

## 多重核心优势助力公司跨越行业低点

### 投资要点

- 事件:**公司发布半年报,2017年上半年实现营业收入 4.3 亿元,同比下降 62.3%;实现归母净利润 9426 万元,同比下降 6.3%。归母净利润变动幅度小于营业收入变动幅度的主要原因是今年 5 月份 YAMAL 项目业主确认了部分项目变更,其中确认的奖金金额大约 1150 万美元,从而增厚了本期净利润。
- 多重核心优势助力公司未来持续发展。**公司是国内领先的专业模块化 EPC 服务公司,专注于海洋油气开发、矿业开采、天然气液化等行业的高端客户,拥有近 20 年的各种项目管理经验,已经形成了独特的核心竞争力: 1) 拥有 Wheatstone 和 Yamal 等大型项目的工程业绩,受到业主和行业的一致认可; 2) 国际化定位清晰,90%的业务布局海外,既能分散行业波动风险,又能分享广阔的全球市场; 3) 拥有一流的项目管理和技术研发团队,不断强化技术能力; 4) 拥有国内领先的模块化建造能力,公司在天津临港工业区拥有 40 万平米生产场地和 400 米深水码头,为公司承接大型项目奠定了基础。
- 行业正处于底部逐渐回暖阶段,公司业绩有望触底反弹。**自 2014 年油价大跌以来,全球油气上游资本开支连续两年下跌超过 20%,行业整体性低迷影响了公司的订单;另外,公司前期承担的 Yamal 等大型项目已经逐步交付完成,因此今年上半年业绩出现较大波动。随着油价逐渐从底部回暖,油气上游投资的信心正在逐步恢复,公司业绩凭借独特的核心竞争力有望触底反弹。
- 顺应行业发展趋势,积极布局海外 LNG 工程领域。**根据 BP 最新的世界能源展望,天然气将是全球增速最快的化石能源(年均 1.6%)。目前北美页岩油气产量持续增加,其天然气价格仅为中国以及欧洲的三分之一,致使以天然气为原料的石油化工、天然气液化项目的国际投资大幅增加。公司顺应形势积极布局,于今年上半年成立美国子公司,把握以页岩气为代表的美国市场的项目机遇,并持续跟进中东市场的项目,开发新的客户,为公司拓展业务赢得机会。
- 盈利预测与投资建议。**目前公司正在度过行业低点,预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.86 元、1.09 元、1.55 元,对应 PE 分别为 32 倍、25 倍和 18 倍。首次覆盖,给予“增持”评级。
- 风险提示:**市场竞争恶化的风险;油价大跌的风险;地缘政治不稳定的风险;汇率大幅波动的风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩  
电话: 010-57631196  
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇  
电话: 0755-23605349  
邮箱: lihaiy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.34
流通 A 股(亿股)	0.59
52 周内股价区间(元)	26.52-64.26
总市值(亿元)	64.76
总资产(亿元)	29.52
每股净资产(元)	10.31

### 相关研究

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2684.43	1342.88	1949.74	2670.55
增长率	17.04%	-49.98%	45.19%	36.97%
归属母公司净利润(百万元)	233.02	200.96	254.39	361.99
增长率	6.30%	-13.76%	26.59%	42.29%
每股收益 EPS(元)	1.00	0.86	1.09	1.55
净资产收益率 ROE	9.75%	7.90%	9.22%	11.80%
PE	28	32	25	18
PB	2.71	2.55	2.35	2.11

数据来源: Wind, 西南证券

### 关键假设：

假设 1：受行业低迷的影响，2017 年是公司业绩的低点。随着油价逐步回暖，上游资本支出有望恢复，公司业绩有望在 2018 年触底反弹。天然气液化市场是公司未来重点开发领域，并在美国成立子公司，未来订单有望快速增长。2017~2019 年毛利率有望从 24%逐步恢复至 26%；

假设 2：我们预计海洋油气市场恢复的速度略慢，将在 2019 年前后出现明显好转，预计 2017~2019 年毛利率稳定在 11%左右；

假设 3：假设矿业开采模块业务保持稳定；

假设 4：公司资产负债率持续改善，财务费用降低。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
天然气液化模块	收入	2,288.58	1,175.00	1,735.00	2,355.00
	增速	24.17%	-48.66%	47.66%	35.73%
	毛利率	26.87%	24.00%	25.00%	26.00%
海洋油气开发模块	收入	385.12	154.05	200.26	300.39
	增速	-11.83%	-60.00%	30.00%	50.00%
	毛利率	11.31%	11.00%	11.00%	11.00%
矿业开采模块	收入	-1.50	1.00	1.00	1.00
	增速	-117.24%	-166.67%	0.00%	0.00%
	毛利率	180.67%	50.00%	50.00%	50.00%
其他	收入	12.22	12.83	13.47	14.15
	增速	151.44%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	67.43%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	收入	2,684.42	1,342.88	1,949.73	2,670.54
	增速	17.04%	-49.98%	45.19%	36.97%
	毛利率	24.74%	22.97%	23.89%	24.55%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2684.43	1342.88	1949.74	2670.55	净利润	233.02	200.96	254.39	361.99
营业成本	2020.36	1034.45	1484.03	2014.80	折旧与摊销	95.05	86.85	87.28	87.98
营业税金及附加	36.53	18.28	26.53	36.34	财务费用	180.65	-32.00	14.15	20.45
销售费用	14.52	6.55	9.85	13.34	资产减值损失	3.37	5.00	5.00	5.00
管理费用	167.54	86.80	124.58	171.30	经营营运资本变动	161.98	-326.19	-57.82	-107.66
财务费用	180.65	-32.00	14.15	20.45	其他	102.20	-23.98	-3.79	-4.50
资产减值损失	3.37	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	776.26	-89.35	299.21	363.26
投资收益	0.84	0.00	0.00	0.00	资本支出	-263.60	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-34.38	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-297.98	-10.00	-10.00	-10.00
<b>营业利润</b>	<b>262.30</b>	<b>223.80</b>	<b>285.59</b>	<b>409.31</b>	短期借款	-245.88	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.19	6.77	6.68	6.58	长期借款	-40.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>268.49</b>	<b>230.57</b>	<b>292.27</b>	<b>415.90</b>	股权融资	1146.27	0.00	0.00	0.00
所得税	35.46	29.61	37.88	53.91	支付股利	0.00	-46.60	-40.19	-50.88
<b>净利润</b>	<b>233.02</b>	<b>200.96</b>	<b>254.39</b>	<b>361.99</b>	其他	-78.28	31.94	-14.15	-20.45
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	782.11	-14.66	-54.34	-71.33
归属母公司股东净利润	233.02	200.96	254.39	361.99	<b>现金流量净额</b>	<b>1251.21</b>	<b>-114.02</b>	<b>234.87</b>	<b>281.93</b>
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	<b>财务分析指标</b>	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1525.18	1411.16	1646.03	1927.96	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	376.37	213.18	304.20	414.12	销售收入增长率	17.04%	-49.98%	45.19%	36.97%
存货	106.04	62.66	91.99	127.44	营业利润增长率	7.54%	-14.68%	27.61%	43.32%
其他流动资产	233.70	116.91	169.74	232.49	净利润增长率	6.30%	-13.76%	26.59%	42.29%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	37.87%	-48.21%	38.89%	33.78%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	905.59	838.71	771.41	703.40	毛利率	24.74%	22.97%	23.89%	24.55%
无形资产和开发支出	260.55	250.57	240.60	230.63	三费率	13.51%	4.57%	7.62%	7.68%
其他非流动资产	8.07	8.07	8.07	8.07	净利润率	8.68%	14.96%	13.05%	13.55%
<b>资产总计</b>	<b>3415.49</b>	<b>2901.26</b>	<b>3232.04</b>	<b>3644.11</b>	ROE	9.75%	7.90%	9.22%	11.80%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.82%	6.93%	7.87%	9.93%
应付和预收款项	866.85	206.92	319.58	415.91	ROIC	31.55%	14.03%	20.40%	27.72%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.04%	20.75%	19.85%	19.39%
其他负债	159.42	150.83	154.75	159.37	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1026.27</b>	<b>357.75</b>	<b>474.32</b>	<b>575.29</b>	总资产周转率	0.92	0.43	0.64	0.78
股本	234.15	234.15	234.15	234.15	固定资产周转率	2.96	1.55	2.44	3.65
资本公积	1493.19	1493.19	1493.19	1493.19	应收账款周转率	9.14	6.75	10.45	10.43
留存收益	661.82	816.18	1030.38	1341.49	存货周转率	6.72	10.22	17.78	17.38
归属母公司股东权益	2389.21	2543.51	2757.71	3068.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.25%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2389.21</b>	<b>2543.51</b>	<b>2757.71</b>	<b>3068.82</b>	资产负债率	30.05%	12.33%	14.68%	15.79%
负债和股东权益合计	3415.49	2901.26	3232.04	3644.11	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动比率	2.53	8.35	6.65	6.23
EBITDA	538.00	278.65	387.02	517.74	速动比率	2.41	8.06	6.38	5.94
PE	27.79	32.23	25.46	17.89	股利支付率	0.00%	23.19%	15.80%	14.06%
PB	2.71	2.55	2.35	2.11	<b>每股指标</b>				
PS	2.41	4.82	3.32	2.43	每股收益	1.00	0.86	1.09	1.55
EV/EBITDA	9.19	18.15	12.46	8.77	每股净资产	10.20	10.86	11.78	13.11
股息率	0.00%	0.72%	0.62%	0.79%	每股经营现金	3.32	-0.38	1.28	1.55
					每股股利	0.00	0.20	0.17	0.22

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn