

增持

李玉麒 CFA
電話: 852 2826 0006
yukkei.lee@cpy.com.hk

中國油田設備服務業

把握石油市場的景氣周期

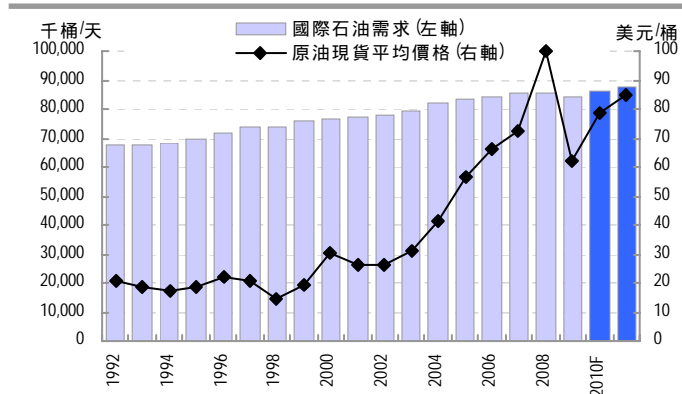
隨著全球經濟復甦及經合組織（OECD）國家的貨幣環境漸趨寬鬆，我們對原油價格及全球原油消耗前景感到樂觀。這進而又會推動全球油氣勘探與生產支出，並對油氣設備及服務供應商構成利好。我們尤其看好中國本土油氣勘探與生產設備及服務供應商，因中國國家石油公司（NOC）可能會在油價高漲的驅使下，投入更多資金用於擴大儲備及支持長期產量增長。因此，我們給予該行業**增持**評級。我們認為海洋勘探與生產將成為2011年的增長亮點，並以**TSC海洋(206 HK)**作為我們的首選。同時，乘著國家管道網絡項目熱潮的展開，我們相信天然氣傳輸管道製造商將在2011年強勁復甦，並維持對**勝利管道(1080 HK)**的買入評級。

- ◆ **高油價刺激勘探與生產支出。**我們預測只要美元弱勢不改，原油價格將在2011年保持在每桶80美元上方。全球消耗量較預期強勁（尤以新興國家為主力），應令油價得到更多支撐。國際能源機構（IEA）最近宣布將2010年全球石油消耗量增幅調高每天20萬桶至230萬桶。
- ◆ **中國國家石油公司積極投資油氣勘探與生產。**鑑於全球經濟及原油市場正在復甦，**中石油（857 HK）**與**中海油（883 HK）**已提高2010年勘探與生產資本開支預算。由於儲備對產量比率（R/P）較低，中國國家石油公司熱切希望透過海外收購與業務內生增長等方式擴大儲備。
- ◆ **海洋油氣勘探與生產資本開支將在十二五規劃下加快增長。**鑑於中國的海洋資源開發遠欠充分，我們相信海洋油氣勘探與生產資本開支的增幅將超過陸上部份。與十一五期間1,200億元人民幣的海洋油氣勘探與生產開支相比，十二五規劃中的相關投入預計將達到2,500至3,000億元人民幣，目標是在2015年前將海洋油氣產能擴大一倍。
- ◆ **中國從2011年起進入天然氣管道建設高峰期。**由於中央政府大力鼓勵天然氣使用，而且中國天然氣供不應求，中石油集團計劃將總管道網絡長度從目前的50,000公里延長到2015年前的100,000公里。因此，我們相信該集團將在2011年恢復積極進取的國家天然氣管道建設，而這應對國內鋼管製造商有利。
- ◆ **TSC海洋為首選，同時亦看好其他國內勘探與生產設備、服務及油氣傳輸管道供應商。**多數香港上市勘探與生產設備、服務及傳輸管道供應商的估值吸引，並未完全反映我們對該行業的樂觀看法。TSC海洋為我們的首選，因其可從全球勘探與生產資本開支及接下來的十二五規劃中受惠。同時，我們亦看好**中海油田(2883 HK)**、**安東油田(3337 HK)**、**珠江鋼管(1938 HK)**及**勝利管道(1080 HK)**。

高油價鼓勵勘探與生產支出

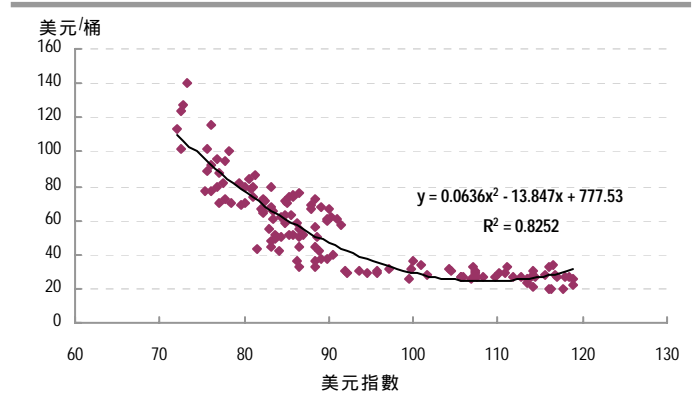
高油價鼓勵勘探與生產支出。受全球石油需求復甦、經合組織的存貨減少及美元貶值等因素所支撐，我們預測原油價格將在2011年繼續攀升。IEA最近宣布將2010年全球石油消耗量增幅調高每天20萬桶至230萬桶。同時，為將美元匯率保持在相對較低水平，美聯儲局將繼續執行寬鬆的貨幣政策（低利率及增加貨幣供應量），故預期弱美元格局不會在2011年發生改變。根據EIA的短期預測，原油價格將在2011年達到每桶85.2美元，按年上升8%或6.4美元。我們收集的2000年1月至2010年11月的月度數據顯示（圖2），若自變量 -- 美元指數為75，則理論油價應為每桶96.8美元。在高油價環境中，石油公司的勘探與生產活動將相應增多，並可能在2011年加大相關支出，而這進而又會對油氣設備及服務供應商構成利好。

圖1：2011年石油消耗和價格更高



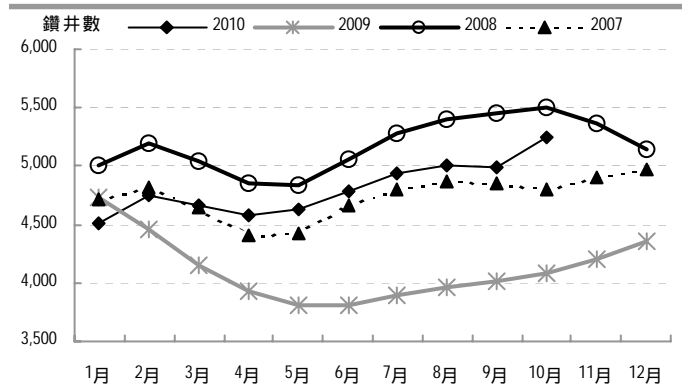
資料來源：英國石油公司統計審查和美國資源情報署

圖2：油價和美元之間有緊密聯繫



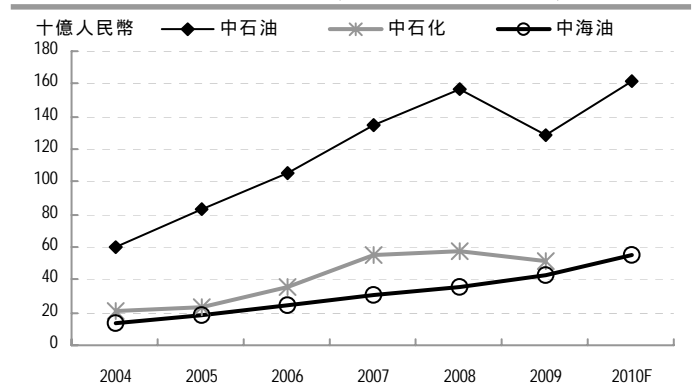
資料來源：彭博及京華山一

圖3：10年首10月全球活動鑽井平台數反彈



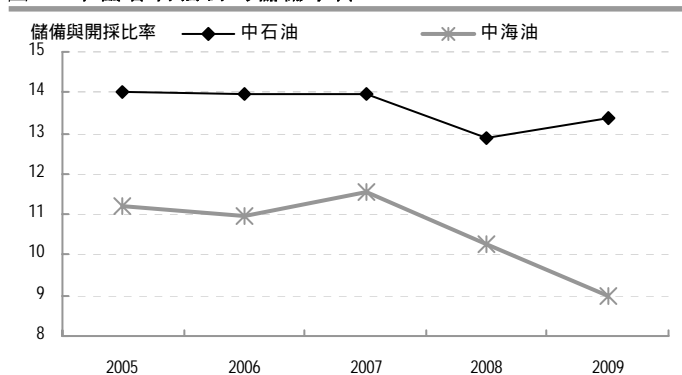
資料來源：斯倫貝謝

圖4：中國各石油公司勘探及開採資本支出從09年谷底反彈



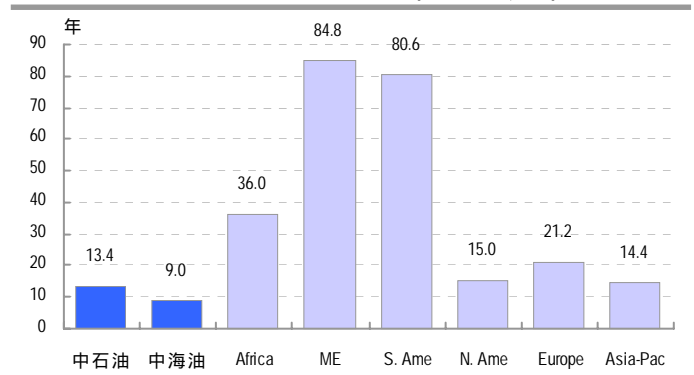
資料來源：公司數據

圖5：中國各石油公司儲備下降



資料來源：公司數據

圖6：中國各石油公司儲備對產量低(截止09年底)



資料來源：公司數據及英國石油公司

2011年中國油氣勘探與生產及管道資本性支出將加大

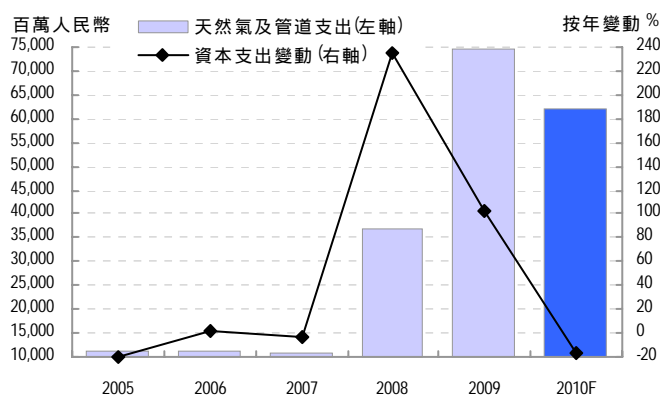
中國國家石油公司將積極投資油氣勘探與生產。鑑於全球經濟及原油市場正在復甦，中石油與中海油已提高2010年勘探與生產資本開支預算（圖4）。由於儲備對產量比率（R/P）較低，中國國家石油公司熱切希望透過海外收購與業務內生增長等方式擴大儲備。因此，中國勘探與生產設備及服務供應商可望擁有更大機會贏得中國國家石油公司的訂單。

海洋油氣勘探與生產資本性開支將在十二五期間加快增長。我們認為海洋勘探與生產資本性開支增幅將超過陸上部份，因中國目前僅發現約12%的海洋原油儲備及約11%的海洋天然氣儲備，比率遠低於全球平均的73%及60.5%。與十一五期間1,200億元人民幣的海洋油氣勘探與生產開支相比，“十二五”海洋工程振興發展規劃將相關開支擴大到2,500至3,000億元人民幣，目標是在2015年前興建2至3座深海油氣田，並將海洋油氣產能從目前的5,000萬噸擴大到1億噸。同時，十二五規劃草案提議發展的七大戰略新興產業中，海洋工程設備被列作“高端設備製造業”。

中國管道資本性開支將在2011年反彈。鑑於中石油集團在中國管道市場的壟斷地位，該集團用於管道建設的資本性開支減少，令整個國內管道業蒙受顯著影響。中央政府計劃將天然氣佔能源消耗總量的比重從2005年的僅2.89%及目前的3.9%，提高到2015年的8.3%，以在2020年時將二氧化碳排放量較2005年的水平削減40%至45%。為實現這一國家目標，中石油集團計劃將其管道網絡總長度從2009年末的50,000公里（佔中國原油管道總長度70%、公司自身天然氣管道總長度90%及自身燃料管道總長度50%）延長到2015年前的100,000公里。因此，我們相信該集團將在2011年恢復積極進取的國家天然氣管道建設資本性開支，而這將對國內鋼管製造商構成利好。一些新建的主要天然氣幹線項目將在2011至12年進入施工期，如西氣東輸三線、四線及陝京四線等。

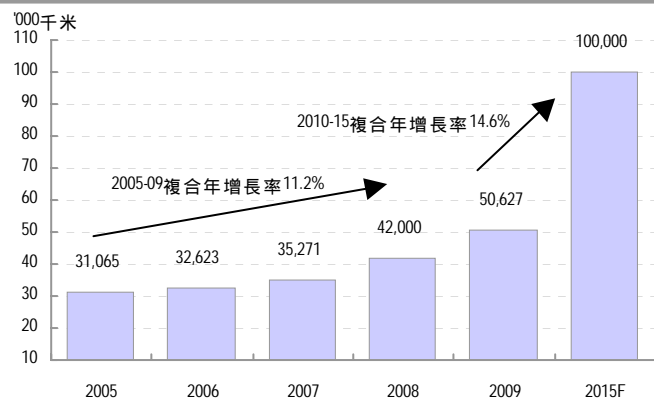
管道市場出現回暖跡象。從2010年第四季起，我們注意到國內管道幹線建設出現某些復甦跡象，例如中緬管道中國段在9月開工。同時，2010年上半年遭環保部叫停的陝京三線預計將在2010年尾恢復施工。

圖7：中石油管道建設資本支出



資料來源：公司數據

圖8：中石油歷史和未來管道長度



資料來源：公司數據

勘探與生產設備及服務供應商的前景樂觀；油氣運輸管道製造商向好

中海油田(2883 HK)——從母公司大力投資海洋產業中受惠。為滿足產量快速增長所需，中海油急於擴大儲備，並可能繼2010年勘探與生產資本性開支大幅增長29.5%之後，2011年繼續加大這方面的投入。中海油田服務應能夠滿足母公司勘探與生產活動增多的需求，因前者2010年已擴張旗下海洋鑽井船隊規模。公司旗下首三個新裝半潛式鑽井平台於2010年10月交付，並預計在2010年末或2011年初獲得鑽井合同。除鑽井船隊擴容之外，我們預期海洋鑽井日費率將在2011年進一步上升，並推動公司利潤率顯著擴闊。

TSC海洋(206 HK)——把握全球及中國海洋勘探與生產的復甦。憑藉全球網絡、具競爭力的產品定價及優良的產品質素，我們相信TSC已經準備就緒，從2011年全球海洋勘探與生產投資的回升中強勁反彈。以巴西為主的南美將在2011年成為海洋勘探與生產支出規模最大的地區之一，因巴西Petrobras已經發出28個超深水鑽井招標書，並應在2013至18年間付運。此外，在十二五規劃下，我們預期TSC將獲得政策扶持，並在獲得國內海洋鑽井設備訂單方面享受優先權。建議買入，目標價2.33港元。

安東油服(3337 HK)——中石油集團油氣勘探與生產支出急升的受惠者。安東油服逾70%的收入源自中石油集團（包括中石油），我們預期公司可從中受惠。由於海洋油氣井勘探與發展的難度日益增加，安東的高端油田服務需求亦將在2011年迎來急升，包括鑽井、井底作業及完井作業等。此外，中石油計劃將其天然氣產量從2009年的750億立方米大幅增加到2015年前的1,200億立方米。這股天然氣投資熱潮應對安東有利，因其約70%的收入源自中國國家石油公司的天然氣勘探與生產業務。同時，我們預期陸上鑽井的日費率上升亦對公司有利。

勝利管道(1080 HK)及珠江鋼管(1938 HK) ——把握2011年中國管道建設的強勁復甦。受國家管道建設進度押後的影響，勝利管道及珠江鋼管2010年遭受重大打擊。不過，我們預期中石油集團將在2011年加快旗下國家管道建設項目，以滿足下游市場對天然氣的旺盛需求及政府擴大天然氣消耗量比重的目標。因此，勝利管道與珠江鋼管預計將在2011年強勁復甦，兩者分別是中國最大的SSAW鋼管（螺旋縫埋弧焊鋼管）與LSAW鋼管（雙面埋弧焊螺旋焊管）製造商。我們建議買入勝利管道，但在公司發布下半年度盈利預警後，我們決定將10至12年度盈利預測調低31%、16%及13%，並將12個月目標價從2.2港元調低至1.92港元。不過，該股在近幾個月恐怕缺乏上升空間，投資者需耐心等待。

表1：同業估值比較(截止2010年11月30日)

公司名稱	彭博編號	收市價(港元)	市值(百萬港元)	市盈率(倍)			市盈增長率(倍)			市帳率(%)		PEG(倍)
				09	10F	11F	09	10F	11F	10F	11F	
油氣勘探開採設備及服務												
TSC海洋集團	206 HK	1.59	1,079	Na	12.9	8.9	1.0	0.9	0.8	0.0	0.0	0.3
中海油田	2883 HK	14.20	97,546	12.8	13.9	12.8	2.7	2.5	2.2	1.2	1.4	1.3
宏華	196 HK	1.21	3,901	Na	103.9	20.8	1.0	0.9	0.9	0.6	0.9	0.5
安東油田	3337 HK	0.77	1,612	27.6	8.9	8.9	1.0	1.0	1.0	3.1	5.2	0.9
山東墨龍	568 HK	9.45	7,520	10.7	8.6	6.9	2.3	1.4	1.2	1.4	1.6	0.4
天大石油管材	839 HK	3.33	2,703	12.9	11.4	5.6	1.7	1.6	1.3	2.0	2.9	0.2
平均				16.0	26.6	10.7	1.6	1.4	1.2	1.4	2.0	0.6
油氣輸送管道												
勝利管道	1080 HK	1.57	3,909	4.5	9.7	6.5	1.9	1.7	1.4	2.1	3.9	0.2
珠江鋼管	1938 HK	3.17	3,205	12.0	9.5	7.5	3.7	1.4	1.3	1.8	2.9	1.0
平均				8.2	9.6	7.0	2.8	1.6	1.3	1.9	3.4	0.6

資料來源：彭博及京華山一（TSC及勝利管道）