

海油工程 (600583.SH) 跟踪研究

订单开始改善, 业绩有望回升

核心观点:

2017Q1 订单大幅增长, 经营逐步改善: 由于行业需求不振, 公司 2016 年及 2017Q1 业绩下滑明显。伴随油价筑底回升, 公司加大市场开发, 根据 1 季报披露, 2017Q1 公司实现新签订单 24.82 亿元, 较去年同期 1.40 亿大幅增长, 已相当于去年全年订单金额的 31.7%。当前公司 Q1 的新签订单已处于历史较高水平, 全年业绩改善具备良好基础。

石油公司盈利恢复正增长, 资本支出弹性充足: 13 家综合石油公司 2017Q1 净利润同比增长 701.5%, 已恢复至 2014 年 Q1 的 53.0%, 为近 10 个季度以来单季度最高值。石油公司盈利恢复叠加部分油田地区投资周期拐点, 资本开支有望进一步释放。当前资本开支已经连续两年大幅下滑, 2016 年资本开支仅为 2014 年的 49.5%, 资本开支具备充足弹性。

国内投资回暖, 海外机遇可期: 随着中海油计划 2017 年资本支出计划回升, 国内海上油气投资呈现回暖迹象。2017Q1 公司新签国内订单 23.4 亿元, 为 2016 年全年国内订单的 48.6%。另一方面, 公司在海外市场的开拓已经取得长足进步, 2016 年公司海外收入占比达到 58.5%。截止 2016 年底, 公司已投标和在投标的国际项目超过 50 个, 跟踪项目超过 55 个。公司在海外市场的突破将成为中长期发展的有力支撑。

盈利预测和投资建议: 根据公司订单情况和石油行业资本支出态势, 我们预测公司 2017-2019 年分别实现营业收入 12,771、15,989 和 20,083 百万元, 归属于母公司股东的净利润分别为 1,170、1,726 和 2,454 百万元, EPS 分别为 0.260、0.390 和 0.560 元。公司作业能力和国际市场竞争力较强, 通过订单拓展, 业绩有望从低谷回升, 我们继续给予公司“买入”评级。

风险提示: 原油价格大幅波动, 导致行业景气度变化的风险; 海外重点项目的获取与盈利能力具有不确定性。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,201.51	11,991.68	12,771.14	15,989.47	20,082.77
增长率(%)	-26.46%	-25.98%	6.50%	25.20%	25.60%
EBITDA(百万元)	4,808.66	1,903.62	1,869.61	2,593.29	3,459.58
净利润(百万元)	3,409.97	1,315.31	1,170.45	1,726.26	2,453.95
增长率(%)	-20.10%	-61.40%	-11.00%	47.50%	42.20%
EPS(元/股)	0.770	0.300	0.260	0.390	0.560
市盈率(P/E)	11.61	24.85	23.51	15.97	11.23
市净率(P/B)	1.72	1.41	1.15	1.11	1.05
EV/EBITDA	7.51	14.36	10.00	6.76	4.69

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

6.23 元

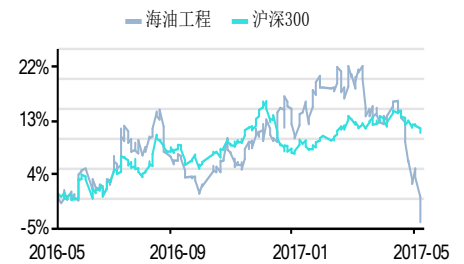
前次评级

买入

报告日期

2017-05-08

相对市场表现



分析师:

罗立波 S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

相关研究:

- 海油工程 2016 年报点评: 跟踪多个海外项目, 新一轮增长值得期待 2017-03-21
- 海油工程深度报告: 平稳过低谷, 迎来新发展 2017-02-26
- 海油工程 (600583.SH): 行业处于低谷时, 更应关注积极潜力 2016-04-27

目录索引

2017Q1 订单大幅增长，经营逐步改善.....	4
石油公司恢复正增长，资本开支弹性充足.....	6
国内市场投资回暖，海外机遇沛然可期.....	8
盈利预测、投资建议与风险提示.....	11

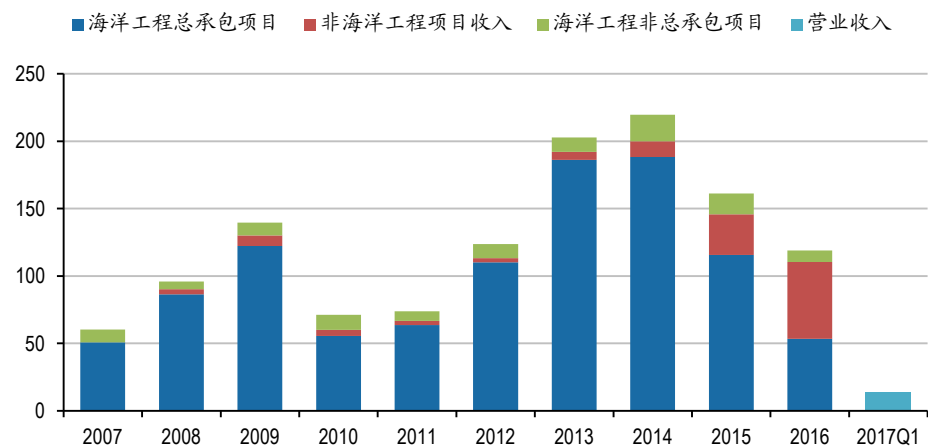
图表索引

图 1: 海油工程各项业务营业收入 (亿元)	4
图 2: 海油工程净利润及变动情况 (亿元)	4
图 3: 海油工程 2010-2017 年一季度订单金额 (亿元)	5
图 4: 截止 2017Q1 海油工程重点工程项目进度	5
图 5: 13 家综合石油公司营业收入 (百万美元)	6
图 6: 13 家综合石油公司净利润 (百万美元)	6
图 7: 全球三大油服公司收入 (百万美元)	6
图 8: 全球三大油服公司净利润 (百万美元)	6
图 9: 78 家石油公司勘探开发支出 (百万美元)	7
图 10: 综合石油公司和北美独立能源公司资本开支增速	7
图 11: 世界半潜式钻井平台 >7500ft 平均日租用费和使用率	8
图 12: 东南亚自升式平台 361-400IC 平均日租用费和使用率	8
图 13: 中海油资本开支及净产量	9
图 14: 来自中海油的收入 (百万) 及占比	9
图 15: 公司国内和海外收入 (亿元)	10
表 1: 公司披露的部分海外重点项目	10

2017Q1 订单大幅增长，经营逐步改善

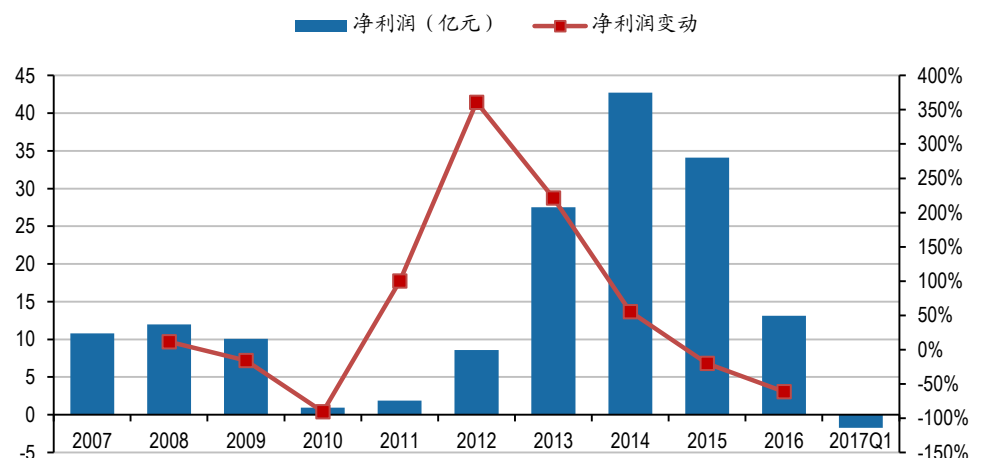
受行业需求下滑影响，2016年及2017Q1业绩下降明显。由于原油价格持续低位震荡，全球石油公司2015-16年连续两年大幅削减资本开支，海洋工程行业需求大幅下滑。公司2016年实现营业收入119.9亿元，同比下降26.0%；实现净利润13.1亿元，同比下降61.5%；其中，海洋工程收入降幅明显，而非海洋工程项目收入增长88.3%，主要是由于Yamal项目等非海洋工程项目的逐步实施。2017Q1公司营业收入14.0亿元，净利润-1.72亿元，较去年同期净利润6.68亿元大幅下降，主要由于收入规模下降以及非经常性损益同比大幅减少。历史来看，一季度存在单季度工作量及收入相对较低的情况，全年业绩将取决于后续订单情况以及在手订单完工进度。

图1：海油工程各项业务营业收入（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

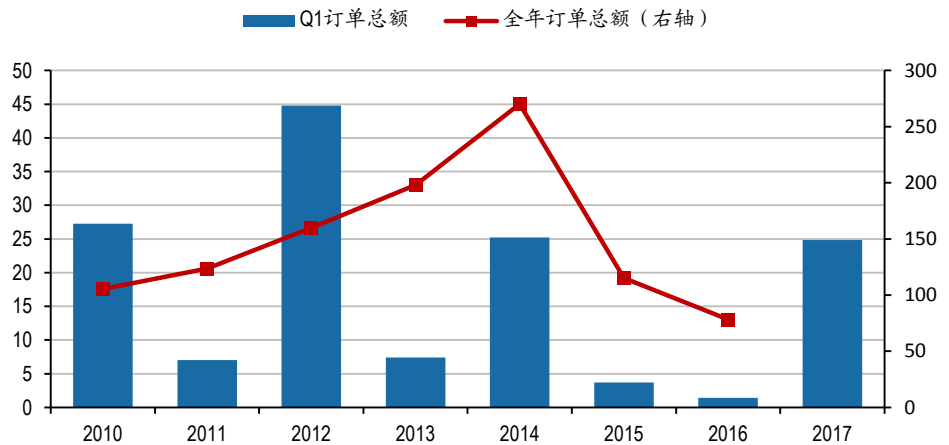
图2：海油工程净利润及变动情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2017Q1新签订单大幅增长，业绩有望逐步释放。伴随着油价和行业的温和复苏，公司全力实施市场开发工作并取得一定成果。根据1季报披露，2017Q1公司新签订单金额24.82亿元，较去年一季度1.40亿元大幅增长，其中国内订单23.39亿元、海外订单1.43亿元；总量上，1季度已签合同已经相当于去年全年订单金额78.4亿元的31.7%。当前公司Q1的订单金额已处于历史较高水平，为全年的业绩打下良好基础。

图3：海油工程2010-2017年一季度订单金额（亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

截止2017年一季度，公司重点工程项目15个，包含8个国内项目、7个海外项目。公司重点工程项目中多数处于初步动工阶段，其中渤中、蓬莱、惠州、东方等国内较大项目自去年年底逐步启动建设、Yamal项目将在2017年完成剩余27.27亿元合同金额的工程量。

图4：截止2017Q1海油工程重点工程项目进度



2017Q1重点工程项目实施进度

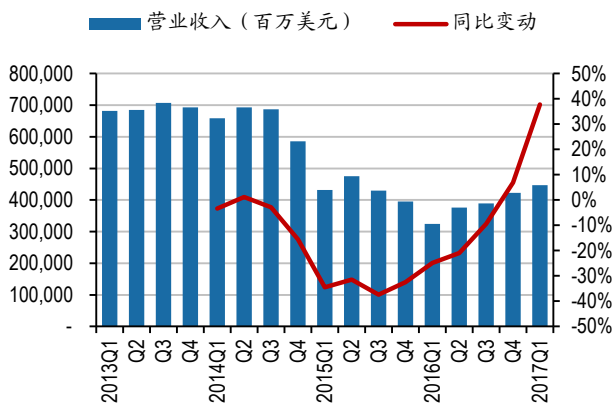
序号	项目名称	实际进度	序号	项目名称	实际进度
1	蓬莱19-3油田综合调整项目	0.1%	9	荷兰壳牌SDA项目	33%
2	惠州32-5项目	0.1%	10	天津替代工程16万方储罐项目	49%
3	东方13-2气田群开发工程项目	0.1%	11	文昌气田群工程开发项目	55%
4	尼日利亚 DANGOTE项目	1%	12	巴西FPSO模块项目P67船	73%
5	沙特CRPO3648海上运输安装项目	2%	13	涠洲12-2油田二期开发工程项目	91%
6	渤中34-9油田开发项目	7%	14	俄罗斯Yamal项目	95%
7	卡塔尔NFA总包项目	7%	15	埕北油田设备设施整体升级改造	100%
8	文莱单点及海管项目	8%			

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

石油公司恢复正增长，资本开支弹性充足

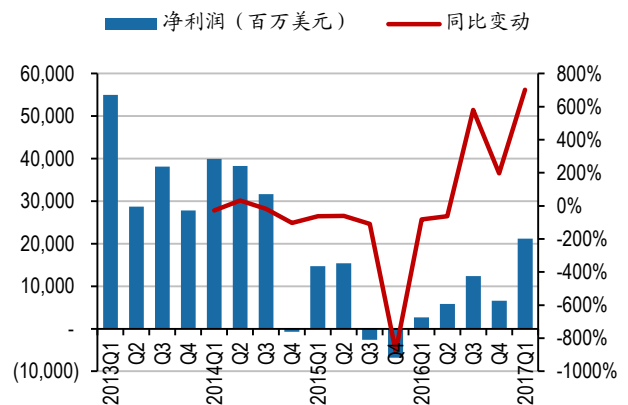
油气公司盈利恢复正增长，油服公司稍有滞后。随着油价自2016年筑底回升以及石油公司降本增效，石油公司在2017年Q1大多实现盈利大幅增长。从我们统计的13家全球大型综合石油公司的情况来看，2016Q4营业收入和净利润分别增长6.9%、193.5%，结束了连续9个季度以来的盈利下滑趋势。2017年Q1营业收入和净利润分别实现37.8%、701.5%的高增长。2017年Q1单季度净利润已恢复至2014年Q1的53.0%，为近10个季度以来单季度净利润最高值。

图5：13家综合石油公司营业收入（百万美元）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

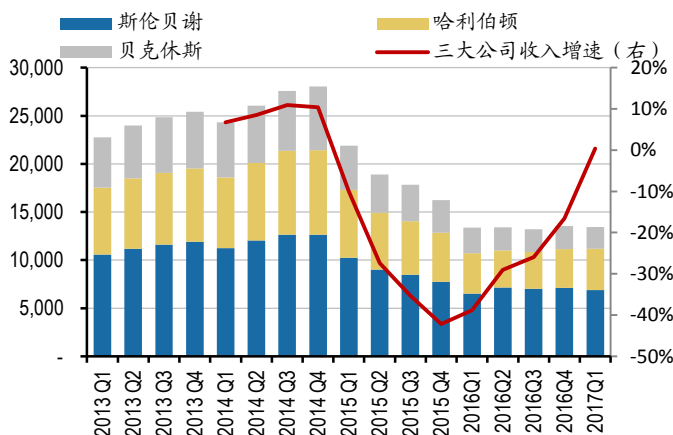
图6：13家综合石油公司净利润（百万美元）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

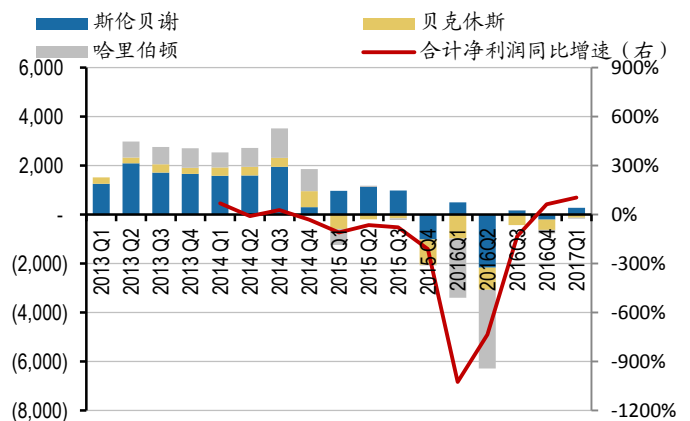
由于油服公司的收入取决于上游石油公司的资本开支，油服公司的盈利恢复将稍滞后于石油公司，部分油服公司已率先扭转盈利下滑局势。斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯三家公司2017年Q1合计实现营业收入13,435百万美元，同比增长0.35%，结束了连续8个单季度的收入下滑趋势；三家公司2017年Q1实现净利润118百万美元，相比于2016年Q2的-6,279百万美元亏损大幅改善，三家公司均基本实现了盈亏平衡。

图7：全球三大油服公司收入（百万美元）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图8：全球三大油服公司净利润（百万美元）

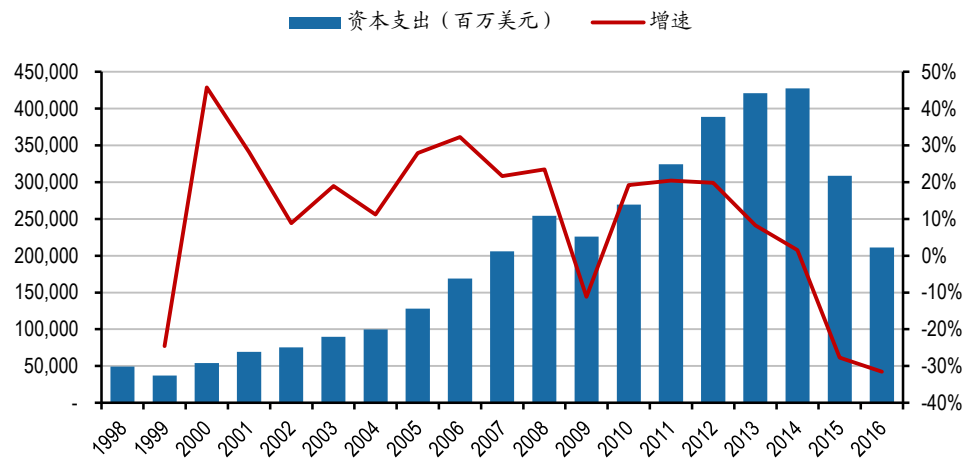


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

资本支出有望回升，弹性充足。从我们统计的18家综合石油公司和61家北美独立能源公司的资本开支情况来看，2015、16年分别下降28%、32%，是自1998年以来唯一一次连续两年出现大幅下滑。历史来看，全球石油公司资本开支在大幅下滑后的第二年通常迎来补偿性反弹，当前资本开支已经连续两年大幅下滑，2016年资本开支仅为2014年的49.5%。持续的投资收缩已经触发部分地区的油田投资周期拐点。

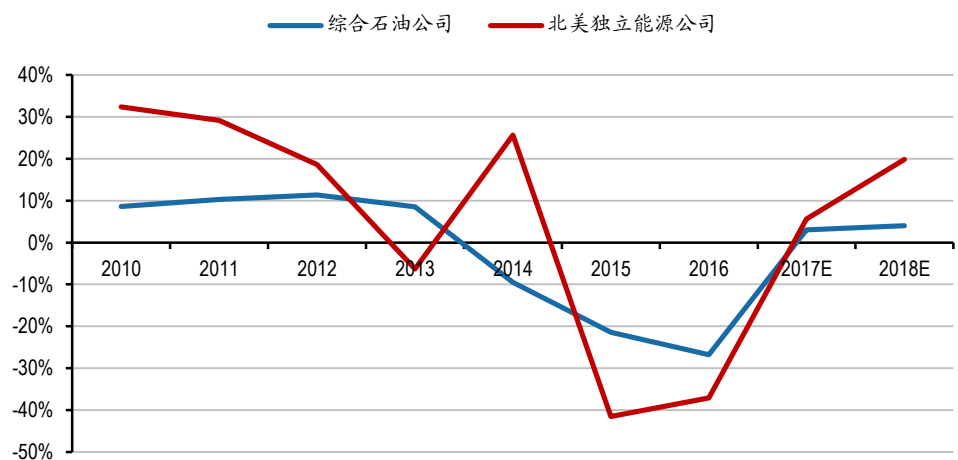
从披露了2017年资本支出计划的部分石油公司的情况来看，大型石油公司的资本支出仍然保持相对谨慎，但基本结束了持续收缩的态势，维持平稳或小幅回升；而北美独立能源公司的资本支出则显示更快的恢复。北美属于非常规油气比重最高的地区，由于生产储量消耗周期为2-3年，触发投资周期拐点，油田服务市场于2016年中触底率先反弹。随着当前油气公司普遍盈利大幅回升，全球资本开支有望逐步回升。

图9：78家石油公司勘探开发支出（百万美元）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

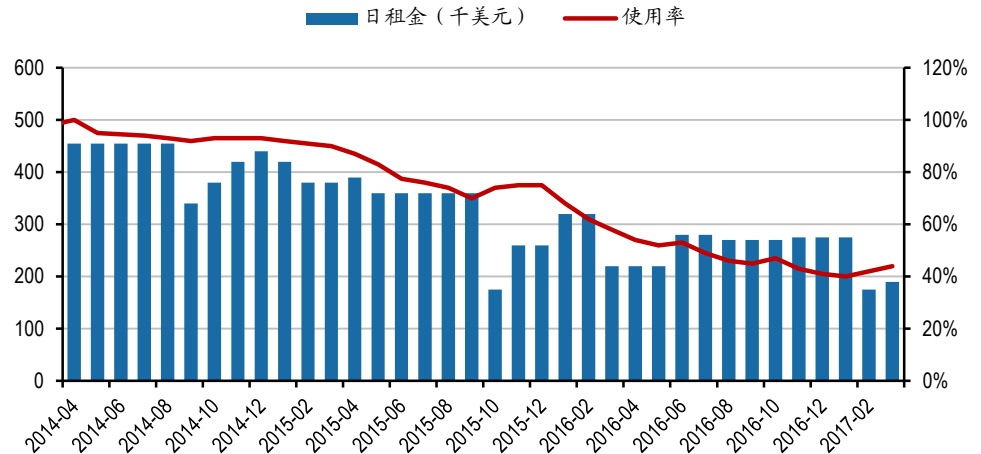
图10：综合石油公司和北美独立能源公司资本开支增速



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

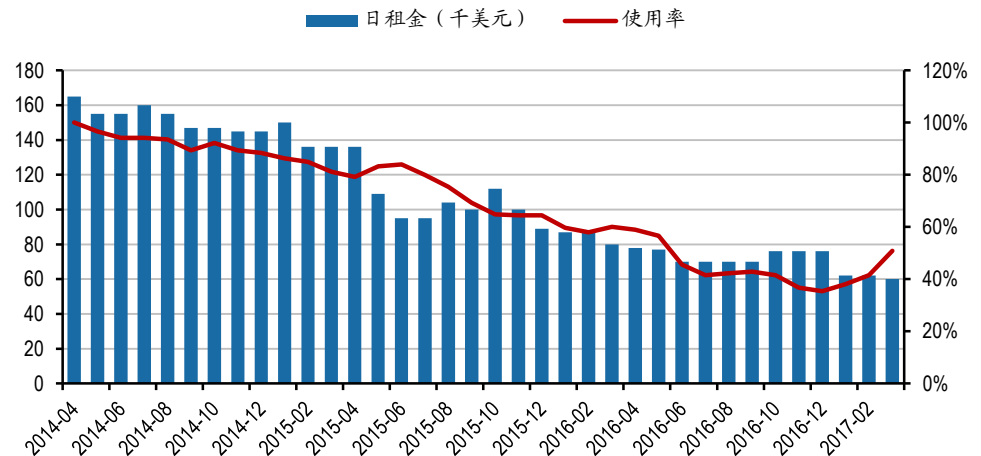
海洋钻井平台利用率有所恢复。根据IHS的统计，截止2017年3月，全球半潜式钻井平台利用率44%，较最低点2017年1月的40%有所恢复；截止2017年3月，东南亚自升式平台的利用率为51%，较最低点2016年11月的35%恢复比较明显，但租金水平仍在下行过程中。

图11：世界半潜式钻井平台>7500ft平均日租用费和使用率



数据来源：IHS，广发证券发展研究中心

图12：东南亚自升式平台361-400IC 平均日租用费和使用率



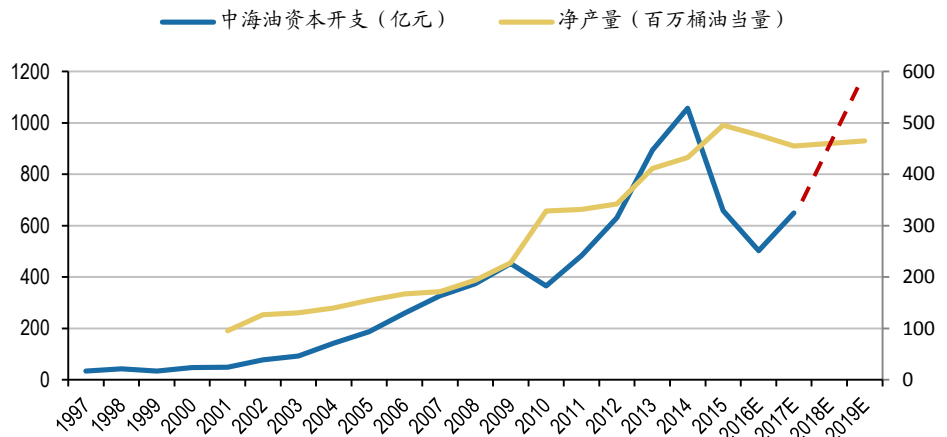
数据来源：IHS，广发证券发展研究中心

国内市场投资回暖，海外机遇沛然可期

国内市场：中海油资本支出计划回升，海上油气投资回暖。根据中海油公布的2017年战略展望，中海油提出2017-2019年的产量目标为450-460、455-465、460-460百万桶油当量，2016年产量预计476百万桶油当量。中海油未来几年的产量目标是在稳定中实现小幅增长。而基于公司2015、2016年资本开支的大幅削减（分别仅为2014年资本开支的62%、48%），中海油要实现产量的稳定，预期资本开支将得到补偿性反弹。中海油计划2017年资本支出计划为600-700亿元人民币，按中位数计算，较

2016年预计完成规模（503亿元）增长29.2%。基于油价筑底回升、并面向中期的产量增长目标，中海油的资本支出有可能开启了新一轮增长周期，从而为海油工程等工程服务企业提供良好的需求环境。

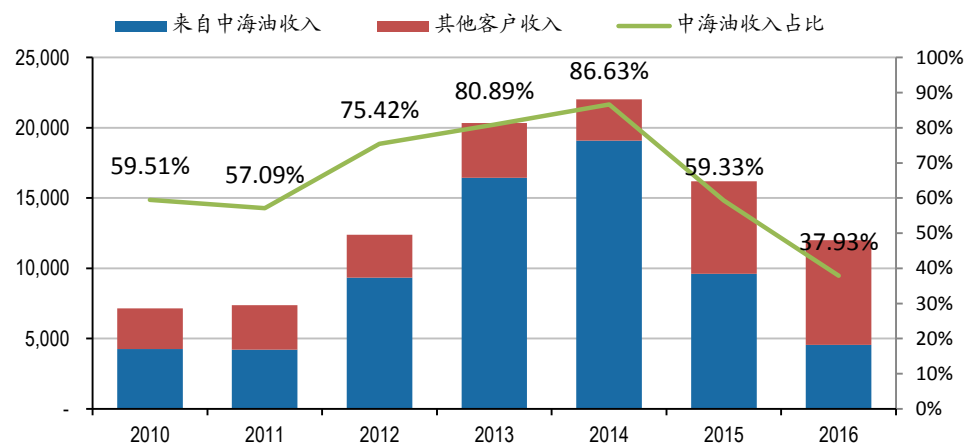
图13：中海油资本开支及净产量



数据来源：中海油公司年报，广发证券发展研究中心

中海油作为国内海洋油气开发的主力军，也是公司的关键客户，其资本支出对公司收入有重要影响。2014年，公司向中海油销售商品/提供劳务的金额达到190.86亿元，占当年公司收入的86.6%。但由于中海油大幅削减资本支出影响，2016年这一金额下降至45.4亿元，占公司当年收入的37.9%。而随着中海油2017年资本支出计划的回升，国内海上油气投资呈现回暖迹象。自2016年年底以来，渤中、蓬莱、惠州、东方等国内较大型项目逐步启动建设。公司承揽的国内订单量明显增长。2017年Q1国内订单量23.39亿元，占2016年全年国内订单的48.6%，为最高点2014年全年国内订单金额138.5亿元的16.9%。

图14：来自中海油的收入（百万）及占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

海外市场开拓取得长足进步，机遇沛然可期。随着综合实力提升，公司已逐步打开国际市场。“十二五”以来公司获得海外订单40余个，在中东、欧洲、东南亚、巴西、中东等区域揽获了多个大型项目，进一步扩大品牌效应和影响力。如2014年公司中标16.43亿美元的俄罗斯Yamal项目，项目建设中公司在管线深冷保温、超大型不规则设备吊装、极寒环境焊接工艺等一系列关键技术上实现重大突破，实现了3800万安全工时无事故的安全管理佳绩，使“海工制造”进入国际高端油气装备市场。

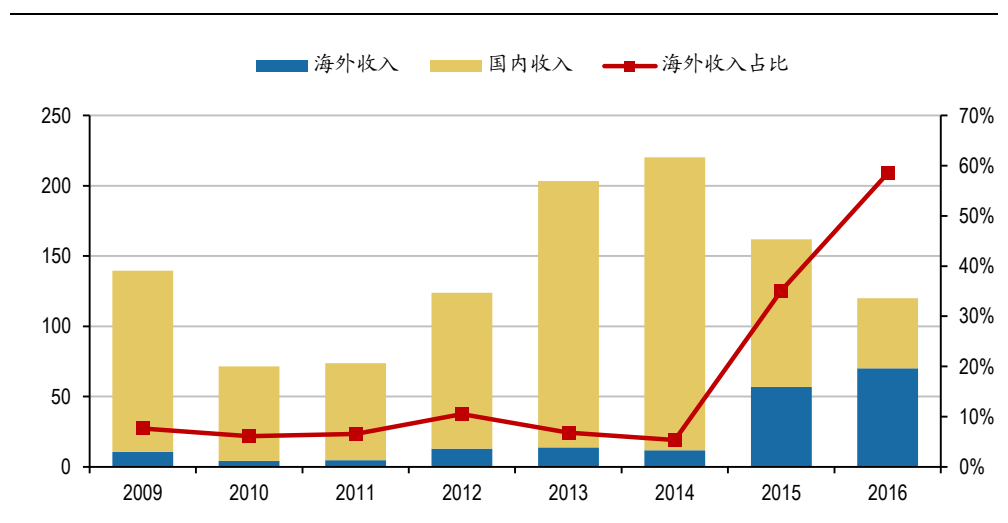
表1: 公司披露的部分海外重点项目

项目名称	合同金额	业主	签约时间	项目内容
卡塔尔NFA总包项目、沙特海上运输等项目	超过12亿人民币		2016年	卡塔尔NFA总包项目是公司在中东首个独立承揽EPCI总包项目
尼日利亚Dangote项目	超过10亿人民币		2016年	海上结构物安装以及海管铺设，公司首次在非洲市场获得的大型海洋工程项目
缅甸Zawtika项目	3.67亿美元	泰国国家石油公司	2014年10月	包括4座井口平台的设计、建造和海上安装业务以及四条海底管线铺设等业务
俄罗斯亚马尔项目	16.43亿美元	Yamgaz公司	2014年7月	承建LNG工厂的MWPI核心工艺模块
澳洲ICHTHYS ONSHORE LNG	3.05亿美元	日本JKC公司等	2012年1月	为日本INPEX公司出资建造的LNG加工工厂的一部分，总重约11万吨
沙特KJO项目	1.1亿美元	Technip沙特	2010年	公司首个中东地区项目，包括5座海上平台建造、安装和约40公里海底电缆铺设。
澳洲Gorgon LNG	1.8亿美元	雪佛龙澳洲	2010年4月	公司首个LNG模块化工厂建造项目，157个工艺模块的建造，总重量3.7万吨

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2016年公司海外收入占比达到58.5%，较2015年进一步大幅提升，未来公司在海外市场方面有足够大的发展空间。截止2016年底，公司已投标和在投标的国际项目超过50个，跟踪项目超过55个，主要集中在中东、东南亚、巴西，以及加拿大、非洲、墨西哥、俄罗斯等区域。公司在海外市场的突破将成为中长期发展的有力支撑。

图15: 公司国内和海外收入（亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

盈利预测、投资建议与风险提示

盈利预测和投资建议：根据公司订单情况和石油行业资本支出态势，我们预测公司2017-2019年分别实现营业收入12,771、15,989和20,083百万元，归属于母公司股东的净利润分别为1,170、1,726和2,454百万元，EPS分别为0.260、0.390和0.560元。公司作业能力和国际市场竞争力较强，通过订单拓展，业绩有望从低谷回升，我们继续给予公司“买入”评级。

风险提示：原油价格大幅波动，导致行业景气度变化的风险；海外重点项目的获取与盈利能力具有不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	13758	14286	15239	18367	21695
货币资金	4869	6706	8856	10028	11317
应收及预付	5045	2269	4467	6014	7536
存货	1690	1611	1916	2325	2841
其他流动资产	2154	3700	0	0	1
非流动资产	17685	15525	14289	13595	12855
长期股权投资	0	2047	2047	2047	2047
固定资产	14309	11485	10870	10208	9498
在建工程	906	264	264	264	264
无形资产	1860	913	798	766	735
其他长期资产	610	816	310	310	311
资产总计	31442	29812	29528	31962	34548
流动负债	6167	6392	5629	7217	8230
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	5892	4964	5629	7217	8230
其他流动负债	275	1428	0	0	0
非流动负债	2284	251	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	1197	0	0	0	0
其他非流动负债	1087	251	0	0	0
负债合计	8451	6643	5629	7217	8230
股本	4421	4421	4421	4421	4421
资本公积	4248	4248	4248	4248	4248
留存收益	13576	13786	14515	15357	16926
归属母公司股东权益	22976	23156	23885	24727	26296
少数股东权益	15	13	14	17	23
负债和股东权益	31442	29812	29528	31962	34548

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	16202	11992	12771	15989	20083
营业成本	11220	10095	10760	13055	15956
营业税金及附加	226	88	255	320	402
销售费用	13	13	13	16	20
管理费用	1212	950	1022	1199	1486
财务费用	-152	-210	-245	-305	-317
资产减值损失	46	127	77	160	133
公允价值变动收益	-130	-6	0	0	0
投资净收益	193	-823	200	200	200
营业利润	3699	100	1090	1745	2603
营业外收入	315	1530	300	300	300
营业外支出	2	13	10	10	10
利润总额	4012	1617	1380	2035	2893
所得税	602	304	207	305	434
净利润	3410	1313	1173	1730	2459
少数股东损益	0	-2	2	3	5
归属母公司净利润	3410	1315	1170	1726	2454
EBITDA	4809	1904	1870	2593	3460
EPS (元)	0.77	0.30	0.26	0.39	0.56

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3626	3288	3704	1624	2184
净利润	3410	1313	1173	1730	2459
折旧摊销	1278	1058	1148	1194	1240
营运资金变动	-791	813	1326	-970	-1158
其它	-271	104	57	-330	-357
投资活动现金流	-517	-538	72	-10	-10
资本支出	-1622	1004	-128	-210	-210
投资变动	1105	-1395	200	200	200
其他	0	-147	0	0	0
筹资活动现金流	-1581	-931	-1625	-442	-884
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	-56	0	-1625	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-1525	-931	0	-442	-884
现金净增加额	1528	1819	2150	1172	1290
期初现金余额	3282	4869	6706	8856	10028
期末现金余额	4809	6688	8856	10028	11317

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-26.5	-26.0	6.5	25.2	25.6
营业利润增长	-23.3	-97.3	985.9	60.1	49.2
归属母公司净利润增长	-20.1	-61.4	-11.0	47.5	42.2
获利能力(%)					
毛利率	30.7	15.8	15.8	18.4	20.6
净利率	21.1	11.0	9.2	10.8	12.2
ROE	14.8	5.7	4.9	7.0	9.3
ROIC	15.8	4.5	4.8	9.6	14.9
偿债能力					
资产负债率(%)	26.9	22.3	19.1	22.6	23.8
净负债比率	-0.2	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4
流动比率	2.23	2.24	2.71	2.54	2.64
速动比率	1.94	1.96	2.29	2.15	2.21
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.39	0.43	0.52	0.60
应收账款周转率	3.07	3.57	3.32	3.04	3.04
存货周转率	8.02	6.11	5.62	5.62	5.62
每股指标(元)					
每股收益	0.77	0.30	0.26	0.39	0.56
每股经营现金流	0.82	0.74	0.84	0.37	0.49
每股净资产	5.20	5.24	5.40	5.59	5.95
估值比率					
P/E	11.6	24.6	24.0	16.0	11.1
P/B	1.7	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.5	14.4	10.0	6.8	4.7

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：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：厦门大学核物理学硕士，2015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楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
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。

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。