

# 全球化、全产业链布局的钻井油服公司

2018年10月11日

## 投资要点

- ❖ **国际原油价格将维持高位，全球油服行业持续复苏。**受供给紧缩影响，国际油价自 2016 年以来持续上涨，预计未来 1 年内将维持在 70~80 美元高位。全球油服市场规模 2017 年增长 3%，预计 2018 年增速为 4%~5%；陆上工程技术服务市场 2017 年增长 26.52%，预计 2018 年增速为 7%~8%，公司业务对应子行业占陆上工程技术服务市场合计 52% 的份额，2018 年各子行业预计增速为 3%~12%，公司所处行业基本面持续向好。
- ❖ **公司具备钻完井全环节服务能力，总承包模式优势显著。**目前公司的市占率仅为斯伦贝谢的 1/120、Nabors 的 1/10，未来上升空间大。公司目前已构建起钻井、测录井、完井、钻井装备制造业务构成的完整链条，具有钻完井业务总承包服务能力，2015-2017 年总承包收入占总营收的 85% 以上，总承包业务占比上升直接提升公司的盈利能力。预计总承包业务将继续成为公司主要的服务模式，推动业绩不断增长，并有望将毛利率维持在 30% 以上。
- ❖ **全球化战略加速增长，积极利用国内油气体制改革机遇布局全产业链。**公司 2017 年以来积极进入俄罗斯、巴基斯坦、埃及、乌克兰等国的油服市场，当前市场规模为 2017 年前的 2.43 倍；计划未来在中东、俄语区和南亚积极拓展业务，目标市场占全球 47% 左右份额，规模为 2017 年前的 5.02 倍。预计公司 2019 年起将受益全球化业务布局而加速成长。国内油气体制改革持续深化，公司涉足上游油气勘探开采和下游油品销售，温宿区块的油气开采可能为国内钻井业务提供 7.5 亿~30 亿元的业务增量。
- ❖ **客户及业务延续性强，现有客户未来业务需求巨大。**公司技术实力得到认可，业务延续性强。2017 年 88.3% 的收入来自于有合作经历的客户，公司在手订单充足，2018、2019 已分别确认逾 12 亿元、9 亿元收入，保障了业绩稳定；主要客户未来仍有大量业务需求，最大客户俄气的巴德拉区块 2019 年后的钻完井业务规模预计将不少于 6.79 亿美元，公司目前已垄断该区块业务，且已建立起钻井周期壁垒，未来业务延续的可能性很大。
- ❖ **风险因素：**1、石油价格波动的风险；2、钻井工程业务实施风险；3、境外经营风险；4、新疆温宿区块资源量不及预期。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**公司受益于全球油服行业的整体复苏，钻井工程核心业务将在全产业链和全球化布局下加速成长；在国内油气体制改革红利下，预计 2020 年油气开采业务将对国内业务产生正面影响。我们判断公司 2018-2020 年的业绩复合增长率可达到 13%。预计 2018-20 年 EPS 为 0.70/1.03/1.37 元，参考同行估值，给予公司 2019 年 25 倍 PE，目标价 25.72 元，当前价 23.62 元，对应 18-20 年 PE34/23/17 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,595	1,772	1,717	2,255	2,696
增长率 YoY%		11.1	-3.1	31.4	19.5
净利润(百万元)	394	395	280	412	547
增长率 YoY%		0.1	-29.0	47.0	32.8
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.99	0.99	0.70	1.03	1.37
毛利率%	46.5	44.9	32.2	34.1	36.4
净资产收益率 ROE%	30.8	15.7	10.2	13.2	15.2
每股净资产(元)	3.55	6.29	6.85	7.78	9.01
P/E	24	24	34	23	17
P/B	6.7	3.8	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	54.0	51.4	51.9	40.1	32.3

资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 10 月 11 日收盘价



## 增持 (首次)

当前价：23.62 元

目标价：25.72 元

中信证券研究部

黄莉莉

电话：010-60838728

邮件：hll@citics.com

执业证书编号：S1010510120048

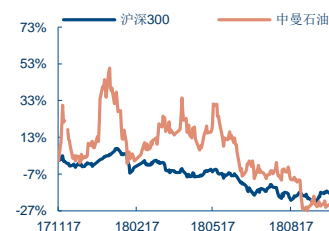
刘海博

电话：0755-23835418

邮件：liuhaibo@citics.com

执业证书编号：S1010512080011

## 相对指数表现



资料来源：中信证券量化投资分析系统

## 主要数据

沪深 300 指数	3281.6 点
总股本/流通股本	400/40 百万股
近 12 月最高/最低价	48.93 元/23.41 元
近 1 月绝对涨幅	7.16%
近 6 月绝对涨幅	-34.16%
今年以来绝对涨幅	-23.81%
12 个月日均成交额	225.88 百万元

## 目录

<b>公司概况：以钻井工程为核心，开启全产业链业务布局</b> .....	<b>1</b>
<b>行业：供给紧张支撑油价上涨，油服行业逐渐复苏</b> .....	<b>2</b>
供给收紧支撑油价上涨并维持高位 .....	2
油服行业迎来整体复苏 .....	6
<b>公司：现有业务优势不断巩固，全产业链与全球化开启成长空间</b> .....	<b>11</b>
业务模式：钻井总承包奠定基础，全产业链业务布局优势显著 .....	11
业务范围：立足中东，多点布局，全球化战略开启加速增长 .....	14
业务规模不断扩大，全产业链战略与全球化布局助推成长 .....	17
<b>风险因素</b> .....	<b>19</b>
<b>盈利预测及估值假设</b> .....	<b>19</b>
主要假设与盈利预测 .....	19
估值及评级 .....	20

## 插图目录

图 1: 中曼石油主营业务所占营收比重.....	1
图 2: 中曼石油国内外营业收入结构 .....	1
图 3: 中曼石油及国内核心子公司分布情况 .....	1
图 4: 中曼石油海外子（分）公司分布情况 .....	1
图 5: 中曼石油历年营业收入变化.....	2
图 6: 中曼石油历年净利润变化.....	2
图 7: 中曼石油股权结构 .....	2
图 8: 全球原油需求增量及中国、印度占比 .....	3
图 9: 中国上半年原油进口量 .....	3
图 10: 全球原油产量及增速.....	3
图 11: 主要产油国产量占全球份额变化.....	3
图 12: OPEC 原油产量变化 .....	4
图 13: 美国页岩油及非页岩油产量.....	4
图 14: 美国 EIA 商业原油库存变化及 WTI 原油价格.....	5
图 15: 2013 年以来布伦特原油价格与美元指数变动.....	5
图 16: 油服行业主要环节 .....	6
图 17: 全球 5 大跨国石油公司上游资本支出 .....	7
图 18: 全球油服市场规模变化 .....	7
图 19: Brent 原油价格和 Baker Hughes 钻机数量变动 .....	7
图 20: 近 10 年 Brent 原油价格、Schlumberger 营业收入和净利润变化 .....	7
图 21: 全球四大油服巨头营业收入变化.....	8
图 22: 中东原油产量及全球市占率.....	8
图 23: 2017 年四大油服巨头各地区营收结构.....	8
图 24: 中东及全球其他地区钻井数变化对比 .....	9
图 25: Schlumberger 各地区营收变化.....	9
图 26: 国内“三桶油”资本支出变化.....	9
图 27: 国内主要油服公司营业收入增速.....	9
图 28: 油服行业陆上工程技术服务市场规模 .....	12
图 29: 陆上工程服务市场结构(红色为公司相关) .....	12
图 30: 2017-2018 年油服行业陆上工程技术市场各版块规模增速.....	12
图 31: Schlumberger 多元化业务发展历程 .....	13
图 32: 2017 年国际知名油服公司营收结构 .....	13
图 33: 公司营业收入与各业务板块收入的关系.....	14
图 34: 公司净利率与各业务板块占比的关系 .....	14
图 35: 伊拉克原油产量及全球市场占有率 .....	15
图 36: 公司海外营收及毛利润持续增长.....	15
图 37: 、Schlumberge、Baker Hughes、Weatherford、Halliburton 各地区营业收入总和和变化.....	16
图 38: 2017 年四大油服巨头各地区营收结构.....	16

图 39: 国内油服公司海外营收占比变化..... 16

## 表格目录

表 1: 2016-2018 年主要经济体 GDP 增速预期 ..... 3

表 2: 2012 年以来油气体制改革主要事件及政策 ..... 9

表 3: 2013-2017 年国内外主要油服公司营业收入及全球市场占有率 ..... 12

表 4: 2012 年以来公司营业收入及盈利能力变化 ..... 14

表 5: 公司全球业务布局情况及目标国的原油市场占有率 ..... 16

表 6: 公司近年来主要客户及业务的延续性 ..... 17

表 7: 公司历史客户未来业务需求 ..... 18

表 8: 公司当前在手订单统计 ..... 18

表 9: 公司主要业务营业收入预测 ..... 19

表 10: 公司主要业务毛利率预测 ..... 20

表 11: 公司部分盈利指标预测 ..... 20

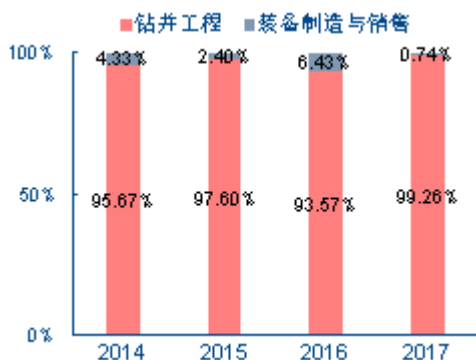
表 12: 可比公司估值情况 ..... 20

## 公司概况：以钻井工程为核心，开启全产业链业务布局

中曼石油是一家以钻井工程为核心业务，兼顾钻机装备制造，同时积极涉足上游油气勘探开采和下游油品销售的民营油田服务公司。2011 年开始，公司进军海外，不断承接国际知名石油及油服企业的工程项目，迅速成长，目前已逐渐形成以海外钻井工程业务为主要收入来源的业务格局。

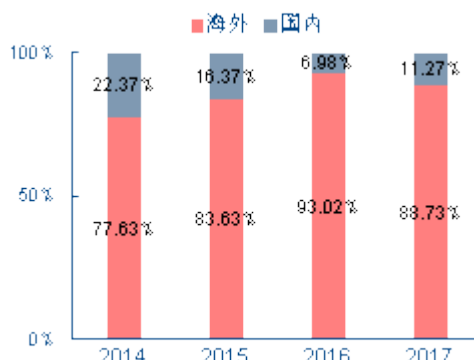
2018 年，公司取得新疆温宿区块（1086.26km<sup>2</sup>）的 5 年探矿权，进入上游油气勘探开采领域，同时，成立油气销售子公司，将中曼油气销售有限公司的注册资本从 100 万增加到 1 亿元，布局下游油品销售领域，积极渗透行业上、下游。

图 1：中曼石油主营业务所占营收比重



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：中曼石油国内外营业收入结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司目前多以总承包或分包形式在伊拉克、埃及、俄罗斯、巴基斯坦及国内鄂尔多斯盆地承揽钻机工程业务，目前服务客户包括俄气、中石油、BP、巴什石油、巴基斯坦石油、Schlumberger、Halliburton 等知名石油公司及油服公司。

图 3：中曼石油及国内核心子公司分布情况



资料来源：公司官网，公司公告，中信证券研究部

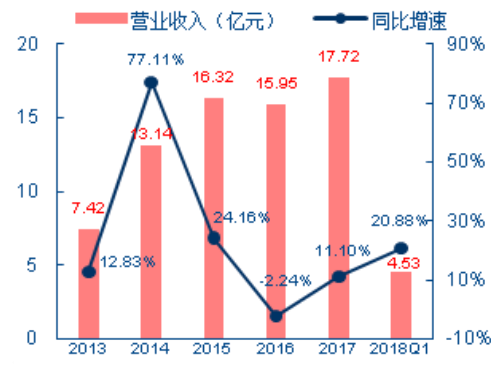
图 4：中曼石油海外子（分）公司分布情况



资料来源：公司官网，公司公告，中信证券研究部

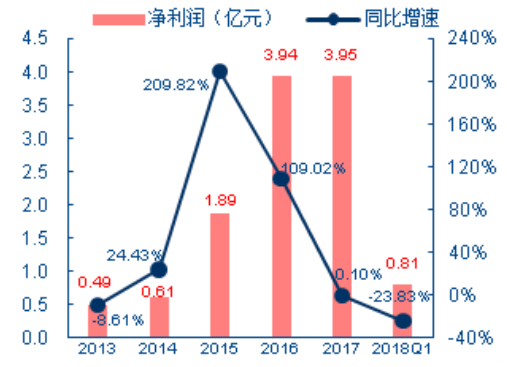
公司发展态势良好，营业收入持续增长，净利润保持稳定。公司自 2013 年以来营业收入与归母净利润整体保持增长，其中 2013-2014 年营业收入增长较快，2014-2016 年净利润大幅提升。公司 2018 年一季度营业收入 4.53 亿元，同比增长 20.83%，归母净利润 0.81 亿元，同比下降 23.83%，利润率下降主要原因为新开工项目大幅增加导致毛利率较低，以及由于 2018Q1 美元贬值所导致的汇兑损益。

图 5：中曼石油历年营业收入变化



资料来源：公司公告，中信证券研究部

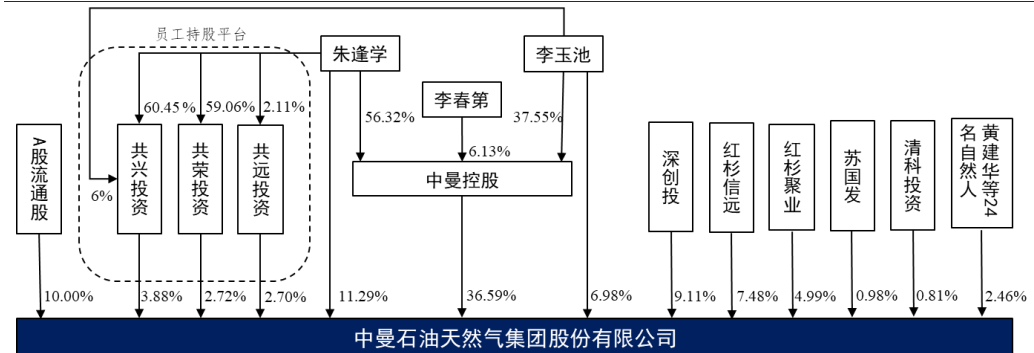
图 6：中曼石油历年净利润变化



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**股权结构：**截至 2018 年 Q1，公司控股股东为中曼投资控股有限责任公司，持股 36.59%。朱逢学和李玉池为实际控制人，二者为一致行动人，直接持有公司合计 18.27% 的股份，并通过中曼控股、共兴投资、共荣投资以及共远投资控制公司 45.89% 的股份，实际合计控制公司 64.17% 的股份。此外，公司已有 128 人加入员工持股计划，主要通过直接持有公司股份或经共兴投资、共荣投资及共远投资等三家公司间接持有公司股份，几乎覆盖了公司所有中高层管理人员、核心技术骨干和老员工，将员工利益与公司长远发展充分绑定。

图 7：中曼石油股权结构



资料来源：公司公告，Wind，中信证券研究部

## 行业：供给紧张支撑油价上涨，油服行业逐渐复苏

### 供给收紧支撑油价上涨并维持高位

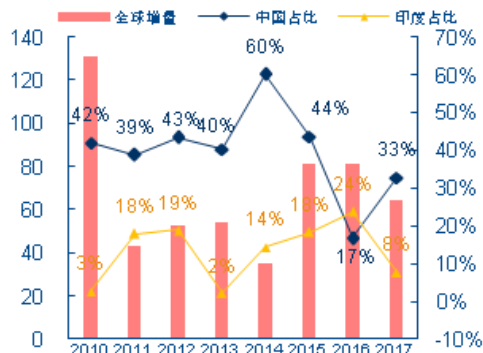
全球原油消费量持续小幅提升，中国成为原油需求增长主要动力。

全球原油消费量持续增长，中国成为全球原油消费增长的主要引擎。据 BP 统计，全球原油消费量 2009-2017 年持续增长，年均增长 1.58%。从增量来看，2016-2017 年中国、欧盟、美国、印度占全球原油消费增量的 65%，其中中国和印度自 2010 年以来持续保持原油消费净增长，中国除 2015-2016 年以外，历年增量均占全球总增量的 30% 以上，已成为全球原油消费增长的主要引擎。

预计 2018 年中国原油消费量将继续增长。中国 2009-2017 年原油消费量年均增长 5.38%，高于全球。由于中国自身原油产量增长有限，目前主要通过不断扩大原油进口以满

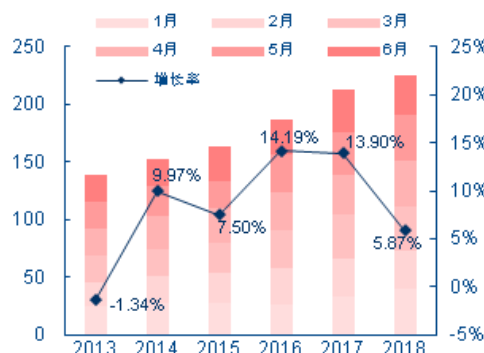
足国内需求。近年来中国原油进口量持续增长，2018 年上半年同比增长 5.87%，叠加目前的“保经济稳增长”政策环境，预计 2018 年全年需求仍将保持增长。

图 8：全球原油需求增量及中国、印度占比



资料来源：BP，中信证券研究部

图 9：中国上半年原油进口量（单位：百万吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

**预计全球原油需求未来仍将保持增长。**主要经济体中，美国经济强势复苏，表现超预期，叠加新任总统主导的“制造业回归”政策，将有助于原油消费量保持稳定或增长；印度继续保持多年来的经济中高速增长，原油消费量也将随经济发展而不断增长；其余主要经济体 2018 年预期均将保持增长。预计全球原油需求未来 1-2 年将继续稳步提升。

表 1：2016-2018 年主要经济体 GDP 增速预期

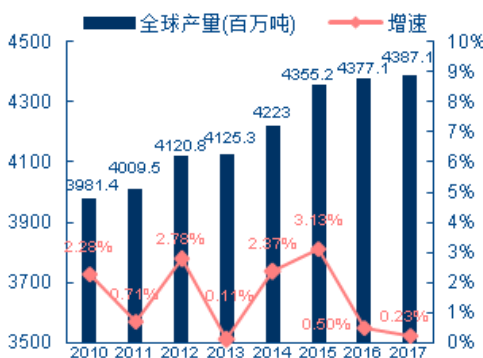
	OECD	美国	日本	欧元区	中国	印度	巴西	俄罗斯	全球
2016	1.8%	1.5%	0.8%	1.6%	6.7%	7.5%	-3.4%	-0.6%	2.9%
2017	2.5%	2.3%	1.7%	2.5%	6.9%	6.3%	1.0%	1.5%	3.8%
2018E	2.4%	2.7%	1.5%	2.2%	6.5%	7.3%	2.1%	1.8%	3.8%

资料来源：IMF（含预测），中信证券研究部

### 原油供给变化复杂，总体呈现紧缩态势

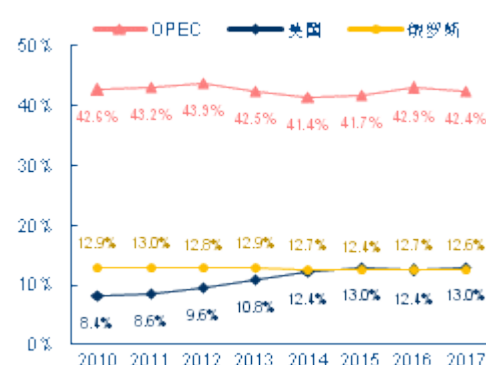
**全球原油供给增速慢于需求，OPEC、美国、俄罗斯是主要的原油生产方。**全球原油产量 2009-2017 年持续增长，年均增长 1.51%，略低于全球原油消费量的增速。2017 年，OPEC、美国和俄罗斯的原油产量占全球总产量的 68%，已成为最重要的石油生产国。

图 10：全球原油产量及增速



资料来源：BP，中信证券研究部

图 11：主要产油国产量占全球份额变化



资料来源：BP，中信证券研究部

**经济、政治因素导致部分 OPEC 成员国原油产量下降。**2017 年 OPEC 原油产量占全球的 42.4%，依然是最重要的原油生产及出口组织。但受经济或政治因素影响，目前 OPEC 部分成员国原油生产面临较大不确定性：

1). 4月7日，美国对叙利亚发动导弹袭击，叙利亚局势骤然紧张，中东地区石油运输遭受不利影响；

2). 5月8日，美国退出伊朗核协议，并将于11月4日起重启对伊朗石油产业的制裁，目前伊朗原油产量为380万桶/日，出口量约220万桶/日，上一轮美国与欧盟联合制裁（2012-2015）曾导致伊朗原油出口量下滑146万桶/日至108万桶/日，由此预测此轮制裁可能会对伊朗原油出口造成120万桶/日以上的影响；

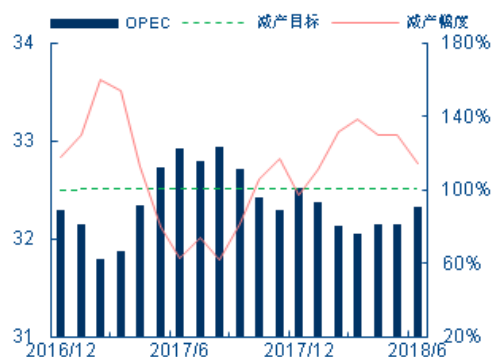
3). 委内瑞拉经济连续第三年出现两位数衰退，石油开采投资严重不足，产量已从2016年初的230万桶/日降至2018年6月的134万桶/日，已达到近70年来该国原油产量的最低水平；

4). 安哥拉同样受国内经济恶化影响，原油产量已从2008年的190万桶/日下降到目前的150万桶/日左右，IEA预测其未来状况将继续恶化，到2023年产量将降至130万桶/日；

5). 利比亚受国内武装势力影响，原油产量从2013年的140万桶/日以上，下降至2018年2月的128万桶/日，至7月11日，由于武装冲突加剧，产量仅为52.7万桶/日，目前虽已开始逐步恢复，但不确定性依然存在，产量很难保持稳定；

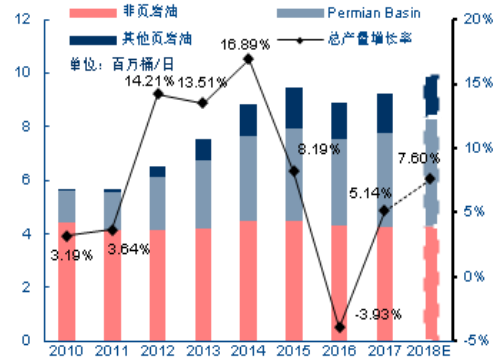
6月23日，OPEC与JMMC决议逐步将原油产量逐步恢复到2016年底确定的减产额度，相较5月产量将增加约68万桶/日。目前OPEC剩余产能约348万桶/日，其中沙特为158万桶/日，俄罗斯则拥有50多万万桶/日的剩余产能，但上述国家可迅速提升的产量仅为130万桶/天，剩余产能提升需要3个月左右的增产周期。预计2019年上半年前，OPEC及俄罗斯将以维持市场平衡为目标，未来1年内原油市场仍将保持供给偏紧的格局。

图 12：OPEC 原油产量变化（单位：百万吨）



资料来源：EIA，中信证券研究部

图 13：美国页岩油及非页岩油产量



资料来源：OPEC，EIA（含预测），中信证券研究部

美国页岩油产量不断增长，但2018年运输能力成为关键制约因素。美国原油产量自2010年的3.33亿吨增长到2017年的5.71亿吨，年均增长8.02%，主要来自于页岩油的贡献，尤其以西南部的Permian盆地为主。当前，Permian盆地页岩油可采储量占全美的41.3%，产量占全美页岩油的50%以上。美国原油产量自2017年10月至2018年7月增产122万桶/日，七大页岩油产区共增产89万桶/日，其中Permian盆地增产55万桶/日。但运输能力已制约Permian盆地原油外销。目前，Permian产区短期内产能就可达到335万桶/天，当地炼厂的最大加工能力为53万桶/天，产区向墨西哥湾的管道运输能力仅为280万桶/天，已达到满负荷状态，多余的原油只能通过卡车、火车运输，运输成本提升导致今年以来Permian产区油价（WTI Midland）相对邻区库欣（WTI Cushing）以及墨西哥湾第一大港休斯敦（WTI Houston）的价差持续扩大，目前已达到15美元以上。

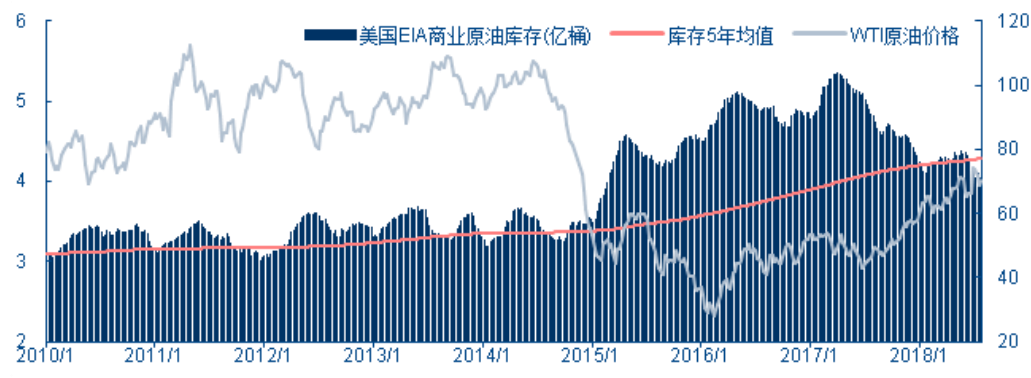
预计至少在2019年下半年之前，美国页岩油的增长将很难对原油价格形成较大冲击。2018年底Permian Express以及2019年初Sunrise管道完工将使Permian盆地运力增加



21 万桶/天，但难以从根本上解决问题；直至 2019 年下半年，EPIC、Permian Express 3、Cactus 2、Gray Oak、Magellan 等管道投入使用将带来 160 万桶/日以上的运力增长，Permian 盆地运输能力的制约才会被消除。

**国际原油库存持续下降，有力支撑原油价格。**原油库存与油价呈一定的负相关关系，美国 EIA 商业原油库存（不包括战略原油储备 SPR）自 2017 年以来持续下降，已从 2017 年 3 月的 5.36 亿桶降至 2018 年 7 月末的 4.9 亿桶，降幅高达 23.7%，自 6 月 15 日以来已持续处于 5 年均值水平以下，目前较 5 年平均库存水平低 4.62%。原油库存的下降表明目前市场仍处于供给紧缩的态势，基本面对油价有较强的支撑。

图 14：美国 EIA 商业原油库存变化及 WTI 原油价格



资料来源：EIA，中信证券研究部

**美元升值及美国大选导致油价承压，但供给紧缩对油价起主导作用**

**2018 年 4 月以来美元与油价双双上涨。**美元指数从 4 月 16 日的 89.44 一路上升，连续突破 90 和 95 关口，目前持续在 95 点附近徘徊。同时 2018 年 4 月以来，原油价格也大幅上涨，Brent 原油价格已从 4 月 6 日的 67.11 美元/桶涨至 7 月 30 日的 74.76 美元/桶，涨幅 11.4%。

图 15：2013 年以来布伦特原油价格与美元指数变动



资料来源：Wind，中信证券研究部

**美国经济基本面强势、美联储加息超预期是美元升值的主要原因。**美元指数此轮走高主要有三方面原因：一是美联储加息节奏超预期，叠加美联储缩表计划，美元流动性持续收紧；二是美欧预期差再度扭转，美国经济表现亮眼，而欧洲经济虽在复苏，但经济增长不达预期，市场对美元的需求增加；三是美债收益率不断走高，美元资产吸引力不断上升，同时全球避险情绪上升，进一步推动美元升值。

高油价提升通胀压力将不利于共和党中期选举，但目前美国经济对高油价的承受能力较强。总体来讲，美国二季度经济增速为 4.1%，创下 2014 年以来的最高水平，6 月份失业率为 4%，依然维持在较低水平，经济基本面良好，对油价处于相对高位的承受能力较强，且多数页岩油公司也需要油价在 70 美元/桶以上以保证现金流为正。因此尽管美元升值会给油价带来一定下行压力，但目前并非主导原油价格的主要因素。

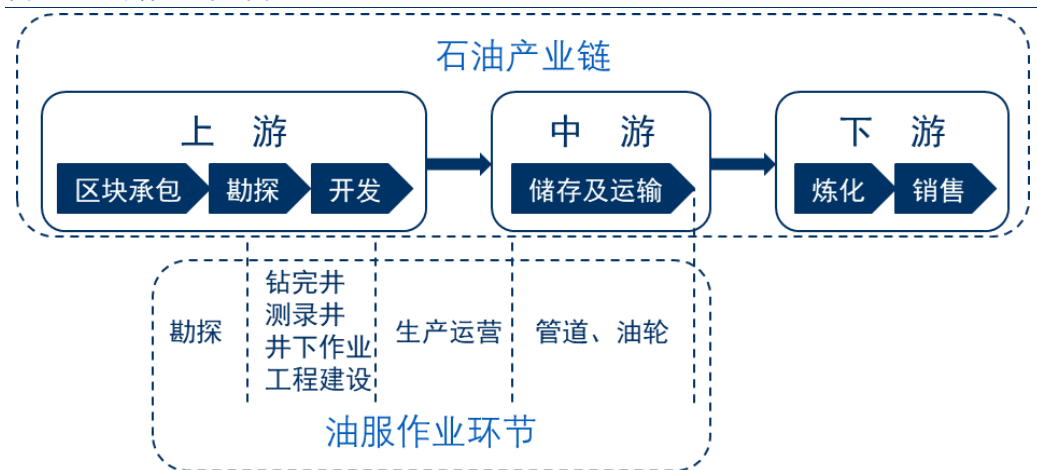
原油市场供给紧缩态势导致本轮油价上涨，基本面仍将是支撑油价的核心逻辑。目前，国际原油市场仍然处于供给紧张态势，全球原油库存的持续下降也提供了证据。同时，未来 1-2 年内全球原油需求将稳中有升。预计供给紧缩的基本面形势在下半年甚至未来 1 年内将成为支撑油价的主要动力。

## 油服行业迎来整体复苏

油服行业发展滞后于油价波动，近两年迎来持续复苏机会

油服行业包括油田服务及设备行业两大类，是专门为石油、天然气产业上中游勘探、开采、储运业务所服务的行业。油服行业可分为勘探、钻完井、测录井、井下作业、工程建设、生产运营及储存运输七大环节。

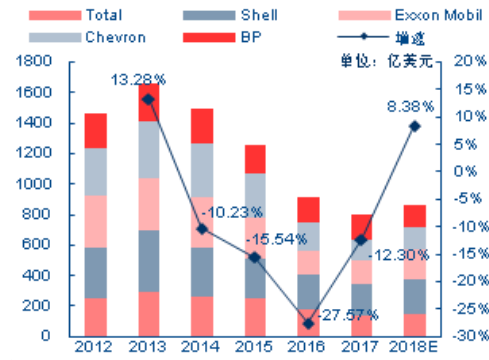
图 16：油服行业主要环节



资料来源：EIA，Wind，Baker Hughes，中信证券研究部

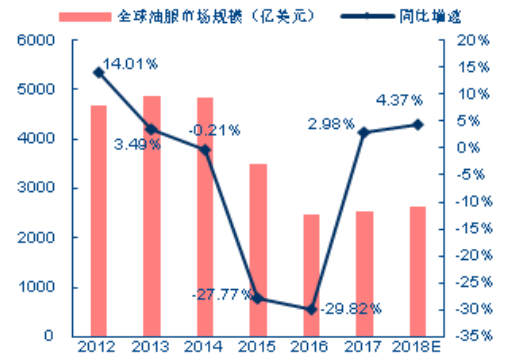
油价波动直接影响石油产业上游投资规模。国际油价的波动驱动着石油产业上游投资规模的变动，进而影响油服市场的规模。以最近的一次油价周期为例，2014 年国际原油价格处于高位时，全球 5 大跨国石油公司的上游资本支出约 1490.76 亿美元，国内“三桶油”的资本支出为 5521 亿元，当年全球油服市场规模 4848.58 亿美元；至 2016 年原油价格低谷时，5 大跨国石油公司的上游资本支出规模骤降至仅 911.95 亿美元，三桶油的资本支出也缩减为 2976 亿元，全球油服市场规模降至 2641.53 亿美元，降幅 40%~50%。

图 17：全球 5 大跨国石油公司上游资本支出



资料来源：Bloomberg（含预测），中信证券研究部

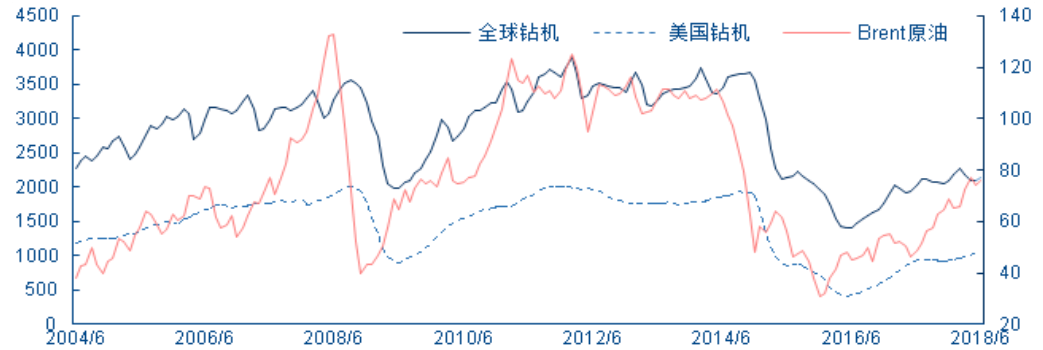
图 18：全球油服市场规模变化



资料来源：Bloomberg（含预测），中信证券研究部

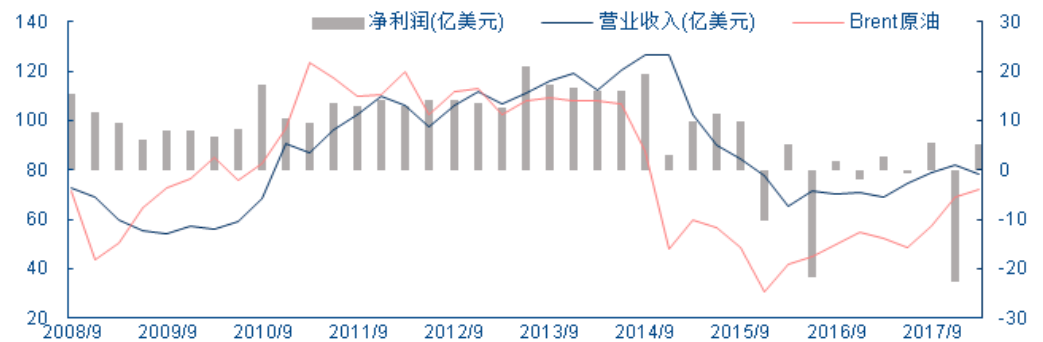
油服行业表现相对油价波动有一定滞后性。由于油价波动影响传导至油服行业需要经历石油公司上游资本支出变动、油服市场规模增减、业务完成后公司业绩兑现等环节，因此油服行业表现相对油价波动会呈现一定的滞后性。以 2008-2016 年的油价变动为例，油价至 2008 年 11 月达到周期低谷，开始向上攀升，代表油服业务规模的 Baker Hughes 钻机数量从 2009 年 7 月才开始回升，滞后 8 个月，而 Schlumberger 的营业收入与净利润从 2010 年 3 月才开始增加，滞后 1 年零 4 个月；2014 年 5 月油价开始进入下行周期，Baker Hughes 钻机数量从 2014 年 12 月才开始下跌，Schlumberger 的营收与净利润在 2014Q4 开始迅速减少，滞后 4-7 个月。表明油价上行周期油服行业会有半年至一年半的滞后，油价下行周期则滞后较短，仅为半年左右。

图 19：Brent 原油价格和 Baker Hughes 钻机数量变动



资料来源：EIA, Wind, Baker Hughes, 中信证券研究部

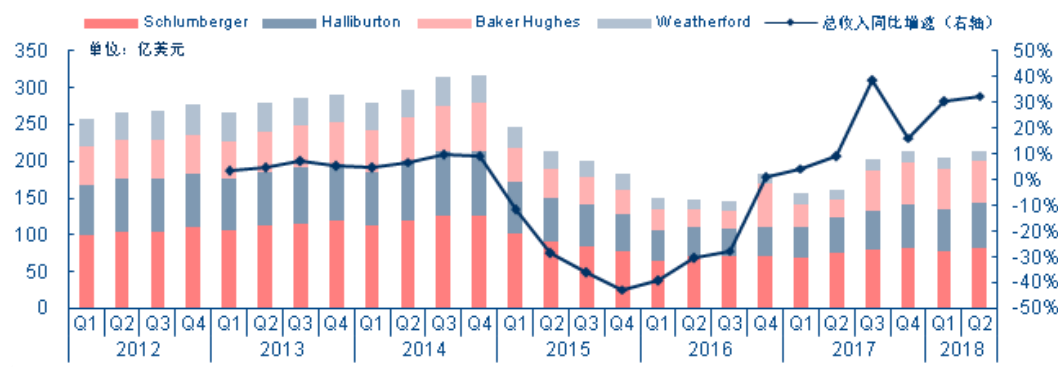
图 20：近 10 年 Brent 原油价格、Schlumberger 营业收入和净利润变化



资料来源：EIA, Wind, Bloomberg, 中信证券研究部

受油价持续上涨的影响，预计油服行业将持续复苏。国际原油价格自 2016 年 1 月低位以来整体上涨，目前布伦特原油价格在 70~75 美元/桶附近波动，且将在未来 1~2 年内维持在较高水平。受此影响，石油产业上游资本支出和全球油服市场规模不断增长，预计 2018 年 5 大国际石油公司上游资本支出增长 8.38%，全球油服市场规模将增长 4.37%。主要油服公司的业绩也正在不断改善，四大油服巨头营收自 2016Q4 以来持续增长，2018 年 1、2 季度同比增速均在 30% 以上，表明全球油服行业正在复苏，并将在未来一段时间内保持增长。

图 21：全球四大油服巨头营业收入变化

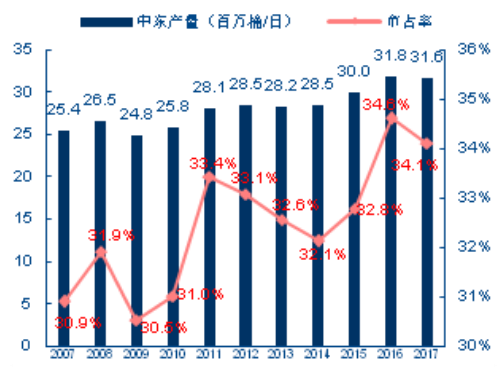


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

### 中东地区石油产业规模巨大，油服行业受油价波动影响较小

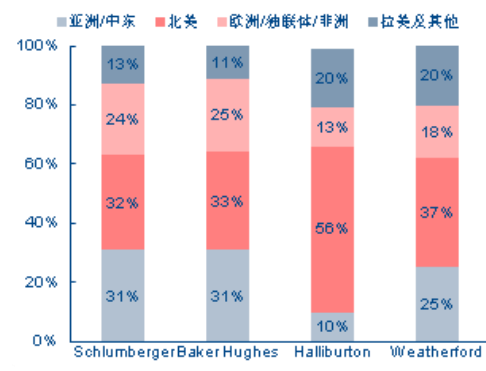
中东地区资源禀赋优异，油服市场规模庞大。中东地区得益于优异的地质条件，已探明的石油储量占全球的 47.6%。近年来中东国家原油总产量整体保持增长态势，全球市场占有率稳定保持在 30% 以上。庞大的石油产业衍生出规模可观的油服市场，国际油服巨头多以中东地区为重要的业务发展地区。

图 22：中东原油产量及全球市占率



资料来源：BP，中信证券研究部

图 23：2017 年四大油服巨头各地区营收结构

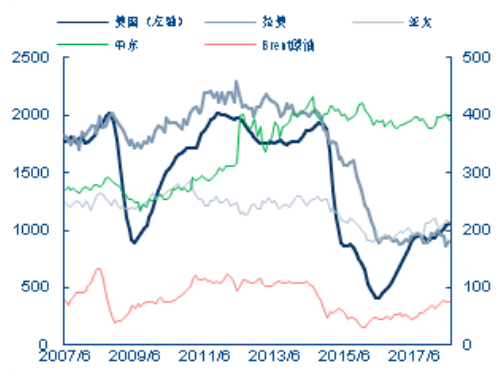


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

### 中东地区原油开采成本低廉，勘探开采及油服行业受油价波动影响较小。

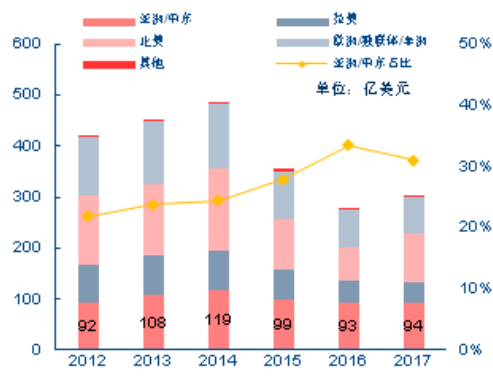
Baker Hughes 钻井数显示，2008 及 2016 两次低油价时期，美国、拉美和亚太地区钻井数受油价影响波动较大，自 2014 年 9 月至 2016 年 5 月钻机数量分别减少 78.86%、53.23% 和 26.92%，而同期中东地区的钻井数仅减少 1.26%，几乎未受到低油价的冲击。Schlumberger 历年营业收入数据显示中东地区业务受油价波动的影响最小，2014 至 2016 年中东/亚洲、拉美、北美、欧洲/独联体/非洲的营业收入降幅分别为 21.8%、45.1%、41.3% 和 58.7%。表明中东地区得益于高储量、低成本及低油价时期稳固的市场地位，其石油上游产业和油服行业受油价波动的影响相对较小。

图 24：中东及全球其他地区钻井数变化对比



资料来源：Baker Hughes, 中信证券研究部

图 25：Schlumberger 各地区营收变化

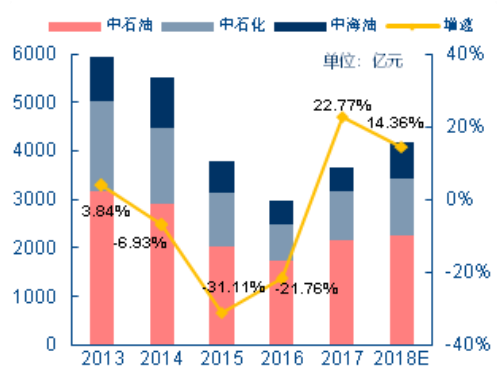


资料来源：Bloomberg, 中信证券研究部

**国内勘探生产板块投资增加，油气体制改革不断深化，为行业提供发展机遇**

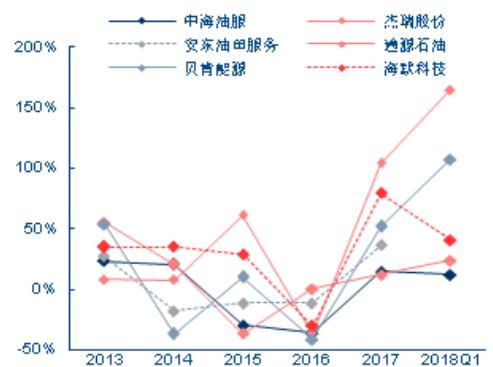
国内勘探开采成本近三年来保持增长，油服行业持续复苏。2014-2016 年低油价时期，国内“三桶油”资本支出总规模持续下降，同期国内主要油服公司营业收入也有不同程度减少。2016 年以来，受国际油价持续上涨带动，国内“三桶油”不断增加资本支出，2016、2017 年资本支出总规模分别为 2975.75、3653.27 亿元，预计 2018 年资本开支合计 4178 亿元，同比增长 14.36%；国内主要油服公司在 2016 年经历业绩低谷以来，2017 年、2018Q1 营业收入均大幅增长，国内油服行业正在持续复苏。

图 26：国内“三桶油”资本支出变化



资料来源：Wind, 中信证券研究部。注：预测数据参考年报指引。

图 27：国内主要油服公司营业收入增速



资料来源：Wind, 中信证券研究部

油气体制改革不断深化，将为油服行业发展提供新机遇。2014 年中央财经领导小组第六次会议提出推动能源消费、供给、技术和体制四项革命，部署油气体制改革。2017 年 5 月，中共中央、国务院印发《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，成为全面深化油气体制改革的总设计书。近年来，引进社会资本、油气勘探开采、管网建设与运营、原油进出口、油气产品价格及国企改革已成为国内油气体制改革的重点方向，将为国内相关领域的公司提供新的发展机遇。

表 2：2012 年以来油气体制改革主要事件及政策

时间	部门	事件或政策	关键词	具体内容
2014/6/13	中央财经领导小组	中央财经领导小组第六次会议	总体规划	“四个革命，一个合作”：推动能源消费、能源供给、能源技术、能源体制改革，加强国际合作
2017/5/21	中共中央、国务院	关于深化石油天然气体制改革的若干意见	总体规划	对油气勘查开采、油气进出口管理、管网建设运营、炼油及销售、定价机制、国企改革、油气储备体系、安全环保等八个方面提出了总体规划

时间	部门	事件或政策	关键词	具体内容
2012/6/15	国土资源部	关于进一步鼓励和引进社会资本投资国土资源领域的意见	油气勘探开采	鼓励民间资本参与页岩气、煤层气、油砂、页岩油等非常规油气的勘探开发
2015/7/7	国土资源部	新疆石油天然气勘查区块招标	油气勘探开采	突破了矿种的非常规限制，突破了勘探阶段的限制，突破了对竞标企业资质要求
2016/11/15	国土资源部	全国矿产资源规划（2016—2020）	油气勘探开采	“十三五”期间，将有序开放油气勘探开采市场，稳步推进油气勘探开采体制机制改革，引入社会资本
2017/6/16	中共中央、国务院	矿业权出让制度改革方案	油气勘探开采	以招标拍卖挂牌方式为主，全面推进矿业权竞争出让，严格限制矿业权协议出让，下放审批权限，强化监管
2012/10/13	商务部	2013年燃料油非国营贸易进口允许量申领程序、分配原则	油气进出口	明确了“先来先领”的分配方式，解决了以往进口配额占而不用的问题
2014/5/15	国务院	关于支持外贸稳定增长的若干意见	油气进出口	赋予符合条件的原油加工企业原油进口和使用资质
2015/2/16	发改委	关于进口原油使用管理有关问题的通知	油气进出口	允许符合条件的地方炼油企业在淘汰一定规模落后产能或建设储气设施的前提下使用进口原油
2015/7/23	商务部	关于原油加工企业申请非国营贸易进口资格有关工作的通知	油气进出口	已获得进口原油使用权的地方炼厂若再获得非国营贸易进口资质，就能自主进口原油
2012/3/13	发改委、财政部、国土资源部、能源局	页岩气发展规划（2011-2015年）	引进社会资本	由“邀请制”向“公开招标”的转变，实现了投资主体的多元化
2012/6/16	国家能源局	关于鼓励和引进社会资本进一步扩大能源领域投资的实施意见	引进社会资本	支持民间资本进入油气勘探开采、参股建设大型炼油项目、合资建设跨境跨区油气干线管道
2012/6/18	商务部	关于鼓励和引进社会资本进入商贸流通领域的实施意见	引进社会资本	支持民营油企采取多种形式获得稳定的油源
2013/5/25	国务院	关于取消和下放一批行政审批项目等事项的决定	引进社会资本	取消商务部石油、天然气、煤层气对外合作合同及油气新项目审批权限，有利于民间资本的进入
2015/8/24	中共中央、国务院	关于深化国有企业改革的指导意见	引进社会资本	在石油、天然气等领域，向非国有资本推出符合产业政策、有利于转型升级的项目
2015/9/24	国务院	关于国有企业发展混合所有制经济的意见	引进社会资本	除对自然垄断环节的管网实行国有独资或绝对控股外，放开竞争性业务，允许非国有资本平等进入
2016/3/31	国家能源局	关于在能源领域积极推广政府和社会资本合作模式的通知	引进社会资本	明确在能源领域积极推广 PPP 模式（PPP），其中油气类项目包括油气管网主干/支线、城市配气管网和城市储气设施、LNG 接收站、储备设施等
2013/3/26	发改委	关于进一步完善成品油价格形成机制的通知	石油、天然气价格	缩短了调价周期、降低了调价门槛、调整了挂靠油种、完善了调控程序
2013/6/28	发改委	国家发展改革委关于调整天然气价格的通知	石油、天然气价格	采取价格双轨制，即划分存量气和增量气；提高非居民用气门站价格；为最终实现天然气价格完全市场化奠定基础
2014/2/28	发改委	天然气基础设施建设与运营管理办法	石油、天然气价格	天然气基础设施运营企业应当公平、公正地为所有用户提供服务；天然气可实行居民用气阶梯价格、季节性差价、可中断气价等差别性价格政策
2014/3/21	发改委	关于建立健全居民生活用气阶梯价格制度的指导意见	石油、天然气价格	2015 年底前建立居民生活用气阶梯价格制度，将居民用气划分为三档，原则上按 1:1.2:1.5
2014/9/1	发改委	上调非居民用天然气价格	石油、天然气价格	将非居民用存量天然气门站价格每立方米提高 0.4 元
2015/2/28	发改委	关于理顺非居民用天然气价格的通知	石油、天然气价格	增量气与存量气价格并轨，创建公平的市场竞争环境
2015/3/4	发改委、上海市	注册成立上海石油天然气交易中心	石油、天然气价格	要求非居民用气加快进入交易中心，由供需双方在政策允许范围内公开交易形成具体价格，2016 年 11 月中心正式运行
2015/10/12	中共中央、国务院	关于推进价格机制改革的若干意见	石油、天然气价格	明确了推进石油、天然气等领域价格改革，放开竞争性环节价格，充分发挥市场决定价格的作用
2015/11/20	发改委	关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知	石油、天然气价格	将非居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，进一步放松价格管制
2016/1/13	发改委	石油价格管理办法	石油、天然气价格	设立 40 美元/桶价格下限，建立油价调控风险准备金，放开液化石油气出厂价格，

时间	部门	事件或政策	关键词	具体内容
				简化成品油调价操作方式
2016/10/9	发改委	天然气管道运输价格管理办法（试行）和《天然气管道运输定价成本监审办法（试行）	石油、天然气价格	明确跨省输气管道运输价格按照“准许成本加合理收益”原则制定
2016/10/19	发改委	关于明确储气设施相关价格政策的通知	石油、天然气价格	储气服务价由经营与委托企业协商确定，储气设施购销价格由市场竞争形成，鼓励城镇燃气企业投资建设储气设施。
2016/11/10	发改委	关于推进化肥用气价格市场化改革的通知	石油、天然气价格	全面放开化肥用气价格，通过市场交易形成价格，实现价格公开透明
2016/11/15	发改委	关于福建省天然气门站价格政策有关事项的通知	石油、天然气价格	在福建省开展天然气门站价格市场化改革试点，西气东输供福建天然气门站价格由供需双方协商确定
2017/1/12	发改委、重庆市	重庆石油天然气交易中心挂牌成立	石油、天然气价格	政府支持油气多交易中心格局，推进完善天然气价格市场形成机制
2017/6/23	发改委	加快推进天然气利用的意见	石油、天然气价格	深化天然气价格改革，健全天然气市场体系
2017/11/11	发改委	关于全面深化价格机制改革的意见	石油、天然气价格	供给侧结构性改革为主线，对成品油、天然气等价格形成机制均提出明确目标
2018/5/25	发改委	关于理顺居民用气门站价格的通知	石油、天然气价格	将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，建立反映供求变化的弹性价格机制，鼓励市场化交易
2015/8/24	中共中央、国务院	关于深化国有企业改革的指导意见	国企体制改革	把国有企业打造成为独立的市场主体，提高市场竞争力和发展引领力
2015/12/29	国资委、财政部、发改委	关于国有企业功能界定与分类的指导意见	国企体制改革	国有企业按照市场决定资源配置的要求，加大公司制股份制改革力度，加快完善现代企业制度，成为充满生机活力的市场主体
2014/2/13	国家能源局	油气管网设施公平开放监管办法（试行）	管网建设与运营	在有剩余能力的情况下，管网设施运营企业应向第三方主体平等开放管网，按合同先后次序提供服务
2014/2/28	发改委	天然气基础设施建设与运营管理办法	管网建设与运营	国家鼓励、支持各类资本参与投资建设纳入统一规划的天然气基础设施；
2014/11/16	国务院	关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见	管网建设与运营	支持民营企业、地方国有企业等参股建设油气管网主干线、沿海 LNG 接收站、地下储气库、城市配气管网和城市储气设施，控股建设油气管网支线、原油和成品油商业储备库。
2016/9/7	国家能源局	关于做好油气管网设施开放相关信息公开工作的通知	管网建设与运营	要求三桶油及各省承担油气管网设施运输功能的地方企业，公开油气管网设施基本情况、准入条件等信息。

资料来源：相关部委网站

## 公司：现有业务优势不断巩固，全产业链与全球化开启成长空间

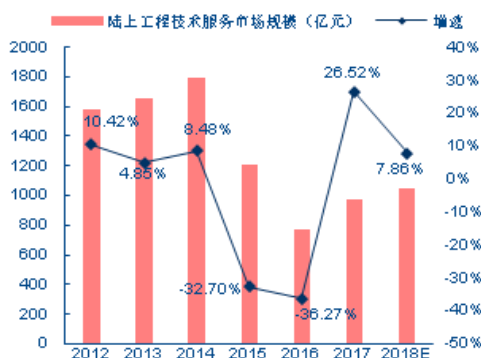
### 业务模式：钻井总承包奠定基础，全产业链业务布局优势显著

公司核心业务对应一半以上的陆上油服市场，当前市占率提升空间大

公司核心业务涵盖钻井、测录井、完井业务整个环节，对应油服行业陆上工程技术服板块 52% 的市场份额。公司以钻井工程为核心业务，2017 年钻井工程业务收入占总营收的 99.26%。目前，公司的钻井业务包括：工程服务方案的设计，原材料和设备的采购、运输以及安装调试，钻井综合作业以及工程的综合管理。

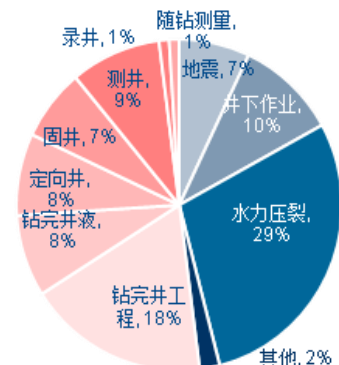
全球陆上工程技术服务市场规模持续增长，利好公司发展。全球油服市场陆上工程技术服务板块 2017 年同比增长 26.52%，预计 2018 年将增长 7%~8%，预计 2018 年除随钻测量业务外，其余子版块业务规模将增长 3%~12% 不等，利好公司业务的发展。

图 28：油服行业陆上工程技术服务市场规模



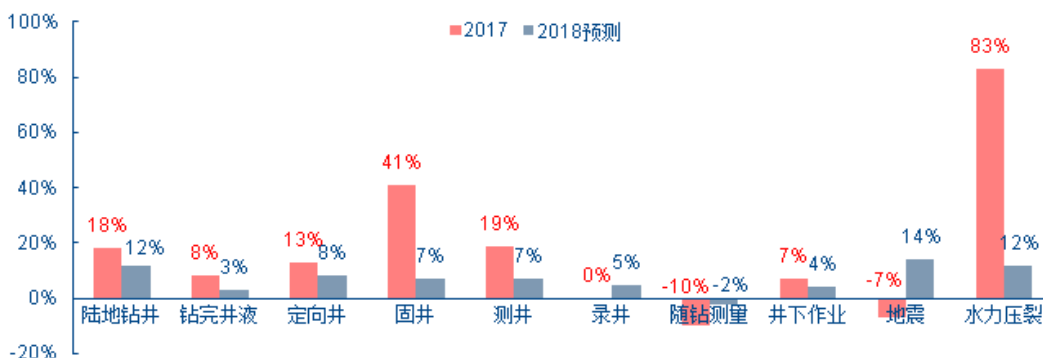
资料来源：Spears & Associates（含预测），中信证券研究部

图 29：陆上工程服务市场结构(红色为公司相关)



资料来源：Spears & Associates，中信证券研究部

图 30：2017-2018 年油服行业陆上工程技术市场各版块规模增速



资料来源：Spears & Associates（含预测），中信证券研究部

公司当前营收及市占率与知名油服公司差距较大，发展空间广阔。公司 2016、2017 年营业收入均仅占全球油服市场的 0.1%，在国内民营油服企业中位居中上游，但与国际知名的油服巨头、知名钻井油服公司和国内大型综合油服企业均存在较大差距。2017 年公司的市场占有率仅为 Schlumberger 的 1/120、Nabors 的 1/10、石化油服（\*ST 油服）的 1/28。公司未来具有很大的发展空间。

表 3：2013-2017 年国内外主要油服公司营业收入及全球市场占有率

单位：亿美元	定位	2013	2014	2015	2016	2016 市占率	2017	2017 市占率
Schlumberger	全球四大油服巨头	452.66	485.80	354.74	278.10	11.32%	304.40	12.03%
Halliburton	全球四大油服巨头	294.02	328.70	236.33	158.87	6.46%	206.20	8.15%
Baker Hughes	全球四大油服巨头	223.64	245.51	157.42	132.69	5.40%	166.06	6.56%
Weatherford	全球四大油服巨头	152.63	149.11	94.33	57.49	2.34%	56.99	2.25%
Precision Drilling	北美知名陆上钻井公司	19.72	21.27	12.22	7.38	0.30%	10.19	0.40%
Patterson-UTI	北美知名陆上钻井公司	27.16	31.82	18.91	9.16	0.37%	23.57	0.93%
Nabors	北美知名陆上钻井公司	61.52	68.04	38.64	22.28	0.91%	25.64	1.01%
Helm. & Payne	北美知名陆上钻井公司	33.88	37.20	30.66	15.45	0.63%	18.05	0.71%
Ensign	北美知名陆上钻井公司	20.38	21.02	10.94	6.47	0.26%	7.72	0.31%
石化油服（*ST 油服）	中国大型综合油服公司	26.00	138.94	88.75	63.12	2.57%	71.30	2.82%
中海油服	中国大型海上油服公司	41.11	49.59	34.79	22.28	0.91%	25.64	1.01%
杰瑞股份		5.44	6.56	4.16	4.17	0.17%	4.69	0.19%
恒泰艾普		0.86	1.06	1.24	1.99	0.08%	4.31	0.17%
安东油田服务		3.68	3.02	2.68	2.37	0.10%	3.23	0.13%
中曼石油		1.09	1.93	2.40	2.35	0.10%	2.61	0.10%
通源石油		0.54	0.58	0.93	0.59	0.02%	1.20	0.05%



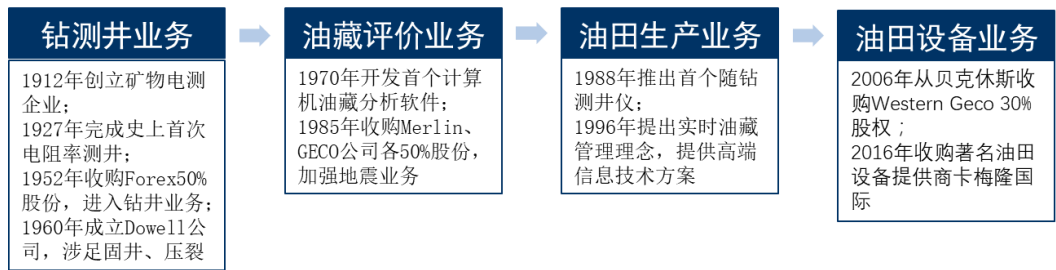
单位：亿美元	定位	2013	2014	2015	2016	2016 市占率	2017	2017 市占率
贝肯能源		1.55	0.98	1.07	0.63	0.03%	0.95	0.04%
神开股份		1.12	0.99	0.90	0.61	0.02%	0.76	0.03%
海默科技		0.34	0.46	0.60	0.42	0.02%	0.75	0.03%
全球油服市场规模		4858.94	4848.58	3502.23	2457.74		2531.04	

资料来源：Bloomberg, Wind, 中信证券研究部

### 已形成钻、测、录、完井和装备制造的完整链条，总承包模式竞争力强

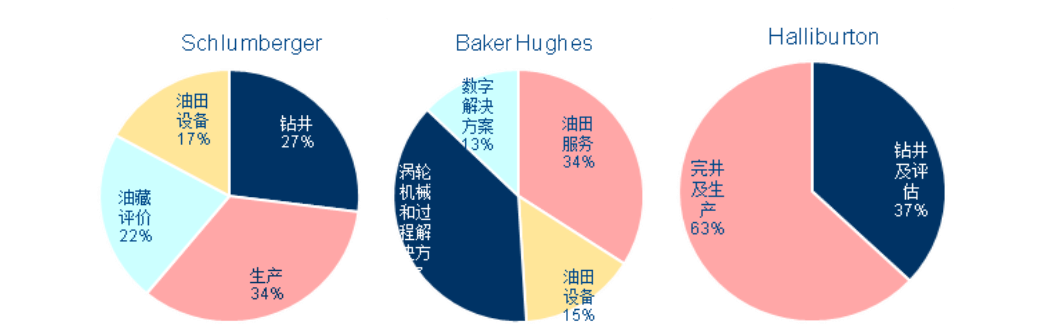
国际油服巨头在成长历程中不断打造完整产业链，竞争力和风险抵御能力都较强。国际油服巨头成立之初都以油服产业链中某一环节业务起家，之后经过持续不断的技术研发和多次并购整合，不断打造完整的油服产业链业务格局。目前，国际三大油服巨头 Schlumberger、Halliburton 和 Baker Hughes 均具有全产业链布局的业务格局。打造覆盖完整产业链的业务格局优势有二：（1）构建完整的业务生态，有助于企业开展一体化的总包业务，提升企业竞争力，最大规模地占据油服市场份额；（2）有助于企业削减业务成本，并对公司经营风险、油价周期波动等具有更强的抵御能力。

图 31：Schlumberger 多元化业务发展历程



资料来源：Schlumberger, 中信证券研究部

图 32：2017 年国际知名油服公司营收结构



资料来源：Bloomberg, 中信证券研究部

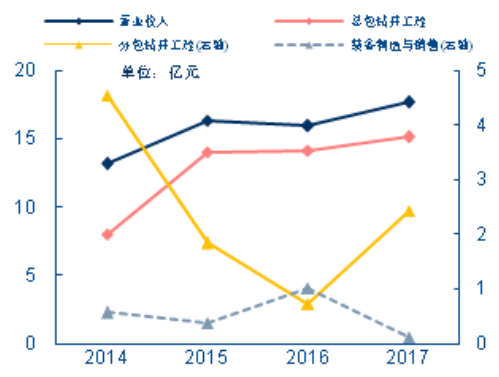
注：Baker Hughes 为 2016 年数据

公司已构建起全面的钻完井业务链，有能力承担钻完井总包业务。目前，公司可以开展钻井、测录井、定向井、固井、完井及钻井液等业务，并具有自主设计并制造钻井装备的能力。表明公司已经打造了除软件之外的钻井、测录井和完井业务产业链，有能力以钻完井总承包的方式提供服务。

总承包业务模式有利于公司业务增长和盈利能力提升。公司最初以钻井工程分包商的角色涉足海外市场，在技术实力和业务能力获得认可后，目前主要通过总承包（大包）方式承揽钻完井业务。

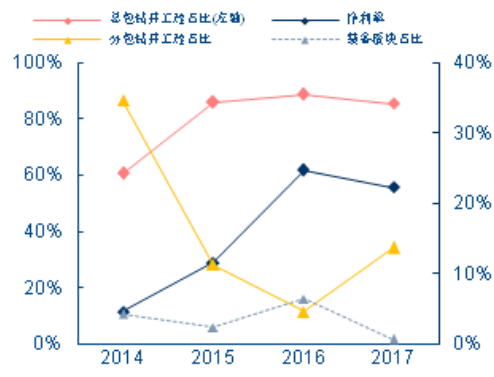
与分包模式相比，总承包模式方便客户对业务统一把控和管理，同时公司也无需通过外包将利润让渡给分包商，整体具有较高的毛利率。公司 2014 年转变为以总承包商以来，2015-2017 年总承包业务收入均占总营业收入的 85%以上。净利润率自 2012-2014 年的 4.63%~8.14%增加至 2016-2018 年 17.92%~24.71%，盈利能力大幅提升。此外，由于公司具有自主设计、制造钻井装备的能力，缩减了固定资产的购置成本，有利于进一步提升盈利能力。目前，公司新承接业务仍以总承包模式为主，预计未来净利润率仍将维持在 15%~25% 的较高水平。

图 33：公司营业收入与各业务板块收入的关系



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 34：公司净利润率与各业务板块占比的关系



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 4：2012 年以来公司营业收入及盈利能力变化

年度	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
营业收入(亿元)	6.58	7.42	13.14	16.32	15.95	17.72	4.53
营收同比增速	-	12.83%	77.11%	24.16%	-2.24%	11.10%	20.88%
净利润(亿元)	0.54	0.49	0.61	1.89	3.94	3.95	0.81
净利润同比增速	-	-8.61%	24.43%	209.82%	109.02%	0.10%	-23.83%
净利润率	8.14%	6.59%	4.63%	11.55%	24.71%	22.26%	17.92%
装备制造与销售收入	-	-	0.57	0.39	1.02	0.13	-
装备板块收入占比	-	-	4.32%	2.39%	6.42%	0.74%	-
钻井工程收入	-	-	12.53	15.86	14.90	17.56	-
钻井工程收入占比	-	-	95.38%	97.19%	93.41%	99.09%	-
分包模式收入	-	-	4.55	1.84	0.74	2.43	-
分包模式收入占比	-	-	34.65%	11.30%	4.63%	13.72%	-
总包模式收入	-	-	7.98	14.02	14.16	15.13	-
总包模式收入占比	-	-	60.73%	85.89%	88.78%	85.37%	-
俄气项目收入	-	-	5.02	9.57	13.23	12.64	-
俄气项目收入占比	-	-	38.21%	58.65%	82.92%	71.32%	-

资料来源：Wind，中信证券研究部

### 加大投资油品销售业务，不断向产业链下游渗透

公司增资下游油品销售子公司，业务多元化布局雏形初现。油气进出口、天然气价格机制、管网运营和油品销售是本轮油气体制改革的重点方向。公司于 2017 年将子公司中曼油气销售有限公司的注册资本从 100 万增加到 1 亿元，表明未来将加大对产业链下游油气销售领域的渗透力度，全产业链的业务布局雏形初现。

### 业务范围：立足中东，多点布局，全球化战略开启加速增长

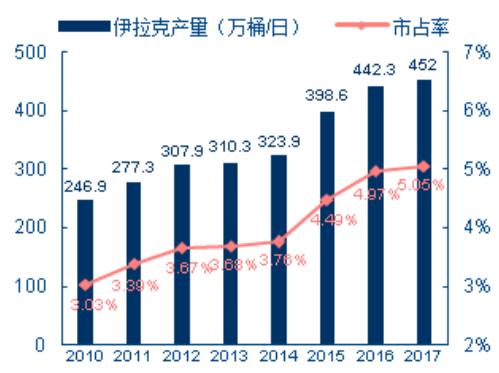
布局中东使得公司迅速发展，未来仍有巨大市场空间

伊拉克石油产业仍有巨大发展空间，境内开展业务的油服企业持续受益。伊拉克自 2009 年起开始实行战后原油增产计划，2010-2017 年原油产量和全球市场份额不断提升，年均增

长 8.85%，2015-2016 年低油价时期依然保持产量高速增长。2018 年 7 月前半月伊拉克原油产量已增到 470 万桶/日左右，接近该国有史以来最高日产记录。

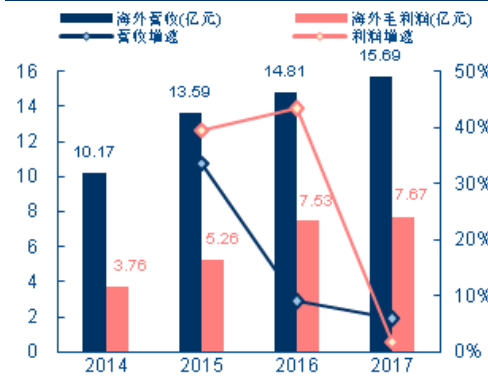
据伊拉克政府与国际石油公司达成的协议，伊拉克的目标产量为 800 万桶/日。由于伊拉克政府财政收入严重依靠石油出口，在当前的较高油价形势下，伊拉克政府内部增产意愿强烈。6 月 23 日 OPEC 达成增产协议，也为伊拉克继续增产提供了外部条件。预计近期伊拉克国内原油产量仍将保持高位，并可能继续增长，在当地开展业务的油服公司业绩将有充分保障。

图 35：伊拉克原油产量及全球市场占有率



资料来源：BP，中信证券研究部

图 36：公司海外营收及毛利润持续增长



资料来源：Wind，中信证券研究部

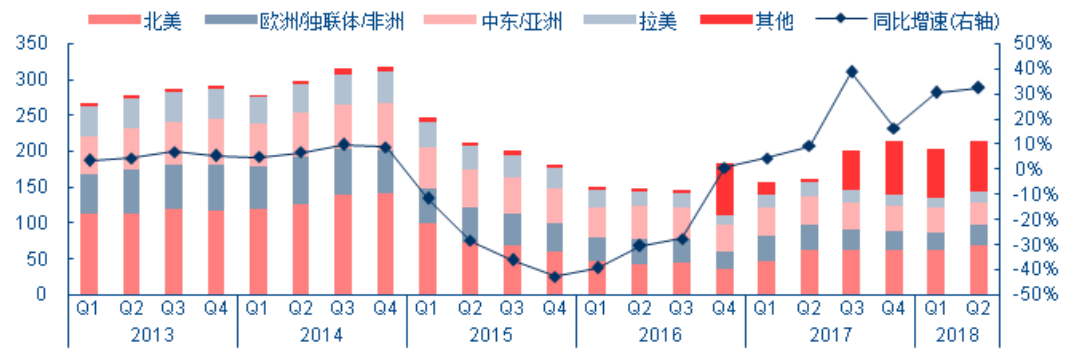
公司过往增长直接受益于伊拉克油服市场高增长，未来将持续受益。受益于伊拉克石油产业 2009 年以来持续增长，公司 2014-2016 年未受油价下跌的负面影响，营业收入和毛利率大幅增长，由钻井分包商成长为在伊拉克市场有一定知名度的钻井工程总承包服务商，完成了业务模式的蜕变。

预计公司未来将持续受益于伊拉克油服市场的增长。目前，伊拉克正在开采的活跃区块有 43 个，公司正在作业的区块包括巴德拉、Block 12 区块、马季努恩区块和西库尔纳-2 区块。以俄气（Gazprom）主要负责开发的巴德拉区块为例，该区块规划钻井 47 口，目标产量为 17 万桶/天，预计 2018 年末仅能完井 22 口（其中 20 口井为公司完成），油气产量达到 10 万桶/天左右，未来仍有较大的业务增长空间。

### 不断拓展海外业务范围，布局国内新疆及四川，全球化战略初入正轨

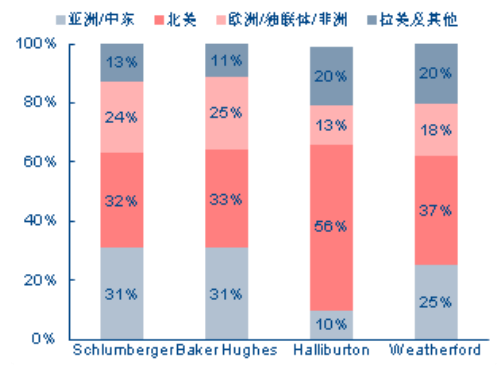
全球化布局拓展业务范围，提升地区性风险抵御能力。油服公司进行全球化布局可以突破单一地区的资源禀赋限制，获得更为广阔的成长空间；其次，进行全球化的业务布局，也可以提高油服公司抵御地区性风险的能力。目前，全球四大油服公司业务均遍布全球。近年来，国内主要油服公司已纷纷加快了海外业务布局，海外营收占比不断提升，主要集中在中东、俄罗斯、中亚、北美、非洲等地区。

图 37:、Schlumberge、Baker Hughes、Weatherford、Halliburton 各地区营业收入总和变化



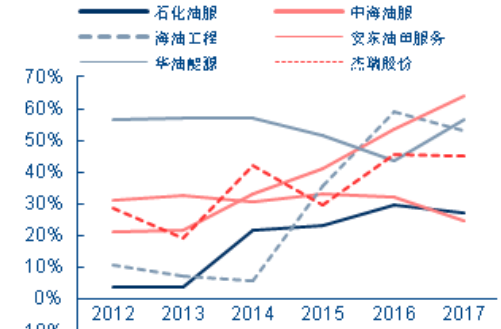
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 38: 2017 年四大油服巨头各地区营收结构



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 39: 国内油服公司海外营收占比变化



资料来源: Wind, 中信证券研究部

公司海外业务范围不断拓展，全球化布局初现正轨。截止 2016 年底，公司业务仅在伊拉克和国内开展，对应全球 9.4%的原油产量份额。2017-2018 年，公司陆续在俄罗斯、巴基斯坦、埃及、乌克兰签订业务合同，上述国家 2017 年原油产量占全球 13.46%。公司未来还计划在 中东的沙特、伊朗和科威特，俄语区的哈萨克斯坦，南亚的印度、缅甸和孟加拉等积极拓展业务，对应 2017 年全球原油产量 24.32%的广阔市场。目前，公司已进入全球 22.86%的石油市场，市场容量相当于 2017 年前的 2.43 倍。若公司成功在计划中的所有国家开展业务，则公司将进入全球 47.18%的石油市场，市场容量将达到 2017 年前的 5.02 倍。

表 5: 公司全球业务布局情况及目标国的原油市场占有率

	国家	2017 年原油产量 (百万吨)	2017 年该国原油产量全球市占率
已有市场	伊拉克	221.5	5.00%
	中国	191.5	4.40%
	小计	413	9.40%
2017 年新开发市场	俄罗斯	554.4	12.60%
	巴基斯坦	3	0.07%
	埃及	32.2	0.70%
	乌克兰	4.15	0.09%
小计	593.75	13.46%	
未来计划开发的市场	哈萨克斯坦	86.9	2.00%
	印度	40.4	0.90%
	沙特	561.7	12.80%
	科威特	146	3.30%
	伊朗	234.2	5.30%
	缅甸	0.65	0.01%
	孟加拉国	0.2	0.00%

国家	2017年原油产量（百万吨）	2017年该国原油产量全球市占率
小计	1070.05	24.32%
全球	4387.1	100.00%

资料来源：公司公告，BP，EIA，中信证券研究部

**公司国内业务规模有望大幅增长。**自国际油价上涨后，国内新疆、四川等地均加大了油气勘探开发力度，且新疆已成为油气体制改革试点地区，公司已在新疆、四川设立或增资子公司，未来将争取在这些地区拓展业务规模，目前，新疆塔里木盆地与四川盆地的油气产量与鄂尔多斯盆地基本相当。由于塔里木与四川盆地以5000m以上的深井为主，钻完井工程市场规模预计将略大于鄂尔多斯盆地。此外，公司在温宿区块的勘探开采业务预计也将为钻井业务板块带来可观的收入。未来公司国内业务规模有望实现较大幅度的增长。

## 业务规模不断扩大，全产业链战略与全球化布局助推成长

### 公司客户认可度高，业务具有延续性

**公司技术实力得到客户认可，业务延续性强。**公司在以往的项目中技术实力突出，业务能力出色，得到了客户的认可。例如，在俄气巴德拉区块业务中，2014年公司完成某国际知名油服公司未完成的P08井，得到俄气方认可；随后承担巴德拉区块一、二期钻井大包合同，成功将平均完井周期自某国际著名油服公司的469天缩短到291天，获得俄气逾600万美元奖励，二、三期项目平均完井周期分别为238天、185天，为俄气节约大量时间与成本，目前已垄断了该区块所有钻完井项目。由于优异的业务能力，公司在中东与俄气、壳牌、巴什石油、Baker Hughes，在国内与中石油长庆油田和Schlumberger长和建立了良好的信任基础，自2014年来一直保持业务合作，业务具有延续性，为公司业绩提供了保障。

表6：公司近年来主要客户及业务的延续性

	2017		2016		2015		2014		类型
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
俄气	126380.7	71.3%	132,261	82.91%	95,718.97	58.7%	50,209.07	38.2%	工程大包
马石油			-	-	29,144.96	17.9%	17,667.55	13.4%	工程大包
中石油长庆油田	9377	5.29%	5,378.47	3.37%	15,308.83	9.38%	11,916.14	9.1%	工程大包
Baker Hughes			473.16	0.30%	9,639.45	5.91%	32,979.13	25.1%	工程分包
Schlumberger长和	5159.4	2.91%	1,893.62	1.19%	8,424.73	5.16%	8,301.88	6.32%	工程分包
巴什石油	15519.4	8.76%	3,965.28	2.49%	-	-	-	-	工程大包
川庆钻探			2,203.20	1.38%	-	-	-	-	工程分包
NIDC			8,133.91	5.10%	-	-	-	-	装备制造
Halliburton	9378.2	5.29%							工程分包
合计	165814.7	93.6%	154,309	96.7%	158,236.93	96.96%	121,073.78	92.1%	

资料来源：公司财报，中信证券研究部

**公司当前主要客户未来仍有大量业务需求。**当前伊拉克原油产量（450~470万桶/日）与伊政府设定的目标产量仍有一定距离（800万桶/日），未来伊拉克地区的油服市场仍有一定增长规模。公司当前主要客户俄气、壳牌、巴什石油和马来西亚石油在伊拉克的区块仍有较大业务需求，公司获得新增业务的可能性较大。以俄气巴德拉区块为例，该区块规划钻井47口，截止2018年末将完井22口（其中20口由公司完成），尚有25口钻井业务需要完成，预计该部分钻完井工程总包金额为6.79~10.81亿美元，目前公司已垄断巴德拉区块所有钻完井业务，且公司在该区块的设计建井周期已由469天大幅缩短至185天，形成了技术壁垒，未来继续获得剩余25口井订单的可能性很大。

表 7：公司历史客户未来业务需求

项目	未来需求	竞争力
俄气	巴德拉区块规划钻井 47 口，2018 年末将完成 22 口井，未来尚有 25 口井的钻完井工程业务，预计工程总包金额约为 8.71 亿美元	俄气已完成钻井中，前 2 口井由某国际知名油服公司完成，目前该公司已退出该区块；剩余 20 口井由公司完成，其中一期 10 口，二、三期 10 口，目前公司已垄断该区块钻完井业务，未来获得剩余 25 口钻井业务的希望很大
俄气	俄气在伊拉克 Halabja 和 Shakal 油田都拥有权益，此二区块为公司的潜在业务范围。	公司在俄气积累的信誉、技术与成本优势，此外，公司在俄气三期钻井项目的设计建井周期为 185 天，形成了建井周期壁垒
壳牌	马季努恩油田目前日产量为 23.07 万桶/天，稳产目标为 180 万桶/天。为达到稳产目标，壳牌计划新增 1,000 口油井和 600 口注水井的工程。因此，壳牌需要维持 20-30 个钻井队在其承包周期（20 年）内持续开展工程。	公司已经进入该区块从事钻井工程日费业务（已经签订 3 台钻机与 1 台修井机的作业合同），未来凭借成本与技术优势，争取钻井工程大包业务
巴什石油	Block 12 目前仅完成探井，之后正式开采需要大量生产井的钻完井业务需求	1、目前公司垄断了该区勘探井的钻完井业务；2、公司凭借所获得的独有的地层资料以及对地质情况的熟悉程度，未来有较大机会获得钻井工程大包业务
马石油	未来格拉夫区块仍有开发需求	1、原作业经验与业绩 2、2016 年公司 与马石油签署了为期 5 年的《战略合作协议》

资料来源：公司财报，中信证券研究部

## 客户范围和业务规模不断扩大，一体化和全球化战略助推增长

客户规模和业务范围不断扩大，在手订单充足，业绩有稳定预期。公司在中东地区优异的业务表现已建立起一定的认可度，在与以往客户继续开展合作的基础上，不断获得新增客户与业务。2018 年上半年，公司与巴基斯坦石油、BP、埃及 Canal Sugar 和乌克兰 UGV 签订约 1.45 亿美元的订单，并将业务拓展到巴基斯坦、埃及、乌克兰等国家。目前，公司在手订单充足，执行的项目合同剩余金额逾 23 亿元，2018 年可确认收入逾 12 亿元，2019 年可确认收入逾 8 亿元，为今后两年的业绩提供了稳定保障。同时，公司目前正在参与多个项目的投标，总共已投标金额在 80 亿元以上。此外，公司正在办理沙特阿美和科威特 KEC 公司的市场资格审核，成功后将有望进入沙特和科威特油服市场，获得更大的成长空间。

表 8：公司当前在手订单统计

客户名称	合同金额 (亿美元)	合同周期	钻机数量	项目类型	所处区块
俄气二期钻井合同	2.33	2015 年 8 月-2018 年 12 月	4 台钻机	钻井大包	伊拉克巴德拉油田
俄气二期完井合同	0.3	2016 年 11 月-2020 年 12 月	4 台钻机	完井	伊拉克巴德拉油田
俄气三期钻井合同	1.49	2017 年 4 月-2020 年 12 月	4 台钻机	钻完井大包	伊拉克巴德拉油田
壳牌	0.23	2016 年 7 月-2019 年 7 月	1 台修井机	修完井	伊拉克马季努恩油田
Halliburton	0.66	2017 年 1 月-2019 年 6 月	3 台钻机	钻井日费	伊拉克马季努恩油田
俄石油	0.39	2016 年 12 月-2019 年 9 月	2 台钻机	钻完井大包	俄罗斯哈拉姆布尔油田
巴基斯坦石油	0.23	2018 年 2 月-2020 年 2 月		钻井日费	巴基斯坦
巴基斯坦石油伊拉克子公司	0.28	2018 年 4 月-2020 年 4 月	1 台钻机	钻完井大包	伊拉克 BLOCK8 区块
BP	0.61	2018 年 4 月-2020 年 4 月		钻完井大包	伊拉克鲁迈拉油田
Canal Sugar	0.12	2018 年 5 月-2021 年 5 月		水井钻井	埃及西明亚
乌克兰 UGV	0.21	2018 年 7 月-2021 年 7 月		钻井	乌克兰波尔塔瓦、哈尔科夫
合计	6.85				

资料来源：公司公告，中信证券研究部

一体化战略与全球化布局将使公司走上成长快车道。公司已建立起钻井、测录井、完井与钻井装备一体化的经营模式，目前正积极布局上游油气勘探开采环节和下游油品销售环节，其中油气勘探开采环节将与钻井工程业务形成协同作用，为自有的钻井工程业务板块提供充足的业务机会。同时，公司业务已从单一的伊拉克拓展到埃及、俄罗斯、巴基斯坦等国，目前所在市场规模为 2017 年以前的 2.43 倍，并将继续致力于在中东、俄语区和南亚地区不断扩大业务规模；国内市场也已布局新疆和四川，将充分享受油气体制改革和国内油服市场规

模增加的双重红利，多地区、全球化的业务布局将使公司走上成长快车道，并且提高了公司对地区波动性风险的抵御能力。

## 风险因素

### 行业风险：

石油价格波动的风险：石油价格的长周期波动将导致国际、国内油服市场规模急剧变化，可能给公司的经营带来风险。

### 公司风险：

1、钻井工程业务实施风险：钻井工程业务易发生井喷、井漏、卡钻等各种井下事故，由此可能造成设备的损坏、工期的延长甚至人员的伤亡，导致额外的成本支出甚至影响公司与客户间的信任关系和在当地的市场信誉。

2、境外经营风险：（1）区域集中在伊拉克和埃及；（2）单一客户俄气的收入与利润占比过大；（3）中东政治波动风险；（4）美元贬值和当地货币汇率波动的风险；

3、新疆温宿区块资源量不及预期：新疆温宿区块为中石油塔里木油田经过三轮勘探后放弃的区块，且地质条件很难发育较大规模的油气藏，若该区块油气资源开采量不及预期，将会对公司的油气勘探开采业务板块造成重大的不利影响，且会对公司业绩造成较大的负面影响。

## 盈利预测及估值假设

### 主要假设与盈利预测

**公司营业收入假设。**考虑到：1）公司在伊拉克市场已有一定知名度，业务延续性好，但俄气项目 2018 年进入过渡期，营收承压，毛利率降低；2）公司全球化布局开始落地，海外业务规模不断扩大，预计 2019 年起将进入高速增长期；3）预计 2019 年起，公司将实现温宿区块油气开采，与钻井业务的协同将带动国内业务营收不断增长。预计 2018-2020 年营业收入达到 16.73、21.75、25.45 亿元，复合增速 13%以上。

表 9：公司主要业务营业收入预测（百万元）

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>一、主营业务</b>					
钻井工程业务	1489.94	1755.88	1672.64	2174.86	2544.66
装备制造与销售	102.46	13.06	43.97	44.67	14.38
油气开采	0.00	0.00	0.00	35.74	137.01
小计	1592.40	1768.94	1716.61	2255.27	2696.04
<b>二、其他业务</b>					
其他业务收入	2.9	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>1595.30</b>	<b>1768.94</b>	<b>1716.61</b>	<b>2255.27</b>	<b>2696.04</b>
<b>增长率</b>	<b>-2.24%</b>	<b>10.88%</b>	<b>-2.96%</b>	<b>31.38%</b>	<b>19.54%</b>

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

**毛利率假设。**考虑到：1）公司 2018 年毛利率较高的俄气工程进入尾声，目前尚未有接续项目落地；2）2018 年开启全球化布局，新增业务增多，新业务初始阶段毛利率较低，之后料将逐渐增长；3）预计 2019 年开始原油开采，初始产量较低时毛利率较低，产量扩大

后毛利率将提升。我们认为公司毛利率将在 2018 年回落至 32%，2019-2020 年提升到 35% 左右。

表 10：公司主要业务毛利率预测

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务</b>					
钻井工程业务	48.45%	44.99%	32.74%	35.89%	38.69%
装备制造与销售	18.53%	33.19%	17.68%	17.68%	17.19%
油气开采				-57.38%	-3.85%
<b>合计</b>	<b>46.62%</b>	<b>44.90%</b>	<b>32.23%</b>	<b>34.05%</b>	<b>36.41%</b>

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

根据以上主要假设，我们对公司整体盈利做如下预测：

表 11：公司部分盈利指标预测

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1595.30	1768.94	1716.61	2255.27	2696.04
增速	-2.24%	10.88%	-2.96%	31.38%	19.54%
归属母公司净利润（百万元）	394.12	394.52	280.00	411.60	546.54
增速	109.02%	0.10%	-29.0%	47.0%	32.8%
EPS	0.99	0.99	0.70	1.03	1.37
EPS CAGR (%)		0.10%	-29.03%	47.00%	32.78%
PE	27	27	37	26	19

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

注：股份取 2018 年 10 月 11 日收盘价

表 12：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
600871.SH	*ST 油服	2.01	288	-0.75	0.01	0.04	0.05	-3	201	50	40	6.21
601808.SH	中海油服	10.39	338	0.01	0.16	0.33	0.49	1039	65	31	21	1.45
002353.SZ	杰瑞股份	20.56	219	0.07	0.47	0.73	1.02	294	44	28	20	2.47
300164.SZ	通源石油	8.76	44	0.10	0.30	0.44	0.58	88	29	20	15	2.36
002828.SZ	贝肯能源	15.51	34	0.58	0.40	0.64	0.80	27	39	24	19	3.42
3337.HK	安东油田服务	1.10	34.52	0.02	0.07	0.10	0.15	55	16	11	7	1.07

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2018 年 10 月 11 日收盘价；均为 Wind 一致预期

## 估值及评级

公司战略清晰，受益于全球油服行业的整体复苏，钻井工程核心业务规模稳定，并将在全产业链和全球化布局的形势下加速成长。在国内油气体制改革红利下，预计 2019 年公司的油气勘探与开采业务将获得收入，2020 年对公司国内业务营收产生正面影响。我们预测公司 2018—2020 年的业绩及归母净利润的复合增长率分别为 13%、11%。预计 2018-2020 年 EPS 为 0.70/1.03/1.37 元，在此基础上，结合同行估值，按照 2019 年 25 倍 PE，给予目标价 25.72 元，当前价 23.62 元，对应 18-20 年 PE34/23/17 倍，首次覆盖给予“增持”评级。



## 利润表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1595	1772	1717	2255	2696
营业成本	853	976	1163	1487	1714
毛利率	46.5%	44.9%	32.2%	34.1%	36.4%
营业税金及附加	5	5	5	6	7
销售费用	37	42	34	45	54
销售费用率	2.3%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	162	190	172	203	243
管理费用率	10.2%	10.7%	10.0%	9.0%	9.0%
财务费用	19	43	-13	-17	-27
财务费用率	1.2%	2.4%	-0.8%	-0.8%	-1.0%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	504	495	359	528	701
营业利润率	31.6%	27.9%	20.9%	23.4%	26.0%
营业外收入	3	0	0	0	0
营业外支出	2	1	0	0	0
利润总额	505	494	359	528	701
所得税	111	113	79	116	154
所得税率	22.0%	22.9%	22.0%	22.0%	22.0%
少数股东损益	0	-13	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	394	395	280	412	547
净利率	24.7%	22.3%	16.3%	18.3%	20.3%

## 现金流量表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	505	494	359	528	701
所得税支出	-111	-113	-79	-116	-154
折旧和摊销	158	165	200	195	203
营运资金变动	188	-363	70	154	-94
其他	-497	69	-14	-11	-20
经营现金流	242	252	536	750	636
资本支出	-167	-228	-172	-159	-157
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	1	1	0	0	0
其他	-59	-247	-306	0	0
投资现金流	-226	-473	-479	-159	-157
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-238	-152	-170	0	0
股息支出	-59	-28	-28	-41	-55
其他	117	990	13	17	27
融资现金流	-180	810	-185	-24	-27
现金及现金等价物净增加额	-164	588	-127	566	451

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

## 资产负债表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	363	899	772	1338	1789
存货	218	258	257	258	258
应收账款	553	738	605	839	1025
其他流动资产	158	164	480	266	275
流动资产	1293	2060	2114	2701	3347
固定资产	982	1281	1272	1247	1213
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	59	58	62	66	71
其他长期资产	280	311	595	579	563
非流动资产	1322	1650	1929	1892	1846
资产总计	2614	3710	4042	4593	5193
短期借款	129	170	0	0	0
应付账款	481	378	571	715	776
其他流动负债	435	444	500	533	578
流动负债	1045	992	1070	1248	1354
长期负债	270	179	179	179	179
其他长期负债	21	25	27	30	32
非流动性负债	291	204	206	208	210
负债合计	1336	1196	1276	1456	1565
股本	360	400	400	400	400
资本公积	212	1014	1014	1014	1014
股东权益合计	1279	2514	2766	3137	3629
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	2614	3710	4042	4593	5193

## 主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
营业收入	-2.24%	11.10%	-3.15%	31.38%	19.54%
营业利润	94.09%	-1.94%	-27.42%	47.00%	32.78%
净利润	109.02%	0.10%	-29.03%	47.00%	32.78%
利润率 (%)					
毛利率	46.5%	44.9%	32.2%	34.1%	36.4%
EBIT Margin	32.8%	31.1%	20.2%	22.6%	25.0%
EBITDA Margin	32.8%	31.1%	31.8%	31.3%	32.5%
净利率	24.7%	22.3%	16.3%	18.3%	20.3%
回报率 (%)					
净资产收益率	30.8%	15.7%	10.2%	13.2%	15.2%
总资产收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
其他 (%)					
资产负债率	51.1%	32.2%	31.6%	31.7%	30.1%
所得税率	22.0%	22.9%	22.0%	22.0%	22.0%
股息率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

### 投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。