

投资短期放缓无碍前景光明

行业：油气设备及服务
投资评级：看好

⑤ 我国能源战略转型奠定油气大开发基础

能源安全上升至国家安全层面，此战略需要更多本土油气开发或者海外股权油气开发来保障实现。受环保政策制约，在煤炭资源的清洁利用得以全面推广之前，天然气能源的使用将部分替代煤炭。此举会对我国陆地及海洋油气开发提出更高的要求。全球部分能源富集区政治局势动荡威胁能源安全，导致我国对本土非常规油气及海洋油气开发必须提速。以上客观事实和我国能源战略的转变决定了我国必须开启油气大开发的新阶段。

⑤ 页岩气重庆获突破口，南海向深水挺进

国家战略层面，油气大开发的必要性已毋庸置疑。接下来是我国技术储备、执行效率如何？年初以来，中石化在重庆涪陵页岩气区块的重大收获改变了其“十二五规划”时对页岩气产量的目标。而在海洋油气开发领域，除了南海浅水区作业区块的增加，中海油服在深海部分的钻井勘探也意味着在南海深水的重大突破。

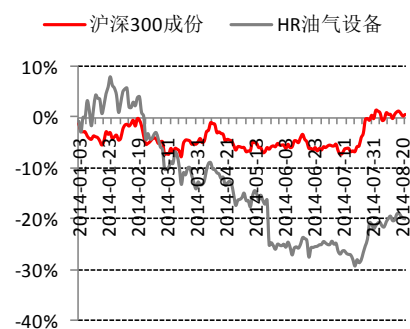
⑤ 油气领域改革助力本轮油气大开发

由于我国三大石油巨头对市场形成了覆盖整个产业链的大而全式寡头垄断，他们只有在自己无法提供设备或服务时才会选择外部市场，并不会充分考虑内部供应的经济性。这也成了孕育真正经得起市场考验的竞争者的最大障碍，而本届政府所力推的油气领域改革正是要打破这个障碍，让更多民营企业名正言顺的进入到设备和服务供应商的行列，甚至直接进入上游勘探开采领域。这无疑将大大促进油气设备和服务的市场化需求。

⑤ 寻找油服板块的未来之星

在当前的改革局势之下，我们试图从目前的机械类上市公司群体中寻找那些能够在改革中获益最多，且有机会成长为撑起中国油气脊梁的未来之星。我们推荐如下两条选股思路：一是规模居前、增长迅速，具备大鱼吃小鱼素质的公司；二是具有领先盈利能力与良好资金状况助力成长的公司。选择之下我们认为潜能恒信、恒泰艾普、惠博普、杰瑞股份、中海油服符合上述条件，但若从目前的股价之下我们更推荐中海油服。

一年来市场表现 截至 2014/8/27



分析师：刘宏程
执业证书编号：S1490514020002
电话：010-58565133
邮箱：liuhongcheng@hrsec.com.cn

目录

一、我国油气 E&P 投资空间巨大，进程已加速	4
1、国家能源战略转身升级，油气投资有了保证.....	4
2、油气勘探开发投资空间巨大.....	6
(1) 海外权益油气产量和本土非常规天然气开发提供投资增量.....	6
(2) 我国单位油气产量投资额逐年增长提高投资需求.....	8
3、全面出击、开发进程加速，装备与服务大市场并不遥远.....	9
(1) 中石化页岩气开发有突破，加速我国页岩气开发进程.....	9
(2) 冲破阻碍，中海油海洋开发提速拓宽高端市场.....	10
二、油气领域改革，打开行业成长天空、促长久繁荣	12
1、时过境迁，动力变桎梏.....	12
(1) 国内油气开发的寡头垄断降低了自身活性、限制了外部市场规模.....	12
(2) 上中下游一体化经营的体制限制了其他主体的可参与性.....	13
2、波澜起，改革进行时欲释放发展动力.....	15
(1) 上游增加油气勘探开发牌照.....	15
(2) 转让股权、引入社会资本参建，中石油管道资源欲独立.....	16
(3) 终端领域的开放度会进一步加强.....	16
三、寻找撑起中国油气脊梁的未来之星	16
1、规模居前、增长迅速，具备大鱼吃小鱼的素质.....	17
(1) 小型企业看主打产品规模和转型布局.....	17
(2) 中型企业看产品线规模和复制能力.....	18
(3) 大型企业看行业投资增长和研发、资本实力.....	19
2、领先的盈利能力与良好的资金状况助力成长.....	21
四、油气设备及服务板块的投资策略	23

图表目录

图表 1: 我国原油产量 (百万吨).....	4
图表 2: 我国原油消费量 (百万吨).....	4
图表 3: 我国油气行业固定资产投资 (亿元).....	5
图表 4: 我国油气行业固定资产投资增速.....	5
图表 5: 中石油原油产量 (万吨).....	7
图表 6: 中石油天然气产量 (亿立方米).....	7
图表 7: 三大油勘探开发支出 (亿元).....	7
图表 8: 我国油气产出投资 (万元/吨油气当量).....	8
图表 9: 中石化页岩气开发目标 (亿立方米).....	10
图表 10: 中石油页岩气开发目标 (亿立方米).....	10
图表 11: 中海油原油开采量 (百万吨).....	11

图表 12: 中海油南海东部的原油产量 (桶/天)	11
图表 13: 中海油东海的原油产量 (桶/天)	11
图表 14: 中海油本国和渤海的原油产量 (桶/天)	11
图表 15: 我国油气开采有关服务企业数 (个)	13
图表 16: 我国油气开采企业数 (个)	13
图表 17: 我国各类性质加油站的比例 (%)	15
图表 18: 中石油油气管道占全国总长度比例 (%)	15
图表 19: 我国上市的油气设备及服务企业收入 (A 股和 H 股) (百万元人民币)	17
图表 20: 2013 年收入不足 10 亿元公司 (百万元)	18
图表 21: 收入不足 10 亿元上市公司增速 (%)	18
图表 22: 2013 年收入 10-50 亿元上市公司 (百万元)	19
图表 23: 收入 10-50 亿元上市公司增速 (%)	19
图表 24: 2013 年收入 50 亿元以上公司 (百万元)	20
图表 25: 收入 50 亿元以上上市公司增速 (%)	20
图表 26: 中海油勘探开发投资 (亿元)	21
图表 27: 我国收入规模与增速居前的上市油气设备与服务公司 2011-2013 年的平均毛利率 (%)	21
图表 28: 我国收入规模与增速居前的上市油气设备与服务公司 2011-2013 年的平均净利率 (%)	22
图表 29: 油气设备及服务公司应收账款周转率 (次)	22
图表 30: 资产负债率 (%)	22
图表 31: A 股油气设别及服务板块明日之星候选表	23

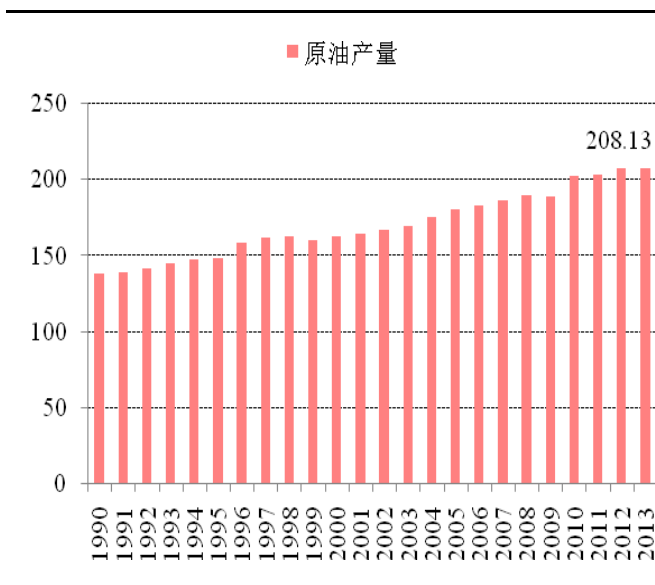
一、我国油气 E&P 投资空间巨大，进程已加速

我国油气设备及服务子行业企业的下游客户是油气勘探开发及储运产业，这是一个巨大的与我国国计民生紧密相连的产业。由于我国的油气勘探开发主要由三大油来完成，历史上大而全的计划经济体制造成了这个市场的开放度不够。也使得虽然存在如此巨大的市场，但投资者可以选择的标的实际上并不多。正因为如此，在国资改革的大背景下，我们认为优秀的油气设备及服务提供商将会存在非常大的成长空间。

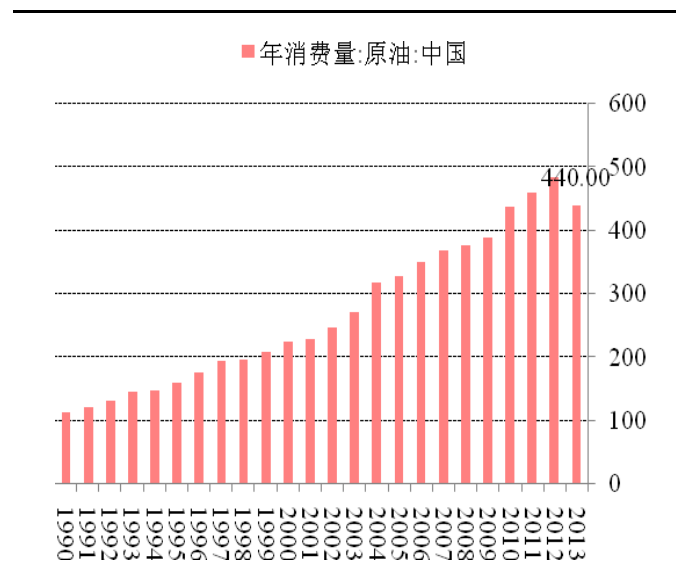
1、国家能源战略转身升级，油气投资有了保证

国际上的油气勘探开发投资大多数情况下会与油价预期有着非常强的关系，当然油价并不完全是市场因素，它从来都与地缘政治和大国较力的冷战思维密切相关。我国陆地油气常规储量较少，1992 年及以前由于我国消费量并不大尚能够通过本土产量来满足需求。但自那之后，需求的增速远超过产量，1993 年以来一直依赖进口石油且对外依赖度日益提升。2013 年原油消费量略微回落为 4.4 亿吨左右，同期我国原油产量为 2.08 亿吨，进口依赖度约为 52.73%。2012 年的这一数字应该更高，2013 年因为消费量的回落而稍有下降。

图表 1：我国原油产量（百万吨）

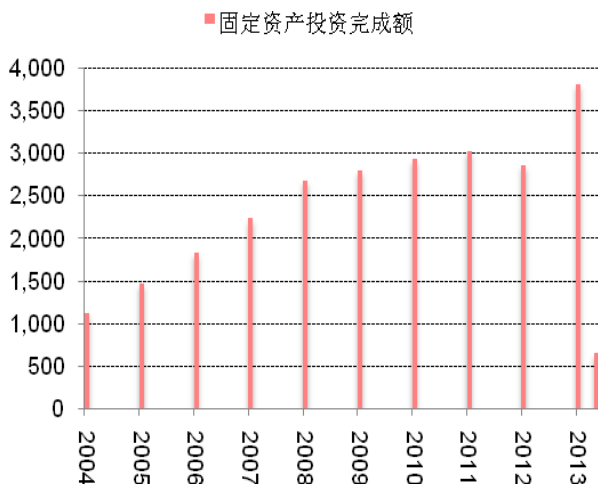
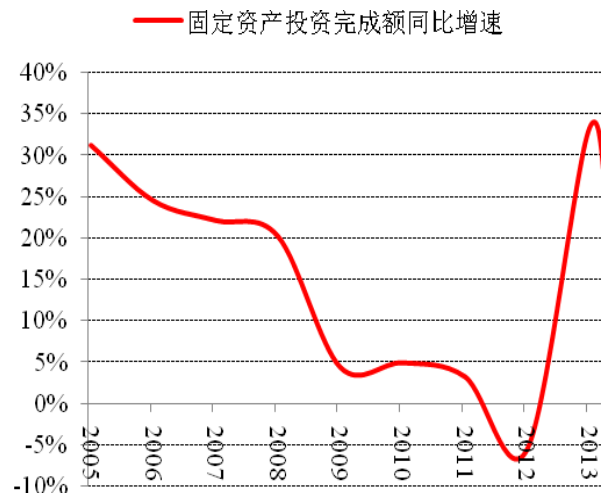


图表 2：我国原油消费量（百万吨）



资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

我国过去的油气产业固定资产投资受到国内宏观经济状况和国际市场的影响较大，在 2005-2008 年间我国经济发展较快的时候固定资产投资保持了较快的增速，而这一投资进程在 2009 年由于西方经济体的金融危机和我国经济增长的下滑而增速急剧下滑。我们认为在 2013 年我国油气产业的投资发生了巨大的变化，除了从数字上可以看到的增速重新得到提升之外，我们认为更重要的是我国能源战略较之以前发生了较大的转变。

图表 3：我国油气行业固定资产投资（亿元）

图表 4：我国油气行业固定资产投资增速


资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

我国在 2012 年 4 季度和 2013 年年初分别发布了“天然气发展十二五规划”和“能源发展十二五规划”。这样两份重要的发展规划显示出了我国在能源战略方面的转变，其中的亮点有以下几个方面：

- **强调我国要大力发展非常规天然气**，并在天然气发展的十二五规划出台之前相继出台了页岩气和煤层气的十二五规划。国内经济形势尚未见明显好转，国际油气市场亦是如此，但政府开发非常规天然气的决心可见。其中不是短期的市场因素可以解释，更多的是提升我国天然气使用比例和自给量方面的考虑。
- **开发海上天然气**。计划十二五期间，海上天然气生产基地以南海海域为主，实现新增探明储量 4600 亿立方米，产量达到 200 亿立方米。我国首次在规划中明确将海上天然气生产纳入重要目标，且指明是南海，这是我国在海洋油气开发方面重大态度转变的明确表现。
- **煤制天然气也被纳入规划**，推进“十一五”期间国家已核准煤制气项目建设，尽快达产达标。“十二五”期间，开展煤制气项目升级示范，进一步提高技术水平和示范规模。即使时至今日，对于煤制天然气仍有着非常大的争议，但我国仍将其纳入十二五规划。这表明我国非常渴求天然气资源的多渠道供应，尤其是本土供应，希望不再重蹈石油的覆辙，不再被扼住能源供给的咽喉。

这些天然气发展规划中的变化与之后出台的能源发展十二五规划中的分析相呼应，我们认为其从国内外两方面形式的变化强调了能源安全性的重要性。

首先从国际看，全球气候变化、国际金融危机、欧洲主权债务危机、地缘政治等因素对国际能源形势产生重要影响，世界能源市场更加复杂多变，不稳定性和不确定性进一步增加。发达国家竭力维护全球能源市场主导权，进一步

强化对能源和战略运输通道的控制。能源输出国加强对资源的控制，构建战略联盟强化自身利益。能源的战略属性、政治属性更加凸显，围绕能源的博弈日趋激烈。

其次从国内看，能源发展的长期矛盾和短期问题相互交织，国内因素与国际因素互相影响，资源和环境约束进一步加剧，节能减排形势严峻。能源资源对外依存度快速攀升，能源“控总量、调结构、保安全”面临全新的挑战。

无论是国际局势还是国内形势的变化，都导致我国的能源安全问题日益突出，这也与我国之后成立的国家安全委员会相呼应。我们认为安全委员会的成立并不仅仅是针对国防、政治的安全，能源方面的安全也不再是一个行业的问题，而成为了维护国家安全的重要因素。这才是能源战略变化的最根本落脚点。有了这个战略转变，油气产业的投资将不再简单受限于国际油气市场的波动和国内宏观经济增速的变化，而是会从更高的战略角度出发维持投资的增长来维护国家能源安全。

2、油气勘探开发投资空间巨大

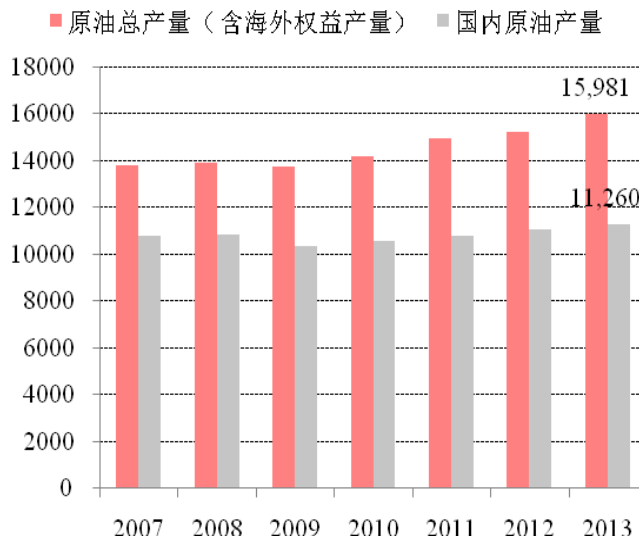
我国未来的油气勘探开发投资所需将巨大，一是因为我国石油、天然气对外依赖度过高，但由于煤炭对环境污染的影响日益凸显而不得不加快天然气替代煤的进程。那么在既不想让对外依赖度过高，又想改变能源消费结构的目标下，大力开发自有油气资源成为不二选择。从目前我国油气储藏情况来看，陆地常规油气储藏量非常有限，海洋油气和陆地的非常规油气将成为我国增加油气自给量的主要来源。而海外权益油气开发作为对本土储量不足的补充，也成为我国能源战略的关键环节。

(1) 海外权益油气产量和本土非常规天然气开发提供投资增量

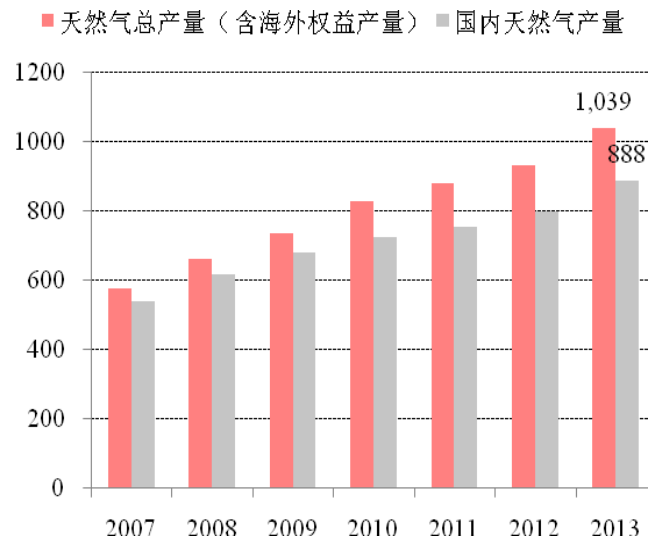
在能源发展十二五规划中，要求将石油对外依存度控制在 61% 以内，2013 年这一数字是 52.73%，而 2012 年对外依赖度曾攀升至 57.1%。我国未来的 GDP 增长很可能还会维持在 7% 以上，而占能源供应主力的煤炭消费量计划控制在 41 亿吨以内，年均复合增长率只有 4.3%。原油产量维持在 2 亿吨左右，天然气产量计划实现年均 10.5% 的增长。

我国本土原油产量目前只能以维持现状为目标，为尽量避免海外油气商的限制，我国三大油早年就开始了海外油气开布局。从中石油的情况可知，海外权益产量正在逐年增加，原油 2013 年海外权益产量已经达到 4721 万吨，相当于一个海外大庆，占中石油国内原油产量的 41.92%。天然气权益产量 2007 年以来也在快速上升，2013 年天然气权益产量达到 151 亿立方米，相当于中石油国内天然气产量的 17%。公司在全球 37 个国家开展油气投资业务，初步建成中亚—俄罗斯、中东、非洲、美洲和亚太五个海外油气合作区和亚洲、美洲、欧洲三个国际油气运营中心，形成勘探开发、管道储运、炼油化工、销售贸易等上下游一体化的石油产业链，建设了西北、东北、西南和海上四大跨国油气输送通道。例如 2013 年，哈法亚项目全年生产原油 557 万吨，超额实现

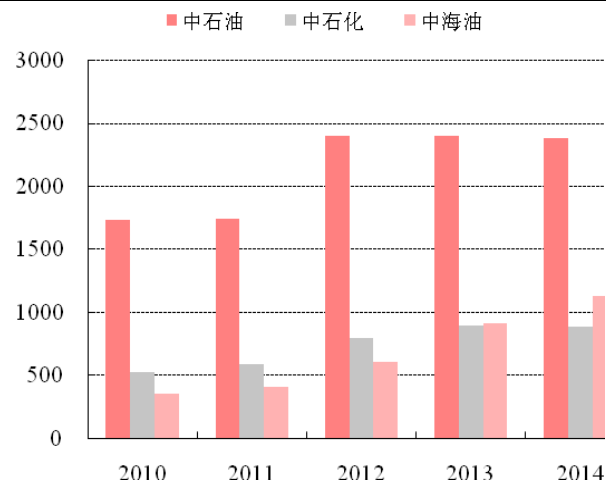
产量目标。2014 年是哈法亚实现二期 1000 万吨产能投产关键之年。按照稳住一期 500 万吨产能，加快二期建设预计今年 8 月投产，积极筹备三期建设。海外建设工程巨大，海外油气设备及服务的采购将对我国该产业产生较大的拉动。

图表 5：中石油原油产量（万吨）


资料来源：BP，华融证券市场研究部

图表 6：中石油天然气产量（亿立方米）


另外，我国本土天然气产量每年 10% 以上的增速也需要大量投资来支撑，不仅是勘探、开发，还有储运和应用方面，全产业链的投资。不仅如此，我国海洋油气的开发在十二五规划中也被赋予了重要地位，中海油 2013 年资本开支的增长即印证了这一战略转变，而 2014 年的资本开支还将维持较高额度。

图表 7：三大油勘探开发支出（亿元）


资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

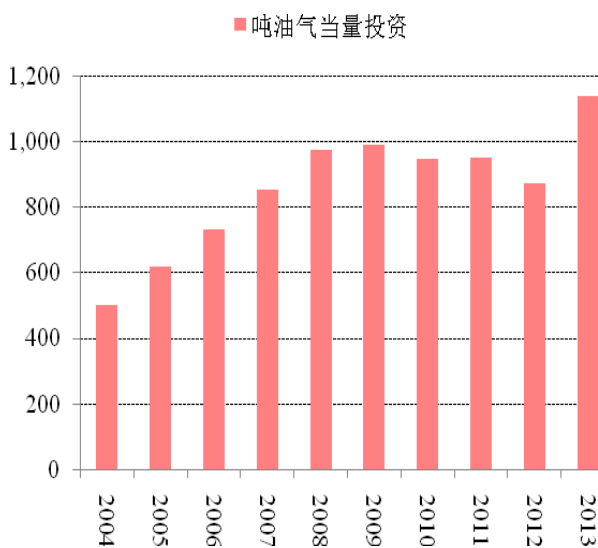
(2) 我国单位油气产量投资额逐年增长提高投资需求

原油产量只是维持现状，这样的目标看似简单，实则并不容易。因为我国的大油田例如大庆油田，早已经过了生产的巅峰期，但仍然每年贡献 4000 万吨左右油气当量的产量，其中大部分油井产油的含水量已经超过 90%，生产成本日益提升。而目前的主力油田长庆油田，2013 年贡献油气当量 5195 万吨(含原油 2432 万吨、天然气 346.8 亿立方米)，实则是低渗透油气藏。2013 年当年长庆油田生产的原油中包含了 800 万吨的致密油，以及 249 亿立方米的致密气。致密油气的开采成本显然要高于常规油气，所以我国单位油气产量的投资额实际上随着非常规油气产量占比的提升是逐年提高的。

由于油气行业的固定资产投资传导至现实的油气产量需要时间，所以不能简单地用当年投入产出量比例来计算油气产量的成本，但是我们观察二者历年的比值变化趋势还是有意义的，目前存在着投资增速要高于产量增速的趋势。另外，从具体的油田开发来看，有资料表明：大庆油田利用水驱方式开采的原油其操作成本在每桶 8 美元左右；采用聚合物驱油方式开采原油的操作成本有所上升，约为每桶 15 美元左右；使用三元复合驱油技术开采原油的操作成本大约为每桶 25 美元至 30 美元。采油成本是近乎成倍上升的。

除了这些处于开采生命周期中后期的老油田，非常规油气田的开采成本也显著高于常规油气田。海上油气开发成本也同样远高于陆地常规油气田。所以无论是维持老油田产量，还是开发非常规油气田、海洋油气资源，其成本都要高于常规油气田，这些无疑将继续提升开发成本。

图表 8：我国油气产出投资（万元/吨油气当量）



资料来源：Wind，华融证券市场研究部

3、全面出击、开发进程加速，装备与服务大市场并不遥远

我国的非常规天然气储藏中涵盖了煤层气、致密气和页岩气这几种形式，其中尤以页岩气储量为巨。我国能源战略转变以来，我们可以观察到三大油开发进度加速的迹象。

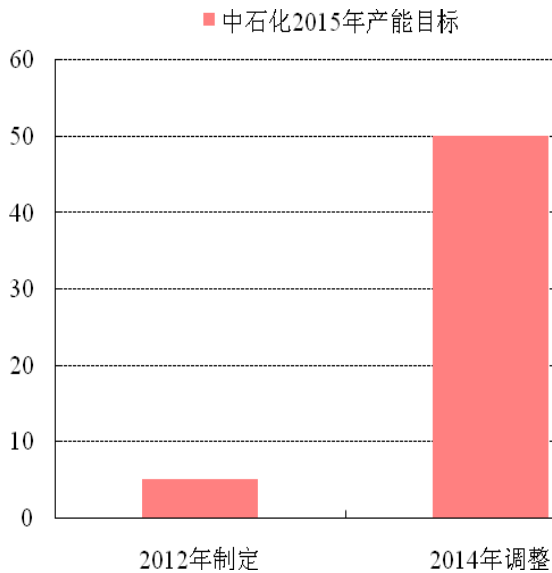
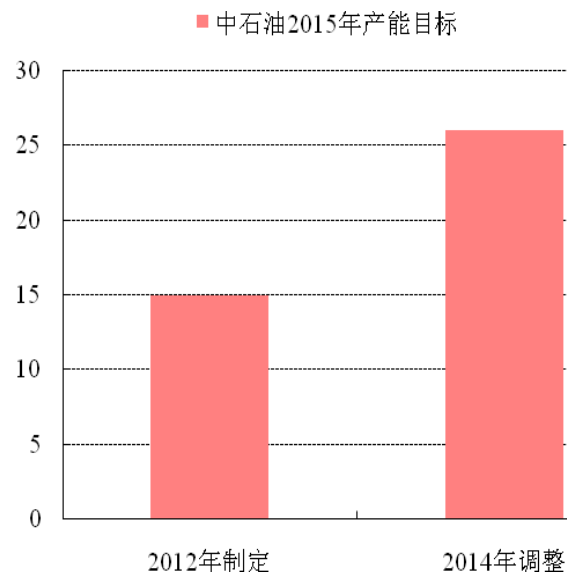
(1) 中石化页岩气开发有突破，加速我国页岩气开发进程

我国“页岩气发展十二五规划”计划到 2015 年末我国的页岩气产量达到 65 亿立方米。目前计划开采页岩气的主体主要是中石油、中石化和我国两次页岩气区块招标的中标企业。但无论从资本实力还是技术实力方面来看，中石油和中石化都是其中最有条件在页岩气领域打开缺口的企业。

中石化的初始条件要弱于中石油，因为其区块数量要相对少很多，但这却成为其加速发展的动力。另外，中石化原有的油气区块开采条件也要差于中石油现有区块，这也成为提升其队伍作业水平的外部条件。这二者直接导致了中石化率先在页岩气方面有所斩获。

中石化 2012 年 2 月开始在重庆涪陵页岩气区块钻探了焦页 1 井，2012 年 6 月在焦页 1 井井深 2020.00m 侧钻水平井焦页 1HF 井。2013 年 1 月交由江汉油田分公司投入试采，标志着涪陵页岩气田焦石坝区块正式进入商业试采。自 2013 年 9 月 15 日涪陵页岩气一次点火成功之后，至 2014 年 3 月底，天然气分公司已经完成页岩气采购 3.09 亿方，其中完成页岩气销售 2.29 亿方，增加库存 0.80 亿方。至此，中石化向外界宣告，涪陵页岩气田勘探获得重大突破，将以原计划 10 倍的产能，提前加速进入页岩气大规模商用开发，并且在 2017 年建成百亿方产能。按照中石化的计划，公司 2015 年产能将达到 50 亿立方米，这远超页岩气规划制定之初的目标，可以认为我国页岩气商业开发进程提前了。

受到中石化页岩气开发进程提速的激励，中石油也在 2014 年初相应提高了 2015 年页岩气产能的建设目标，由最初的 15 亿立方米提升至 2015 年末的 26 亿立方米。产能目标的大幅提升无疑将会带来更多的投入，非常规气开发带来的装备与服务大市场正在向我们走来，它已经并不遥远。

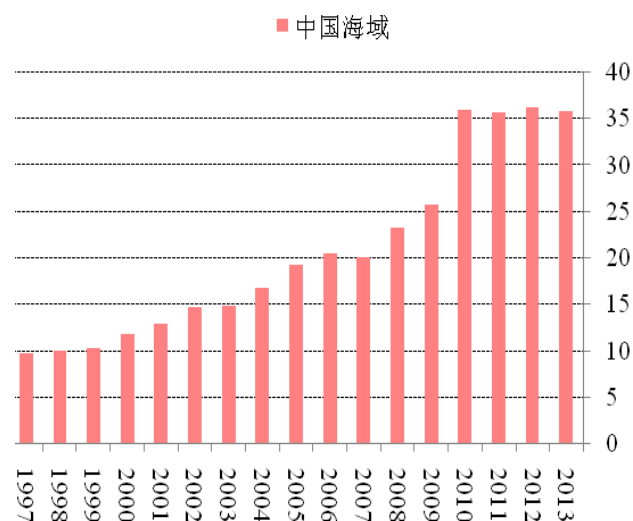
图表 9：中石化页岩气开发目标（亿立方米）

图表 10：中石油页岩气开发目标（亿立方米）


资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

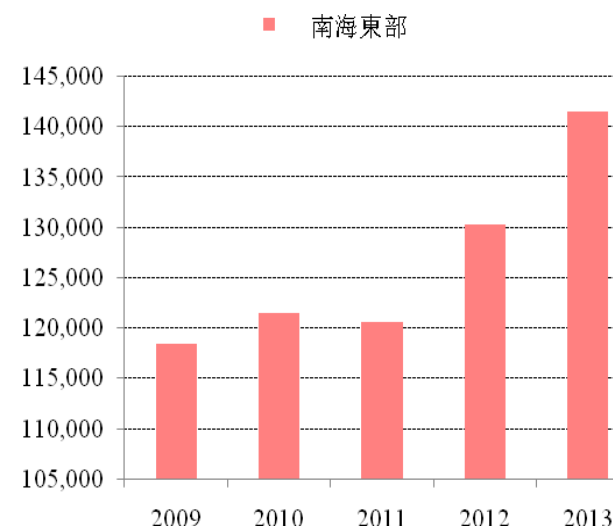
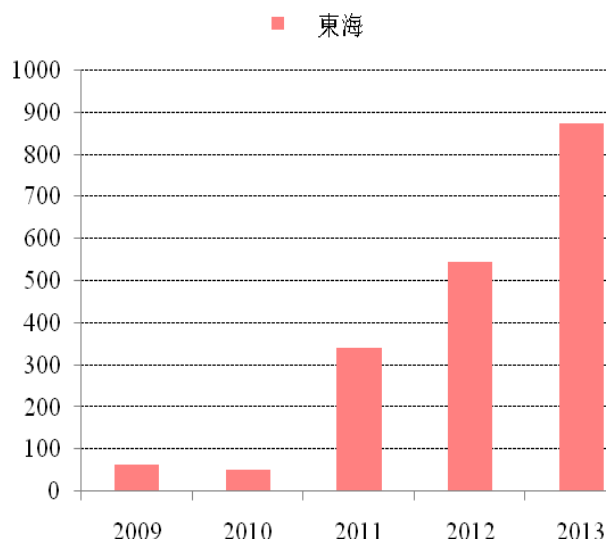
（2）冲破阻碍，中海油海洋开发提速拓宽高端市场

海洋石油开发需要的设备和技术要高于陆地一般油气的开发，而且随着作业水深的增加而逐步提高。我国在海洋油气开发方面由于受到开采技术和部分作业水域涉及边界纠纷（东海、南海）的原因，一直没有大面积开展，产量也并不高。但这样的情况随着我国海军实力的日益增强，并且伴随着海洋战略的变化，近些年有所转变。

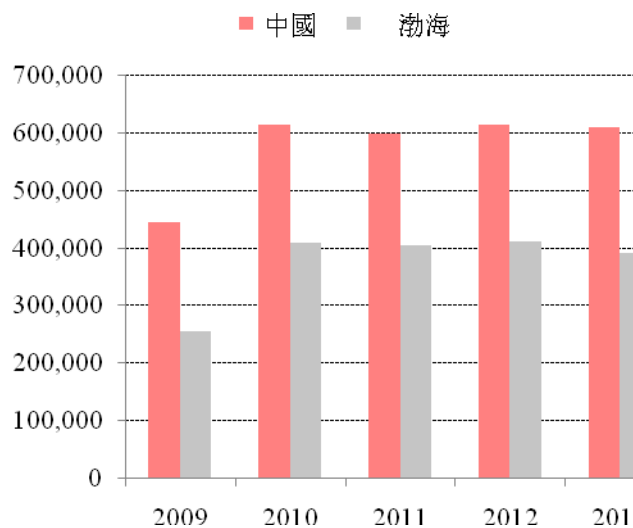
首先是 2000 年之后，我国海洋原油产量逐年递增，这其中渤海是产量贡献的主力，占到我国海洋石油产量的 60% 以上。渤海由于较少边界纠纷且作业水深相对较浅，所以成为我国优先开发的海域。但令我们欣喜的是，近年可以看到南海东部开发的加速，尤其是 2012、2013 两年南海东部产量在稳步增加。东海的产量在 2010 年以后也得到了较大提升，虽然绝对量依然很小，但至少打破了之前的开发僵局。

图表 11: 中海油原油开采量 (百万吨)


资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

图表 12: 中海油南海东部的原油产量 (桶/天)

图表 13: 中海油东海的原油产量 (桶/天)


资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

图表 14: 中海油本国和渤海的原油产量 (桶/天)


东海开发受到中日关系的影响，南海开发更是与南海的东盟诸国都有关联，因而之前这两处海域的开发一直受到影响。但我国的海洋战略和能源战略转变之后，开发都有所进展。在我国天然气的十二五规划中，南海天然气开发已经赫然在列，并且有明确的生产目标（200 亿立方米）。在实际的开发中，我国担负主要作业任务的中海油服的装备队伍正在不断壮大，其 2013 年的资本开支在年中被调高，而且 2014 年将维持调高后的开支水平不减。其母公司一

一中海油，整体的资本开支增速亦保持在三大油中最高的水平。海洋石油的开发，尤其是渐入深水，将对我国海洋油气勘探开发装备和技术提出较高的要求，也是对高端市场的拉动。

二、油气领域改革，打开行业成长天空、促长久繁荣

我国油气勘探开发以及整个产业链的中下游每年都有数千亿元的投资，但是当我们寻找相关的投资标的时会发现并没有很多可以选择的标的。因为虽然这个行业产值巨大、投资巨大，但是“市场”却非常小，因为每个石油巨头都是个庞大的可以在相当大程度上实现自给自足的“帝国”。产业的投资在“内部市场”被消化掉了，并没有多少空间可以让“外部市场”来染指。改革开放多年，市场化进程在油气领域的进展一直由于其特殊性而步履蹒跚。时至今日，高度集中的发展模式面临着许多问题，我国想要摆脱油气能源对进口过分依赖的现状，必须采取些非常之策，首当其中可以释放生产力的是油气领域的改革。

1、时过境迁，动力变桎梏

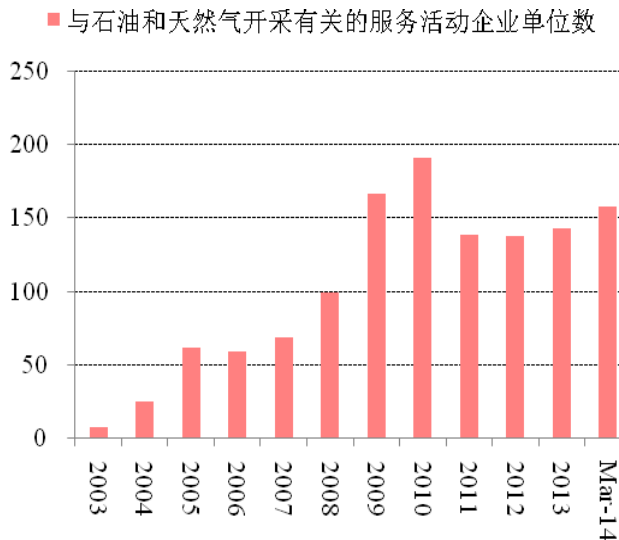
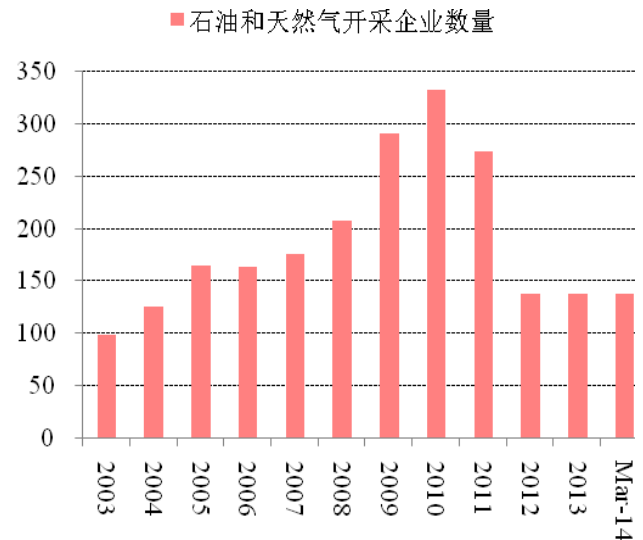
1949年建国之初，我国油气产量很低，设备技术都很落后。集中全国之力办大事是最有效率的办法，这也是大庆油田能够建成的很大原因。时至今日，现存的机制已经在很多方面制约了我国油气产业的发展。

(1) 国内油气开发的寡头垄断降低了自身活性、限制了外部市场规模

虽然我国三大石油巨头都已经登陆了不同的资本市场，但是仍缺乏足够的外部监督机制，由于覆盖整个产业链的大而全式寡头垄断，使得石油寡头只有在自己无法提供设备或服务时才会选择外部市场，并不会充分考虑内部供应的经济性。而“内部市场”由于各种关联关系和整个公司产值的考虑，其优胜劣汰的效率会大打折扣。缺乏生存压力，也势必降低了内部装备制造和服务企业的技术水平提升以及成本下降，这是市场无形之手的“威力范围”。

长此以往，寡头以外的供应商将主要被具有先进技术水平的外资所垄断，本土外部市场很难得到发展，我国独立的油气高端装备及技术的发展也将受到遏制。这是不利于行业长久发展的。

只是依靠行政性要求将部分内部市场采购转向外部市场是无法解决这一问题的，因为采购主体依然是垄断性的，它的选择具有很大的“寻租空间”。只有打破开发主体的垄断地位，引入更多不具备内部供应能力的开发企业，那么外部市场才会有更大更健康的发展。如果简单从目前从事油气开采的企业数量和为油气开采服务的企业数量比例看，我国统计的二者数量几乎相等，这是很不正常的一个比例。由于油服的复杂性和多门类，油气开采服务企业数量应该远多于从事油气开采的企业。但我国庞大的内部市场挤出了外部市场，所以使得这一比例并不正常。

图表 15: 我国油气开采有关服务企业数 (个)

图表 16: 我国油气开采企业数 (个)


资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

(2) 上中下游一体化经营的体制限制了其他主体的可参与性

我国油气开发相关领域不仅有着如上所述的开发主体寡头垄断的特征，还有着另外一个目前限制了该领域更加有效发展的因素，就是上中下游一体化的经营模式。从勘探到开发、储运、炼油、终端汽柴油和其他油产品销售，基本都从属于三大油；另一方面，涉及上中下游的工程设计、设备制造、到销售终端，基本都可以由三大油自行组织完成。如此的大而全模式，是我国油气产业初创时代的历史选择，但如今这样封闭的产业运行模式已经限制了产业的健康发展。因为它极大的限制了产业资本的进入，使得人才和资本在目前的运行模式中都很难以得到流动，缺乏竞争和效率。我们从上游至下游盘点，在油气产业链的上游——勘探与开发环节，基本上被三大油垄断；中游储运环节中石油一家独大；下游中石油、中石化占半壁江山。

三大油油服公司垄断海陆勘探开发

中国石油集团东方地球物理勘探有限责任公司（简称“东方地球物理公司”，BGP）是在原中国石油天然气集团公司石油地球物理勘探局进行公司制改造的基础上，吸纳新疆石油管理局、长庆石油勘探局、大港油田集团有限责任公司、青海石油管理局、华北石油管理局、吐哈石油勘探开发指挥部六家企业的物探资源于 2002 年 12 月 6 日重组成立的，是中国石油旗下、中国最大的专门从事地球物理勘探的专业化工程技术服务公司。公司注册资本 47 亿元人民币，总部位于河北省涿州市。主要从事国内外陆地、海上地震勘探及综合物化探采集、处理、解释，以及与地球物理（化学）勘探有关的技术及装备研发、产品研制、技术引进与产品销售等业务。公司 2010 年全年实现收入 156 亿元，实现利润 6 亿元。截至 2010 年，公司综合实力位居全球同行业第三，陆上采集业务连

续 8 年稳居全球第一。

中石化石油工程技术服务有限公司 (Sinopec Oilfield Service Corporation) 是中国石化集团公司的全资子公司, 专注于全球油气勘探开发工程施工与技术服务及相关产业开发, 业务领域涵盖物化探、钻完井、测录井、井下特种作业、工程建设设计与施工、石油装备仪器研发制造及相关油气勘探开发技术的研发与服务, 是目前国内产业链最完整、专业门类最齐全、规模最大的石油工程综合一体化服务公司。2012 年由中国石化集团公司石油工程管理部与胜利油田、中原油田、河南油田、江汉油田、江苏油田、西南石油局、华北石油局、华东石油局 8 家油田企业的石油工程业务、资产、人员及国际石油工程公司、上海海洋石油局、工程技术研究院、物探技术研究院等 4 家石油工程建制单位整合重组设立。现设钻井事业部、测录井事业部、井下特种作业事业部、海洋石油工程事业部 (上海海洋石油局) 和国际事业部 (国际石油工程公司) 5 个专业事业部, 胜利石油工程公司、中原石油工程公司、江汉石油工程公司、河南石油工程公司、江苏石油工程公司、西南石油工程公司、华北石油工程公司、华东石油工程公司 8 家地区公司, 地球物理公司、工程建设公司、石油机械公司 3 家专业公司, 石油工程研究院、地球物理研究院 2 家专业研究机构, 各类施工队伍 2500 余支, 石油工程专业技术研发与服务系列齐全。公司现有员工 14 万余人, 固定资产 766 亿余元, 2012 年预计收入 950 亿元。

中海油田服务股份有限公司 (中海油服, COSL) 是中国近海市场最具规模的综合型油田服务供应商。服务贯穿海上石油及天然气勘探, 开发及生产的各个阶段。业务分为四大类: 物探勘察服务、钻井服务、油田技术服务及船舶服务。COSL 于 2002 年 11 月 20 日公开发行人 H 股, 并在香港联合交易所主板上市。COSL 拥有中国最强大的海上石油服务装备群。截至 2013 年底, 公司共运营和管理 40 座钻井平台 (包括 30 座自升式钻井平台、10 座半潜式钻井平台)、2 座生活平台、4 套模块钻机。另外, COSL 还拥有和运营中国最大、功能最完备的近海工作船队, 包括 69 艘各类工作船和 3 艘油轮; 4 艘化学品船; 7 艘地震船; 2 支海底电缆队; 7 艘勘察船及包括 FCT (增强型储层特性测试仪)、FET (地层评价测试仪)、LWD (随钻测井仪)、ERSC (钻井式井壁取芯仪) 等众多先进的测井、泥浆、定向井、固井和修井等油田技术服务设备。

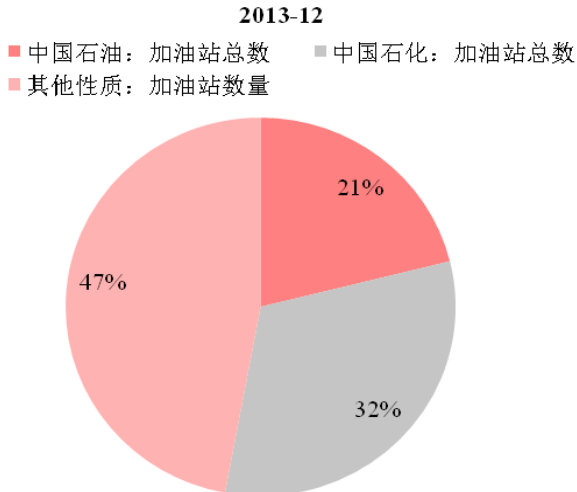
由于油田勘探开发服务需要参与业主方的招标, 而三大油自主拥有庞大的体系内的服务队伍和设备制造商, 所以在此环节非体系内的供应商参与很少。

中石油、中石化垄断长输油气管网

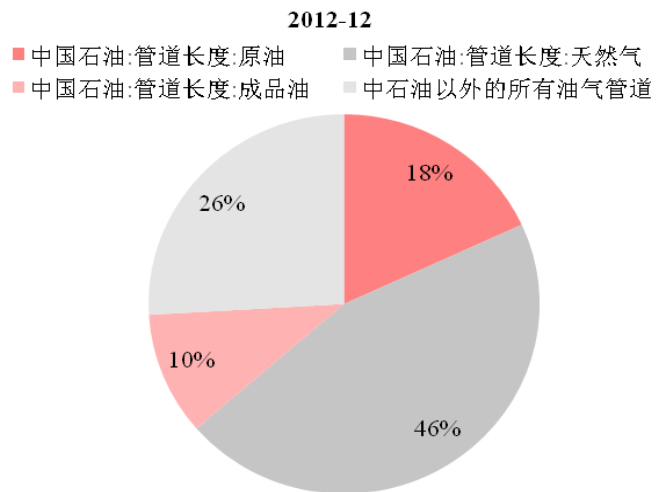
油气田分布的区域通常是交通较不便利的荒凉之处, 而开采出来的油气必须经过运输方能到达炼厂和销售终端, 那么修建运输管网是重要的运输手段尤其是对天然气而言。目前中石油是我国陆地油气长输管网的最主要建设和运营力量, 即使其他资本进入到油气开发领域, 同样要经过中石油的管网才能销售到最终市场上。这就使得产业的垄断性在长距离运输这一环节被加强了。我们可以看到在 2012 年中石油的原油管道占我国油气管道总长度的 18%, 天然

气管道长度占我国油气管道总长度的 46%，成品油管道长度占我国油气管道总长度的 10%，总计中石油所有的油气管道占我国该类管道总长度的 74%，其垄断性地位可见一斑。尤其是我国长距离干线的运输管道皆在其旗下。

图表 17：我国各类性质加油站的比例 (%)



图表 18：中石油油气管道占全国总长度比例 (%)



资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

终端销售，中石油、中石化占据半壁江山

加油站是我国主要的汽柴油销售终端，截止 2013 年底，中石油拥有 20272 座加油站，中石化拥有 30536 座，同时我国总计拥有 96000 座左右加油站。如此估算，中石油、中石化两家公司占据了我国加油站总数的 53%。以加油站数量最多的中石化为例，连其中的便利店（易捷）也为其所经营。我们可以看出在产业链终端环节石油寡头的影响力仍然巨大。

如此封闭的经营模式，在产业链各个环节都限制了其他社会资本在该产业内的投资机会，同时也限制了该产业自身的发展。

2、 波澜起，改革进行时欲释放发展动力

由于油气产业链上中下游全部环节都存在较为严重的寡头垄断，所以该产业的进一步发展非全面的改革不能为之。此番，我们也确实看到了中央政府对该产业进行改革的决心和具体进展。

(1) 上游增加油气勘探开发牌照

缺口从新疆打开，有消息称，作为全国油改“领头羊”的新疆目前已经划分三大油气区块供地方及民营企业招投标。而国家能源局最快有望于 2014 年 6 月份向多家企业颁发石油勘探开发资质牌照，发放数目或达五个，这意味着国

内具有资质企业数量将在现有 4 个的基础上翻番，油气改革也从中下游延伸至上游。此举将会直接拉动我国油气设备及服务产业的需求，也会极大刺激原三大油体系外市场的发展。

虽然上游开发仍然受制于牌照特许制度，但是我们认为此番牌照数量的增加是我国油气勘探开发从特许审批的事前管理制度走向事前备案、事中及事后积极管理的开始。当然，如我们前面所讨论，如果要打破全产业链的寡头垄断只放开上游牌照也是不够的。

(2) 转让股权、引入社会资本参建，中石油管道资源欲独立

2014 年 5 月 12 日，中石油发布公告，将以西气东输管道分公司管理与西气东输一、二线相关的资产及负债以及管道建设项目经理部核算与西气东输二线相关的资产及负债出资设立东部管道公司。在东部管道公司成立后，中石油拟通过产权交易所公开转让所持东部管道公司 100% 的股权，转让后将不再持有东部管道公司任何股权。

2014 年 5 月 21 日国家发改委决定在基础设施等领域首批推出 80 个鼓励社会资本参与建设营运的示范项目，并公布详细名单，其中就包括中石油所属的西气东输三线中段工程。中石油计划建设的西气东输三线西起新疆霍尔果斯，东至福建福州，总长度为 7378 公里，设计年输气量为 300 亿立方米。该项目西段和东段已经于 2012 年 10 月开工建设，而西气东输三线中段工程目前还未正式开工建设，今年一月份，国家环保部刚刚批复了该项目的环境影响报告书。中段工程是指宁夏中卫到江西吉安段，总长度 2732 公里，气源主要为中亚天然气，新疆煤制天然气作为补充。工程总投资近 447 亿元。

西气东输一、二、三线是我国天然气长输管网中的骨干线路，将其从中石油系统中独立出来，无疑意味着对中石油在此环节垄断地位的破除。

(3) 终端领域的开放度会进一步加强

终端环节本是油气产业链中开放度相对最高的环节，从目前天然气加气站的建设规模来看，此环节的开放度在进一步加强。新疆广汇、新奥燃气、华润燃气等各类国企、民企巨头都在全国范围内加速其天然气加气站的布局，不仅如此众多上市公司也在全国范围内拥有自己的加气站项目。

终端领域的进一步开放实现了从上游勘探开发到中游储运和下游终端消费环节的全方位产业开放，这也将为更多的市场进入者提供机遇。

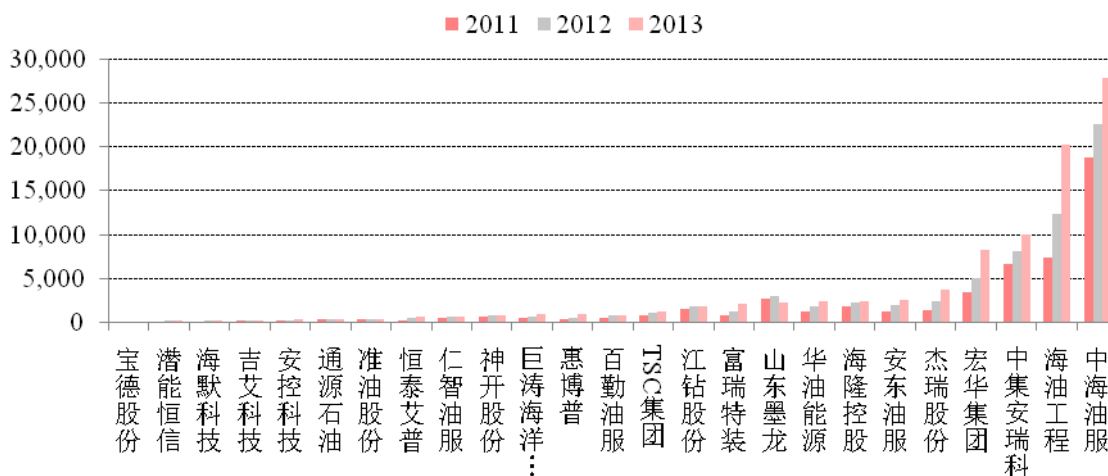
三、寻找撑起中国油气脊梁的未来之星

在当前的改革局势之下，我们试图从目前的上市公司群体中寻找那些能够在改革中获益最多，且有机会成长为撑起中国油气脊梁的未来之星。

1、规模居前、增长迅速，具备大鱼吃小鱼的素质

根据目前上市各油气设备及服务相关企业的情况，我们认为在行业运营体制改革（逐步开放）的大前提下，那些在规模上面已经具有一定优势的民营企业具备先发优势，如若近年尚能保持较快增长，则证明其具备增长活力。那么，这样的企业会优先成为明日之星的候选。但由于起步点不同，我们不会简单地做比较，我们将所有该板块的上市公司按 2013 年的收入规模大致分为三个级别：10 亿元以下，10 亿元至 50 亿元，50 亿元以上。在每个层级分别考察。

图表 19：我国上市的油气设备及服务企业收入（A 股和 H 股）（百万元人民币）



资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

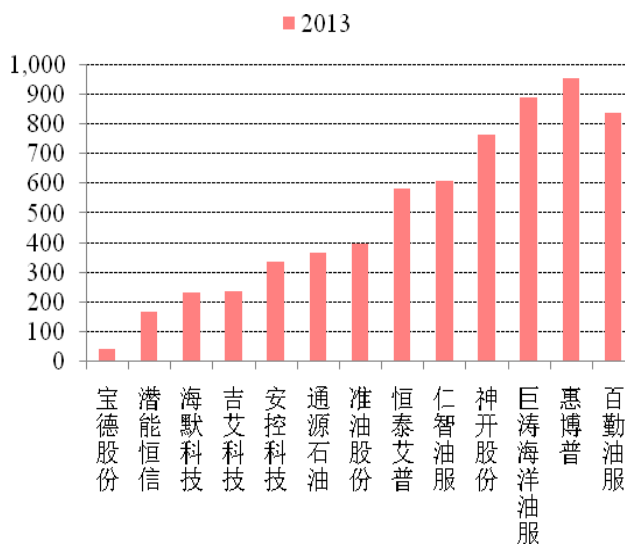
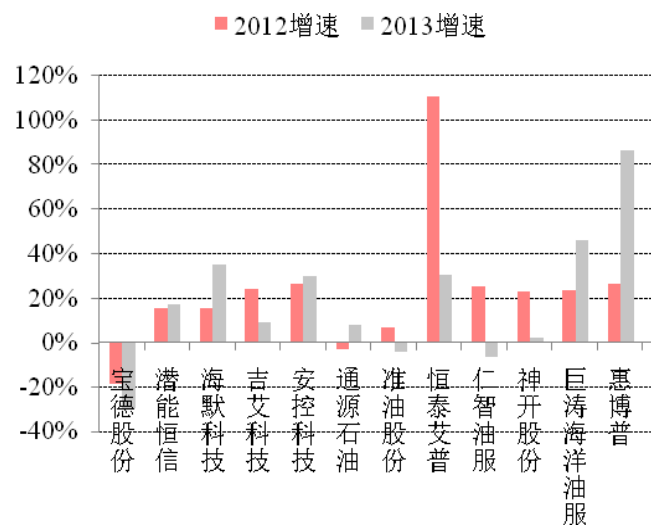
（1）小型企业看主打产品规模和转型布局

虽然都已是上市公司，但是其中仍然有 12 家左右 2013 年的收入不足 10 亿元人民币。其中 2013 年收入超过 5 亿元的企业有：恒泰艾普、仁智油服、神开股份、巨涛海洋油服、惠博普、百勤油服，这其中 2012、2013 年收入平均增速在 20% 以上的企业是：恒泰艾普、巨涛海洋油服、惠博普、百勤油服。其中恒泰艾普是依靠外延式发展实现了 2012 年的高速增长，惠博普也是依靠 2013 年的外延式发展使得 2013 年的收入增速达到了 80% 以上。

恒泰艾普通过并购让业务由软变硬，打开天花板。公司将原本偏软件与服务的业务加入了设备制造业务，此举虽然会降低公司的整体毛利率，但也让公司从原来非常狭小的物探软件和服务业务领域解放出来进入到钻完井、数字化油田、地面工程等其他细分领域。公司 2014 年 5 月 29 日公告的与 Range resource 的综合服务合约将为公司以后 8 年带来价值共约 4 亿美元的收入。正是业务结构的转变为公司带来了继续高速增长的可能。因而，虽然公司规模尚小但具备成为候选明日之星的可能性。

惠博普并购打造天然气开发全产业链。公司原来的业务发展较为平稳，跟随三大石油公司出海获得油气处理设备订单。鉴于目前的产能已经可以满足原有业务需求，因而公司将多余资源投入于天然气产业链谋求更大发展。公司2013年收购 Dart FLG100%股权，从而拥有了柳林地区煤层气区块 25%的产品分成合同。同时，公司2013年通过收购介入了天然气管网运营领域。2014年公司计划介入天然气加气站运营领域。如此，则公司布局天然气全产业链的战略思路尽显无疑。相对于天然气未来发展的空间，显然公司还有很大空间去成长，因而具备成为明日之星候选的条件。

潜能恒信、海默科技存在黑马可能。潜能恒信和海默科技在收入低于5亿元的企业中仍保持着成为黑马明日之星的可能性。潜能恒信虽然近年增速略低于20%，但是公司主营产品非常突出，通过IPO融资极大提升了数据解释的硬件配置为未来该项业务爆发奠定了基础。继而，公司凭借自己的业务专长中标了中海油渤海某区块的勘探开发分成项目。虽然该项目见效期较长，但是属于公司核心业务的延伸，且属于高风险高回报项目，对公司增加该类项目投资具有示范性意义。所以，该公司存在成为黑马明日之星的可能性。海默科技近日公告拟收购清河机械，收购标的2013年收入达1.84亿元，如果合并与海默科技合并计算，则公司2013年收入接近4.1亿元。关键是让公司产品打破过分集中于多相流量计导致的增长天花板，压裂泵液力总成产品为公司打开了一间细分领域空间较大的房间——压裂设备。同时公司也积极在境外投资多处油气区块，既考虑投资收益也考虑担任作业方锻炼自己的油服队伍积累开发经验。

图表 20: 2013 年收入不足 10 亿元公司 (百万元)

图表 21: 收入不足 10 亿元上市公司增速 (%)


资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

(2) 中型企业看产品线规模和复制能力

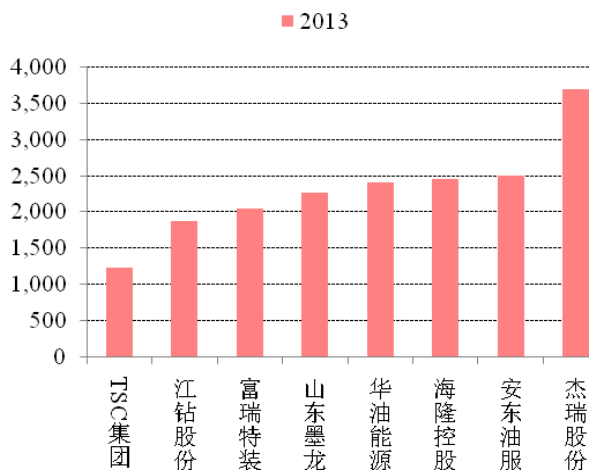
在中国内地与香港上市的本土公司中 2013 年收入规模在 10-50 亿元之间

有 8 家公司，2012、2013 两年收入平均增速在 20% 以上的公司有富瑞特装、华油能源、安东油服、杰瑞股份。其中，富瑞特装和杰瑞股份在 A 股上市。

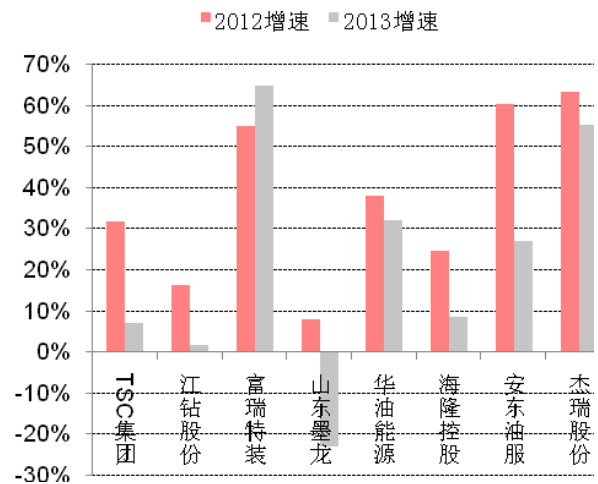
富瑞特装 LNG 储运设备先行实现快速成长，正拓展细分产业链。 公司是国内较早从事专业 LNG 储运设备的企业，尤其是针对 LNG 汽车领域。随下游需求的爆发，通过对撬装式 LNG 加气站、LNG 气瓶和撬装液化设备的设计、制造，公司实现了自身的快速成长。公司 2010 年低温储运装备收入仅有 3.32 亿元，至 2013 年低温储运装备收入已经达到 17.92 亿元，其增速之高可见一斑。目前公司在该细分领域领跑同业，但是随着行业增速逐步放缓，公司需要拓展自己的产品线。目前公司已经在发动机再制造和 LNG 加气机这几个产品领域延伸自己的产品线。另外在气代煤的领域也开发了小型供气装置。公司主营产品已有很强实力，目前需要将自己的成功经验复制到相关联的产品领域。

杰瑞股份增产、完井设备渐强，逐步走向大油服。 公司是国内企业打破国际垄断为本土油气田开发提供高端钻完井和增产设备的典范。2009 年公司油田专用设备收入只有 2.56 亿元还低于其维修与配件销售收入，但 2013 年公司的油田专用设备收入已经达到 25.91 亿元。如此快速的增长不仅仅是某一系列产品的需求爆发，公司已经将其成功经验复制到了多款钻完井和增产设备方面。如今公司在天然气压缩机、加气站等领域也在积极拓展，组建了庞大的油服队伍为非常规油气的开发积蓄了力量，同时还计划向海上油气开发设备方面进军。公司无疑是明日之星的候选人。

图表 22: 2013 年收入 10-50 亿上市公司 (百万元)



图表 23: 收入 10-50 亿元上市公司增速 (%)

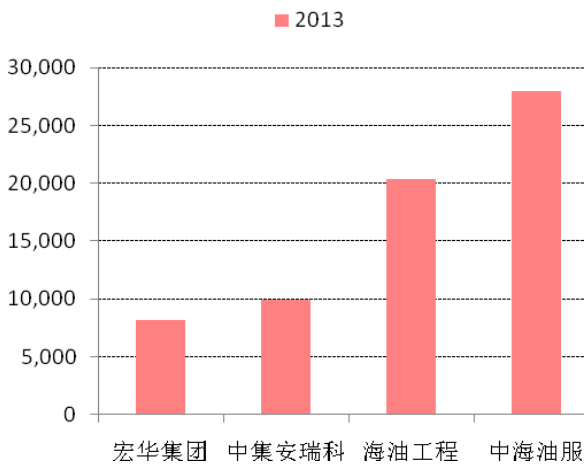
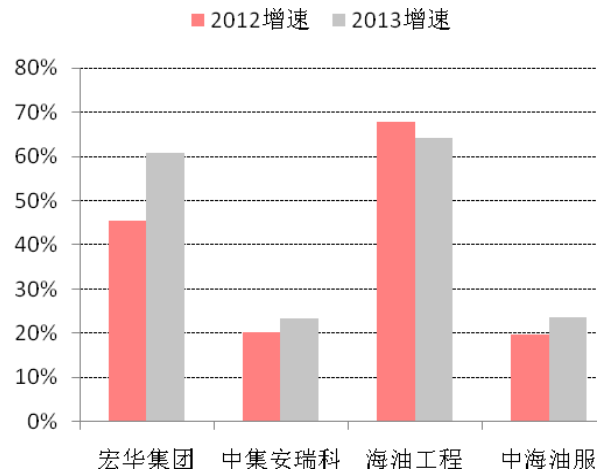


资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

(3) 大型企业看行业投资增长和研发、资本实力

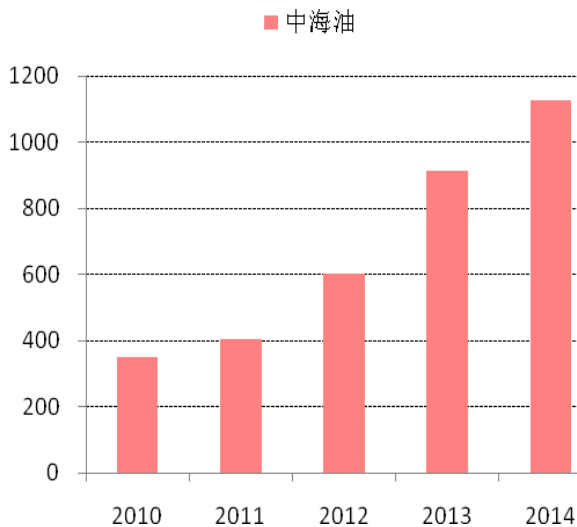
在中国内地与香港上市的本土公司中 2013 年收入规模在 50 亿元以上的有 4 家公司，这 4 家公司 2012、2013 两年收入平均增速都在 20% 以上。它们分别是宏华集团、中集安瑞科、海油工程、中海油服，其中海油工程和中海油服

在 A 股上市。海油工程和中海油服都是主要为我国唯一的海洋油气开发商“中海油”服务的，海油工程 2013 年 92.88% 的收入来自于国内，主要是为中海油服务。中海油服 2013 年 60% 以上收入来自于国内。

图表 24：2013 年收入 50 亿元以上公司（百万元）

图表 25：收入 50 亿元以上上市公司增速 (%)


海油工程与中海油服的收入都有半数以上来自于中海油，所以中海油在油气开发方面的投资决定着这两家公司的成长性。我们可以看到随着我国海洋战略的转变，2012 年以来我国海洋油气开发方面的投资逐年递增，2014 年海洋油气勘探开发方面的投资将首次超过 1000 亿元。如此规模的投资无疑保证了海油工程和中海油服收入的稳定增长。那么，这两家公司资本实力和研发实力成为了我们继续考察的主要因素。

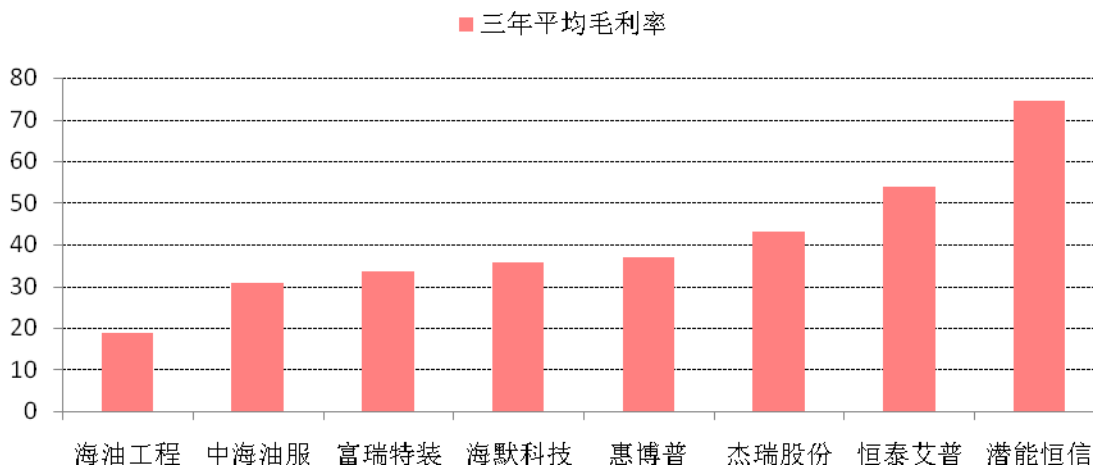
中海油服可以为中海油提供海洋物探、海洋钻完井、以及平台支持等船舶服务，不仅如此，公司的部分钻井平台还在东南亚、挪威北海和墨西哥湾等海外作业区作业。公司全球作业的经验积累，为大股东兼大客户中海油的南海开发奠定了基础，也为自己的增长奠定了基础。海上施工和服务的独特资质，以及多年积累的经验，让中海油服与海油工程这两家公司具备了在自己所从事领域里的研发实力。而资本实力更不用说，因为这两公司的大股东也是它们的大客户——中海油，所以资本实力也不成问题。

图表 26：中海油勘探开发投资（亿元）


资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

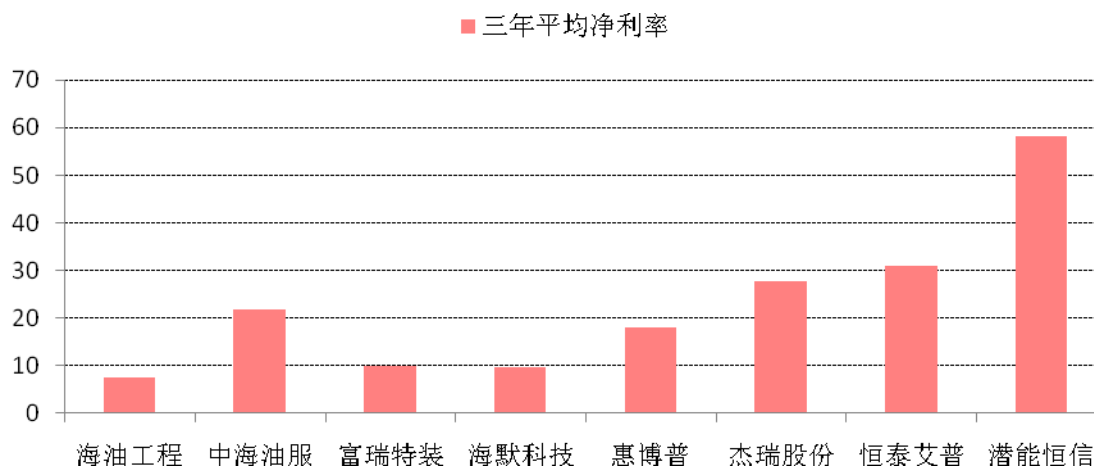
2、 领先的盈利能力与良好的资金状况助力成长

仅有较大的收入规模和快速增长的趋势还是不够的，领先的盈利能力和良好的资金状况是保证企业可以持续成长的另一些重要因素。

图表 27：我国收入规模与增速居前的上市油气设备与服务公司 2011-2013 年的平均毛利率（%）


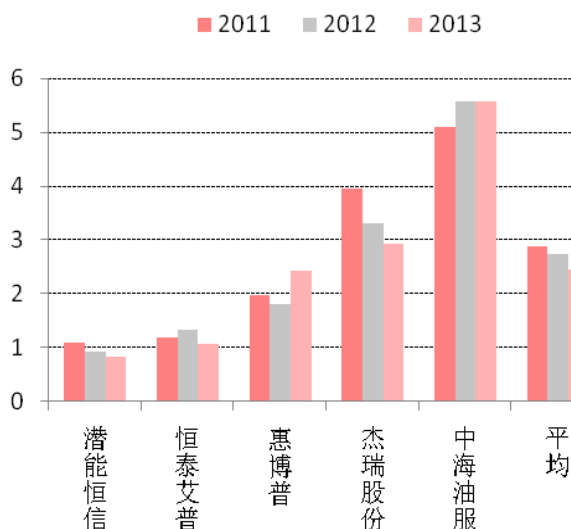
资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

除海油工程近三年的平均毛利率低于 20% 以外，其他我们在上一环节筛选出来的公司平均毛利率都在 30% 以上。高毛利率只能保证公司的产品具有一定的竞争力，但是我们还需要净利率来考察公司最终的盈利能力。

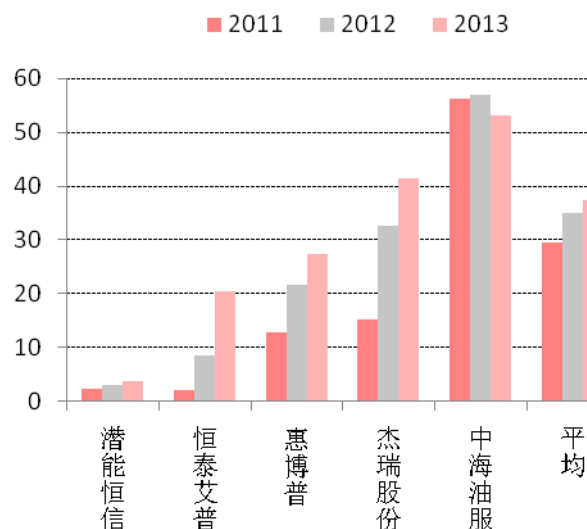
图表 28：我国收入规模与增速居前的上市油气设备与服务公司 2011-2013 年的平均净利率 (%)


资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

我们从上面净利率的数据可以看出，能够超过行业一般净利率水平（10%）的公司只有中海油服、惠博普、杰瑞股份、恒泰艾普、潜能恒信。有了良好的盈利能力，资金状况是成长为明日之星的重要因素。

图表 29：油气设备及服务公司应收账款周转率(次)


资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

图表 30：资产负债率 (%)


在目前剩余的 5 家公司中应收账款周转率最低的也有每年 1 次左右，所以这 5 家公司的应收账款回收状况都比较好。而在资产负债率方面，只有杰瑞股份和中海油服的 2013 年负债率在 40% 以上，超过了油气设备及服务类上市公司的平均水平。但是，杰瑞股份在 2014 年完成了自己的增发，使得负债率在

2014年1季度末降到了28.72%。中海油服也在H股实现了增发，将其负债率从52.99%降到了48.97%，而且鉴于其国资的背景和大股东的实力，我们认为中海油服的资金状况也不会遇到难题。

四、油气设备及服务板块的投资策略

这是一个有着鲜明特征的市场，它有着巨大的市场空间，但是上市公司规模却都偏小，三大油体系外的公司更是“迷你规模”。但是逐年增加的投资与逐步深入开展的体制改革，将为这些“迷你规模”的公司提供巨大的成长空间。

但这也并不意味着该板块内所有的公司都具备强大的成长性，相反部分公司的产品也与许多其他制造业类似陷入产能过剩的竞争红海。所以，我们需要在这些公司中剔除掉产品门槛不高且陷于过剩产能的部分。另外，市场太过于细分的公司很容易遇到成长的天花板，如果公司无法将其竞争优势复制到其他细分领域则同样无法实现成长。符合上述诸条件的公司，我们择之如下表：

图表 31：A 股油气设备及服务板块明日之星候选表

股票名称	选择理由
潜能恒信	主营技术领先，可以拓展技术优势于上游油气开发，该方向空间广阔。盈利能力强，财务状况良好。
恒泰艾普	依靠资本的力量做大规模，“软硬兼具”的布局，行业空间足够其成长。盈利能力较好，财务状况良好。
惠博普	依靠资本的力量做大规模，实现天然气全产业链的布局，行业空间足够其成长。盈利能力尚可，财务状况较好。
杰瑞股份	主营技术领先，产品线广泛，完成了设备加服务的业务布局，成长空间广阔。盈利能力强，财务状况良好。
中海油服	海洋油气开发服务方面具有垄断地位，伴随国家海洋开发战略，成长无虞。盈利能力较好，大股东实力强，财务无忧。

资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

良好的成长潜力未必是好的股票市场投资标的，还要参考目前的价格。所以中长期看来，我们更看好中海油服。

图表 32：A 股油气设备及服务板块明日之星候选企业估值比较 (2014-8-27 股价)

股票名称	2013 年业绩对应 PE	2014 年预测业绩对应 PE
潜能恒信	78.18	86.35
恒泰艾普	67.34	38.18
惠博普	56.32	34.52
杰瑞股份	38.82	25.69
中海油服	13.74	11.66

资料来源：公司公告，华融证券市场研究部

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

刘宏程, 在此声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称公司)的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给公司客户有偿使用。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。公司会授权相关媒体刊登研究报告, 但相关媒体客户并不视为公司客户。本报告版权归公司所有。未获得公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播, 不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供公司客户参考之用, 不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时可就研究报告相关问题咨询公司的投资顾问。公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠, 但公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。公司及其关联方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, 敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址: 北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真: 010-58568159 网址: www.hrsec.com.cn