

# 海油工程 (600583)

证券研究报告

2020年03月24日

## 订单持续增长，业绩有望崛起

### 业绩符合预期，毛利率显著提升

公司2019年实现营业收入147亿元，同比+33%；归母净利润2793万元，同比-65%。19Q4单季度实现营业收入66亿元，同比+51%；归母净利润7亿元，同比+202%。毛利率方面，公司2019年全年毛利率达到12%，同比+3pct，Q4单季度毛利率达到25%，同比+8pct。

### 工作量与新签订单持续增长

工作量方面，公司19年完成了12座导管架和5座组块的陆上建造，实施了10座导管架、7座组块的海上安装，完成了373公里的海底管线铺设。建造业务完成钢材加工量15.55万结构吨，同比增长23%。安装等海上作业投入1.56万船天，同比增长31%。

订单方面，公司19年新签合同金额199亿元人民币，同比增长13%。其中，国内合同金额102亿元，海外合同金额97亿元。在手未完成订单总额约248亿元，比18年高出63亿。

19年承揽重点项目包括50亿元的海外LNG模块项目、7亿美元的沙特阿美Marjan油田项目、44亿元的唐山LNG项目接收站一期工程以及国内一批传统海上油气项目。

### 2020年海油资本开支持续增长，公司订单和收入持续提升

2020年中海油资本开支预计850-950亿，同比增长6%-18%，中海油资本开支的增长有望带动公司订单进一步增长。

展望2020年，公司工作量较2019年将进一步增长，公司预计2020年钢材加工量约28万结构吨，同比上升79%；营运船天约2万天，同比上升28%。在此基础上，公司预计2020年收入将较2019年增长40%以上。

2020年公司将全力推动流花16-2、流花29-1、旅大16-3/21-2、渤中19-6、秦皇岛33-1等10个海上项目建成投产；与此同时做好资源保障，确保北美LNG模块化建造项目、沙特Marjan项目重大里程碑节点按期实现。

### 油价暴跌影响较小

近期油价暴跌对公司影响不大，因为公司收入74%来自国内项目，且这部分业务跟国内“七年行动计划”高度相关；海外项目则是以LNG模块项目为主，受油价影响很小。

维持20/21年净利润9.5/21.1亿的预测，新增22年预测25.3亿，EPS为0.22/0.48/0.57元/股，对应PE为22/10/8倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**中海油实际资本开支不达预期，外部订单拓展不达预期，海外项目作业不确定性

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,052.12	14,710.39	17,241.32	20,689.58	24,827.50
增长率(%)	7.80	33.10	17.21	20.00	20.00
EBITDA(百万元)	1,535.59	2,835.23	1,576.06	2,932.05	3,506.70
净利润(百万元)	79.78	27.93	954.81	2,105.27	2,533.47
增长率(%)	(83.75)	(64.99)	3,318.99	120.49	20.34
EPS(元/股)	0.02	0.01	0.22	0.48	0.57
市盈率(P/E)	261.03	745.69	21.81	9.89	8.22
市净率(P/B)	0.91	0.92	0.96	0.92	0.87
市销率(P/S)	1.88	1.42	1.21	1.01	0.84
EV/EBITDA	12.41	10.71	10.45	6.18	4.05

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	采掘/采掘服务
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	4.71元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	4,421.35
流通A股股本(百万股)	4,421.35
A股总市值(百万元)	20,824.58
流通A股市值(百万元)	20,824.58
每股净资产(元)	5.13
资产负债率(%)	28.83
一年内最高/最低(元)	8.20/4.68

### 作者

**张樨樨** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

**贾广博** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519010002  
jiaguangbo@tfzq.com

**刘子栋** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519090001  
liuzidong@tfzq.com

**郑小兵** 联系人  
zhengxiaobing@tfzq.com

### 股价走势

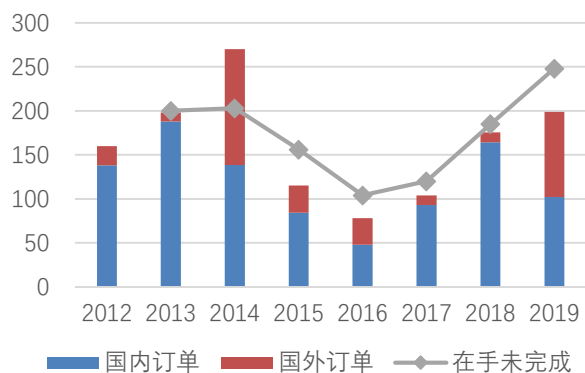


资料来源：贝格数据

### 相关报告

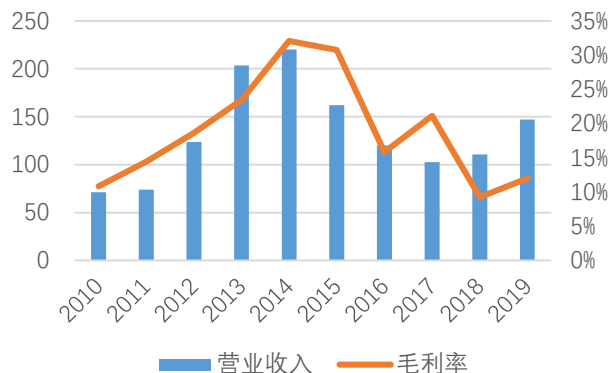
- 《海油工程-季报点评:19Q3点评:扭亏拐点之后，业绩如何展望？》2019-10-28
- 《海油工程-首次覆盖报告:行业复苏拉动业绩，国际竞争力塑造成长性》2019-09-14
- 《海油工程-首次覆盖报告:海上油气回暖，业绩反弹可期》2017-03-02

图 1: 海油工程新订单和在手订单 (亿元)



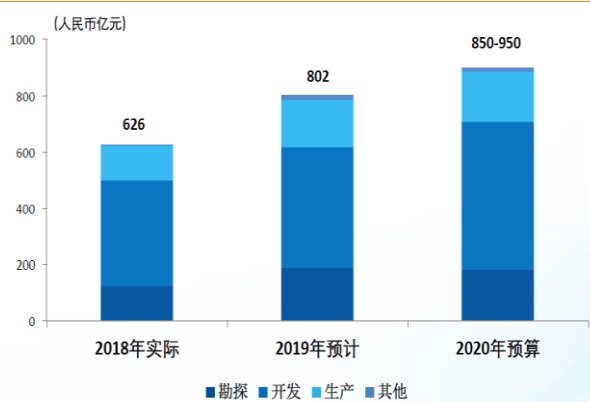
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 海油工程收入 (亿元) 和毛利率



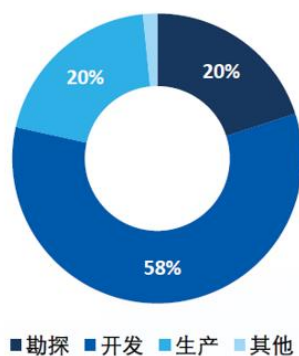
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 中海油资本开支 (亿元)



资料来源: 2020 中海油战略展望, 天风证券研究所

图 4: 中海油资本开支结构



资料来源: 2020 中海油战略展望, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,943.90	1,732.20	3,846.88	2,206.58	6,151.70
应收票据及应收账款	4,186.33	4,837.53	5,029.91	6,370.65	7,310.02
预付账款	119.26	338.40	185.66	370.17	323.41
存货	2,898.12	5,129.38	2,140.63	6,550.89	3,417.48
其他	4,760.01	4,466.76	4,228.49	4,377.78	4,563.45
<b>流动资产合计</b>	<b>13,907.62</b>	<b>16,504.27</b>	<b>15,431.58</b>	<b>19,876.08</b>	<b>21,766.06</b>
长期股权投资	2,226.84	2,006.25	2,006.25	2,006.25	2,006.25
固定资产	9,565.14	10,761.57	10,561.05	10,265.21	9,899.19
在建工程	2,381.04	670.87	438.52	311.11	216.67
无形资产	1,156.96	1,134.63	1,097.11	1,059.59	1,022.06
其他	911.60	778.95	751.15	739.12	733.74
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,241.58</b>	<b>15,352.27</b>	<b>14,854.08</b>	<b>14,381.28</b>	<b>13,877.91</b>
<b>资产总计</b>	<b>30,149.20</b>	<b>31,856.54</b>	<b>30,285.66</b>	<b>34,257.36</b>	<b>35,643.97</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,940.77	6,862.94	5,723.10	7,875.82	8,785.06
其他	2,775.87	1,627.20	2,254.69	3,008.90	2,191.70
<b>流动负债合计</b>	<b>6,716.64</b>	<b>8,490.14</b>	<b>7,977.80</b>	<b>10,884.73</b>	<b>10,976.76</b>
长期借款	220.00	220.00	220.00	220.00	220.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	308.13	473.56	370.93	384.21	409.57
<b>非流动负债合计</b>	<b>528.13</b>	<b>693.56</b>	<b>590.93</b>	<b>604.21</b>	<b>629.57</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,244.76</b>	<b>9,183.71</b>	<b>8,568.73</b>	<b>11,488.93</b>	<b>11,606.32</b>
少数股东权益	11.50	12.20	11.11	9.97	12.45
股本	4,421.35	4,421.35	4,421.35	4,421.35	4,421.35
资本公积	4,247.94	4,247.94	4,247.94	4,247.94	4,247.94
留存收益	17,941.78	17,748.63	16,793.82	17,846.46	19,113.19
其他	(3,718.13)	(3,757.29)	(3,757.29)	(3,757.29)	(3,757.29)
<b>股东权益合计</b>	<b>22,904.44</b>	<b>22,672.84</b>	<b>21,716.94</b>	<b>22,768.43</b>	<b>24,037.65</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>30,149.20</b>	<b>31,856.54</b>	<b>30,285.66</b>	<b>34,257.36</b>	<b>35,643.97</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	79.84	28.65	954.81	2,105.27	2,533.47
折旧摊销	1,021.09	1,023.41	530.40	540.77	547.99
财务费用	(36.91)	(8.58)	(76.30)	(84.14)	(24.83)
投资损失	46.71	66.29	166.16	181.04	137.83
营运资金变动	(2,896.01)	(1,549.27)	2,600.18	(3,152.56)	2,177.91
其它	2,161.74	364.70	(48.32)	6.70	2.54
<b>经营活动现金流</b>	<b>376.46</b>	<b>(74.81)</b>	<b>4,126.93</b>	<b>(402.92)</b>	<b>5,374.91</b>
资本支出	1,109.08	89.29	162.63	66.72	24.64
长期投资	93.78	(220.59)	0.00	0.00	0.00
其他	(4,164.57)	212.92	(341.61)	(335.62)	(212.47)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,961.70)</b>	<b>81.62</b>	<b>(178.98)</b>	<b>(268.90)</b>	<b>(187.83)</b>
债权融资	220.00	220.00	220.00	220.00	220.00
股权融资	(11.46)	(26.37)	76.30	84.14	24.83
其他	(300.46)	(415.67)	(2,129.57)	(1,272.62)	(1,486.79)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(91.93)</b>	<b>(222.05)</b>	<b>(1,833.27)</b>	<b>(968.48)</b>	<b>(1,241.97)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(2,677.17)</b>	<b>(215.23)</b>	<b>2,114.68</b>	<b>(1,640.30)</b>	<b>3,945.12</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>11,052.12</b>	<b>14,710.39</b>	<b>17,241.32</b>	<b>20,689.58</b>	<b>24,827.50</b>
营业成本	10,027.72	12,921.91	14,655.12	16,551.66	19,862.00
营业税金及附加	95.92	73.86	95.92	95.92	95.92
营业费用	15.63	35.84	24.39	29.26	35.11
管理费用	293.32	239.13	344.83	413.79	496.55
研发费用	669.50	874.35	862.07	1,034.48	1,241.37
财务费用	(71.38)	(12.79)	(76.30)	(84.14)	(24.83)
资产减值损失	51.95	(450.49)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	(47.18)	7.86	0.00
投资净收益	(46.71)	(66.29)	(166.16)	(181.04)	(137.83)
其他	(88.05)	915.81	426.68	346.36	275.66
<b>营业利润</b>	<b>104.23</b>	<b>179.05</b>	<b>1,121.96</b>	<b>2,475.43</b>	<b>2,983.54</b>
营业外收入	35.03	34.64	0.00	0.00	0.00
营业外支出	10.48	4.95	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>128.78</b>	<b>208.74</b>	<b>1,121.96</b>	<b>2,475.43</b>	<b>2,983.54</b>
所得税	48.94	180.10	168.29	371.31	447.53
<b>净利润</b>	<b>79.84</b>	<b>28.65</b>	<b>953.67</b>	<b>2,104.11</b>	<b>2,536.01</b>
少数股东损益	0.06	0.72	(1.14)	(1.16)	2.54
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>79.78</b>	<b>27.93</b>	<b>954.81</b>	<b>2,105.27</b>	<b>2,533.47</b>
每股收益(元)	0.02	0.01	0.22	0.48	0.57

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	7.80%	33.10%	17.21%	20.00%	20.00%
营业利润	-80.91%	71.78%	526.63%	120.63%	20.53%
归属于母公司净利润	-83.75%	-64.99%	3318.99%	120.49%	20.34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.27%	12.16%	15.00%	20.00%	20.00%
净利率	0.72%	0.19%	5.54%	10.18%	10.20%
ROE	0.35%	0.12%	4.40%	9.25%	10.55%
ROIC	0.12%	0.11%	4.36%	11.71%	12.54%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.03%	28.83%	28.29%	33.54%	32.56%
净负债率	-7.53%	-6.67%	-16.70%	-8.73%	-24.68%
流动比率	2.07	1.94	1.93	1.83	1.98
速动比率	1.64	1.34	1.67	1.22	1.67
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.15	3.26	3.49	3.63	3.63
存货周转率	4.81	3.67	4.74	4.76	4.98
总资产周转率	0.38	0.47	0.55	0.64	0.71
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.02	0.01	0.22	0.48	0.57
每股经营现金流	0.09	-0.02	0.93	-0.09	1.22
每股净资产	5.18	5.13	4.91	5.15	5.43
<b>估值比率</b>					
市盈率	261.03	745.69	21.81	9.89	8.22
市净率	0.91	0.92	0.96	0.92	0.87
EV/EBITDA	12.41	10.71	10.45	6.18	4.05
EV/EBIT	36.58	16.65	15.75	7.58	4.79

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com