

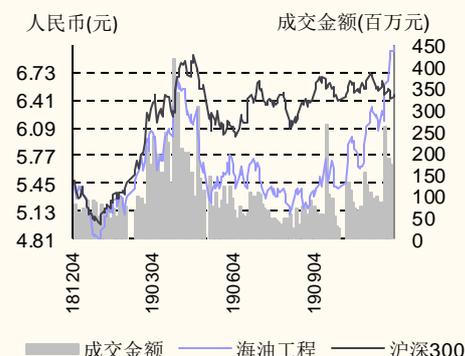
海油工程 (600583.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 7.04 元
 目标价格 (人民币): 9.00-9.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	44.21
已上市流通 A 股(亿股)	44.21
总市值(亿元)	311.26
年内股价最高最低(元)	7.04/6.05
沪深 300 指数	3851
上证指数	2885



业绩拐点向上, 受益中海油资本开支增长

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.11	0.02	-0.04	0.20	0.44
每股净资产(元)	5.23	5.18	5.15	5.27	5.53
每股经营性现金流(元)	0.12	0.09	0.15	0.41	0.65
市盈率(倍)	55.37	271.56	-195.62	35.27	16.10
净利润增长率(%)	-62.67%	-83.75%	N/A	N/A	119.08%
净资产收益率(%)	2.12%	0.35%	-0.68%	3.70%	7.74%
总股本(百万股)	4,421.35	4,421.35	4,421.35	4,421.35	4,421.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司为中海油油服板块核心子公司, 国内海油工程服务龙头: 公司是亚太地区最大的海洋油气工程 EPCI (设计、采办、建造、安装) 总承包商之一, 为中海油专业服务板块旗下 3 家上市公司之一。
- 海上油服迎来复苏周期, 勘探开发投资日益扩大: 据 Rystad Energy 统计, 未来全球海洋油气资本支出将从 2018 年的 1550 亿美元的谷底开始回升, 并将在 2022 年达到 2300 亿美元, 较 2018 年增长 48.39%。
- 国家能源安全战略! 中海油资本支出计划大幅增长: 2018 年我国的石油、天然气对外依存度已分别攀升至 70%、44%。中海油“七年行动计划”提出到 2025 年, 勘探工作量和探明储量要翻一番。2019 年中海油计划资本支出 700-800 亿元, 同比增长 13%-29%。仅上半年资本支出就达 337 亿元, 同比增长 61%, 其中勘探投资 86 亿元, 同比大幅增长 110%。2014 年中海油历史最高资本支出 1057 亿元。中海油为公司最大客户, 营收常年占比 6-7 成, 直接受益于中海油资本支出大幅增长。
- 工作量回升, 新增订单高增长, 在手订单创历史新高, 业绩拐点有望出现
 - 1) 2019 年前 3 季度公司亏损 6.35 亿元, 上年同期亏损 1.4 亿元。主要原因为沙特 3648 项目不及预期。7-9 月公司已连续实现小幅盈利。
 - 2) 公司业务量实现快速增长: 2019 年前 3 季度累计完成 11.9 万结构吨, 同比增长 32%; 累计投入船天 11,052 个, 较去年同期增长 30%。
 - 3) 公司新接订单同比高速增长: 2019 年前 3 季度累计实现市场承揽额 183 亿元, 同比增长 76% (2018 年新接订单同比增长 69%, 连续两年高速增长)。截至前三季度末, 在手未完成订单总额 287 亿元, 达历史高位。
 - 4) 公司从量增 (订单增长、工作量增长) 后, 未来有望带动价涨 (价格水平上涨), 截至目前公司风险基本出清, 业绩拐点出现。

投资建议

- 预计公司 2019-2021 年净利润-1.6、8.8、19.3 亿元, 对应 PE 为-196、35、16 倍。公司 2014 年业绩达历史高点, 营收/净利润达 220 亿元/43 亿元。首次覆盖, 给予公司 2020 年 45 倍 PE 估值, 对应 400 亿市值。6-12 月目标价 9.00 元, 给予“买入”评级。

风险提示

- 国际油价低迷的风险; 中海油资本开支不及预期的风险; 深海油田项目开发不及预期的风险; 国际市场运营的风险; 自然灾害的风险; 汇率变动风险。

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
 wanghuajun@gjzq.com.cn

朱荣华 分析师 SAC 执业编号: S1130519060004
 zhuronghua@gjzq.com.cn

投资五要件

1、预测假设

驱动因素：国家能源安全战略驱动，中海油资本开支持续高增长；公司订单量及订单价格增长。

关键假设：（1）未来三年中海油资本开支维持 15%~20%增速；未来两年油价中枢与今年持平，55-65 美元/桶区间震荡；（2）核心重点工程项目毛利率稳中有升；项目风险基本出清。

2、我们与市场不同观点

（1）市场对中海油资本开支持续平稳增长存有疑虑。我们认为国家能源安全背景下，中海油持续保持较高的资本开支增速可能会成为常态，七年规划对南海开发的目标成为中海油资本开支的重要方向，目前的油价环境支撑中海油资本开支的平稳增长。

（2）市场对公司业绩能否扭亏为盈，并实现高增长存有疑虑。我们认为随着公司沙特 3648 海上运输安装项目风险出清，在行业基本面向上的背景下，订单量及工作量的高速增长有望带动订单价格的企稳回升，进而推动油服公司的业绩弹性。

3、盈利预测与投资评级

海油工程为国内海油工程服务与设备龙头，受益于中海油为代表的油公司资本开支大幅提升。公司 2014 年业绩达历史高点，营收/净利润达 220 亿元/43 亿元，我们判断公司业绩有望迎来拐点，未来 3 年内实现较快增长，预计公司 2019-2021 年收入 128、151、182 亿元，同比增长 16%、18%、20%；净利润-1.6、8.8、19.3 亿元，对应 PE 分别为-196、35、16 倍。

首次覆盖，我们给予公司 2020 年 45 倍估值，对应 400 亿市值。6-12 月目标价 9.00 元，给予“买入”评级。

4、催化剂

油价涨幅超预期；中海油资本开支超预期；海外拓展进度超预期。

5、主要风险因素

国际油价低迷的风险；中海油资本开支不及预期的风险；深海油田项目开发不及预期的风险；国际市场运营的风险；自然灾害的风险；汇率变动风险。

内容目录

一、海油工程：中海油油服板块核心子公司.....	5
1、公司为亚洲最大的海洋油气工程承包商.....	5
2、技术实力雄厚，具备海上油气工程建设核心竞争力.....	6
3、主营业务稳步前行，工程项目进展顺利.....	8
二、海上油服迎来复苏周期，勘探开发投资日益扩大.....	9
1、海洋油气储量大，探明率低，可开采空间广阔.....	9
2、受益于成本下降，海上勘探开发投资日益扩大.....	10
3、我国南海油气资源丰富，深水油气是未来增储上产的方向.....	10
三、国家能源安全战略！中海油资本支出计划大幅增长.....	12
1、国家能源安全重视度提升，2018年“三桶油”资本开支同比增长17%.....	12
2、2019年上半年中海油勘探投资86亿元，同比大幅增长109.8%.....	13
3、中海油桶油成本持续下降，净利率持续反弹.....	14
4、中海油为公司最大客户，营收常年占比6-7成.....	15
四、海油工程工作量回升，订单高增长，业绩拐点有望出现.....	16
1、受沙特3648项目影响，公司业绩迎来近10年低点.....	16
2、订单增长到价格上涨可期，业绩拐点有望出现.....	17
(1) 公司业务量实现快速增长，重点工程项目有序进行.....	17
(2) 新增订单快速增长，2019年前3季度达183亿元.....	18
3、国际化有望持续突破，有望成为未来高增长点.....	19
五、盈利预测及投资建议.....	20
1、业务拆分：新增订单高增长有望驱动新一轮行情.....	20
2、估值分析与投资建议.....	21
六、风险提示.....	22

图表目录

图表 1：公司股权结构：中国海洋石油集团有限公司为控股股东.....	5
图表 2：公司为中海油集团专业服务板块3家上市公司之一.....	5
图表 3：公司的主要国内外客户及合作伙伴.....	6
图表 4：公司陆地建造能力：4大建造场地.....	6
图表 5：公司目前具备较为全面的项目工程实施管理能力.....	7
图表 6：公司海上安装能力强大.....	8
图表 7：公司“海洋石油201”起重铺管船.....	8
图表 8：公司主营业务拆分.....	8
图表 9：海洋工程总包项目占比最大.....	8
图表 10：全球石油剩余技术可采储量及探明率.....	9
图表 11：全球天然气剩余技术可采储量及探明率.....	9
图表 12：全球油气累计产量在技术可采储量中的占比.....	9

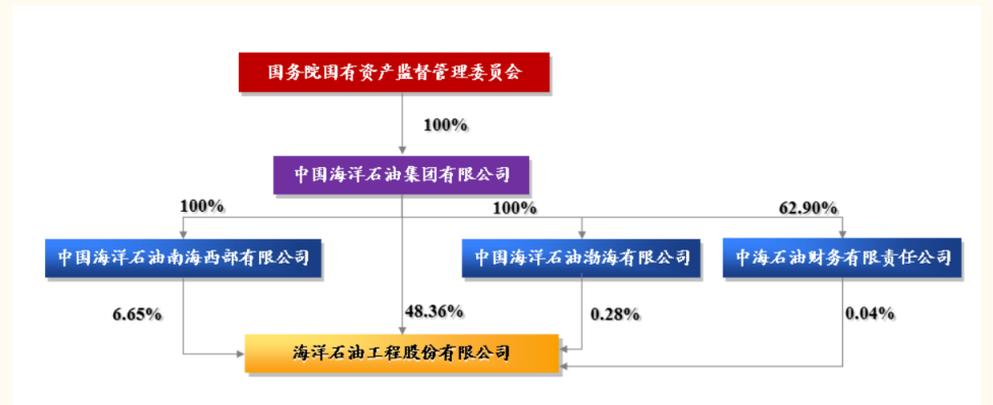
图表 13: 近 10 年全球油气发现占比及平均储量规模.....	9
图表 14: 2013 年以来海上钻井平台利用率及预测.....	10
图表 15: 全球海洋油气上游油气投资.....	10
图表 16: 我国近年来的海上油气田探明数量.....	10
图表 17: 海上油气开采的驱动型因素.....	11
图表 18: 国内原油缺口持续扩大.....	12
图表 19: 2019 年 1-10 月, 中国原油进口依存度超 80%.....	12
图表 20: 国内天然气缺口持续扩大.....	12
图表 21: 2019 年中国天然气进口依存度达 44%.....	12
图表 22: 中海油 2018 年净探明储量已达近年最高.....	13
图表 23: 中海油储量寿命 2016 年触底后逐渐抬升.....	13
图表 24: 中海油 2019H1 资本开支同比大增 60%.....	14
图表 25: 中海油国内勘探投资不断增加.....	14
图表 26: 中海油 2019 年资本开支重点在渤海领域.....	14
图表 27: 中海油盈利水平已经恢复到 2013-2014 年时期.....	15
图表 28: 中海油桶油成本已经下降至 29 美元.....	15
图表 29: 2019 年上半年公司前五大客户收入情况.....	15
图表 30: 中海油资本开支增速与公司营收增速高度相关.....	15
图表 31: 2019 年前三季度公司营收同比增长 21%.....	16
图表 32: 2019 年前三季度公司净亏损 6.4 亿元.....	16
图表 33: 公司业绩表现滞后于油价.....	16
图表 34: 公司降本措施效果明显.....	16
图表 35: 公司运行项目及完工项目数.....	17
图表 36: 前 3 季度建造业务完成钢材加工量同比增 32%.....	17
图表 37: 前 3 季度安装等海上作业投入船天同比增 32%.....	17
图表 38: 前 3 季度海底管线的铺设长度同比增长 30%.....	17
图表 39: 截至 2019 年 3 季度末, 公司重点工程项目实施进度.....	18
图表 40: 市场承揽额同比实现较大幅度增长.....	18
图表 41: 公司在手未完成订单快速增长.....	18
图表 42: 2015 年后公司海外营收快速增长.....	19
图表 43: 公司海外营收占比近年来快速增长.....	19
图表 44: 公司历年营收、净利润与股价走势.....	20
图表 45: 产品销售收入 (单位: 百万元).....	20
图表 46: 公司近十年的 PB-Band.....	21
图表 47: 海油工程: 与油服行业主要上市公司估值比较.....	21

一、海油工程：中海油油服板块核心子公司

1、公司为亚洲最大的海洋油气工程承包商

- 海油工程是 2000 年由中国海洋石油集团有限公司的五家全资子公司发起设立，于 2002 年在上交所上市。公司是国内唯一一家集海洋石油、天然气开发工程设计、陆地制造和海上安装、调试、维修以及液化天然气工程于一体的大型工程总承包公司，是亚太地区最大的海洋油气工程 EPCI（设计、采办、建造、安装）总承包商之一。
- 中海油为公司控股股东，实控人为国资委。中海油以直接、间接方式合计持有公司股份 55.33%。

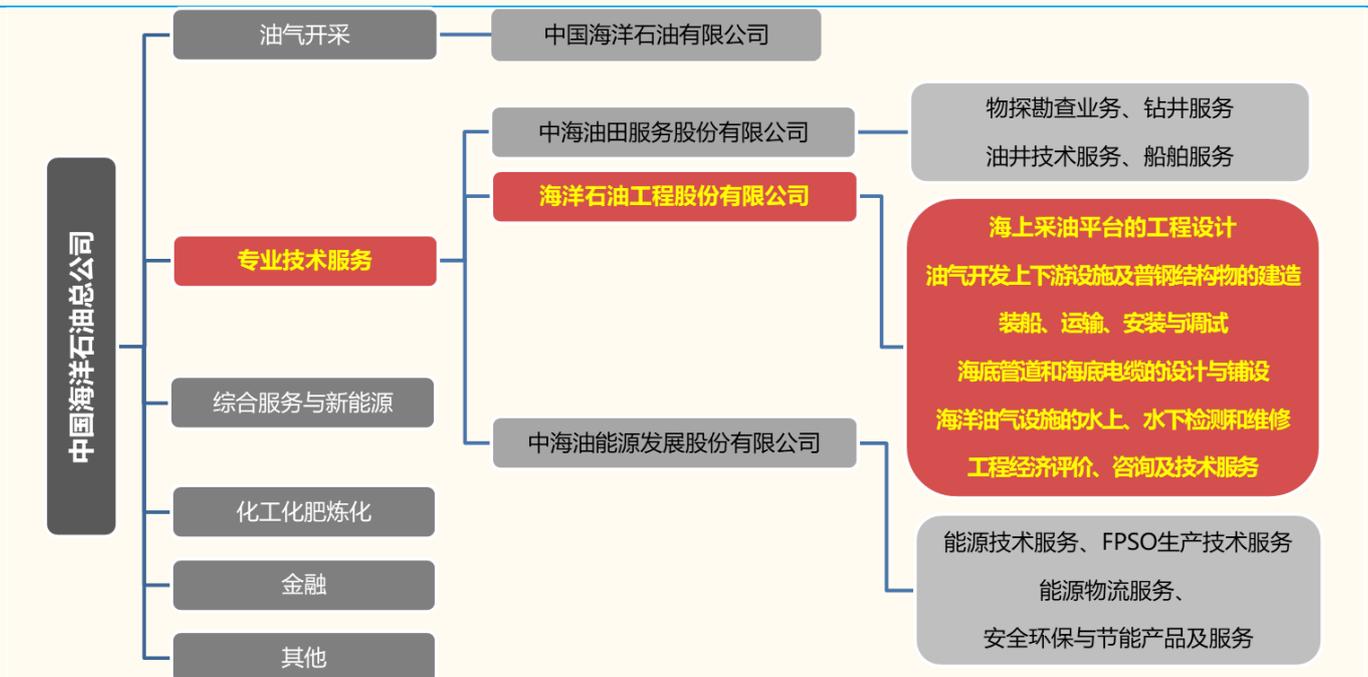
图表 1：公司股权结构：中国海洋石油集团有限公司为控股股东



来源：公司公告，国金证券研究所

- 中海油集团专业服务板块旗下有 3 家上市公司：中海油服、海油工程和海油发展。根据集团定位，3 家专业公司在海洋油气的勘探、开发、生产环节中各有分工，独立发展。中海油服负责勘探和钻井环节，海油工程负责开发环节，海油发展主营业务集中在生产环节。

图表 2：公司为中海油集团专业服务板块 3 家上市公司之一



来源：各公司公告，国金证券研究所

- **公司从事的业务具体包括：**围绕海上采油平台进行的工程设计、物资采办、陆地制造、海上运输和海上安装、海管铺设、调试、交付与维修等工作。
- 截至目前，公司已先后为中国海洋石油有限公司、康菲、壳牌、沙特阿美、巴西国油、哈斯基、科麦奇、Technip、MODEC、AkerSolutions、FLUOR 等众多国内外客户开发海上油气资源提供工程服务，业务涉足中国各大海域、东南亚、中东、澳大利亚、俄罗斯、巴西、欧洲、非洲等 20 多个国家和地区。

图表 3：公司的主要国内外客户及合作伙伴



来源：公司公告，国金证券研究所

2、技术实力雄厚，具备海上油气工程建设核心竞争力

- 公司在山东青岛拥有超过 120 万平方米的海洋工程制造基地，在天津滨海新区临港工业区投资的 57.5 万平米海洋工程装备制造基地正在建设中，在广东珠海通过合营公司中海福陆重工有限公司（公司持股 51%，FLUOR 持股 49%）合资拥有 207 万平方米的海洋工程制造基地，形成了跨越南北、功能互补、覆盖深浅水、面向国际市场的场地布局。拥有深水铺管船、7500 吨起重船、水下工程船、深水挖沟船、5 万吨半潜式自航船等 22 艘海上施工船舶，海上安装与铺管能力在亚洲处于领先地位。

图表 4：公司陆地建造能力：4 大建造场地

制造基地	总面积	年钢材加工能力	码头岸线	码头水深	滑道数及最大载重
塘沽建造场地 	20 万平方米	6 万吨	400 米	5 米	4 条，8000T
青岛建造场地 	120 万平方米	27 万吨	1645 米	10-12.4 米	5 条，50000T

惠州建造场地		<p>总面积 1.6 万平方米，深水加工车间 3000 平方米，压力容器制造车间 5130 平方米，预处理车间 1350 平方米，室外制造场地 3000 平方米；主要服务于中下游业务开发，如 LNG、炼化、石化等厂区设施的建造</p>	<p>5 台 20T 龙门吊 4 台 5T 龙门吊</p>
珠海建造场地		<p>总面积 207.9 万平方米，码头岸线 2149 米，水深 14 米，定位为深水工程大型浮式设施建造和总装基地、水下工程设施建造和测试基地、海底管道和软管连接铺设基地等</p>	<p>3 条，3500T</p>

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

- 公司目前具备海洋工程设计、海洋工程建造、海洋工程安装、海上油气田维保、水下工程检测与安装、高端撬装产品制造、海洋工程质量检测、海洋工程项目总包管理八大能力。

图表 5：公司目前具备较为全面的项目工程实施管理能力

公司作业能力	详细内容
较强的 EPCI 总承包能力	<p>公司经过多年的发展和积累，形成了 300 米水深以内海上油气田开发设计、建造、安装、维修一整套成熟的技术、装备、能力体系，完成了国内百余座油气田的工程建设。公司通过南海荔湾 3-1 深水气田项目的成功实施，实现了设计、建造和安装总承包能力由万吨级到 3 万吨级、海管铺设能力由 300 米水深以内到 1500 米的跨越，积累了重要的深水工程经验。</p>
较为丰富的海洋石油工程项目管理经验	<p>公司拥有超过 160 名经过资质认证的项目经理，近几年来平均每年运营的大中型海洋工程项目超过 20 个，分布在中国渤海、南海、东海各海域，公司在 300 米水深以内的常规海域具有十分丰富的施工经验和项目管理经验。在国际项目运营方面，近五年以来，公司获得海外订单 40 余个，为俄罗斯、澳大利亚、沙特、缅甸、文莱、马来西亚、北欧等国家的业主提供工程服务，海上作业足迹遍及东南亚、中东等区域，积累了一定的国际项目管理运营经验。</p>
较强的详细设计能力	<p>拥有设计人员超过 1300 人，服务领域覆盖可行性研究、概念设计、FEED 设计、详细设计、加工设计、安装设计等专业服务，具备了 300 米水深以内常规水域各种油气田开发完整的设计能力。与此同时积极进行深水设计技术储备，努力攻关深水浮式平台系统、深水海管及立管、水下系统等深水产品关键设计技术。</p>
3 万吨级超大型海洋结构物建造能力	<p>在天津滨海新区、青岛等地区拥有已建成的制造场地面积 140 余万平方米，年加工制造能力超过 20 万吨结构吨，具备 3 万吨级超大型导管架、组块等海洋结构物建造能力以及大型 LNG 模块、撬块建造能力和 FPSO 工程总包能力。</p>
具有全球竞争力的模块化建造能力	<p>近年来，公司依托较强的陆地建造资源和能力，承揽了一批大型 LNG 模块化建造国际项目，实施了澳大利亚 Gorgon LNG 模块化建造项目、澳大利亚 Ichthys LNG 模块化建造项目和俄罗斯 Yamal LNG 模块化建造项目，其中 Yamal 项目是 LNG 模块化工厂核心工艺模块首次在中国建造，体现了国际大型油气商对公司在模块化建造领域业务能力的认可。</p>
拥有性能比较先进、配套齐全的浅水、深水作业船队	<p>公司拥有包括世界首艘同时具备 3000 米级深水铺管能力、4000 吨级重型起重能力和 3 级动力定位能力的深水铺管起重船--“海洋石油 201”、7500 吨起重船“蓝鲸”、5 万吨半潜式自航船、作业水深可达 3000 米的多功能水下工程船、深水多功能安装船、深水挖沟船在内的工程作业船舶 22 艘，各主力作业船舶船龄短，性能优秀。具备 3 万吨级超大型海洋结构物海上运输、安装能力，拥有吊装、动力定位浮托安装、锚系浮托安装、滑移下水等多种安装技术，能够安装的单个导管架或组块最重达 3.2 万吨，铺设海管水深最深为 1409 米，单船海底管线铺设速度超过 6 公里/天。</p>
综合性水下工程能力持续提升	<p>公司持续推进深水水下工程装备能力建设，水下工程能力显著增强，现已拥有 5 艘动力定位水下工程船、17 台水下机器人和 1 套深水软铺系统、1 套犁式挖沟机等大型装备，具备 3000 米级水下工程作业能力，近五年来实施了数十个水下工程项目，涉及水下生产系统安装、锚系处理、深水软铺、海底挖沟和水下设施检测及维修等水下工程作业，掌握了相关水下工程作业技术能力。</p>

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司海上安装能力强大



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 7：公司“海洋石油 201”起重铺管船

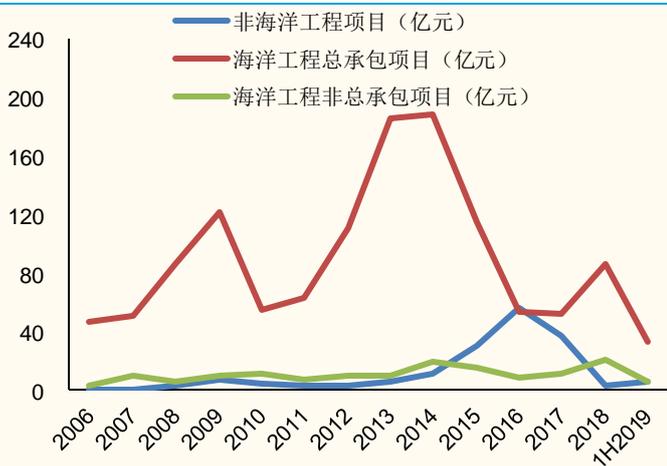


来源：公司官网，国金证券研究所

3、主营业务稳步前行，工程项目进展顺利

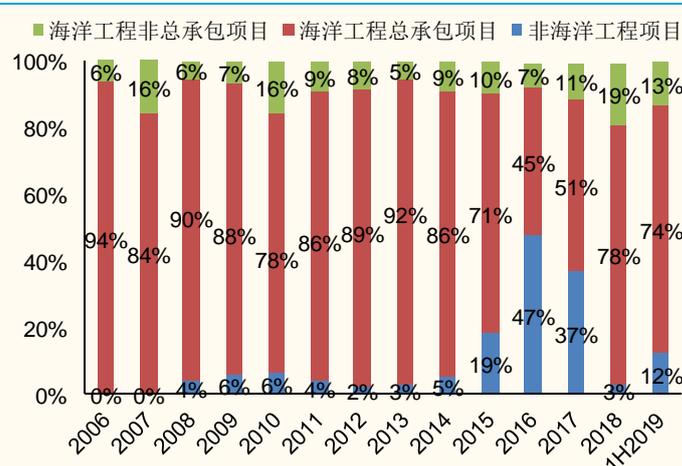
- 公司主营业务包括海洋工程总承包项目、海洋工程非总承包项目和非海洋工程项目，其中海洋工程非总承包项目包括海洋工程项目海上安装、海管铺设、维修、陆地建造、设计等。2019 年上半年，海洋工程总承包项目、海洋工程非总承包项目和非海洋工程项目业务收入分别为 33.8 亿元、6.1 亿元和 5.6 亿元，分别占总营业收入的 74%、13%和 12%。
- **海洋工程总承包项目是公司的传统优势项目：**公司凭借世界一流的装备资源硬实力与总装建造能力、设计研发能力等软实力出色完成了我国首个深水油气田荔湾 3-1、流花 1-1 等多个具有国际影响力的大型工程总承包项目，公司在中东首个总包项目卡塔尔 NFA 也已经开工。与此同时，公司积极拓展非海洋工程项目，随着大型模块化陆上建造项目 Yamal 项目顺利完工、广西 LNG 储罐和天津 LNG 等陆上项目逐步实施，非海洋工程项目收入占比不断提升。

图表 8：公司主营业务拆分



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：海洋工程总包项目占比最大



来源：wind，国金证券研究所

二、海上油服迎来复苏周期，勘探开发投资日益扩大

1、海洋油气储量大，探明率低，可开采空间广阔

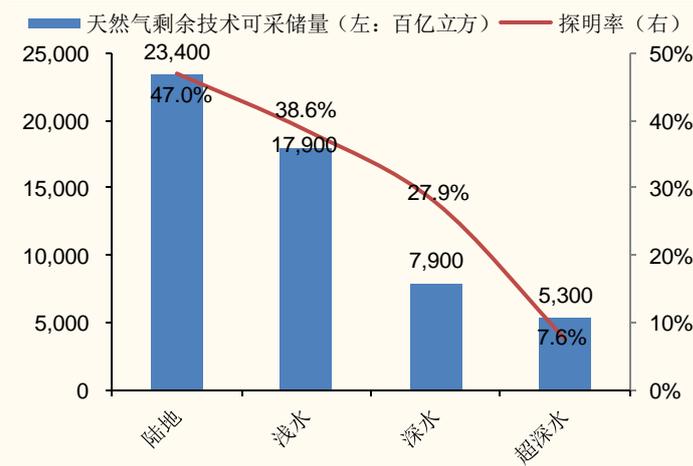
- 据国际能源署（IEA）统计，2017 年全球海洋油气技术可采储量分别为 10970 亿桶和 311 万亿立方米，分别占全球油气技术可采总量的 32.8%和 57.1%。从探明程度上看，海洋石油和天然气的储量探明率仅分别为 23.7%和 30.6%，尚处于勘探早期阶段。从水深分布来看，浅水（<400 米）、深水（400~2000 米）、超深水（>2000 米）的石油探明率分别为 28.1%，13.8%和 7.7%；天然气分别为 38.6%、27.9%和 7.6%。

图表 10：全球石油剩余技术可采储量及探明率



来源：IEA，国金证券研究所

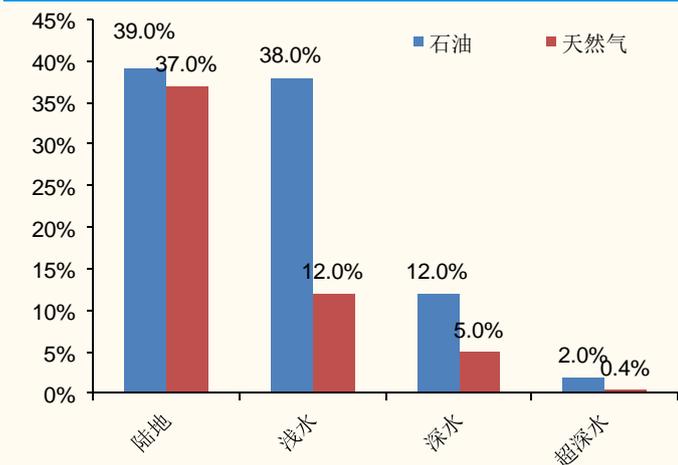
图表 11：全球天然气剩余技术可采储量及探明率



来源：IEA，国金证券研究所

- **海洋油气累计产量占储量小，资源潜力大：**从开发程度来看，目前海洋油气的累计产量仅占技术可采储量的 29.8%和 17.7%，低于陆上油气的 39.4%和 36.8%。其中，深水和超深水的石油累计产量仅占其技术可采储量的 12%和 2%；天然气累计产量仅占 5%和 0.4%。

图表 12：全球油气累计产量在技术可采储量中的占比



来源：IEA，国金证券研究所

图表 13：近 10 年全球油气发现占比及平均储量规模



来源：IHS，国金证券研究所

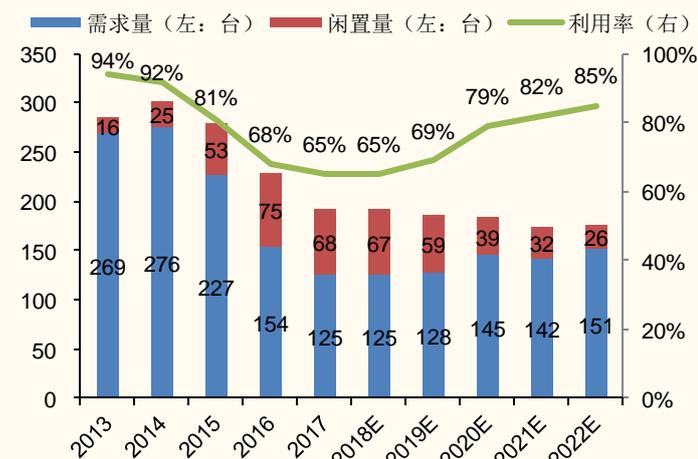
- **今年新增油气储量中，海洋油气远高于陆地：**随着陆上油气勘探的日趋成熟，新增油气规模越来越小。而海洋油气资源潜力丰富，探明率较低，更容易发现大型油气藏。据 IHS 统计，近 10 年全球新的油气发现有 74%的分布在海域，其中浅水、深水、超深水分别占 15%、23%、36%。从新增油气储量规模来看，海洋油气的储量规模远高于陆地；其中浅水、深水、超深水油气平均储量为 0.52、1.41、3.52 亿桶当量，分别是陆上规模的 2.4、6.4、16 倍。

- 据 Wood Mackenzie 统计，2013 年以来，全球 91 个可采储量大于 2 亿桶的油气发现中，有 52 个位于深水、超深水区，占新增储量 47%。

2、受益于成本下降，海上勘探开发投资日益扩大

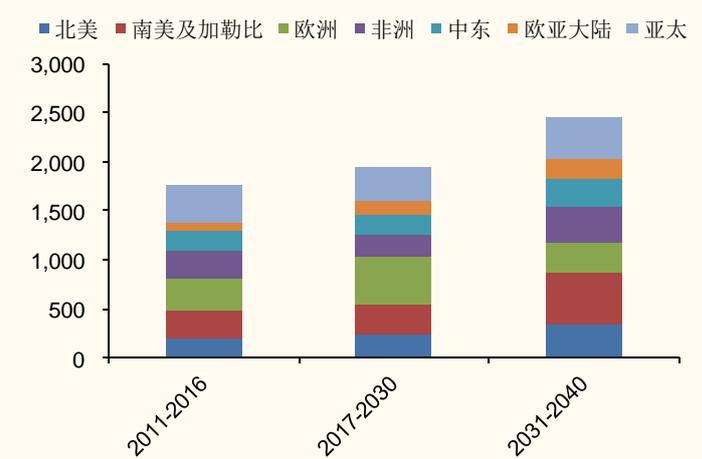
- 在能源市场复苏的大环境下，国际石油大公司深水勘探开发投资不断增长，海洋油气的复苏，尤其是深水油气的复苏主要得益于成本的快速下降。
- **钻井成本大幅下降是关键：**深水项目成本降低的关键驱动因素之一是降低钻井成本。自低油价以来，全球油服市场一直处于饱和状态，导致原材料成本和服务成本大幅降低。随着需求的减少，钻井平台利用率自 2014 年以来一直呈下滑的态势，降幅接近 30%，钻井日费已经从 2013-2014 年超过 50 万美元/日的价格降至 15 万美元/日。据 IEA 统计，由于油田服务成本和原材料价格的下降，2014-2017 年，占资本开支近一半的深水油气钻完井成本降低了 60% 以上。
- **海洋油气行业投资规模将进一步扩大：**据 Rystad Energy 统计，在经历了持续 4 年的投资低迷后，未来全球海洋油气资本支出将从 2018 年的 1550 亿美元的谷底开始回升，并将在 2022 年达到 2300 亿美元，较 2018 年增长 48.39%。随着能源市场的复苏和油价的回升，未来全球海洋油气投资规模将进一步扩大。据 IEA 预计，2017-2030 年期间，全球海洋油气年平均投资金额为 1960 亿美元，较 2016 年增加 46.3%；到 2030-2040 年期间，海洋油气的年平均投资金额达 2470 亿美元，较 2017-2030 年增长 26.0%。

图表 14：2013 年以来海上钻井平台利用率及预测



来源：Wood Mackenzie，国金证券研究所

图表 15：全球海洋油气上游油气投资



来源：IEA，国金证券研究所

3、我国南海油气资源丰富，深水油气是未来增储上产的方向

- 作为海洋大国，我国海洋油气资源丰富。国内海洋石油主要分布在渤海、珠江口、北部湾 3 个盆地，探明程度分别为 30%、38%、22%；天然气主要分布在东海、珠江口、琼东南和莺歌海四个盆地，探明程度分别为 5%、8%、14%和 16%。
- 南海油气资源总量就达 460 亿吨油当量，占全国油气资源总量的 1/3，其中深水区油气资源总量占南海油气总资源的 70%，未来国内海油主产区将由渤海转向南海深水领域。

图表 16：我国近年来的海上油气田探明数量

时间	分类	渤海	南海西部	南海东部
2013	发现数	7	2	1
	成功评价数	8	7	-
	成功评价(大中型)	渤中 8-4、垦利 9-5、垦利 9-6、旅大 5-2 北、秦皇岛 29-2 东	涠洲 12-11	-

	发现数	5	6	3
2014	成功评价数	8	5	2
	成功评价(大中型)	-	乌石 17-2	-
	发现数	7	5	2
2015	成功评价数	13	5	2
	成功评价(大中型)	曹妃甸 6-4、旅大 16-3/16-3 南、渤中 34-9	陵水 25-1	-
	发现数	7	2	4
2016	成功评价数	10	7	2
	成功评价(大中型)	垦利 16-1、曹妃甸 12-6/6-2、蓬莱 20-2/20-3	-	-
	发现数	9	6	2
2017	成功评价数	3	4	2
	成功评价(大中型)	渤中 36-1、垦利 6-4/5/6、龙口 7-6	乌石 16-1 西、乌石 22-8	-

来源：各公司公告，国金证券研究所

- 我国深水钻井平台自主研发技术目前已经突破。虽在整理技术和船只数量上与海外龙头具有差距，但已经初步建成了以“海油 201”“海油 286 等为代表的深水工程船队。
- 2018 年 12 月，中海油宣布与英荷壳牌、美国雪佛龙、美国康菲、法国道达尔、挪威石油、科威特海外石油公司、加拿大哈斯基、澳大利亚洛克石油公司、韩国 SK 共 9 家国际石油公司签署战略合作协议，合作开发中国海油珠江口盆地的深水区域。

图表 17：海上油气开采的驱动型因素

驱动因素	说明
资源驱动	陆域油气资源勘探突破难度逐年加大，深水潜力可观，获取深水油气资源对公司中长期可持续发展意义重大
技术驱动	本轮低油价期间，国际石油公司进一步优化了深水油气勘探开发技术水平，主要是降低了钻井周期和成本，部分实现了项目设计标准化和模块化等
成本驱动	技术层面的进步，以及管理层面压缩成本的措施，大幅降低了深水油气项目的整体成本，2016 年后新建深海油气开发项目中部分单桶完全成本已降低到 39 美元以下。
政策驱动	为应对低油价对社会经济的负面影响，部分油气资源国放宽了深水油气资源对外合作的财税条款，并增加了对国际石油公司的招投标活动

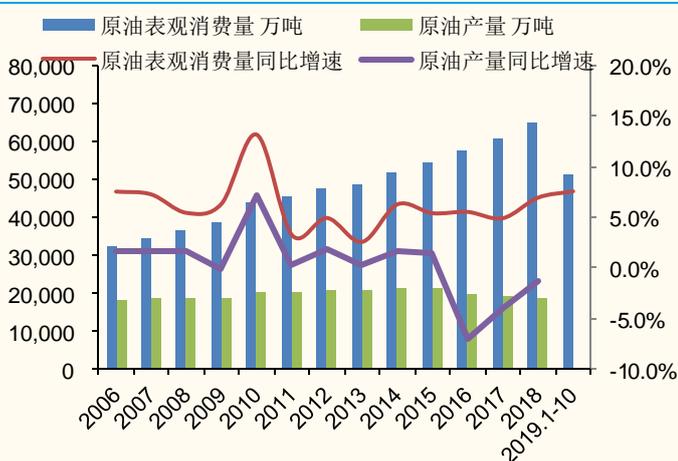
来源：国际石油网，国金证券研究所

三、国家能源安全战略！中海油资本支出计划大幅增长

1、国家能源安全重视度提升，2018年“三桶油”资本开支同比增长17%

- **国内油气对外依存度再创新高，缓解国家能源安全角势刻不容缓：**根据中国海关总署发布的数据，2018年中国进口原油达到了4.62亿吨，同比增长10.1%；进口天然气达到9038.5万吨，同比大幅增长31.9%。我国的石油、天然气对外依存度已分别攀升至70%、44%。根据中国石油集团经济技术研究院发布的《2018年国内外油气行业发展报告》预计，2019年中国油气的对外依存度还将继续提高。
- 根据国家能源局数据，2018年全年我国原油表观消费量约为6.48亿吨，同比增长约7.0%，全年全国累计原油产量达1.89亿吨，同比下降1.3%，原油需求上升而产量下降，原油缺口持续扩大。
- 2018年全年全国天然气消费量约为2833亿立方米，同比增长18.3%，全年全国累计天然气产量达1610亿立方，同比增长9.2%。天然气需求增速明显高于产量增速，缺口持续扩大。进口量更是超越日本，成为了世界第一大天然气进口国。

图表 18：国内原油缺口持续扩大



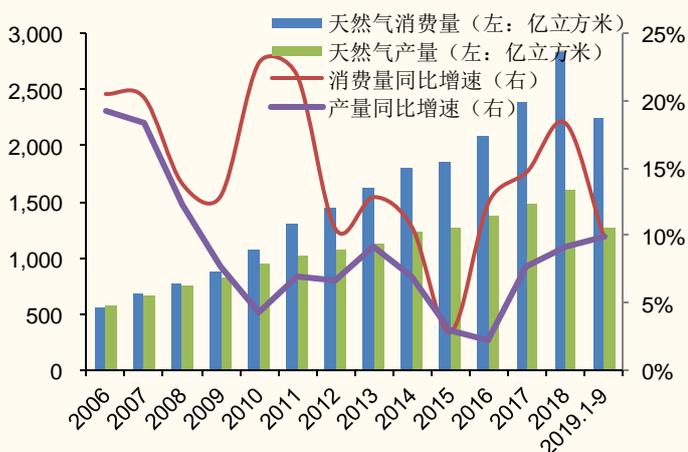
来源：wind，国金证券研究所

图表 19：2019年1-10月，中国原油进口依存度超80%



来源：wind，国金证券研究所

图表 20：国内天然气缺口持续扩大



来源：wind，国金证券研究所

图表 21：2019年中国天然气进口依存度达44%



来源：wind，国金证券研究所

- 国务院《关于促进天然气协调稳定发展若干意见》，天然气增产空间大。2018年9月5日国务院出面印发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，明确提出，一要加大国内勘探开发力度；二要健全天然气多元化海外

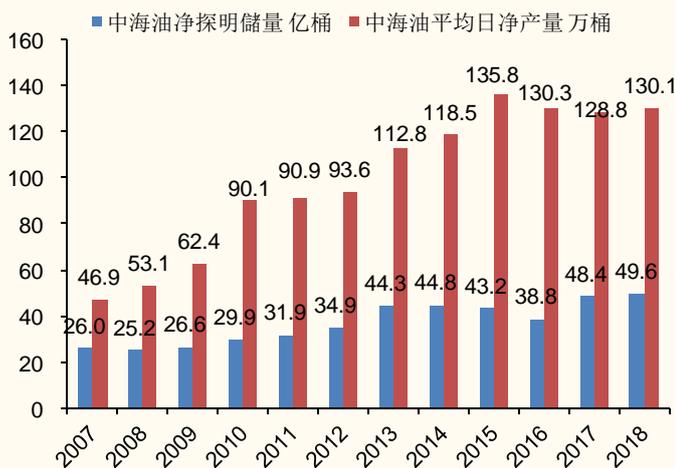
供应体系；三要构建多层次储备体系；四要强化天然气基础设施建设与互联互通。

- 意见提出“力争到 2020 年底前国内天然气产量达到 2000 亿立方米以上”：根据国家统计局数据，截至 2018 年 12 月，全国天然气累计产量仅为 1610 亿方，同比增速 9.2%。《意见》要求 2020 年国产气产量达到 2000 亿方，2019-2020 年复合增速需达到 11.5%。
- 国家能源安全在 2018 年下半年开始受重点关注。国家能源安全从 2018 年开始重点提出，受到国家高层关注，国内“三桶油”研究提升国内油气勘探开发力度，态度明显积极转变。
- 我国油气勘探开发力度受油价影响因素有望削弱：过去我国油气产业上游投资主要考虑经济因素，根据油价波动做相应调整。目前国家高层更加重视将保障国家能源安全，意味着原油勘探开发支出力度有望增强，油价对我国油气勘探开发的影响因素有望削弱。

2、2019 年上半年中海油勘探投资 86 亿元，同比大幅增长 109.8%

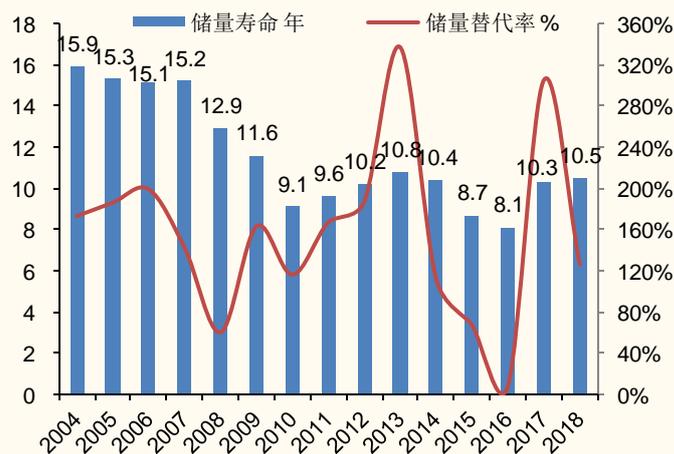
- 根据中海油 2018 年年报显示，中海油平均日净产量自 2007 年以来高速增长，增速远高于净探明储量。导致中海油的储量寿命逐步下滑，截至 2016 年底，公司油气储量寿命仅为 8.1 年，为历史最低值。自 2018 年起，中海油资本开支迎新一轮增长，截至 2018 年底，中海油的净探明储量刷新历史新高，达到 49.6 亿桶油当量。

图表 22：中海油 2018 年净探明储量已达近年最高



来源：中海油年报，国金证券研究所

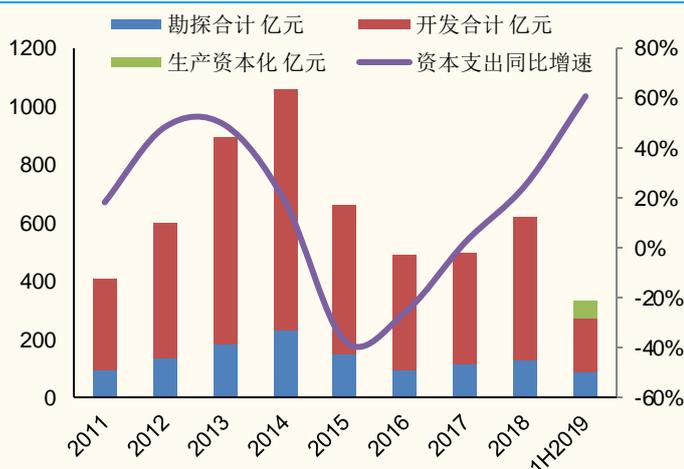
图表 23：中海油储量寿命 2016 年触底后逐渐抬升



来源：中海油年报，国金证券研究所

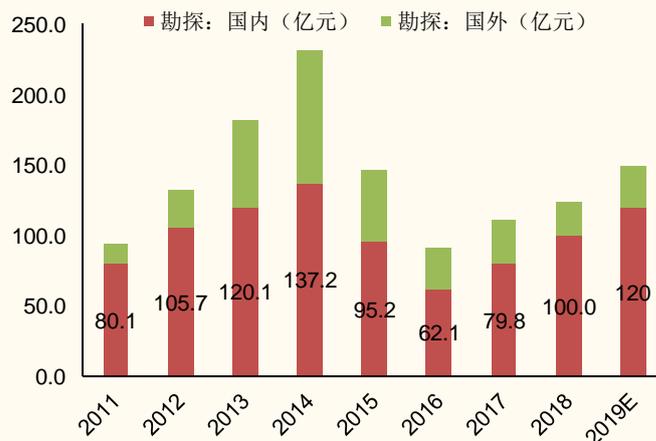
- 2019 年 4 月 4 日，中海油发布 2019 年年报，2018 年实际资本支出 621 亿元，同比增长 24.9%，与当初预期的 700-800 亿元有所减少，主要原因是降本增效的成果，以及有项目推迟所致。
- 中海油计划 2019 年资本支出为 700-800 亿元，同比增长 12.7%-28.8%，产量目标为 480-490 百万桶油当量。年内计划投产 6 个新项目，储量替代率目标为 120%。在资本支出计划中，勘探、开发和生产资本化支出分别占约 20%、59%和 19%。
- 仅 2019 年上半年，中海油资本支出就达 337 亿元，同比增长 60.5%。其中勘探投资 86 亿元，同比大幅增长 109.8%，主要是由于加大勘探力度，三维地震、探井工作量增加。

图表 24：中海油 2019H1 资本开支同比大增 60%



来源：中海油年报，国金证券研究所

图表 25：中海油国内勘探投资不断增加



来源：中海油年报，国金证券研究所

- **中海油“七年行动计划”助力海上油服超级景气周期：**继 2018 年在“加大勘探开发，增储上产”所取得的成果基础上，2019 年中海油编制了《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》，提出到 2025 年，公司勘探工作量和探明储量要翻一番。若按照 2018 年的 49.6 亿桶油当量的净探明储量来测算，2025 年探明储量将近 100 亿桶。

目前中海油资本开支的重点在渤海（浅海）区域，未来资本开支重点将转移至南海（深海）区域。根据《2019-2025 年国内勘探与生产加快发展规划方案》，中海油计划到 2025 年，全面建成南海西部油田 2000 万方、南海东部油田 2000 万吨的上产目标（当前南海西部油田 1000 万方、南海东部油田 1500 万方），南海为深海领域，较浅海区域对油服的资本开支需求量加大。

图表 26：中海油 2019 年资本开支重点在渤海领域



来源：中海油服 2019 战略指引，国金证券研究所

3、中海油桶油成本持续下降，净利率持续反弹

- 5 年前，针对桶油成本快速上升的情况，中海油提出实施质量效益年，致力于提质增效，桶油成本得到有效控制。2019 年上半年，桶油主要成本降至 30 美元以下，达 28.99 美元，同比下降 8.9%，重新确立了成本优势。
- 2019 年上半年，中海油油气销售收入 942.8 亿元人民币，同比增长 4.4%；净利润 302.5 亿元，同比增长 18.7%。销售净利率已经超过 2014 年水平。高盈利水平有力保障资本开支的高增长。

图表 27: 中海油盈利水平已经恢复到 2013-2014 年时期



来源: 中海油年报, 国金证券研究所

图表 28: 中海油桶油成本已经下降至 29 美元



来源: 中海油年报, 国金证券研究所

4、中海油为公司最大客户，营收常年占比 6-7 成

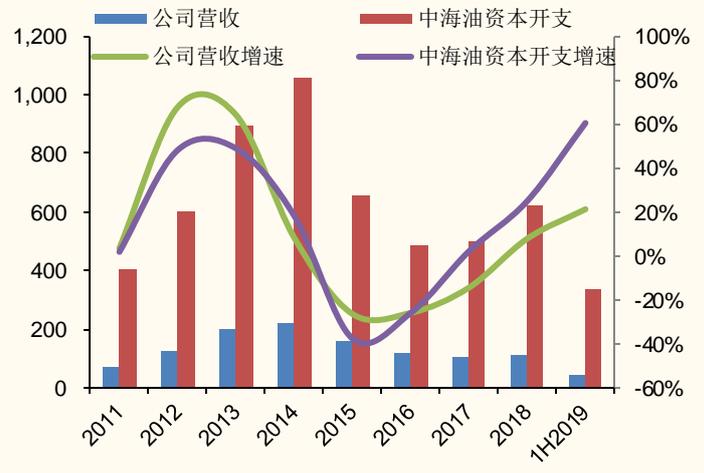
- 公司客户集中度较高，中海油资本开支对公司营收影响大：前五大客户销售额占 2019 年 1-6 月销售总额 87.6%，其中母公司的控股子公司中国海洋石油占比 62.2%。在新一轮行业复苏周期下，公司有望直接受益于大客户资本开支高速增长。
- 历年来，公司营业收入与母公司中海油资本开支紧密相关：2018 年中海油开始上调资本支出，为公司营收提供有力支撑。根据公司财报，公司营收增速与中海油资本支出增速基本同步。随着 2018 年中海油资本支出大增，公司的中海油业务量有望得到显著提升。

图表 29: 2019 年上半年公司前五大客户收入情况

客户名称	营业收入 (亿元)	占总收入比例
中国海洋石油有限公司	28.36	62.20%
Dangote Oil Refining	3.47	7.61%
TUPI B.V.	3.40	7.46%
哈斯基石油中国有限公司	2.53	5.54%
中海石油气电集团	2.19	4.81%
合计	39.95	87.61%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: 中海油资本开支增速与公司营收增速高度相关



来源: 中海油公告, wind, 国金证券研究所

四、海油工程工作量回升，订单高增长，业绩拐点有望出现

1、受沙特3648项目影响，公司业绩迎来近10年低点

- 公司业绩与全球油价走势高度相关，在2014年达到高点，主营业务收入和归母净利润分别达220.3亿元、42.7亿元。2014年后，受油服行业低迷影响，公司经历了5年的下滑调整。
- 2019年1-9月公司实现营收80.6亿元，同比增长21%；净利亏损6.35亿元，上年同期亏损1.4亿元。其中，第三季度实现营业收入35.05亿元，净利润0.79亿元。公司7月、8月、9月连续实现小幅盈利，一定程度上扭转了上半年的被动局面，呈现良好发展势头。
- 净利润下降主要原因是：一方面是因为海洋工程服务订单价格受行业周期性影响处于低位，总体毛利率偏低，增收未增利；另一方面沙特3648海上运输安装项目因执行该项目的主力工程船舶在沙特境内验船迟迟未能获得业主和有关部门审核通过，致使海上作业时间推迟，合同工期延长，当期亏损1.66亿元，此外按照会计准则计提合同减值损失3.94亿元，合计影响利润总额5.60亿元。

图表 31：2019 年前三季度公司营收同比增长 21%



来源：wind，国金证券研究所

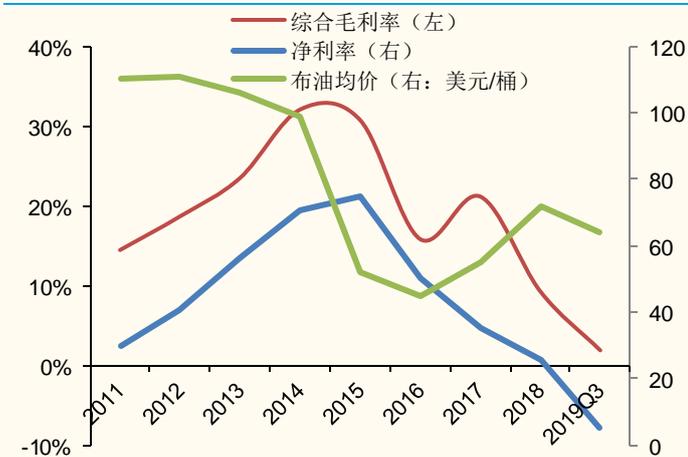
图表 32：2019 年前三季度公司净亏损 6.4 亿元



来源：wind，国金证券研究所

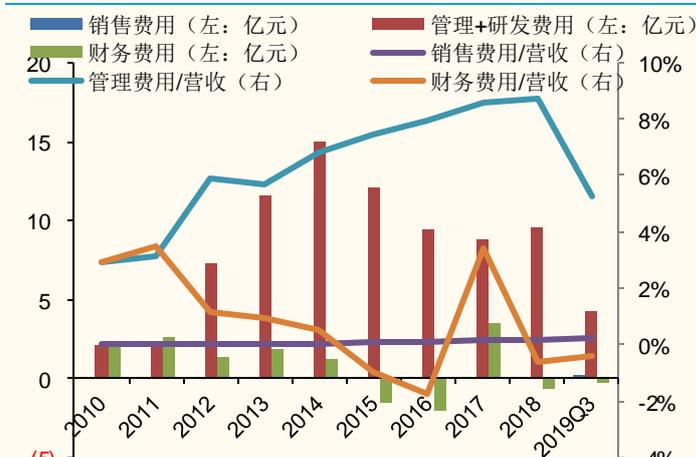
- 降本增效颇具成效：公司积极响应母公司中海油的号召，在成本控制和降本增效上取得显著成果。2019年前三季度，公司销售费用0.19亿元，财务费用-0.32亿元，同比略有增加。管理费用1.46亿元，同比大幅下降，主要是公司采取各种降本措施严格控制管理费用支出所致。

图表 33：公司业绩表现滞后于油价



来源：wind，国金证券研究所

图表 34：公司降本措施效果明显



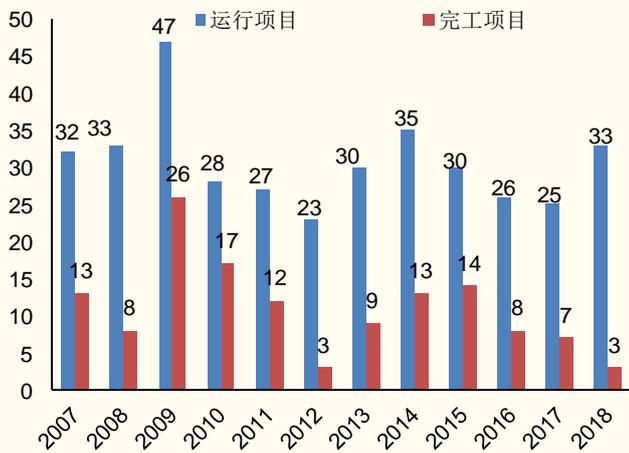
来源：wind，国金证券研究所

2、订单增长到价格上涨可期，业绩拐点有望出现

(1) 公司业务量实现快速增长，重点工程项目有序进行

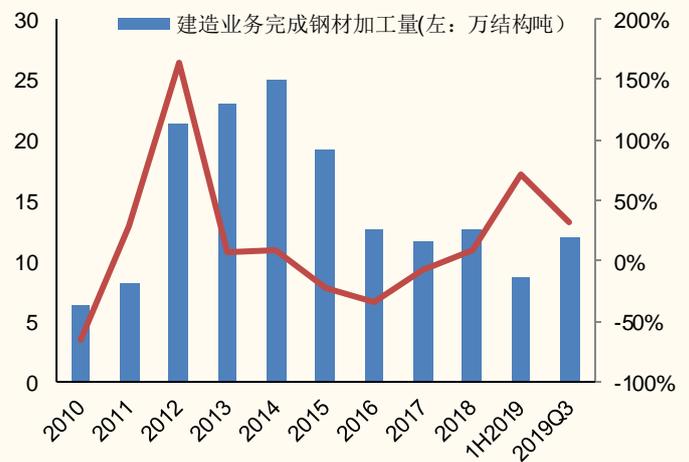
- **公司业绩拐点有望出现：**2019 年上半年，全球海洋油气工程行业整体仍处于缓慢的恢复阶段，据有关机构统计，进入决策阶段的项目数量和新开工项目数量均有所增长，行业投资总额小幅攀升。但决定行业景气程度的关键因素——价格水平，仍然处于偏低位置，这体现在项目平均投资规模和行业景气时相比仍然有相当大的差距，工程服务价格仍然处于低位。从行业周期和行业规律综合来看，由量增（订单增长、工作量增长）到价涨（价格水平上涨）的传导，均需要一定时间，但订单的好转是业绩复苏的必要条件。
- **业务量保持快速增长：**2019 年 3 季度公司完成了 1 座导管架和 2 座组块的陆上建造、1 座导管架和 4 座组块的海上安装、123 公里海底管线的铺设。建造业务完成钢材加工量 3.3 万结构吨。前三季度累计完成 11.9 万结构吨，较去年同期增长 32%。安装等海上作业投入船天 4,552 个。前三季度累计投入船天 11,052 个，较去年同期增长 30%。

图表 35：公司运行项目及完工项目数



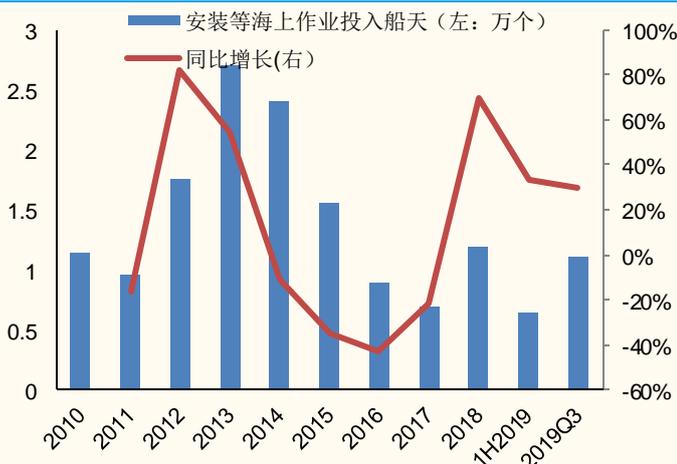
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：前 3 季度建造业务完成钢材加工量同比增 32%



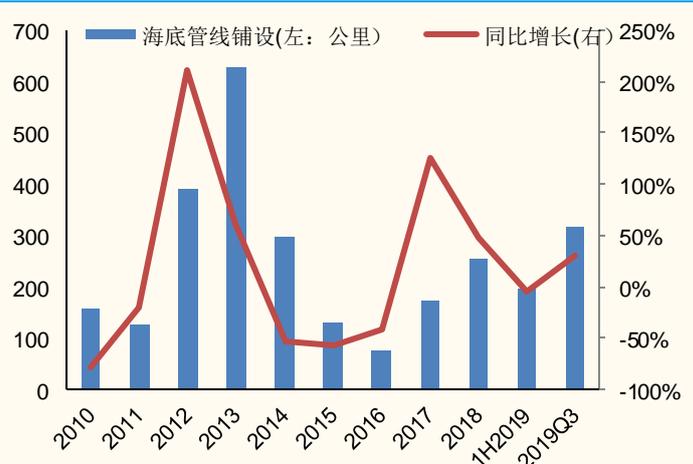
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：前 3 季度安装等海上作业投入船天同比增 32%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 38：前 3 季度海底管线的铺设长度同比增长 30%



来源：公司公告，国金证券研究所

- **重点工程项目有序进行：**2019 年上半年公司运营工程项目 32 个，其中海上油气田开发项目 25 个、陆上模块化建造项目 5 个。蓬莱、垦利、曹妃甸等一批新的油田开发项目陆续开工，流花 16-2 深水项目、旅大 21-2/旅大 16-3 油田开发项目、浙江宁波 LNG 接收站二期项目、福建漳州 LNG

接收站及储罐等大型项目稳步推进。各项目总体进度良好，施工重大里程碑节点较计划提前 576 天。

图表 39：截至 2019 年 3 季度末，公司重点工程项目实施进度

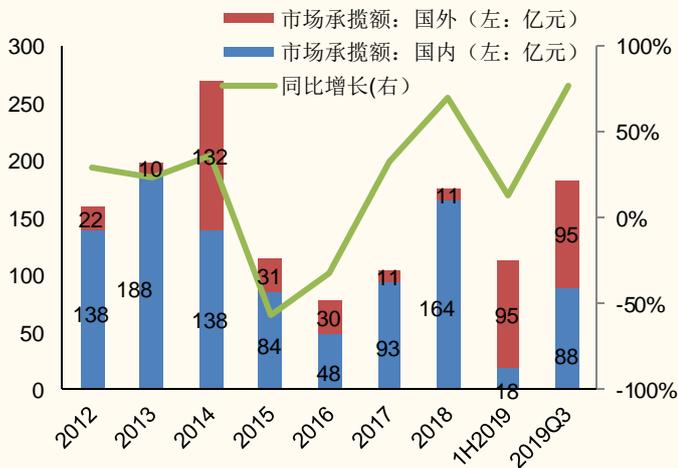
序号	项目名称	累计实施进度	序号	项目名称	累计实施进度
1	蓬莱 25-6 油田 3 井区项目	5%	12	旅大 21-2 旅大 16-3 油田区域开发项目	60%
2	曹妃甸 6-4 油田开发项目	13%	13	蓬莱 19-3 油田 4 区调整/蓬莱 19-9 油田二期开发项目	65%
3	锦州 25-1 油田 6-11 井区开发项目	17%	14	沙特 CRPO3648 海上运输安装项目 IK 合同	40%
4	垦利 3-2 油田扩建项目	19%		沙特 CRPO3648 海上运输安装项目 OOK 合同	79%
5	陵水 17-2 气田开发工程项目	23%	15	尼日利亚 Dangote 项目	55%
6	南堡 35-2 油田 S-1 井区开发项目	26%	16	尼克松油砂长湖西南项目	79%
7	福建漳州 LNG 接收站及储罐项目	34%	17	壳牌企鹅 FPSO 项目船体部分	87%
8	流花 29-1 项目	50%		壳牌企鹅 FPSO 项目上部模块陆地建造	15%
9	流花 16-2 油田群工程项目	63%	18	巴西 FPSO P70 船项目上部模块	91%
10	浙江宁波 LNG 接收站二期工程项目	55%	19	卡塔尔 NFA 项目	97%
11	秦皇岛 33-1 南油田 I 期开发项目	58%	20	曹妃甸 11-1 11-6 油田综合调整项目	98%

来源：公司公告，国金证券研究所

(2) 新增订单快速增长，2019 年前 3 季度达 183 亿元

- 2019 年前三季度累计实现市场承揽额 183 亿元，较去年前三季度的 104 亿元增长 76%。截至前三季度末，在手未完成订单总额 287 亿元，市场开发呈现出良好发展趋势。

图表 40：市场承揽额同比实现较大幅度增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 41：公司在手未完成订单快速增长



来源：wind，国金证券研究所

■ 国际市场开发成效显著：

(1) 青岛子公司与日挥福陆合资公司签订了陆地模块建造合同，合同金额约人民币 50 亿元，是本公司继成功交付亚马尔项目之后承接的又一大型陆地 LNG 模块项目。通过项目实施，将进一步提升公司在 LNG 模块化建造领域的能力和影响力，进一步巩固公司在模块化建造领域的市场地位。

(2) 公司与 McDermott 公司成立的联合体被沙特阿美授予 Marjan 油田增产开发项目油气分离站 4 合同包 1 的 EPCI 合同 (Marjan GOSP-4 Package1 合同)。公司工作范围包括合同项下部分平台的陆地建造、运输和海上安装，项目金额约 7 亿美元，约定的合同生效日为 2019 年 6 月 18 日。该项目的承揽和实施将奠定公司在中东区域实体化的基础，进一步推进公司在中东区域的总包能力建设；将提高公司资源利用效率，培养一

批熟悉沙特阿美标准的人才，加深与沙特阿美的合作；积累更多工程管理经验，尤其是中东区域的项目实施经验，进一步提升国际项目运营管理能力。

■ 国内市场开发取得新进展：

(1) 国内市场公司上半年签署了渤中、秦皇岛等一些中小型海上平台项目，承揽了射阳海上风电项目升压站建造及安装项目。未来 3-5 年国内沿海海上风力发电行业有望步入较快发展轨道，公司将发挥在撬装、压缩机建造和海上风电塔安装方面的优势，加强新能源工程市场开发。

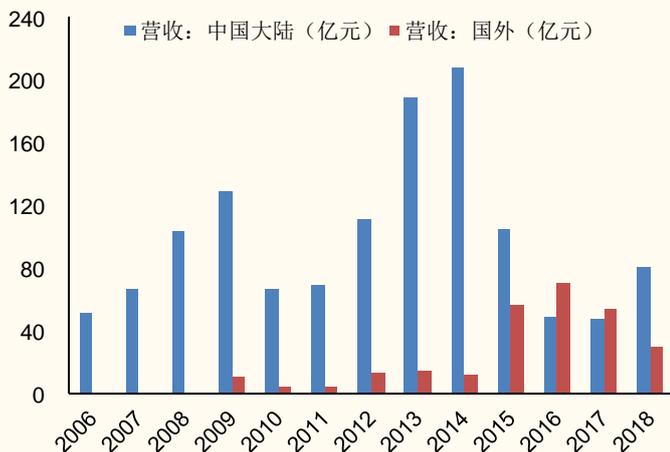
(2) 公司 7 月份中标唐山 LNG 项目，订单金额 44 亿元。另外南海东部海域的陆丰油田开发项目是公司下半年重点跟踪的大型海上平台项目，有望未来形成新的订单增量。

- 尽管公司近年来受石油行业景气度影响业务量有所下滑，但从 2019 年上半年及第三季度数据同比增速来看，前 3 季度公司海上作业投入船天数、建造业务完成钢材加工量、海底管线铺设量较去年同期都有增长。结合公司亏损的沙特 3648 项目风险已基本出清，我们判断公司业绩拐点有望到来。

3、国际化有望持续突破，有望成为未来高增长点

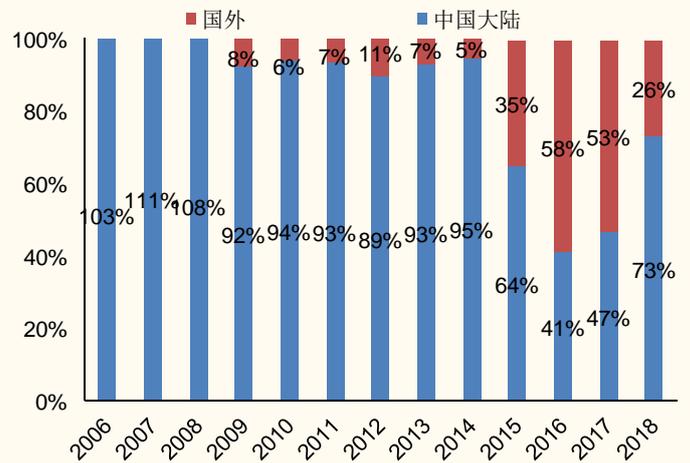
- 积极拓展海外市场，2016 年海外营收占比过半：2015 年之前公司业务收入 90%以上来自国内业务，2014 年公司第一大客户中国海洋石油有限公司贡献收入达 86.86%，极度依赖中海油资本支出。自 2014 年 6 月油价持续下跌以来，全球石油公司大力压缩投资、削减支出，同时国内传统产业去产能、去库存、去杠杆，公司业绩大幅下滑。为了应对严峻的行业形势，公司对内降本增效，对外大力开拓国际市场，海外收入不断攀升。
- 近年来，公司贯彻落实海洋强国战略和“一带一路”倡议，加快走向国际市场，承揽并实施了俄罗斯 Yamal LNG 模块化建造项目、澳洲 Ichthys LNG 模块化建造项目、巴西 FPSO 工程总包项目等一批有影响力的海外项目，国际化经营能力逐步提升。

图表 42：2015 年后公司海外营收快速增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 43：公司海外营收占比近年来快速增长



来源：wind，国金证券研究所

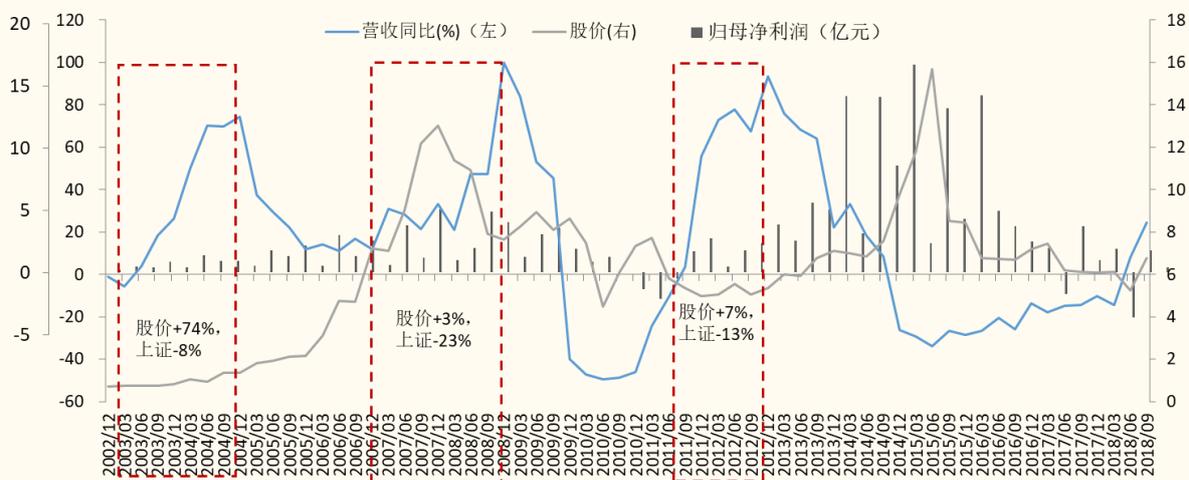
- 9 月份青岛场地入围沙特阿美石油公司海上长期合格平台建造场地名单，成为经沙特阿美批准的全球少数几个建造厂地其中一员，对公司拓展海外平台建造业务将发挥积极作用。

五、盈利预测及投资建议

1、业务拆分：新增订单高增长有望驱动新一轮行情

- **假设：油价中枢 60 美元/桶附近，行业景气可持续，国内有油气开采政策加持，复苏更确定。**
- **假设：公司业务多元化，全球竞争力逐渐提升，未来深水项目和海外项目带领公司订单及盈利能力向上。**
- **驱动股价向上的核心因素是新增订单：**从历史看，公司股价同收入增速的正相关性最高。在 A 股历史三轮熊市中，公司股价超额收益明显，其背后原因：油价是周期的最后一棒，当油价高位上涨时，宏观经济已经见顶回落，股市也已经提前由繁荣进入滞胀阶段，而此时，油服作为后周期行业，景气恰好刚刚开始，整体来看订单到收入确认滞后 1 年左右，收入到利润释放（合同涨价，毛利率提升）滞后 1 年左右，所以市场常领先利润布局油服行业。

图表 44：公司历年营收、净利润与股价走势



来源：wind，国金证券研究所

图表 45：产品销售收入（单位：百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
海洋工程总承包项目					
销售收入（百万元）	5,259.40	8,590.90	9,879.54	11,657.85	13,989.42
增长率（YOY）	-1.57%	63.34%	15.00%	18.00%	20.00%
毛利率			9.00%	15.00%	20.00%
占总销售额比重	51.30%	77.73%	76.99%	76.96%	77.00%
占主营业务利润比重			76.35%	76.61%	76.77%
海洋工程非总承包项目					
销售收入（百万元）	1,146.70	2,065.90	2,479.08	2,925.31	3,510.38
增长率（YOY）	30.86%	80.16%	20.00%	18.00%	20.00%
毛利率			8.50%	15.00%	20.00%
占总销售额比重	11.18%	18.69%	19.32%	19.31%	19.32%
占主营业务利润比重			18.09%	19.22%	19.26%
非海洋工程项目收入					
销售收入（百万元）	3,782.90	323.10	387.72	465.26	558.32
增长率（YOY）	-33.50%	-91.46%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率			10.00%	15.00%	20.00%
占总销售额比重	36.90%	2.92%	3.02%	3.07%	3.07%
占主营业务利润比重			3.33%	2.85%	3.06%

其他业务

销售收入 (百万元)	63.50	72.20	86.64	99.64	109.60
增长率 (YOY)	-24.13%	13.70%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率			30.00%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	0.62%	0.65%	0.68%	0.66%	0.60%
占主营业务利润比重			2.23%	1.31%	0.90%
销售总收入 (百万元)	10,252.50	11,052.10	12,832.98	15,148.07	18,167.72
销售总成本 (百万元)	10,221.78	10,984.83	11,668.33	12,865.56	14,523.21
毛利 (百万元)	2,168.01	1,024.40	1,164.64	2,282.50	3,644.50
平均毛利率	21.15%	9.27%	9.08%	15.07%	20.06%

来源: wind, 国金证券研究所

2、估值分析与投资建议

- **PB 估值分析:** 纵向来看, 海油工程目前的 PB 动态估值处于历史底部区间。截至 2019 年 12 月 1 日, 公司 PB 仅为 1.4。

图表 46: 公司近十年的 PB-Band



来源: wind, 国金证券研究所

图表 47: 海油工程: 与油服行业主要上市公司估值比较

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)					PE (倍)				
			2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E
海油工程*	600583.SH	6.98	0.11	0.02	-0.05	0.20	0.44	55	272	-153	35	16
中海油服*	601808.SH	16.68	0.01	0.01	0.57	0.87	1.06	1,524	576	28	18	15
杰瑞股份*	002353.SZ	31.71	0.07	0.64	1.32	1.86	2.43	185	23	24	17	13
海油发展	603185.SH	26.56	0.14	0.13	0.14	0.17	0.20	--	20	17	14	
行业平均估值							855	300	24	17	14	

来源: 公司公告, 国金证券研究所 (股价更新至 2019.12.1, 海油工程/中海油服/杰瑞为国金估值, 其余 wind 一致性预期, 行业平均估值不包含海油工程)

- 海油工程为国内海油工程服务与设备龙头, 受益于中海油为代表的油公司资本开支大幅提升。我们判断公司业绩有望迎来拐点, 未来 3 年内实现较快增长, 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 -0.04、0.20、0.44 元, 对应 PE 为 -196x、35x、16x。目前公司股价安全边际较高, 首次覆盖, 我们给予公司 2020 年 45 倍估值, 对应 400 亿市值。6-12 月目标价 9.00 元, 给予“买入”评级。

六、风险提示

- **国际油价低迷带来的行业风险：**国际油价的走势难以预测，若油价在较长时间维持低位，则整个国际油气勘探开发行业的低迷状况将持续较长时间，对行业的发展将产生持续不利影响，行业投资萎缩，市场竞争加剧，进而使公司的发展面临挑战。
- **中海油资本开支不及预期的风险：**中海油盈利能力和资本开支同时受到油价影响，如果油价下滑超预期，则影响中海油盈利能力，进而影响资本开支，油价不确定性因素较高。
- **工程项目实施风险：**公司海上油气田工程正在走向 300 米以上更深的水域，项目的实施难度和技术要求更高，因公司在深水工程领域的技术、管理和施工经验相对薄弱，存在施工上的风险。
- **国际市场运营带来的风险：**公司进入国际市场时间比较短，国际化人才相对不足，国际项目运营经验和风险防控能力不够，对国际项目运营规则、当地政策、技术标准的认识还不够透彻，地缘政治、不同国家或地区政策、海域环境、远程资源调配均可能给国际项目带来运营风险。
- **自然灾害、恶劣天气等自然因素带来的风险：**诸如台风频发等难以预测的自然灾害或恶劣天气可能给公司的生产经营，特别是海上安装业务带来较大不利影响和不可预知的风险。
- **汇率变动风险：**公司的记账本位币为人民币，随着公司海外业务规模的扩大，外币收入增加，汇率波动可能对公司损益产生一定影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	11,992	10,253	11,052	12,833	15,148	18,168	货币资金	6,706	4,632	1,944	2,935	3,362	4,457
增长率		-14.5%	7.8%	16.1%	18.0%	19.9%	应收账款	2,125	2,963	4,285	4,395	4,666	5,098
主营业务成本	-10,095	-8,085	-10,028	-11,668	-12,866	-14,523	存货	1,611	1,695	2,898	4,114	4,362	4,806
%销售收入	84.2%	78.9%	90.7%	90.9%	84.9%	79.9%	其他流动资产	3,845	2,846	4,780	5,090	5,106	5,130
毛利	1,896	2,168	1,024	1,165	2,283	3,645	流动资产	14,286	12,136	13,908	16,534	17,496	19,490
%销售收入	15.8%	21.1%	9.3%	9.1%	15.1%	20.1%	%总资产	47.9%	42.7%	46.1%	52.9%	54.3%	57.1%
营业税金及附加	-88	-127	-96	-81	-95	-114	长期投资	2,358	2,372	2,385	2,385	2,385	2,385
%销售收入	0.7%	1.2%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	11,748	12,321	11,946	11,061	11,069	11,010
销售费用	-13	-14	-16	-31	-36	-44	%总资产	39.4%	43.4%	39.6%	35.4%	34.4%	32.2%
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	913	893	1,257	1,258	1,258	1,259
管理费用	-950	-879	-293	-232	-274	-329	非流动资产	15,525	16,259	16,242	14,704	14,713	14,654
%销售收入	7.9%	8.6%	2.7%	1.8%	1.8%	1.8%	%总资产	52.1%	57.3%	53.9%	47.1%	45.7%	42.9%
研发费用	0	0	-669	-642	-757	-908	资产总计	29,811	28,396	30,149	31,238	32,209	34,144
%销售收入	0.0%	0.0%	6.1%	5.0%	5.0%	5.0%	短期借款	1,199	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	846	1,148	-50	179	1,119	2,249	应付款项	4,201	4,002	5,981	6,768	7,230	7,893
%销售收入	7.1%	11.2%	n.a	1.4%	7.4%	12.4%	其他流动负债	992	844	735	808	764	846
财务费用	210	-354	71	35	50	66	流动负债	6,392	4,846	6,717	7,576	7,995	8,739
%销售收入	-1.7%	3.4%	-0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	长期贷款	0	90	220	220	220	220
资产减值损失	-127	-435	-52	-407	-175	-113	其他长期负债	251	331	308	128	151	182
公允价值变动收益	-6	212	0	0	0	0	负债	6,643	5,268	7,245	7,924	8,366	9,141
投资收益	-823	-122	-47	-20	-10	-10	普通股股东权益	23,155	23,117	22,893	23,302	23,831	24,991
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	4,421	4,421	4,421	4,521	4,521	4,521
营业利润	100	546	104	-213	984	2,192	未分配利润	12,422	12,385	12,086	11,991	12,520	13,680
营业利润率	0.8%	5.3%	0.9%	n.a	6.5%	12.1%	少数股东权益	13	11	11	11	11	11
营业外收支	1,517	81	25	30	30	30	负债股东权益合计	29,811	28,396	30,149	31,238	32,209	34,144
税前利润	1,617	627	129	-183	1,014	2,222	比率分析						
利润率	13.5%	6.1%	1.2%	n.a	6.7%	12.2%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-304	-137	-49	24	-132	-289	每股指标						
所得税率	18.8%	21.9%	38.0%	n.a	13.0%	13.0%	每股收益	0.30	0.11	0.02	-0.04	0.20	0.44
净利润	1,313	490	80	-159	882	1,933	每股净资产	5.24	5.23	5.18	5.15	5.27	5.53
少数股东损益	-2	-1	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.74	0.12	0.09	0.15	0.41	0.65
归属于母公司的净利润	1,315	491	80	-159	882	1,933	每股股利	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.08	0.17
净利率	11.0%	4.8%	0.7%	n.a	5.8%	10.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.7%	2.1%	0.3%	-0.7%	3.7%	7.7%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	4.4%	1.7%	0.3%	-0.5%	2.7%	5.7%
净利润	1,313	490	80	-159	882	1,933	投入资本收益率	2.8%	3.9%	-0.1%	0.7%	4.0%	7.8%
少数股东损益	-2	-1	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,185	1,410	1,073	1,352	1,226	1,232	主营业务收入增长率	-26.0%	-14.5%	7.8%	16.1%	18.0%	19.9%
非经营收益	-23	150	37	640	-5	-5	EBIT增长率	-76.0%	35.7%	-104.4%	-458.4%	525.0%	101.0%
营运资金变动	813	-1,519	-813	-1,161	-268	-237	净利润增长率	-61.4%	-62.7%	-83.8%	N/A	N/A	119.1%
经营活动现金净流	3,288	531	376	672	1,835	2,924	总资产增长率	-5.2%	-4.7%	6.2%	3.6%	3.1%	6.0%
资本开支	1,004	-1,653	-911	-30	-1,030	-1,030	资产管理能力						
投资	-1,487	1,026	-2,103	0	0	0	应收账款周转天数	102.1	85.7	115.7	130.0	120.0	110.0
其他	-55	-14	53	-20	-10	-10	存货周转天数	59.7	74.6	83.6	130.0	125.0	122.0
投资活动现金净流	-538	-641	-2,962	-50	-1,040	-1,040	应付账款周转天数	158.7	177.1	140.5	160.0	150.0	140.0
股权募资	0	0	0	987	0	0	固定资产周转天数	349.6	432.2	315.9	295.2	245.5	199.5
债权募资	0	-1,110	130	-183	0	0	偿债能力						
其他	-931	-780	-230	-434	-368	-789	净负债/股东权益	-23.8%	-19.6%	-7.5%	-11.6%	-13.2%	-16.9%
筹资活动现金净流	-931	-1,890	-100	369	-368	-789	EBIT利息保障倍数	-4.0	3.2	0.7	-5.1	-22.4	-34.2
现金净流量	1,819	-2,000	-2,685	991	427	1,095	资产负债率	22.3%	18.6%	24.0%	25.4%	26.0%	26.8%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	8	11	17
增持	2	5	11	11	16
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.71	1.58	1.50	1.57

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH