

中信证券研究部

核心观点


黄莉莉
首席石油石化
分析师
S1010510120048



联系人：王佩坚

海上油气工程行业逐步复苏，公司前三季度工作量大幅增加，Q3业绩环比转正。截止三季度末公司在手订单287亿元重回历史高位，其中LNG工程行业近百亿元订单有望重现公司非海洋工程领域15-17年Yamal项目时期高额业绩。预计公司在手订单明年开始逐步兑现业绩，维持公司盈利预测和“买入”评级。

■ **沙特项目推进，公司单季度盈利转正。**公司前三季度实现营业收入80.7亿元，同比+21%，归母净利润-6.4亿元，同比亏损扩大5亿元；其中Q3公司实现营业收入35.1亿元，同比+14%，环比+27%，归母净利润0.8亿元，同比+85%，环比转正。公司三季度扣非归母净利润小额亏损0.1亿元。公司中报业绩受沙特3648项目拖累亏损，三季度该项目趋势好转，公司单季度盈利环比转正。

■ **海上油服工程逐步复苏，公司前三季度工作量大幅增加。**伴随海洋油气服务工程行业逐步复苏，公司前三季度工作量大幅增加，累计完成钢材加工量11.9万吨，同比+32%，其中Q3完成3.3万吨，同比-17%；前三季度累积完成安装等海上作业投入船天11052个，同比+30%，其中Q3完成4552个，同比+26%。此外公司Q3完成了1座导管架和2座组块的陆上建造、1座导管架和4座组块的海上安装、123公里海底管线的铺设，其中海底管线长度同比增加83公里。

■ **公司市场承揽额大幅增加，在手订单重回高位水平。**公司前三季度累积承揽额183亿元，同比+76%，其中Q3市场承揽额70.47亿元，相比去年同期4亿元大幅增加。截止三季度末，公司在手订单287亿元，较年初增加102亿元，增幅55%。公司当前在手未完成订单已经创自2012年以来历史最高水平，充足的在手订单是公司未来2-3年业绩重要保障。特别指出，公司上半年签订北美LNG订单50亿元，7月份签订国内北方某LNG工程40亿元，当前近百亿元LNG工程订单有望让公司在非海洋工程领域重回15-17年Yamal项目时期业绩高位水平。

■ **国内油气增储上产政策推动下，中海油长期资本开支保障公司未来7年工作量。**在国家油气增储上产政策推动下，中海油规划到2025年实现探明储量翻番，据此推测中海油未来7年资本开支复合增速在10%以上。公司当前主动对接中国海油增储上产“七年行动计划”，及时跟踪项目进展，提前落实资源，做好各项准备，全力保障“七年行动计划”持续推进，预计中海油未来7年资本开支是公司饱满工作量的重要来源。

■ **风险因素：**国内甲方支出持续不足；公司海外作业经验不足导致的项目亏损；工作量骤增导致的外包服务费用增加超预期；国际油价大幅下跌拖累海外投资；央企换购ETF导致公司股票被减持。

■ **投资建议：**公司基本面触底回升，三季报业绩环比转正，当前在手订单充足，预计明年开始将逐渐兑现业绩。我们维持公司2019-2021年盈利预测0.85/17.0/27.9亿元，对应的EPS为0.02/0.39/0.63元，当前股价对应的282/14/9倍PE估值。维持公司目标价8.0元，对应2020年20倍PE估值，维持“买入”评级。

海油工程	600583
评级	买入（维持）
当前价	5.64元
目标价	8.00元
总股本	4,421百万股
流通股本	4,421百万股
52周最高/最低价	6.84/4.85元
近1月绝对涨幅	0.19%
近6月绝对涨幅	-6.81%
近12月绝对涨幅	-2.23%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,253	11,052	14,657	18,779	22,539
营业收入增长率		7.8	32.6	28.1	20.0
净利润(百万元)	491	80	85	1,708	2,787
净利润增长率		-83.7	6.4	1,907.9	63.1
每股收益EPS(基本)(元)	0.11	0.02	0.02	0.39	0.63
毛利率%	21.1	9.3	10.6	20.4	24.4
净资产收益率ROE%	2.1	0.3	0.4	7.1	10.5
每股净资产(元)	5.23	5.18	5.18	5.45	5.99
PE	48	297	280	14	9
PB	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2019年10月28日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10253	11052	14657	18779	22539
营业成本	8085	10028	13100	14950	17050
毛利率	21.1%	9.3%	10.6%	20.4%	24.4%
营业税金及附加	127	96	127	163	196
销售费用	14	16	21	27	32
销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	879	962	1099	1333	1578
管理费用率	8.6%	8.7%	7.5%	7.1%	7.0%
财务费用	354	(71)	38	182	276
财务费用率	3.4%	-0.6%	0.3%	1.0%	1.2%
投资收益	(26)	134	0	0	0
营业利润	334	103	100	2012	3282
营业利润率	3.3%	0.9%	0.7%	10.7%	14.6%
营业外收入	83	35	0	0	0
营业外支出	3	10	0	0	0
利润总额	627	128	100	2012	3282
所得税	137	49	15	302	492
所得税率	21.9%	38.3%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	(1)	0	0	2	3
归属于母公司股东的净利润	491	80	85	1708	2787
净利率	4.8%	0.7%	0.6%	9.1%	12.4%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	627	128	100	2012	3282
所得税支出	-137	-49	-15	-302	-492
折旧和摊销	906	994	800	821	1203
营运资金变动	-66	-369	-465	-925	-604
其他	-799	-328	204	286	393
经营现金流	531	376	624	1892	3782
资本支出	-1362	-1516	-4298	-4239	-4188
投资收益	3	31	0	0	0
资产变卖	258	40	0	0	0
其他	461	-1517	-306	0	0
投资现金流	-641	-2962	-4604	-4239	-4188
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-527	-102	2305	3083	1137
股息支出	-301	-288	-85	-513	-418
其他	-793	298	-38	-182	-276
融资现金流	-1622	-92	2183	2388	443
现金及现金等价物净增加额	-1731	-2678	-1797	41	38

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4632	1944	147	188	225
存货	1695	2898	3786	4320	4927
应收账款	2821	4186	4007	5805	7222
其他流动资产	2989	4879	5028	5111	5138
流动资产	12136	13907	12968	15424	17513
固定资产	12141	9564	12144	14687	16849
长期股权投资	2133	2227	2227	2227	2227
无形资产	804	1157	1370	1593	1827
其他长期资产	1181	3293	4304	4956	5546
非流动资产	16259	16241	20045	23463	26448
资产总计	28396	30148	33013	38887	43961
短期借款	0	0	2305	5388	6525
应付账款	3778	3941	5515	6385	7053
其他流动负债	1069	2775	1871	2604	3507
流动负债	4846	6716	9692	14376	17086
长期负债	90	220	220	220	220
其他长期负债	331	308	197	189	182
非流动性负债	421	528	417	409	402
负债合计	5268	7244	10109	14785	17488
股本	4421	4421	4421	4421	4421
资本公积	4248	4248	4248	4248	4248
股东权益合计	23128	22904	22904	24102	26474
少数股东权益	11	11	11	13	16
负债股东权益总计	28396	30148	33013	38887	43961

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	(14.5)	7.8	32.6	28.1	20.0
营业利润	444.0	(81.1)	(2.7)	1907.9	63.1
净利润	(62.7)	(83.9)	7.8	1907.9	63.1
毛利率	21.1%	9.3%	10.6%	20.4%	24.4%
EBITDA Margin	9.6%	0.5%	6.4%	16.0%	21.1%
净利率	4.8%	0.7%	0.6%	9.1%	12.4%
净资产收益率	2.1%	0.3%	0.4%	7.1%	10.5%
总资产收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%
资产负债率	18.6%	24.0%	30.6%	38.0%	39.8%
所得税率	21.9%	38.3%	15.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	225.1%	276.3%	100.0%	30.0%	15.0%

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		评级	说明
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；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	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Dalal 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INZ00001735，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）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) 071/10/2018。

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 2019 版权所有。保留一切权利。