: 美国主要页岩油地区石油产量（千桶/天）



数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

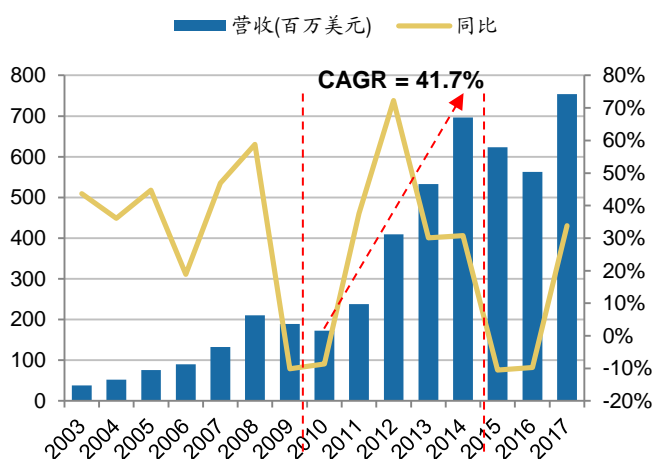
图23: 美国主要页岩地区油钻机数（台）



数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

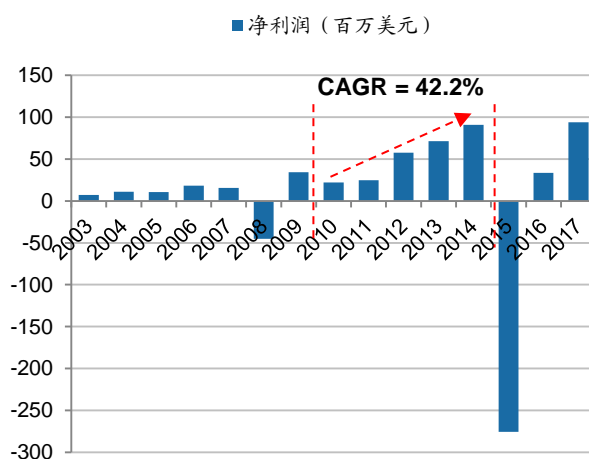
三大油服企业之外，页岩油领域的企业也能充分受益，且盈利能力和股价的成长弹性更高。在页岩油大繁荣的背景下，部分相对较小的页岩油独立公司也能够有充分的超额收益。以美国Carrizo为例，Carrizo是一家总部位于休斯顿的能源公司，从事油气的勘探、开发和生产服务。2010年以前主要专注天然气领域，但2010年，Carrizo在重要页岩油地区德克萨斯州的Eagle Ford地区启动了页岩油的大型开发项目，占地78500亩，直接推动了公司在2010至2014年间营收和净利润的迅速增长，在五年内的复合年增长率分别达到41.7%和42.2%，石油业务板块是公司的重要增长点。

图24: Carrizo营业收入及同比增速



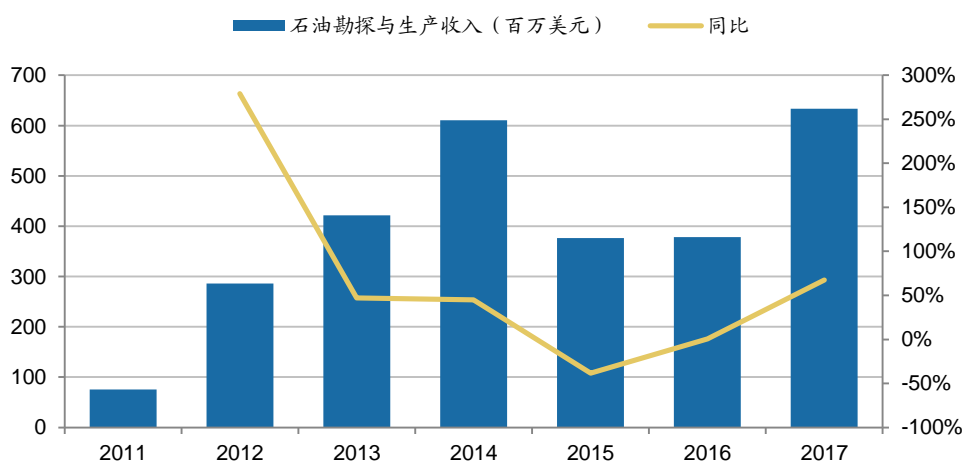
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图25: Carrizo净利润及同比增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图26: Carrizo的石油勘探与生产业务收入

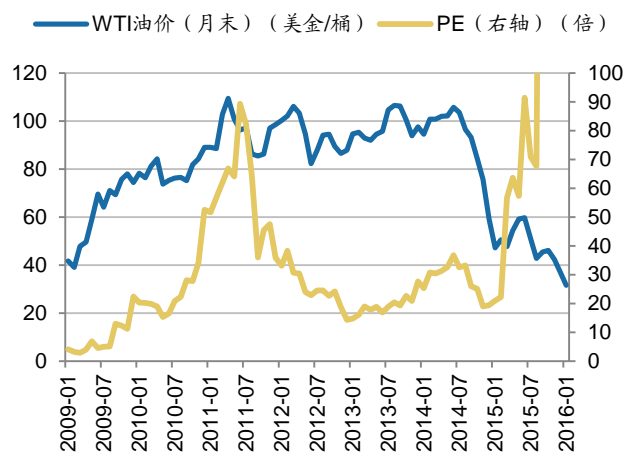
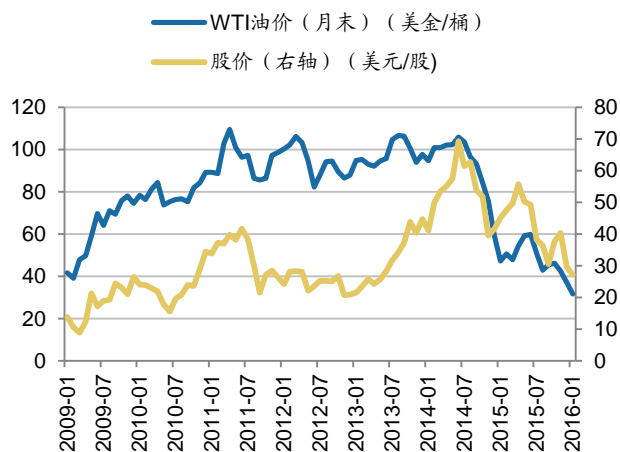


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

的股价和估值弹性，在行业红利期间，超额收益的表现十分亮眼。基本股价和估值特征与前面讨论的三大油服设备一致，但Carrizo的股价有着更具成长度的弹性，在2010年7月至2014年6月期间，公司的股价累计涨幅达到387.6%，而同期斯伦贝谢和哈利伯顿的累计涨幅为125.9%和201.5%。

图27：油价与Carrizo股价走势

图28：油价与Carrizo估值（PE）走势



数据来源：Bloomberg, EIA, 广发证券发展研究中心

数据来源：Bloomberg, EIA, 广发证券发展研究中心

国内油服回顾：杰瑞股份和安东油田服务

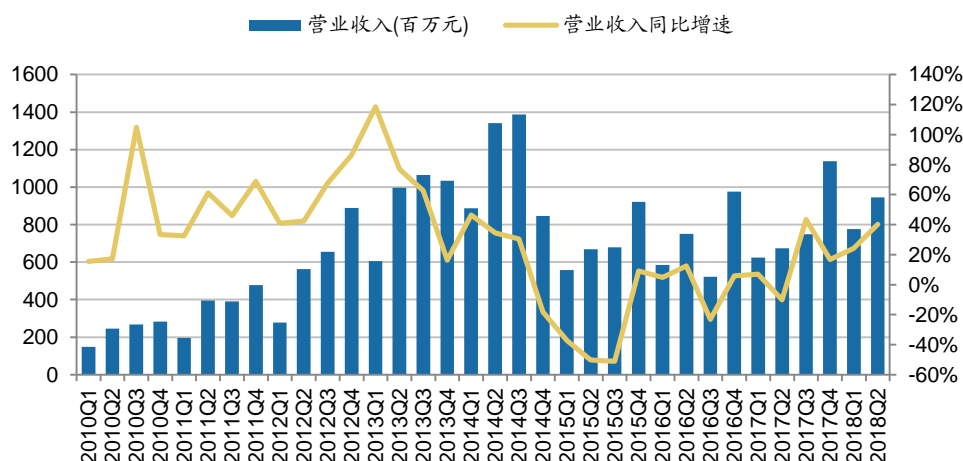
杰瑞股份和安东油田服务作为国内民营油气设备与服务企业的代表，在上轮周期均有较好的成长性表现。杰瑞股份借助自身在压裂技术上的成熟产品和竞争优势，在页岩油气开发力度加强的背景下有十分强劲的表现；安东油田服务在“三桶油”的资本开支高峰期收获较多订单，而在油价衰退后适时实施国际化战略，放大成长空间，以期获得持续成长的动力。

杰瑞股份

杰瑞股份1999年成立，在油价高景气周期中的2010年上市，并受益周期红利充分成长。回顾杰瑞股份上市后的表现，在上轮油气周期中，杰瑞股份表现出处于成长期的优质企业在行业红利下的迅猛发展。

就业绩表现而言，杰瑞股份的业绩充分受益行业红利，营收和净利润在周期内均有较好的发展，并标志性地体现出滞后特征，在油价下行初期业绩受到影响较小，直到2014年末至2015年初，受行业影响，营收和归母净利润大幅缩减。

图29：杰瑞股份营业收入及同比增速



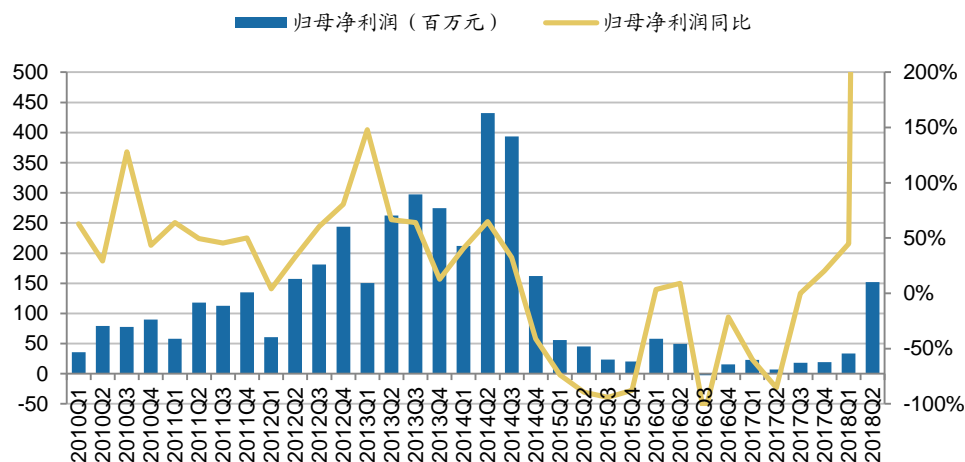
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

杰瑞股份得以成长的重要因素为其在压裂设备方面的先进技术。在2000年前后，出现了许多提供勘探、钻井等服务的民营企业，对标于“三桶油”，提供油田设备。杰瑞主要提供钻完井设备，包括固井设备、压裂设备和液氮设备等。

在2005年，国土资源部表示对民营资本进入油气领域持鼓励态度，并且伴随着国内对开采页岩油气的越来越开放，国家也明确提出多种投资主体进入页岩气市场、页岩气出厂价实行市场定价，使得页岩油气市场的参与者市场化程度较高。在2011年，页岩油气探矿权首次公开招标，中标者均为国企，而2012年的第二次公开招标中，则有民营企业入围，意味着民营资本在页岩油气开发领域的高参与度。而民营油服设备同样也因此受益，得以参与到页岩油气的勘探开采环节中。杰瑞股份则以自身的压裂设备为核心竞争力，发展迅速，逐步成为国内压裂设备市占率50%的龙头企

业。

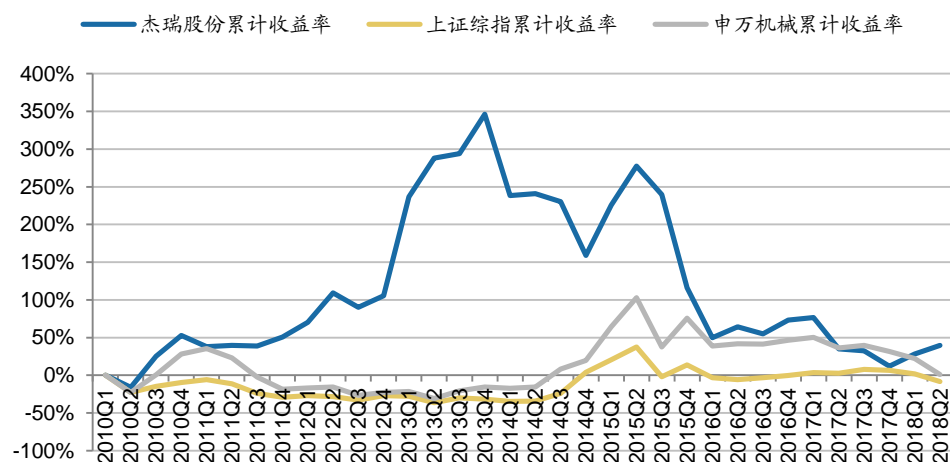
图30: 杰瑞股份归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

国内股市在2011-2013年处于持续低迷阶段, 板块性的机会成为投资者青睐的对象。高景气的油服设备企业的超额收益不容小觑。在2013年, 上证综指和申万机械处于低谷中, 而杰瑞股份得以逆势上涨, 在三年内达到接近350%的累计收益率。

图31: 杰瑞股份累计收益率与市场累计收益率 (以09/12/31为基点)

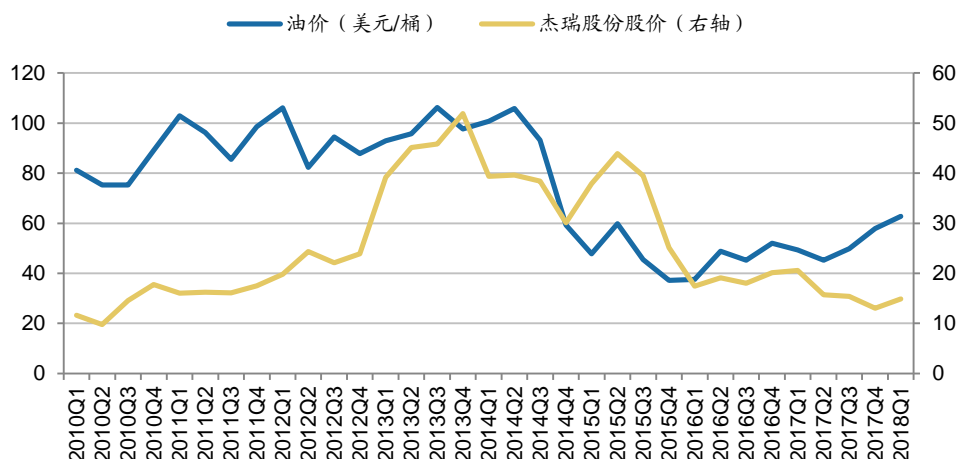


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

在10-14年的周期内, 业绩表现、股价表现与估值表现均与油价保持一定关联性。具体而言, 在2010年, 杰瑞初上市, 在油价提升的催化下表现出业绩和估值的戴维斯双升, 相比上证综指体现出较高的超额收益; 在2011年, 油价短暂下行, 但业绩持续上升, 而估值下降, 股价处于波动中; 2012年, 一二季度再次变现出戴维斯双升, 但在2012年下半年的油价下行中估值迅速下跌, 即使业绩在增长, 股价也没有较好

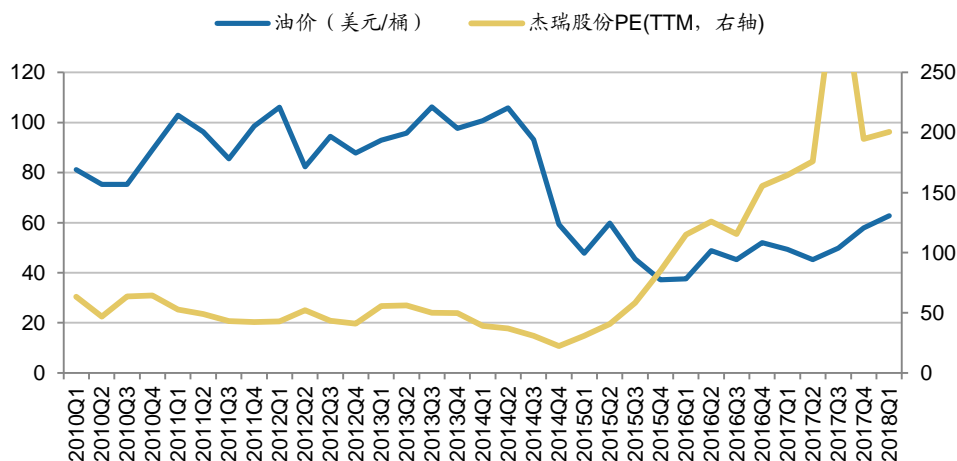
表现；2013年，杰瑞股份在油价的稳定趋势下业绩不断提升，而估值则相对平缓的下降，杰瑞的股价冲高；在2014年，杰瑞股份的估值下降相对于油价其实是提前的，主要原因是杰瑞业绩增速的放缓，从2013年前三个季度的应收增速均高于70%，到四季度增速16%，年报的公告使得投资者信心降低。至此，在此轮油价周期中的超级牛股杰瑞股份的周期也进入尾声，股价开启回落。

图32：油价与杰瑞股份股价



数据来源：Wind，EIA，广发证券发展研究中心

图33：油价与杰瑞股份估值（PE TTM）



数据来源：Wind，EIA，广发证券发展研究中心

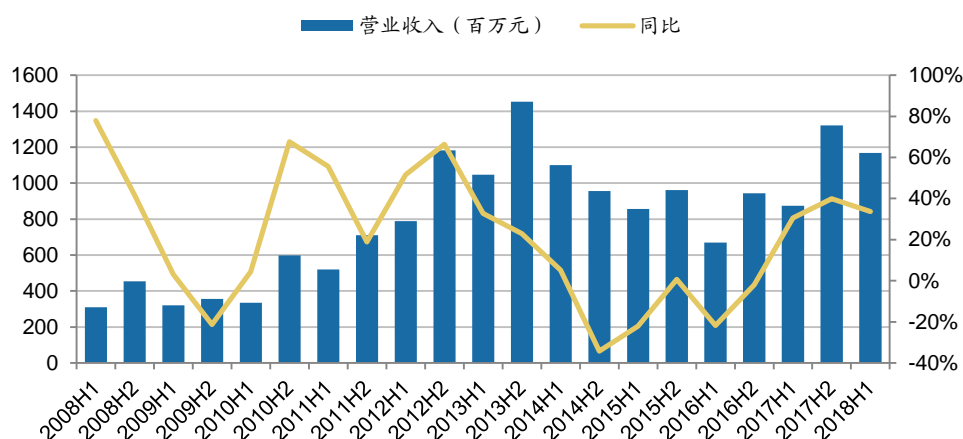
风险提示： 国际油价波动风险；市场竞争风险；海外业务拓展低于预期风险；盈利能力修复低于预期风险。

安东油田服务

安东油田服务成立于1999年，逐渐从塔里木盆地的石油开发企业中脱颖而出，实现了全国化的发展战略，成为“三桶油”的重要上游。随后逐步实施国际化战略，2012年与斯伦贝谢达成战略合作协议，斯伦贝谢成为公司的第二大股东，在14年油价下行后，进一步积极扩展海外业务收入，目前海外收入已经成为公司的重要增长点。

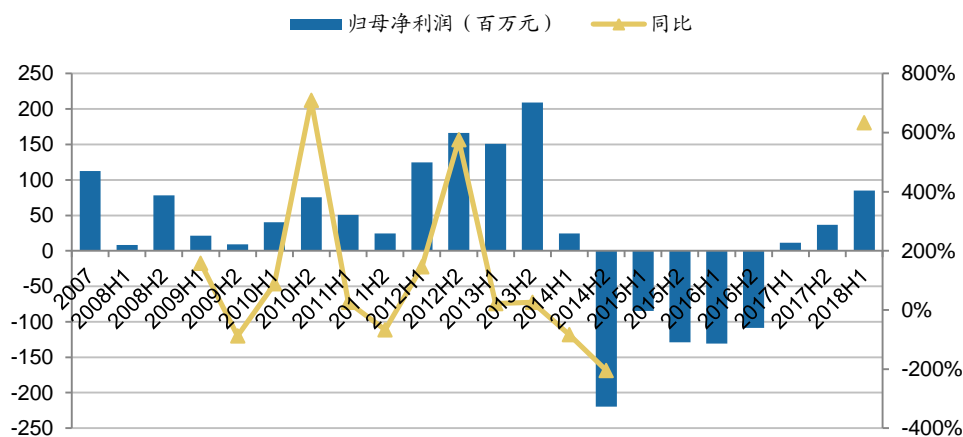
顺应高油价下的“三桶油”资本开支增加，公司营业收入在上一轮周期中有明显增长。安东油田服务在2013年达到高点。2014年国内油气行业的增速整体性放缓，客户，尤其“三桶油”的投资明显减少，项目进度放缓，并且下半年国际油价下行，因此公司在西北、华北、西南等各地市场的盈利能力均受到了较大的影响。

图34：安东油田营业收入及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图35：安东油田归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

上轮周期中，2010至2013年公司归母净利润保持较为健康的成长趋势，在2011年同

比为负的主要原因为子公司北重安东亏损14.3百万元，且为提高风险保障而计提了31.9百万元的减值准备。

安东由于在高油价的前半段业绩较为平淡，未能表现出与油价相符的收益，但自2012年下半年起，安东的营业收入和归母净利润转好并迅速发展，带动股价迅速上行，在2012年6月至2014年6月期间股价涨幅达到324%。油价下行的拐点同样带来了安东的股价下行拐点。而估值特征与三大油服企业基本保持一致，在油价上升初期估值上升，油价波动引发估值波动，并最终随油价一致回落。

图36: 油价与安东油田服务股价走势

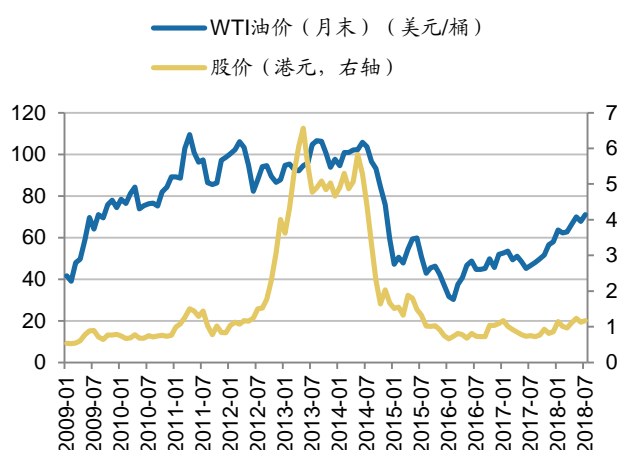
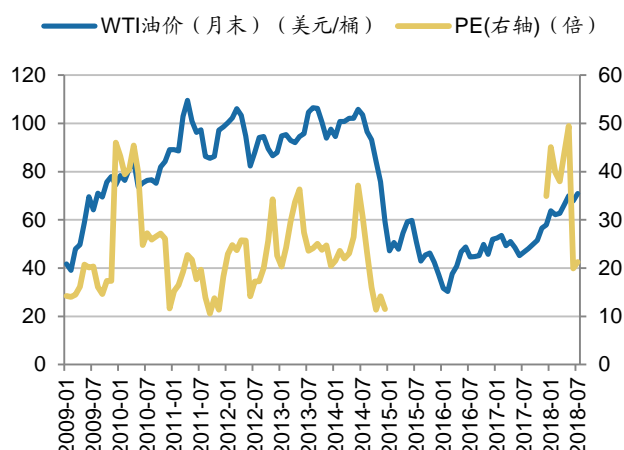


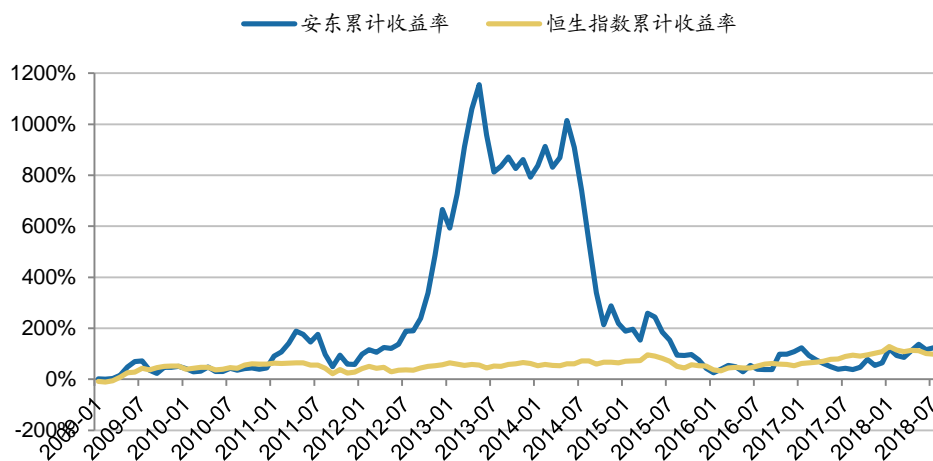
图37: 油价与安东油田服务估值（PE）走势



数据来源: Bloomberg, EIA, 广发证券发展研究中心

数据来源: Bloomberg, EIA, 广发证券发展研究中心

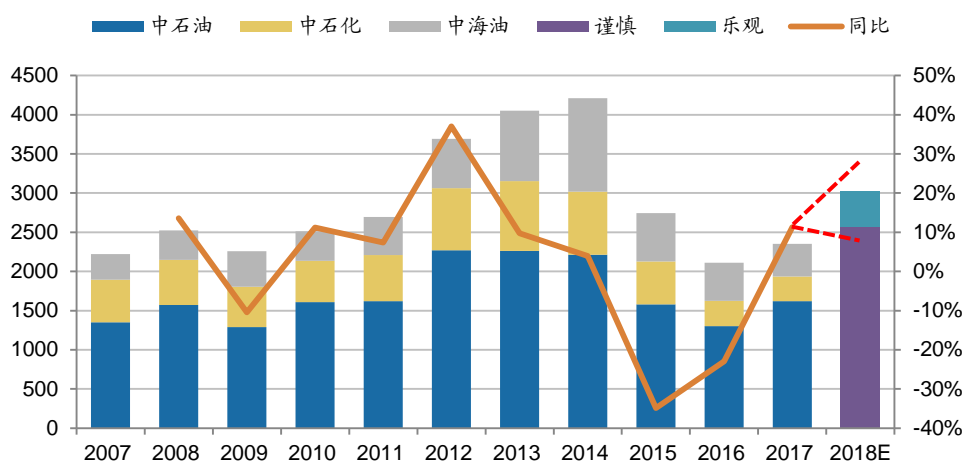
图38: 安东油田服务累计收益率与市场累计收益率（以08/12/31为基点）



数据来源: Bloomberg, EIA, 广发证券发展研究中心

国内油服及设备企业的订单受“三桶油”资本开支影响较大，因此企业周期在油价周期的基础上也会受到“三桶油”的投资周期影响。2014年上半年，安东油田服务的营收同比相对稳定，但归母净利润已经下滑83.7%。主要原因为公司以“三桶油”为主要客户，故公司的收入情况和盈利能力受到其投资和项目落地情况的制约。2014年，由于“三桶油”调整项目结构，并清查高管的违纪问题，导致“三桶油”的资本开支计划放缓，且油服订单明显向集团内部油服企业倾斜，故安东油田服务的订单被挤压，迅速减少，导致公司在2014-2016年业绩表现较差。

图39：国内“三桶油”勘探开发业务资本支出

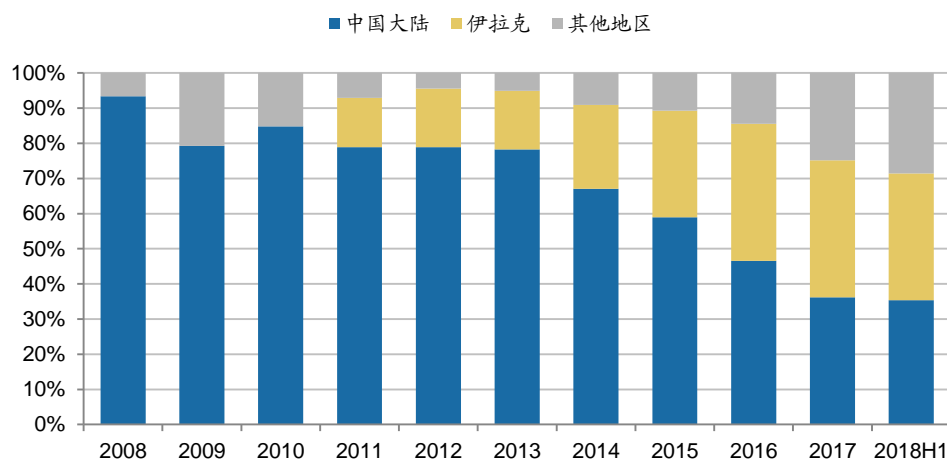


数据来源：中石油、中海油、中石化年报，广发证券发展研究中心

为了应对下游客户的不稳定性，在国内需求萎缩的情况下，安东油田服务采取积极的国际化战略，寻求更高的发展空间，并已取得较好的成效。为对冲“三桶油”的订单萎缩并寻求新增长点，安东油田服务自2010年以来加速了国际化的进程，与斯伦贝谢达成战略合作协议，并引入斯伦贝谢成为第二大股东。公司在海外的业务收入，尤其是伊拉克的营业收入迅速增长，2018年上半年整体海外业务收入占比已经超过60%，伊拉克业务收入达到420.6万元。正是受益于海外业务的迅速发展，对冲了国内业务的低迷区间，使得企业在2017年以来的整体业绩有较好的表现。

目前，公司已经基本形成了全球化的产业布局，在中国及全球18个国家开展业务，涵盖中东、中亚、非洲、美洲等区域，为国际众多知名油公司提供服务。且通过实行全球化和当地化相结合的人才战略，以满足全球不同地区的客户要求。

图40: 安东油田服务的营业收入分地区占比



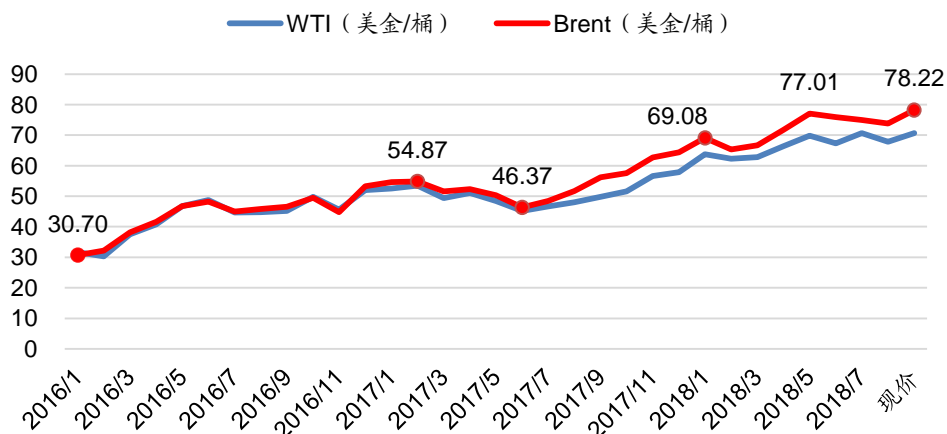
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示: 国际油价波动风险; 海外项目执行风险; 海外拓展不及预期风险; 油服订单价格回暖低于预期风险。

行业近况: 持续复苏, 展望明年更加积极

自2017年下半年以来, 国际油价一路走强, 截止9月22号凌晨收盘, 布伦特油价达78.22美金/桶, WTI油价达到70.69美元/桶。油价的一路上涨, 主要原因包括: 1、OPEC减产效果良好, 且全球原油需求持续上涨, 供需格局不断优化; 2、全球原油库存数据下降显示原油日需求超过供给, 对金融定价的原油给予正面刺激; 3、委内瑞拉经济危机、伊朗制裁等事件不断发酵, 使得油价上涨预期不断升温。

图41: 近期国际油价

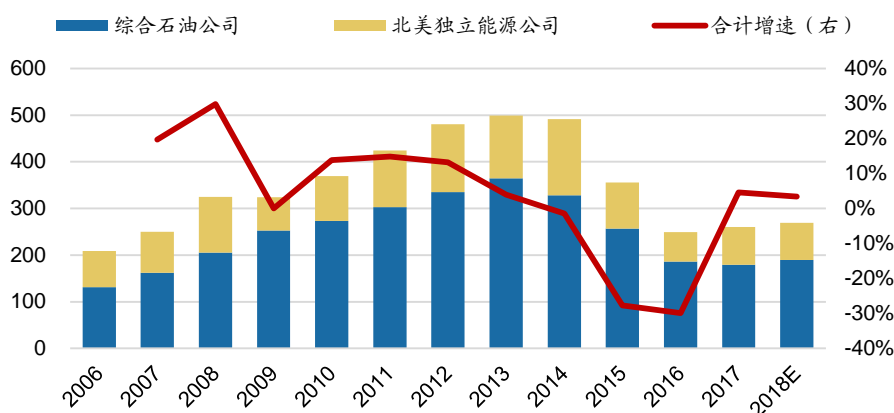


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

近2周油价持续走强并向上突破整数关口，主要受几个因素影响：1、伊朗制造的忧虑进一步发酵，据彭博社报道，按照美国白宫的申明，将在11月5日对伊朗涉及能源、石油交易等进行制裁，伊朗产量减少可能进一步超预期。2、美国原油库存连续4周下降，9月12日晚，EIA公布的数据显示，9月7日当周商业原油库存减少529.6万桶至3.962亿桶，减少1.3%，预期减少200万桶。库存的强劲数据显示目前需求和供给的缺口仍在扩大。3、据参考消息报道，超强飓风“弗洛伦斯”进一步逼近美国东海岸，可能影响墨西哥湾石油主产区。在诸多因素共振下，原油基本面供需展望依然是供给紧张，支撑油价继续走强。

随着2017年油价中枢不断上移，全球石油公司的资本开支开始慢慢复苏，我们从彭博统计了20家综合石油公司和55家北美独立能源公司，其2017年资本开支总规模约为2603亿美元，较2016年增加4.55%，结束了2014年以来的持续大幅萎缩。根据石油公司公布的2018年资本开支计划，预计2018年会进一步回升，达2691亿美元，同比增长约3.41%。

图42：全球石油公司资本支出（十亿美元）

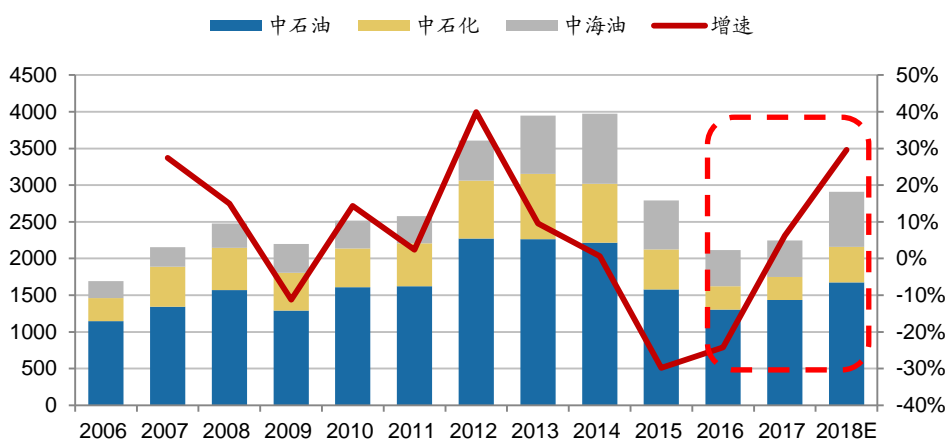


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

而在国内业务上，资本开支回暖明显快于全球水平，尤其2019年展望更加积极。根据年报信息，2017年“三桶油”在勘探开发业务上的资本开支共计2351亿元，同比增长11.28%，是2013年以来的最快增长水平，虽然绝对额只有顶峰期2014年的55%。根据半年报信息，2018年上半年，“三桶油”的勘探开发资本开支为939亿元（含中石油地球物理勘探费用），同比增长22.28%；其中中石油完成584亿，同比增长29%，是增幅最大的石油公司，同时，中石油在半年报中预测其全年的勘探生产资本开支为1748亿元，同比增长7.9%。从半年报来看，中石油的资本开支已经较年初计划的1676亿元明显上浮，但从其上半年资本开支速度来看，我们判断2018年全年的资本开支完成额最终可能也会超过其半年报的预测。展望2019年，在响应

号召保障国家能源安全的政策背景下，“三桶油”将持续加大对勘探开发的投资力度，资本开支回暖进程进一步加快。而油价的持续上涨，对利好国际油服市场，从历史经验来看，80美金/桶以上的油价将大大提振油公司的开采积极性，资本开支的回暖速度有望进一步提升。

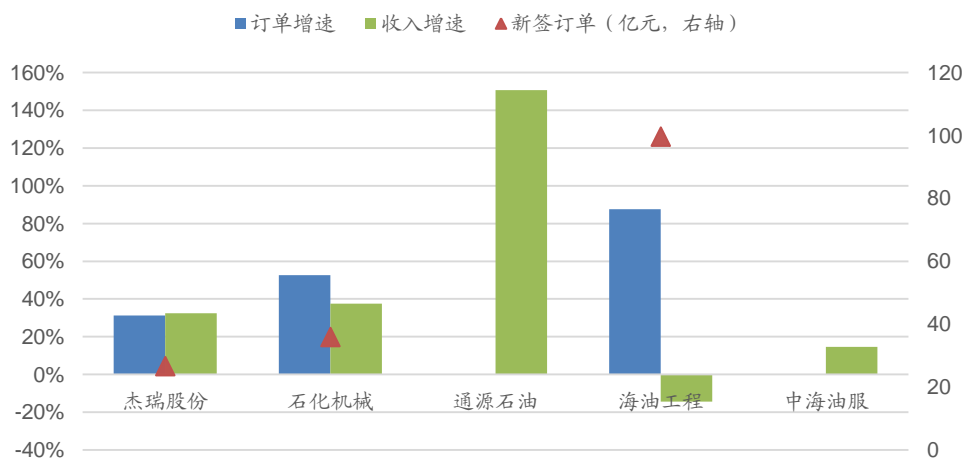
图43：国内“三桶油”勘探开发资本开支（亿元）



数据来源：三桶油公司年报，广发证券发展研究中心

油服复苏进程有望加快。目前国内油服企业的订单恢复力度较大，根据各公司半年报，2018年H1，杰瑞新签订单27亿，同比增长31%；海油工程100亿，同比增长88%；石化机械36亿，同比增长53%。随着资本开支力度加大，油服公司的受益程度进一步加深。

图44：油服及装备上市公司2018H1订单及收入情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

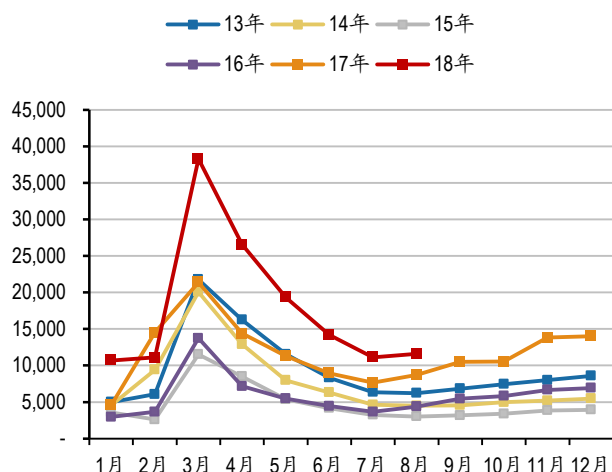
投资建议和风险提示

投资建议：在能源安全战略提升、国内能源投资加码的背景下，我国油服、煤机行业迎来政策与市场双重拐点，建议重点关注报表修复完善、业绩改善明显的能源装备上市公司，重点推荐天地科技，国内油服公司关注新增订单增速和订单毛利率，建议关注杰瑞股份、通源石油、海油工程、郑煤机等。

风险提示：原油具有多重属性，其价格波动具有较高不确定性；由于本次油价底部盘整时间长，相关公司业绩改善初期可能存在历史包袱影响。

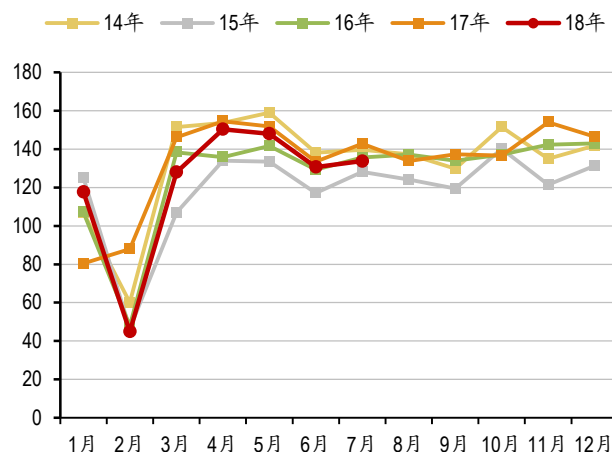
行业动态数据跟踪

图45: 挖掘机销量(台)(2018.08)



数据来源: 工程机械协会, 广发证券发展研究中心

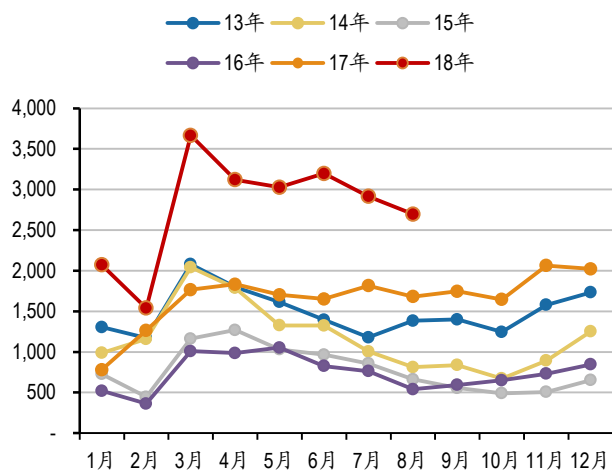
图46: 挖掘机开机小时数(2018.07)



数据来源: 小松官网, 广发证券发展研究中心

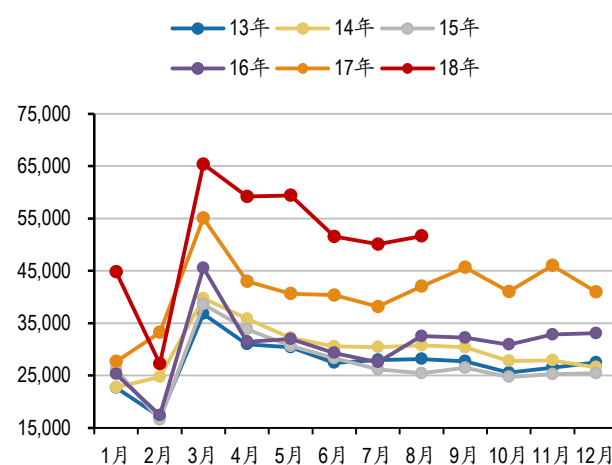
根据工程机械协会的数据显示, 2018年8月挖机销量11585台, 同比增长32.95%, 需求仍在持续, 连续5个月创历史同期新高; 1-8月合计销量142831台, 同比增长56.21%。2018年7月小松开机小时数133.8小时, 同比下滑6.6%。

图47: 汽车起重机销量(台)(2018.08)



数据来源: 工程机械协会, 广发证券发展研究中心

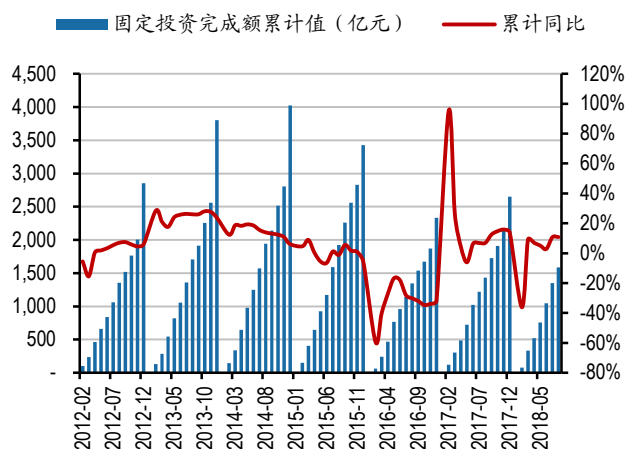
图48: 叉车销量(台)(2018.08)



数据来源: 工程机械协会, 广发证券发展研究中心

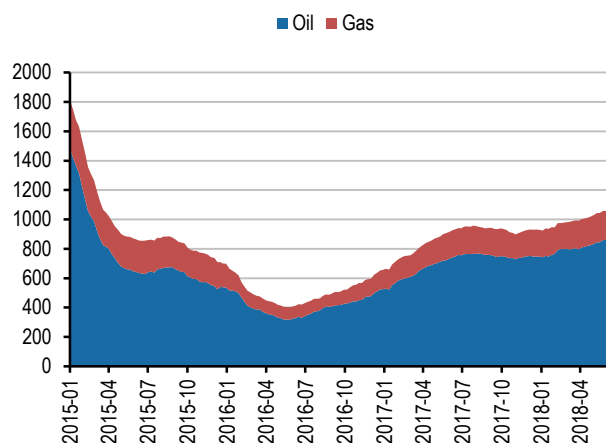
根据工程机械协会的数据显示, 2018年8月汽车起重机销量2697台, 同比增长60.34%; 1-8月累计销量22238台, 同比增长77.92%。2018年8月叉车销量51626台, 同比增长22.77%; 1-8月累计销量40.93万台, 同比增长27.86%。

图49: 石油与天然气开采业固定资产投资完成额 (亿元)



数据来源: 工程机械协会, 广发证券发展研究中心

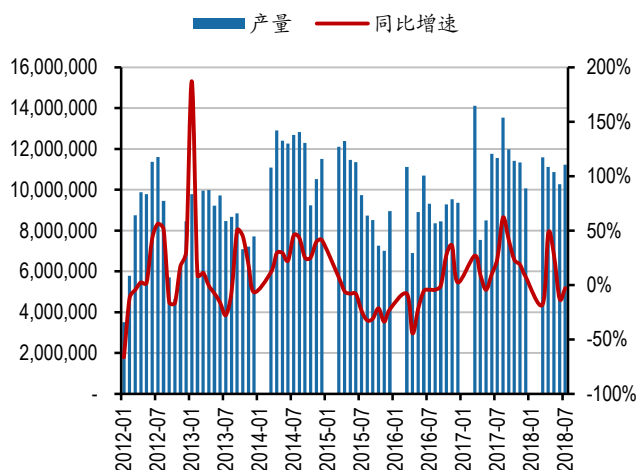
图50: 北美活跃钻机数 (座)



数据来源: 贝克休斯, 广发证券发展研究中心

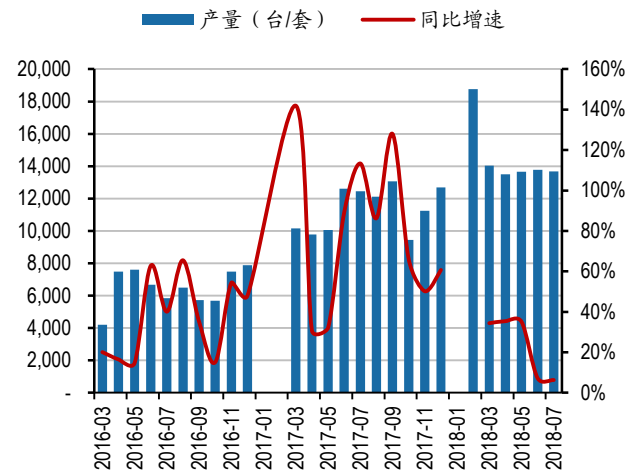
根据国家统计局数据, 2018年1~8月石油与天然气开采业固定资产投资完成额1586.66亿元, 同比增长10.8%, 增速进一步加快; 根据贝克休斯的披露, 截止2018年9月7日, 北美石油钻机活跃数量报860台, 较上周较少2台, 石油活跃钻机数近4月保持在850台左右。

图51: 金属集装箱产量 (立方米)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图52: 工业机器人产量 (台/套)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2018年8月份金属集装箱产量1137.9万立方米, 同比下滑15.89%。2018年8月工业机器人产量14068台, 同比增长9.0%; 1-7月累计产量101717台, 同比增长19.4%。

风险提示

宏观经济变化导致机械产品需求波动；原材料价格上升压制企业盈利能力；汇率变化导致盈利波动；去产能进度不及预期等。

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，6 年证券从业经历，2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 代 川：分析师，中山大学数量经济学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 王 珂：分析师，厦门大学核物理学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 周 静：上海财经大学会计学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。