

海油工程 (600583)

公司研究/深度报告

海工行业底部复苏，公司业绩迎来拐点

深度研究报告/石油石化

2018 年 07 月 23 日

报告摘要：

● 海洋石油工程EPCI总承包商，国内地位领先

公司隶属于中国海洋石油集团，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。公司形成了海洋工程设计、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、高端橇装产品制造、海洋工程质量检测、海洋工程项目总包管理八大能力，拥有 300 米以内水深传统海域较强的油气田工程建设综合能力，是亚太地区最大的海洋石油工程 EPCI 总承包商之一。

● 油价上涨石油公司资本开支大幅提高，推动工程项目订单放量增长

受减产协议超高的执行率利好以及地缘政治事件的驱动，布伦特油价已经从 2016 年初最低时的 27 美元/桶上升至今年高点 80 美元/桶。随着油价的上涨，石油公司的资本开支也大幅提高。根据中海油最新的资本开支计划显示，2018 年资本开支将达到 700-800 亿元人民币，较 2017 年提高 40%-60%。而根据以往的年报数据显示，中海油资本开支的 15%-18%将转换为公司的营业收入，公司将显著受益于中海油投资增加带来工程项目订单的增长。

● 拥有八大建造场地，产能跻身世界前列

公司在渤海、黄海、南海海域拥有八大建造场地，总计约 600 万平方米。在天津塘沽、山东青岛拥有超过 140 万平方米的大型海洋工程制造基地，其中青岛场地拥有 120 万平方米面积，是公司走向深水和国际市场的重要基础之一，“海洋石油 222”和“海洋石油 223”等深水作业船舶均于青岛场地建成。公司在广东惠州、湛江、珠海、深圳的建造场地为扩大南海市场和海外市场打下坚实的基础。公司 18 年计划建设的天津港基地标志着公司有望实现拥有智能制造、特种装备制造及特色技术服务（“两特一智”）基地的转型升级，场地建成后预期公司将提升生产经营效率，扩大渤海海域油气资源开发潜能。

● 发展海洋石油意义重大，公司受益于行业远期发展规划

我国海洋资源丰富，油气储量排名世界前列，发展海洋石油不仅能够解决我国油气资源对外依存度高的问题，同时还能够维护我国海洋权益，具有双重战略意义。中海油是中国海上主要油气生产商，近十年原油储量和产量都呈现增长趋势，中海油从上市初的日产量 26 万桶油当量、储量 17.9 亿桶增加至 17 年日产量 129 万桶油当量、储量 48.4 亿桶。据中海油预计，2018 年陆上建造和海上安装工作量将继续增长，共有超过 20 个新项目在建，我们预期随着中海油增储上产的经营策略不断推进，将带动海油工程业务需求进一步提升。

● 盈利预测与投资建议

预计公司2018~2020年EPS分别为0.16元、0.37元、0.47元，对应PE分别为37倍、16倍、13倍。随着国际油价上涨海洋工程行业底部复苏，公司业绩迎来拐点。当前行业平均估值约80倍，给予公司“推荐”评级。

● 风险提示

国际油价大幅下跌；中海油资本开支不及预期。

推荐

维持评级

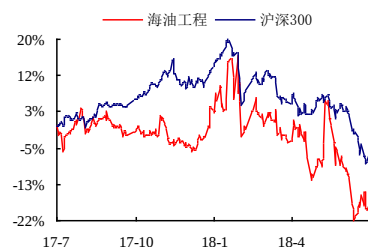
当前价格： 5.04 元

交易数据

2018-7-20

近 12 个月最高/最低	7.35/4.89
总股本（百万股）	4,421
流通股本（百万股）	4,421
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	229
流通市值（亿元）	229

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001
 电话： 0755-22662010
 邮箱： yangkan@mszq.com

分析师：李晓辉

执业证号： S0100518040001
 电话： 010-85127543
 邮箱： lixiaohui@mszq.com

相关研究

- 1.《海油工程（600583）点评报告：行业低谷已过，公司业绩进入反弹上升期》
20180606

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	10,253	11,795	15,485	18,371
增长率 (%)	-14.50%	15.05%	31.28%	18.64%
归属母公司股东净利润 (百万元)	491	714	1,654	2,079
增长率 (%)	-62.67%	45.41%	131.69%	25.67%
每股收益 (元)	0.11	0.16	0.37	0.47
PE (现价)	54	37	16	13
PB	/	1.1	1.1	1.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、海洋石油工程 EPCI 总承包商，国内地位领先	4
(一) 公司拥有海上油气田工程建设八大能力	5
(二) 拓展深海和海外业务，开拓 LNG 市场	6
二、油价上涨石油公司资本开支大幅提高，推动工程项目订单放量增长	7
(一) 国际原油供需趋紧，中高油价时代重新开启	7
(二) 油价上涨，石油公司资本开支显著提高	12
(三) 中海油资本支出大幅增长，催生业绩拐点出现	13
(四) 新签订单大幅增长，在手执行订单充足	14
三、拥有七大建造场地，产能跻身世界前列	15
(一) 公司目前拥有七大建造场地	15
(二) 自有资金建设天津基地，“两特一智”转型升级	16
四、发展海洋石油意义重大，公司受益于行业远期发展规划	17
(一) 海上油气产量攀高，成为国际大石油公司勘探开发的重点	17
(二) 中海油产量和储量逐年递增，为海油工程业务拓展提供基础	18
(三) 深海油气勘探开发装备和技术日臻成熟	19
五、盈利预测及投资建议	20
六、风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

一、海洋石油工程 EPCI 总承包商，国内地位领先

海油工程是中国海洋石油总公司在上交所上市的控股公司，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石油工程 EPCI（设计、采办、建造、安装）总承包商之一。公司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，业务范围广布国内外。公司在天津塘沽、山东青岛拥有超过 140 万平方米的大型海洋工程制造基地，在广东珠海与美国公司合资拥有 207 万平方米的海洋工程制造基地。近 5 年承揽并实施了俄罗斯 Yamal、澳洲 Ichthys、泰国 Zawtika、巴西 FPSO 等一批有影响力的海外项目。

海洋石油工程行业属资金密集型和技术密集型行业，面临的来自其他行业的企业进入本行业参与竞争的威胁和来自其他行业产品的替代威胁相对较小。海油工程是目前国内从事有关海洋石油工程设计、建造和安装的综合业务的最大公司。

海洋石油工程股份有限公司于 2000 年 4 月经国家经济贸易委员会国经贸企改[2000]308 号文件批准，由中海石油平台制造公司、中海石油海上工程公司、中海石油工程设计公司、中国海洋石油南海西部公司和中国海洋石油渤海公司共同发起设立的股份有限公司，五家股东均为中国海洋石油总公司的全资子公司。2002 年 2 月 5 日首次公开发行。中海油为公司控股股东，以直接、间接方式合计持有公司有表决权股份 58.33%。

图 1：海油工程股权结构



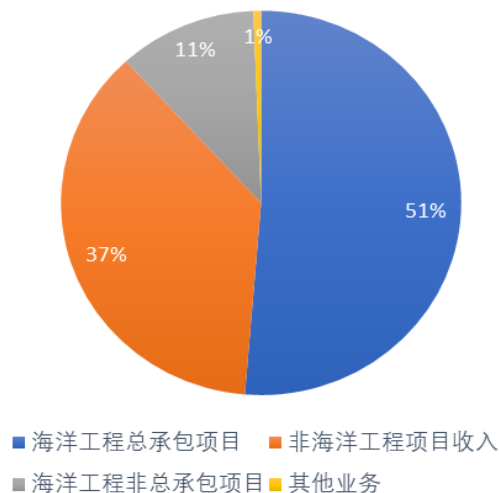
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2017 年公司海洋工程总承包项目收入 52.6 亿元，占比 51%，非海洋工程项目收入占比 37%，主要包括大型模块化陆上建造国际项目，其中 Yamal 陆上建造项目为营收带来重要贡献。海洋工程非总承包项目则包括海上安装及海管铺设收入、维修收入、陆地建造收入和设

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

计收入。

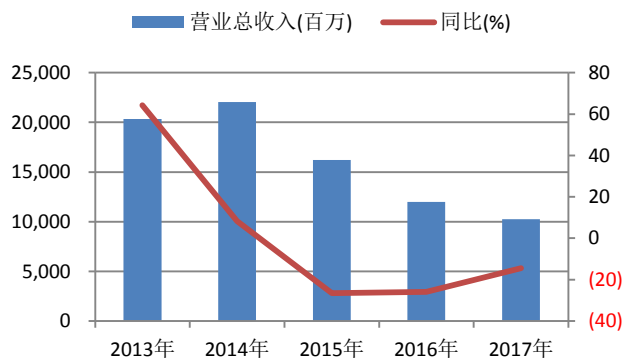
图 2：2017 年公司营收构成



资料来源：wind，民生证券研究院

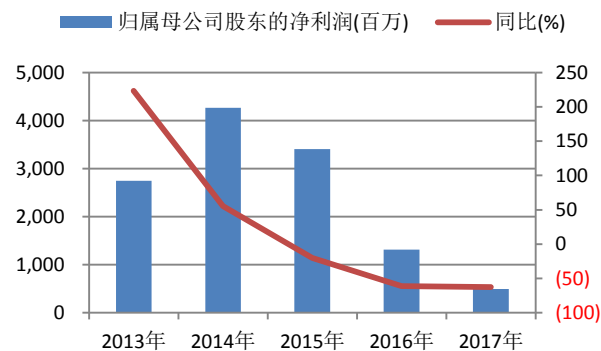
近三年公司收入和净利润降幅较大，主要是受国际原油价格低迷的影响，上游公司资本开支减少导致项目订单减少，签约项目价格水平也处于低位，因此最近三年收入、净利润同比降低。我们预期随着原油价格恢复涨势，海油工程行业需求回暖，公司收入和利润将迎来上涨转折点。

图 3：近 5 年营业收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：近 5 年净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

（一）公司拥有海上油气田工程建设八大能力

公司以总承包或者分包的方式承揽工程合同，参与油气田工程、陆上 LNG 等项目建设。公司为油气公司开发海上油气资源提供工程服务，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。

中海油服和海油工程都从事海上油田业务，但业务领域存在差异。海底开发油气资源主要有勘探、开发、生产三大环节。同为中海油的控股子公司，中海油服业务主要对应勘探和生产环节，业务主要包括钻井服务、油田技术服务、船舶服务和物探和工程勘察服务四大板

块，而海油工程的业务则对应开发环节，侧重于海上钻井平台的设计、建造和安装。

图 5：公司拥有海上油气田工程建设八大能力



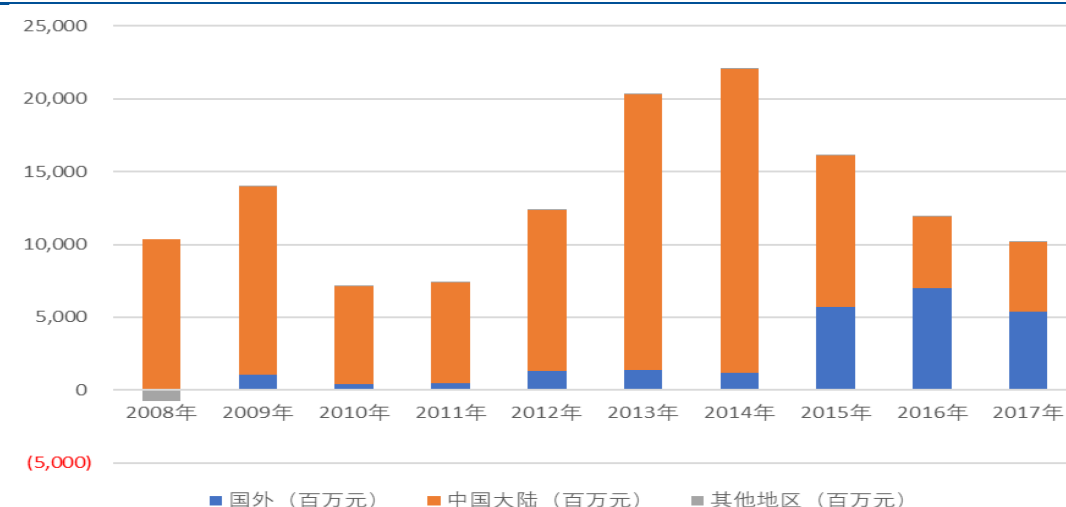
资料来源：公司公告，民生证券研究院

经过多年的建设和发展，公司形成了海洋工程设计、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、高端橇装产品制造、海洋工程质量检测、海洋工程项目总包管理八大能力，拥有 300 米以内水深传统海域较强的油气田工程建设综合能力。

（二）拓展深海和海外业务，开拓 LNG 市场

公司持续加强海外客户拓展维护，系统规划海外业务布局，成立了国际工程公司，致力于开拓国外市场，承揽海外业务。公司拓展海外业务效果显著，海外收入占比近三年呈现明显的上升趋势，2016 年和 2017 年国际项目收入占比已超五成。随着合同金额较大的 Yamal 项目、缅甸 Zawtika 项目、巴西 FPSO 项目的逐步执行完毕，来自于海外合同的收入将减少。公司在执行海外项目期间，通过建立技术联盟、生产战略联盟、市场营销战略联盟等方式参与国际竞争，先后与 Technip、Fluor、Worley Parsons、Kvaerner 等知名国际工程公司建立了长期合作关系，成功开拓南美、英国北海、中东区域等国际市场，海外业务遍及 20 多个国家和地区。

图 6：公司主营收入地区变化情况

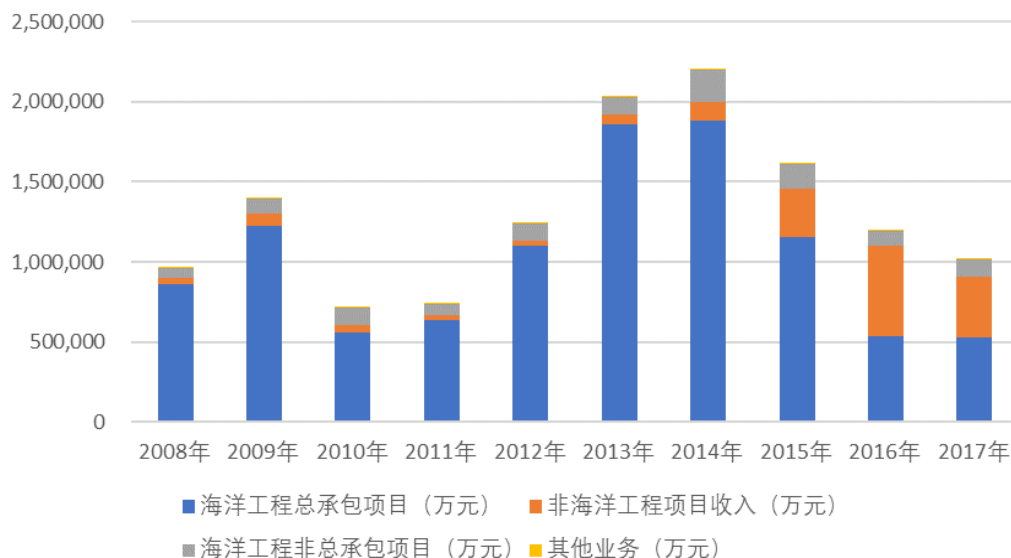


资料来源：wind，民生证券研究院

海洋工程总承包项目始终是公司主营收入的主要来源，近两年非海洋工程项目收入增长

幅度较大，主要是 Yamal 项目等大型模块化陆上建造国际项目，以及广西 LNG 储罐和天津 LNG 等陆上项目的逐步实施，贡献了较多的非海洋工程项目收入。

图 7：近 10 年海洋工程总包收入比重大



资料来源：wind，民生证券研究院

随着全球油气发展进入深水油气开发阶段，已发现深水石油储量集中在巴西、西非、美国墨西哥湾和挪威四大海域，2005 年巴西首次在桑托斯海岸盆地发现了盐下石油资源，海油工程承接了 FPSO（浮式生产储油卸油装置）关键装备的建造并于 2018 年 5 月 16 日成功交付。公司揽获的流花某总包项目是首次完全利用自有资源实施的深水项目，标志着公司在深水领域市场开发取得重大进展。流花项目作业水深超过 500 米，最深接近 1200 米，对提升深水能力具有十分重要的意义。配合进军深水战略，公司建成并交付多种深水装备船舶，并运行多项深水课题研究和技术研发项目。

公司在 LNG 工程市场上进展良好，承揽了一批大型 LNG 模块化建造项目，如澳大利亚 Gorgon LNG 模块化建造项目、Yamal 项目等，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。国内 LNG 工程则主要包括宁波二期、福建漳州 LNG 总包项目，福建漳州 LNG 项目是公司近年来在国内 LNG 市场获得的最大项目，对今后开拓 LNG 市场将产生积极影响。

二、油价上涨石油公司资本开支大幅提高，推动工程项目订单放量增长

（一）国际原油供需趋紧，中高油价时代重新开启

当前国际油价在产油国联合减产的驱动下克服了由于美国原油产量大幅上涨带来的压力，截止 2018 年 7 月 12 日，Brent 结算价为 74.45 美元/桶，较 2016 年最低点上涨了 175%，高点曾经突破 80 美元/桶，油价重新回到了中高油价时代。同时由于供需处于紧平衡状态，叠加美国对伊朗、委内瑞拉的制裁影响，未来油价有望继续升高。我们预计 2018 年 Brent

均价应在 75 美元/桶左右, 2019 年 Brent 均价应在 85 美元/桶左右。

图 8: 国际油价走势处于稳步上升区间

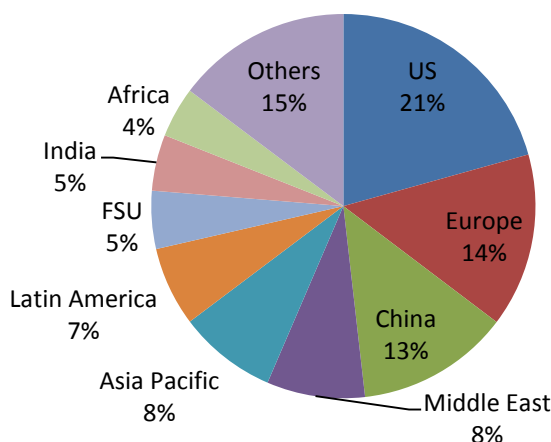


资料来源: wind, 民生证券研究院

1、需求: 稳中有升, 同比增加 1.65 百万桶/天

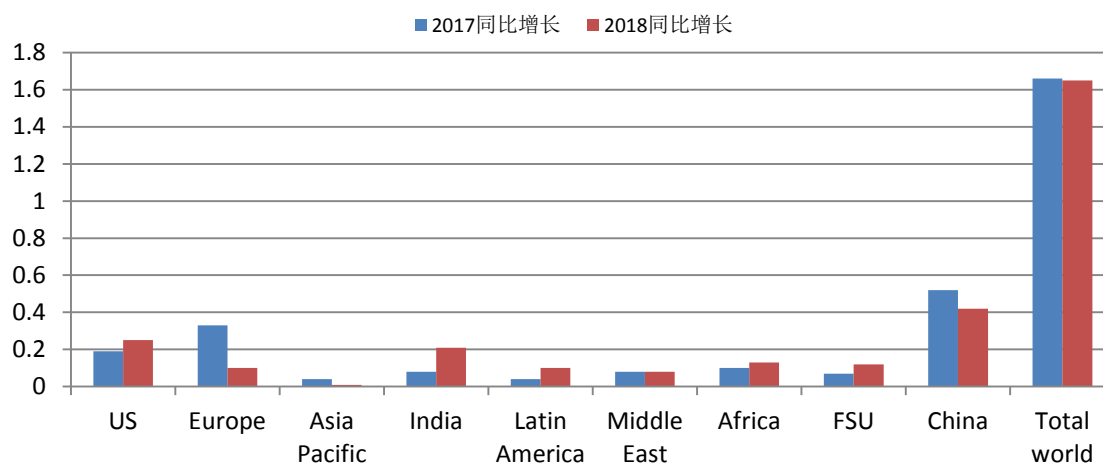
需求及增量判断的最直接依据就是 GDP 及其增速。据 OPEC, 2018 年全球 GDP 增速将保持与 2017 年相当的水平, 约 3.8%, 因此对全球原油需求增长的判断 18 年的增量为 1.65 百万桶/天。该数据与 2017 年的增量 1.6 百万桶/天相当。从 2017 年三季度开始到现在, 美国、印度 GDP 增速呈现提升趋势, 而中国和欧洲的增速放缓。如果该趋势延续至 2019 年, 那么 2019 年中国在全球原油消费需求中的贡献占比将继续下降, 而美国和印度的贡献将继续提高。

图 9: 2018 全球原油需求格局



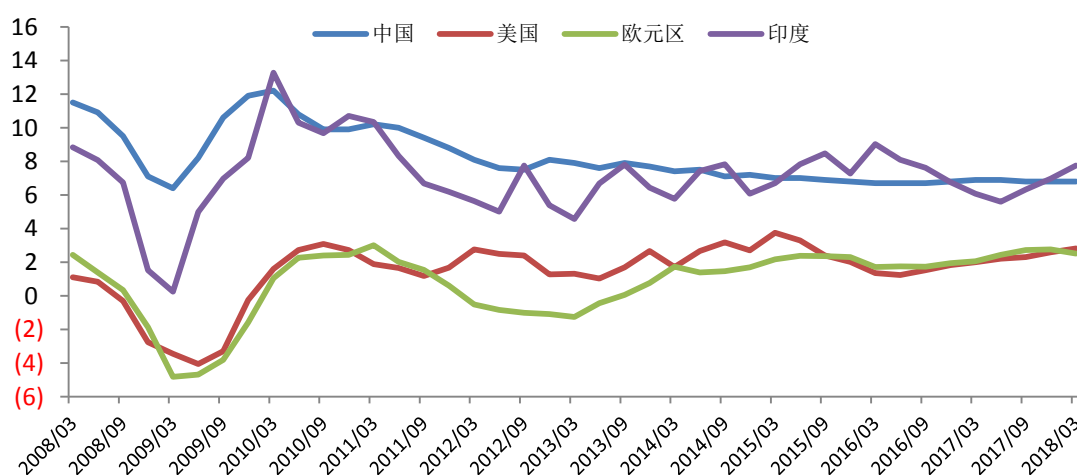
资料来源: OPEC, 民生证券研究院

图 10: 2017 和 2018 全球原油需求增量对比



资料来源: OPEC, 民生证券研究院

图 11: 全球主要国家地区季度 GDP 增长对比 (%)

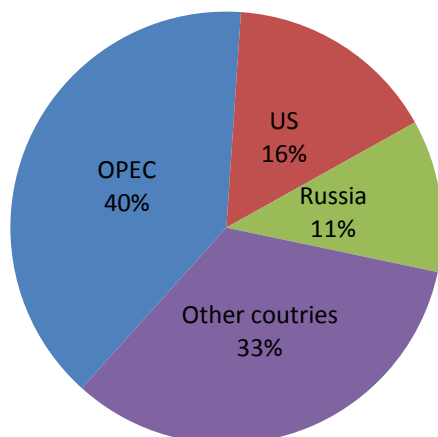


资料来源: OPEC, 民生证券研究院

2、供给：减产幅度超预期，18 年增量主要来自美国页岩油

据 OPEC，2018 年全球原油供给 98.04 百万桶/天，其中 OPEC 为 38.58 百万桶/天（占供给总量的 40%），美国 15.49 百万桶/天（16%），俄罗斯 11.16 百万桶/天（11%）。从供给的增量来看，2018 年 Q1 全球供给增量约 160 万桶/天，其中美国贡献了 153 万桶/天（页岩油气贡献了 141 万桶/天），是最大的供给增量来源，其次是加拿大 28 万桶，巴西 17 万桶。供给缩量比较大的国家是俄罗斯（减少 13 万桶/天），中国减少了 10 万桶/天。我们判断，俄罗斯的产量减少主要是受到资金和技术装备的限制，导致了其在当前较高油价水平下无法增产。而中国的产量下滑主要是受到国内资源禀赋的限制，从而被动减产。

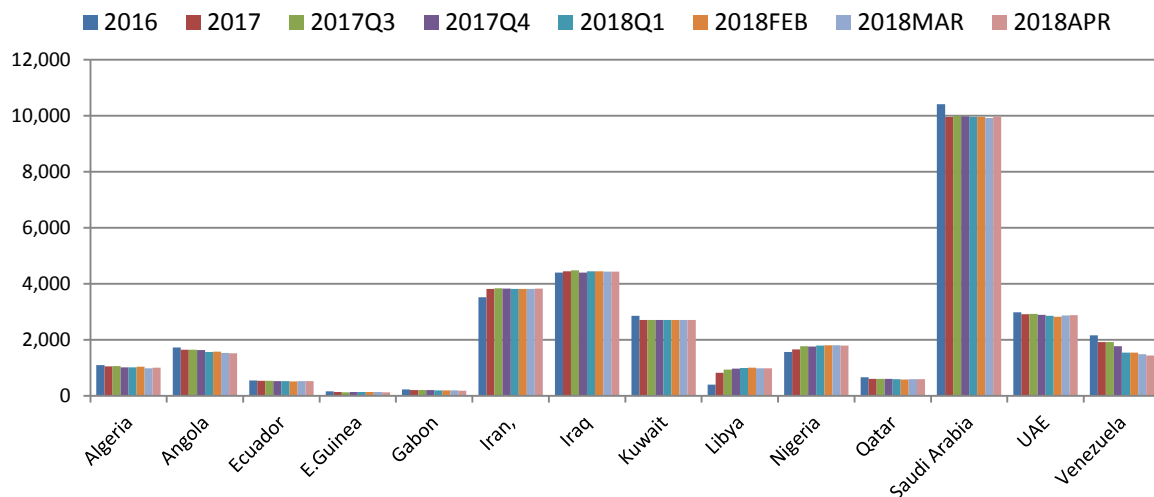
图 12: 2018 全球原油供给格局



资料来源：OPEC，民生证券研究院

2018年以来OPEC成员国坚持严格执行减产协议，在沙特、安哥拉和卡塔尔等成员国超额减产及委内瑞拉原油产量大幅下降情况下，OPEC减产执行率超过100%。IEA在2018年6月《石油市场报告》中公布2018年1-5月OPEC原油产量平均为3166万桶/日，减产协议执行率达到113%，其中沙特减产协议执行率达到120%，委内瑞拉减产协议执行率高达256%。

图 13：OPEC 国家原油产量变化，千桶/天

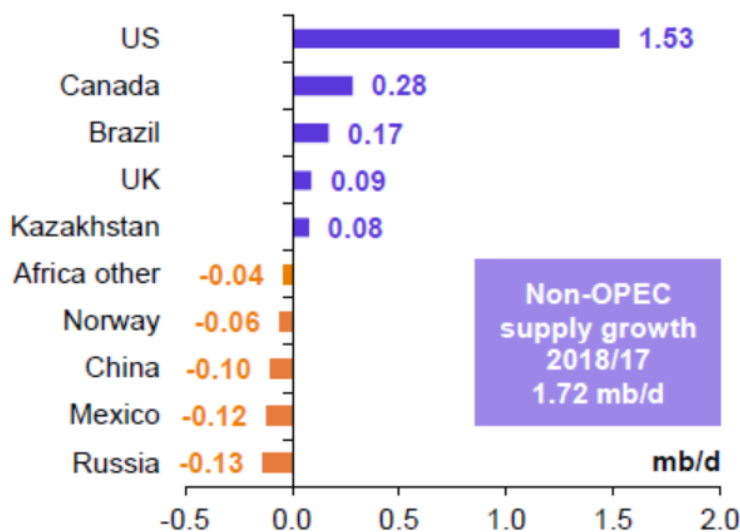


资料来源：OPEC，民生证券研究院

美国页岩油：贡献了 18 年全球原油增量的绝大多数

据OPEC, 2018年美国页岩油的增量约为107万桶/天。美国页岩油主要产区包括Permian, Bakken, Eagle Ford和Niobrara等，其中产量当前最大的是Permian为26.4万桶/天，18年增量最大的也是Permian，为7.3万桶/天。Permian增产的原因主要是甜点的发现，另外水平井压力技术的提高和库存井的复产也有所贡献。我们判断，随着油价的企稳，库存井复产的影响将减弱，同时新的甜点发现的难度也越来越大，18年下半年页岩油的产量增长将有所放缓，在107万桶/天的水平。

图 14: 18 年供给增量主要来源于美国页岩油

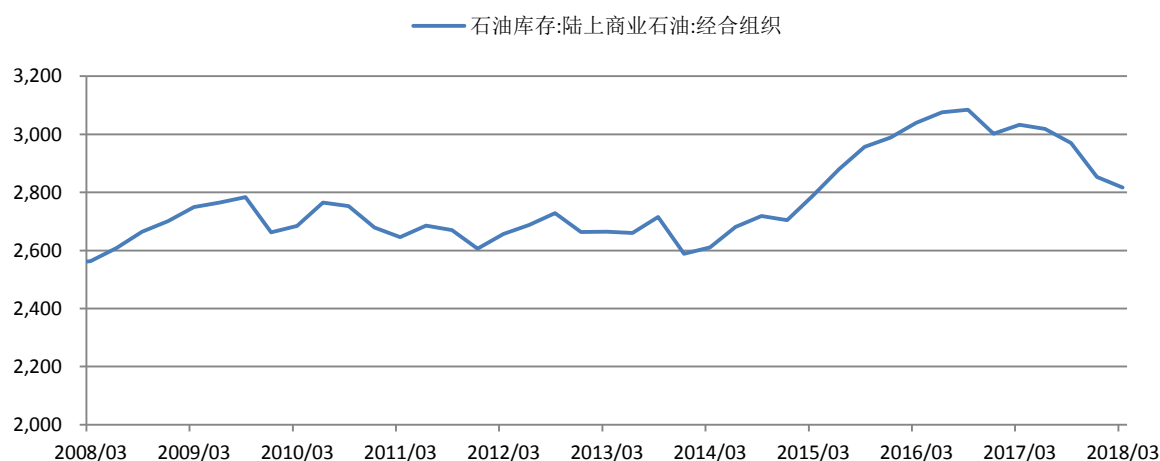


资料来源: OPEC, 民生证券研究院

3、库存: 进入全面下降阶段

受全球石油需求持续快速增长以及主要产油国严格执行减产的作用下, 全球原油库存重新打开向下通道。IEA 数据显示, 2018 年以来经合组织地区工业石油库存进一步快速下降, 到 4 月末已经降至五年平均库存下方水平。2018 年一季度经合组织地区工业石油库存平均为 28.44 亿桶, 同比大降 2.09 亿桶, 环比也下降 5,000 万桶。根据 IEA 数据, 4 月末经合组织地区工业石油库存进一步下降 3,100 万桶, 至三年新低 28.09 亿桶, 较五年平均库存水平低约 2,700 万桶。

图 15: 经合组织路上商业石油库存 (百万桶)



资料来源: OPEC, 民生证券研究院

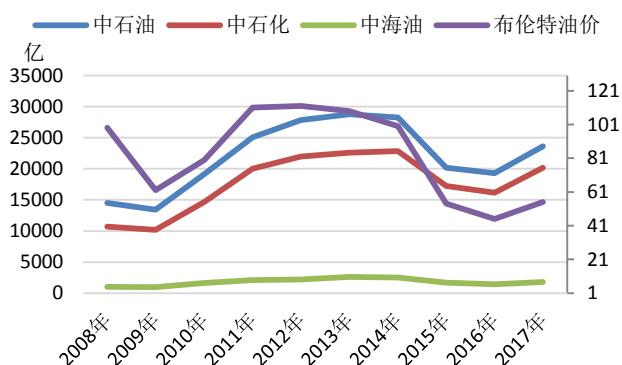
美国商业原油库存在 2017 年 3 月上涨到创记录的高点 5.3 亿桶, 随着 OPEC 的石油减产导致供给端的收缩以及需求的稳健增长, 库存开始进入下降区间。我们判断, 随着美国原油产量的快速提升, 美国原油出口量将逐步提升, 原油库存有进一步下降的空间。

图 16：美国商业原油库存下降

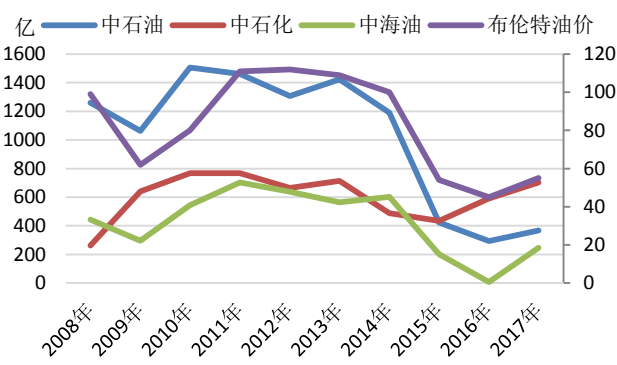

资料来源：wind，民生证券研究院

（二）油价上涨，石油公司资本开支显著提高

国际油价的上涨和下跌与石油公司的收入和净利润呈现同步变化，油价上涨将直接提高石油公司的收入和净利润，通过对比中石油、中石化和中海油的收入、利润和国际油价的关系，可以看出当石油价格上涨时中石油、中石化、中海油的不论是收入和利润都明显大幅增加，油价下跌时减少。

图 17：中石油、中海油、中石化收入与油价关系


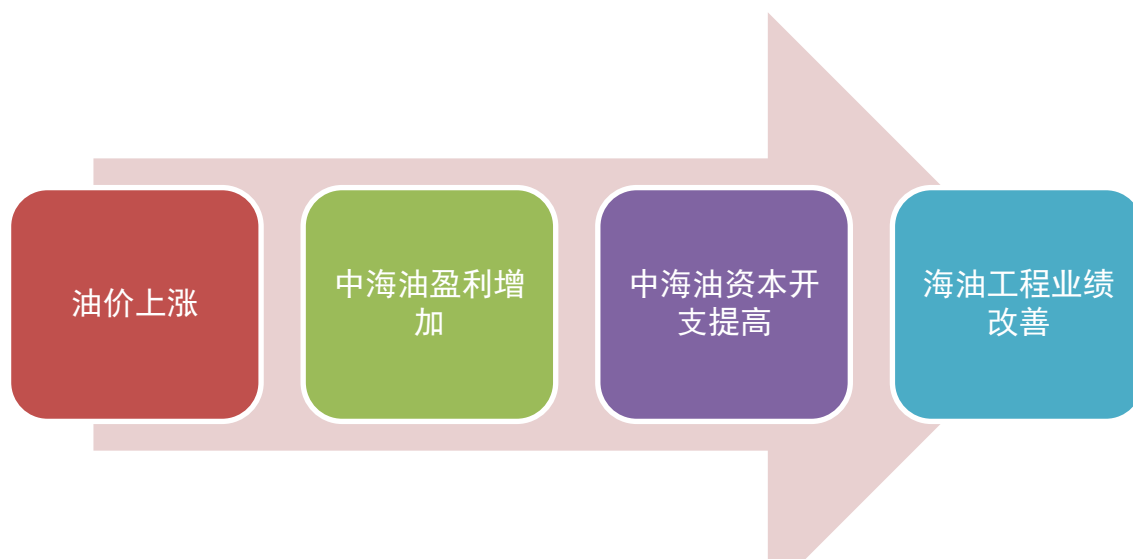
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 18：中石油、中海油、中石化净利润与油价关系


资料来源：公司公告，民生证券研究院

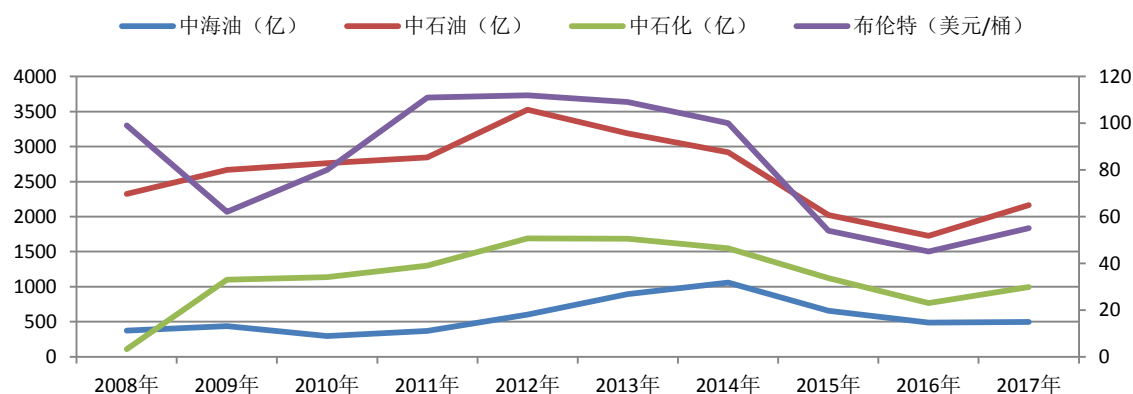
油价上涨不仅会带来石油公司的收入和利润增加，同时会使得石油投资开发规模扩大，增加资本开支，石油勘探开发需求越大，石油工程和石油服务公司业务量越大，公司经营绩效也就越好。由于工程公司处于石油勘探开发后的下游业务，因此国际油价变化时，勘探开发生产活动会发生紧缩和扩张，进而导致工程公司业务减少和增加，所以油价对工程公司的影响具有 1-2 年的滞后性。随着近期国际油价回升，中海油资本开支将显著提高，带动海油工程业绩改善。

图 19: 公司业绩与油价关系



资料来源: 民生证券研究院整理

图 20: 中石油、中海油、中石化资本开支与油价走势完全一致



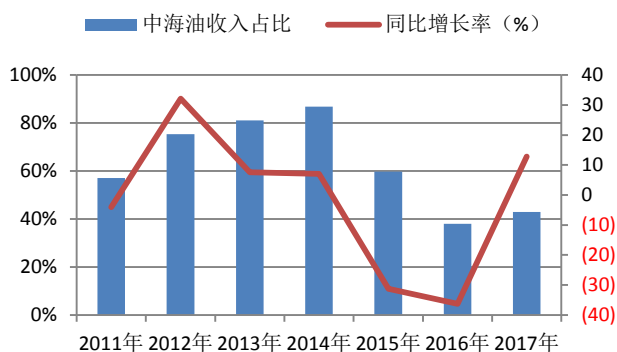
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(三) 中海油资本支出大幅增长, 催生业绩拐点出现

由于中海油为公司控股股东, 数十年来国内百余座海上油气田的工程建设均主要由公司实施, 公司在国内市场具有独特的市场地位, 在资金支持、装备发展、科技研发等方面具有先天优势。公司业务收入主要依靠中海油的资本支出。中海油资本开支主要分为勘探和开发两部分, 其中开发支出大部分转化为海油工程的收入。

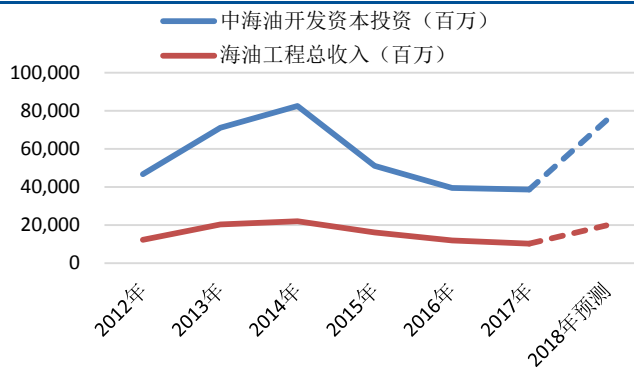
2018 年中海油资本支出预算总额为 700-800 亿元, 其中开发资本化支出占比 65%, 相比 2017 年提高约 90%。根据过去 5 年数据, 中海油开发资本支出约 20%—25% 转化为海油工程总收入, 因此我们预期中海油 2018 年资本支出高额增加将带动海油工程迎来收入大幅提升的拐点。

图 21: 近 8 年公司收入客户来源: 中海油比重大



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 22: 中海油开发投资对应海油工程收入



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(四) 新签订单大幅增长, 在手执行订单充足

截止 2017 年底公司在手未完成订单额约 120 亿, 2018 年一季度实现市场承揽额 56.80 亿元, 较去年一季度 24.82 亿元增长 129%。公司待开工和项目正在执行的重点工程项目 14 个, 充足的在手执行订单保证了公司在行业低谷期间能够有稳定的业绩, 超强的新项目承揽能力体现公司在海洋石油工程行业中的竞争力。

表 1: 重点工程项目实施进度

序号	项目名称	进度
1	文昌 13-2 油田综合调整开发工程项目	等待开工
2	蓬莱 19-3 油田 4 区调整/蓬莱 19-9 油田二期开发项目	等待开工
3	福建漳州 LNG 接收站及储罐 EPC 项目	等待开工
4	西安 LNG 应急储备调峰项目	等待开工
5	浙江宁波 LNG 接收站二期工程 EPC 项目	等待开工
6	尼日利亚 Dangote 项目	6%
7	卡塔尔 NFA 总包项目	38%
8	惠州 33-1/32-5 项目	51%
9	渤中 34-9 油田开发项目	51%
10	蓬莱 19-3 油田 1/3/8/9 区综合调整项目	54%
11	天津替代工程 16 万方储罐项目	83%
12	巴西 FPSO 模块项目	86%
13	文昌 9-2/9-3/10-3 气田群工程开发项目	87%
14	荔湾 3-1 一期后期项目	97%

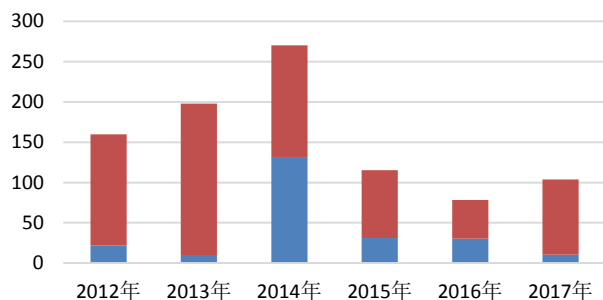
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

最近三年由于油价下跌, 中海油资本开支减少, 公司为了应对石油行业的寒冬积极拓展非海洋业务, 承接了一批海外项目, 拓展了如 YAMGAZ、TUPIB.V 等新客户, 来源于中海油的客户收入占比有所降低。而随着国际油价的逐步走高, 中海油投资大幅增加, 未来公司将形成国内国外同步发展的局面, 海洋和非海洋业务并举。

图 23: 公司订单额构成

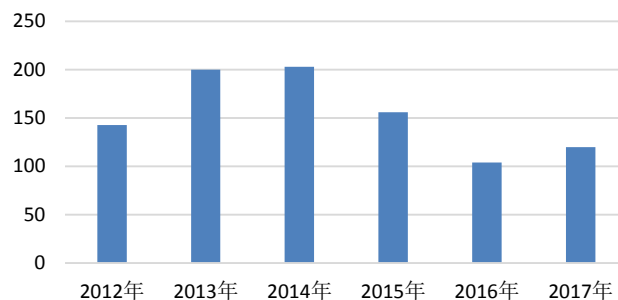
图 24: 在手未完成订单充足

■ 海外订单额 (亿元) ■ 国内订单额 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

■ 在手未完成订单额 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

三、拥有七大建造场地，产能跻身世界前列

(一) 公司目前拥有七大建造场地

公司在渤海、黄海、南海海域拥有总计约 600 万平方米的建造基地，在天津塘沽、山东青岛拥有超过 140 万平方米的大型海洋工程制造基地，其中，塘沽场地为公司最早建成的建造场地，青岛场地拥有 120 万平方米面积，是公司走向深水和国际市场的重要基础之一，“海洋石油 222”和“海洋石油 223”等深水作业船舶均于青岛场地建成。公司在广东惠州、湛江、珠海、深圳已建或在建的建造场地，为扩大南海市场和海外市场打下坚实的基础。

图 25：公司目前拥有的建造基地布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

珠海场地是世界上最大的制造厂之一，能够制造世界上最大的模块，支持深水工程大型浮式设施建造，成为总装基地、水下工程设施装配和测试基地。珠海场地建设于 2012 年开工，目前一期二期已完工。2016 年 1 月 8 日，公司子公司海洋石油工程（珠海）有限公司与福陆有限公司（Fluor Limited）共同出资注册成立“中海福陆重工有限公司”，承担珠海深水

海洋工程制造基地的后续建设和日常经营管理, 扩建预计在 2019 年完成, 完成后计划年产能将高达 40 万吨, 有助于加快公司深水海洋工程结构物建造能力的形成。

图 26: 建造场地图



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

表 2: 建造基地情况

建造基地	位置	总面积 (平方米)	年钢材加工能力 (吨)	时间
天津港保税区基地 (在建)	天津市	57.5 万	7 万	2018 年开工
珠海深水工程基地 (合作)	广东省珠海市	207 万	15 万	2012 年开工
塘沽建造场地	天津市	20 万	6 万	20 世纪 80 年代建成
青岛建造场地	山东省青岛市	120 万	20 万	2008 年建成
惠州建造场地	广东省惠州市	2.4 万		
湛江建造场地 (合作)	广东省湛江市	18 万	1.5 万	
深圳建造场地 (合作)	广东省深圳市	17.5 万	1.5 万	
蓬莱建造场地 (合作)	山东省烟台市	46 万	2-8 万	

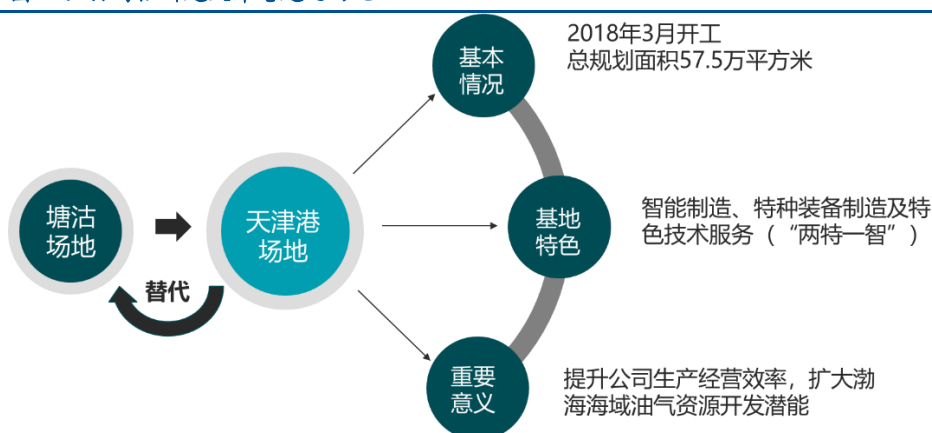
资料来源: 公司网站, 公司公告, 民生证券研究院

(二) 自有资金建设天津基地, “两特一智”转型升级

公司在天津塘沽区拥有 20 万平方米的塘沽建造场地, 由于塘沽场地建成时间较早, 厂房设施老旧、规划落后、岸线较短船舶停靠受限、不满足国家环保要求, 以及存在长期使用租赁场地的生产安全隐患, 因此难以满足公司装备制造需要。

公司 2018 年 3 月拟全额出资于天津港保税区临港区域建设一座海洋工程装备制造基地, 用以替代天津塘沽建造场地。基地规划总面积约为 57.5 万平米 (长约 965 米, 宽约 600 米), 码头总长 1631 米。总投资约 39.89 亿元人民币, 项目拟分两期建设, 一期工程建设计划于 2018 年 3 月正式启动, 投产时间计划为 2020 年 12 月, 实现基本满足海洋工程制造主体需求。计划建设的天津港基地标志着公司有望实现拥有智能制造、特种装备制造及特色技术服务 (“两特一智”) 基地的转型升级。天津港建造基地将依靠智能化生产线和高效设备的投用, 以及集约化创新研发, 帮助公司提升智能化制造水平。场地建成后预期公司将提升生产经营效率, 扩大渤海海域油气资源开发潜能。

图 27：公司拟新建天津港建造场地



资料来源：公司公告，民生证券研究院

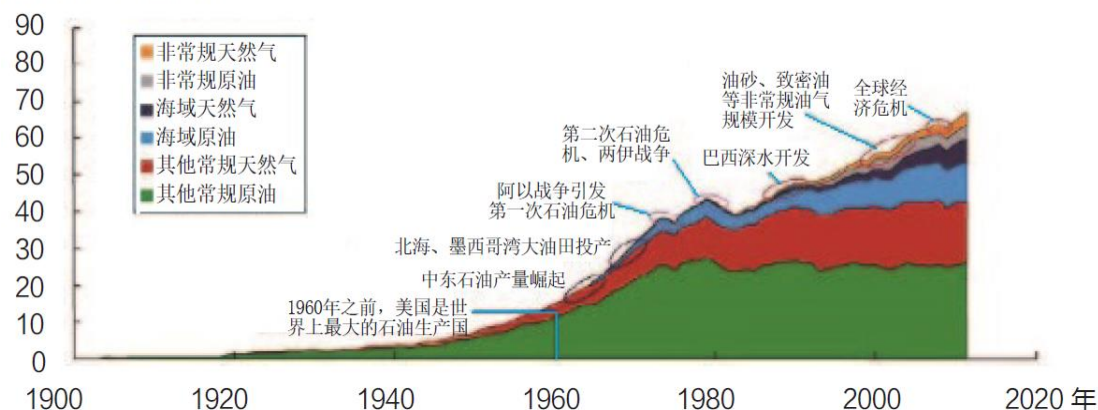
四、发展海洋石油意义重大，公司受益于行业远期发展规划

我国海洋资源丰富，油气储量排名世界前列，发展海洋石油不仅能够解决我国油气资源对外依存度高的问题，同时还能够维护我国海洋权益，具有双重战略意义。党的“十八大”报告明确提出“要提高海洋资源开发能力，发展海洋经济”，习主席强调“要扎实推进海洋强国建设，重点在深水、绿色、安全的海洋高技术领域取得突破”。

（一）海上油气产量攀高，成为国际大石油公司勘探开发的重点

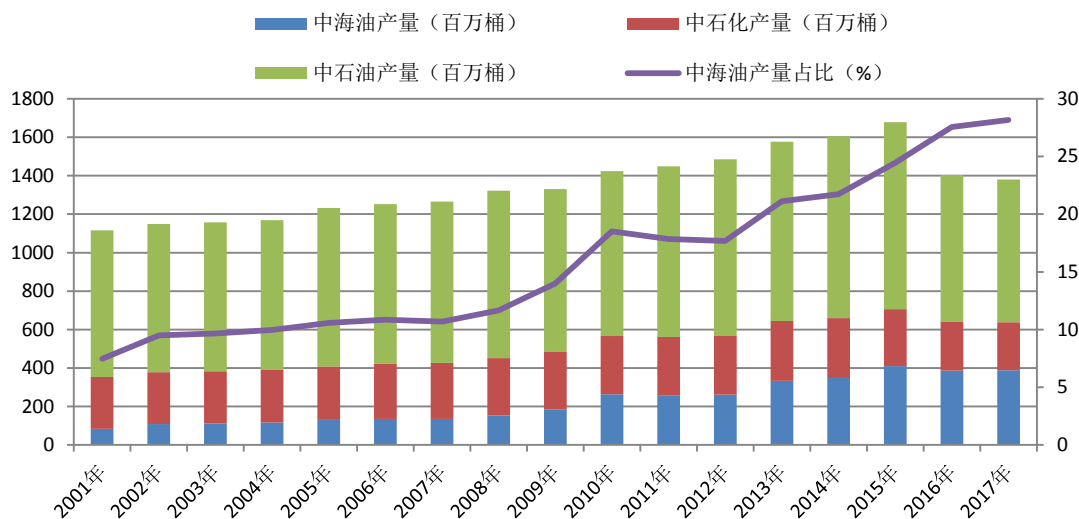
海上油气勘探开发自上世纪 60 年代开始，先后形成了美国墨西哥湾、巴西、西非三大深水油气开发的主战场。据美国地质调查局评估，未来世界油气产量 44%将来自深水。2008-2014 年，全球原油储量增加最多的地区是拉美地区，新增储量 35 亿吨以上，大部分来自巴西盐下；2014-2018 年，海上原油产量增速预计将回升至年均 5%，到 2018 年度产量预计将达 17 亿吨。2012-2014 年全球海上钻井年均增长率达 14.21%，2014 年海洋油气勘探总投资为 1174 亿美元，预计 2018 年将达到 1600 亿美元。近几年，埃克森美孚、BP、壳牌、雪佛龙、道达尔国际 5 大石油公司的海洋油气年产量均超过 7000 万吨油当量，海洋油气年产量占公司总产量均在 50%以上。深海、超深海油气储产量规模和生产能力已成为衡量国际大石油公司国际化程度的重要指标。

图 28：全球油气产量发展趋势

油气年产量 (亿吨)


资料来源:《中国石油海洋油气业务发展的机遇与挑战》, 民生证券研究院

陆地油田经过长期的勘探开发, 大部分已进入勘探开发的后期, 受勘探资源枯竭以及油田开发规律的影响, 陆地油田产量增长难度较大。根据 2000 年到 2017 年全国石油产量构成柱状图, 全国石油产量在 2015 年达到峰值约 16.79 亿桶, 2.1456 亿吨。由于 2014 年下半年开始国际油价开始大幅下跌, 勘探开发资本支出减少, 导致 2016 年、2017 年产量出现下降, 产量的减少主要来自于中石油和中石化两家陆上石油产量的降低。而中海油的原油产量基本保持一个稳步上升的趋势, 产量占比从 2000 年的 7% 已攀升到 2017 年的 28%。我国近海油气资源丰富, 勘探开发的程度远低于陆地, 尚处于蓬勃发展期, 近海油气田将是我国油气产量主要的增长点。

图 29: 海洋石油产量占比逐渐提高


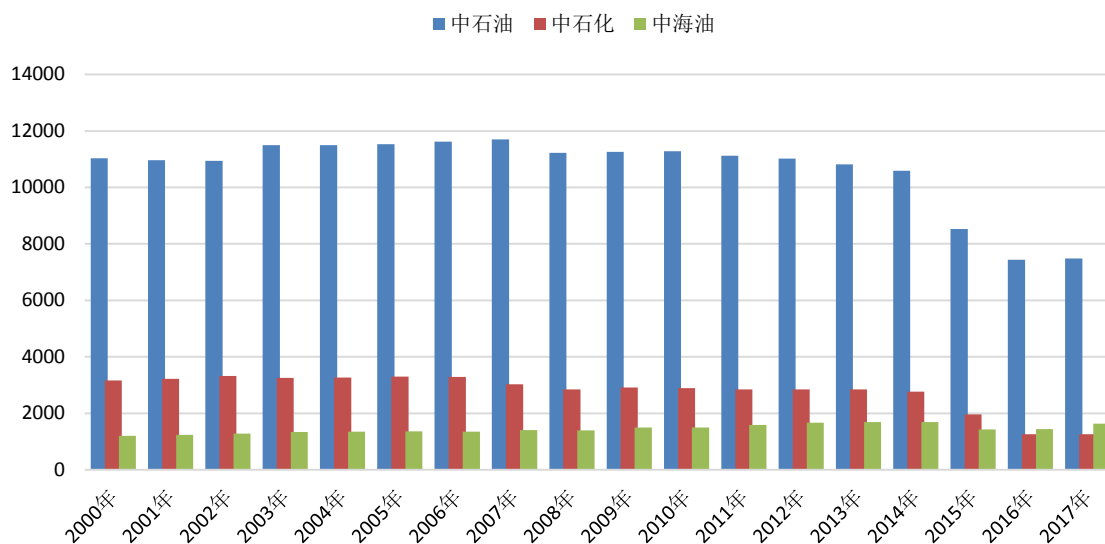
资料来源: wind, 民生证券研究院

(二) 中海油产量和储量逐年递增, 为海油工程业务拓展提供基础

中海油是中国海上主要油气生产商, 近十年原油储量和产量都呈现增长趋势, 2001 年上市初公司日产量仅为 26 万桶油当量, 储量为 17.9 亿桶; 2017 年日产量达 129 万桶油当量, 年净产量 470.2 百万桶油当量, 储量达 48.4 亿桶。国内勘探也取得突破, 稳健增长的未开发本公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

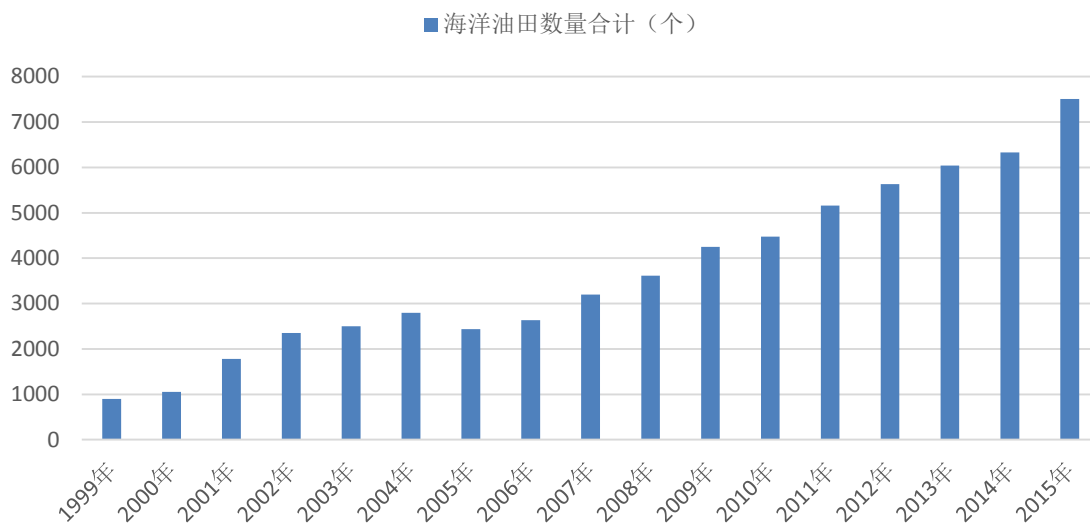
储量为公司未来产量保持稳定提供了坚实的资源基础。据中海油预计，2018 年陆上建造和海上安装工作量将继续增长，共有超过 20 个新项目在建，我们预期随着中海油增储上产的经营策略不断推进，将带动海油工程业务需求进一步提升。

图 30：全国剩余原油储量（百万桶）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 31：海洋油田数量持续攀升



资料来源：wind，民生证券研究院

（三）深海油气勘探开发装备和技术日臻成熟

全球海洋油气作业能力和装备水平在不断提高，深水油气勘探中广泛应用的钻井平台主要有半潜式钻井平台和钻井船，生产装置主要有浮式生产储油卸油装置（FPSO）、半潜式生产平台（SEMI）、张力腿平台（TLP）和浮式生产平台（SPAR）四类。大多数深水、超深水装备技术属于欧美专业公司所有，但随着深水技术在全球各大海域的应用，FPSO、半潜式钻

井平台等装备技术正不断被当地公司掌握。而张力腿平台、SPAR 平台的设计和建造目前虽然集中在国外公司手中，但随着新技术不断应用推广，以及全球装备技术合资公司的增多，深水油气装备技术将进一步全球化。

表 3：国内外海洋生产装备设计建造能力

类别	自升式钻井	半潜式钻井	钻井船	FPSO	SEMI	TLP	SPAR
国外设计建造能力	能	能	能	能	能	能	能
中国设计能力	能	能		能		能	
中国建造能力	能	能		能	能	能	
投资（亿美元）	1.3~2.0	4.5~10	3~7.4	5~9	3~8	0.8~6.5	1~5
研发时间（年）	5~10	15~20	10~20	15~20	15~20	15~25	15~30

资料来源：民生证券研究院整理

公司海洋油气开发技术装备国内领先，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，并首次完成了南海深水张力腿（TLP）平台基本设计；应用 5 项国内自主专利技术成功完成了天津 LNG 替代工程，打破了国外技术垄断；在文昌气田群开发项目中掌握了深水垂直铺设技术。

五、盈利预测及投资建议

预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.16 元、0.37 元、0.47 元，对应 PE 分别为 37 倍、16 倍、13 倍。随着国际油价上涨海洋工程行业底部复苏，公司业绩迎来拐点。当前行业平均估值约 80 倍，给予公司“推荐”评级。

表 4：公司经营收益拆分预测（单位：百万元）

	2018E	2019E	2020E
海洋工程			
营业收入	9,929.30	11,915.16	14,298.19
增长率, %	55	20	20
非海洋工程			
营业收入	1800.00	3500.00	4000.00
增长率, %	-52.42	94.44	14.29
其他			
收入	66.15	69.46	72.93
增长率, %	5	5	5

资料来源：民生证券研究院整理

表 5：同行业公司估值比较

证券代码	证券简称	总市值，人民币亿元	市盈率 PE (18E)	市净率 PB
601808	中海油服	437	50	1.31
600871	石化油服	359	262	6.34
002353	杰瑞股份	171	45	2.18
600339	中油工程	229	16	1.01
600583	海油工程	223	25	0.99

资料来源：wind，民生证券研究院

六、风险提示

国际油价大幅下跌；中海油资本开支不及预期。

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

证券研究报告 20

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
一、营业总收入	10,253	11,795	15,485	18,371
减：营业成本	8,085	9,650	12,128	14,341
营业税金及附加	127	118	155	184
销售费用	14	12	15	18
管理费用	879	944	1,239	1,470
财务费用	354	100	50	50
资产减值损失	435	100	50	10
加：投资收益	(122)	(80)	100	150
二、营业利润	546	793	1,948	2,449
加：营业外收支净额	81	100	120	150
三、利润总额	627	893	2,068	2,599
减：所得税费用	137	179	414	520
四、净利润	490	714	1,654	2,079
归属于母公司的利润	491	714	1,654	2,079
五、基本每股收益 (元)	0.11	0.16	0.37	0.47

主要财务指标

项目	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA	26.56	15.08	9.44	7.69
成长能力：				
营业收入同比	-14.50%	15.05%	31.28%	18.64%
营业利润同比	444.0%	45.1%	145.8%	25.7%
净利润同比	-62.71%	45.83%	131.69%	25.7%
营运能力：				
应收账款周转率	4.26	4.09	4.54	4.34
存货周转率	6.20	6.87	8.71	9.25
总资产周转率	0.35	0.42	0.53	0.57
盈利能力与收益质量：				
毛利率	21.1%	18.2%	21.7%	21.9%
净利率	4.8%	6.1%	10.7%	11.3%
总资产净利率 ROA	1.7%	2.6%	5.7%	6.5%
净资产收益率 ROE	2.1%	3.1%	6.9%	8.0%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	2.50	2.88	2.93	3.05
资产负债率	18.6%	17.0%	18.9%	20.0%
长期借款/总负债	1.7%	1.9%	1.6%	1.3%
每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.16	0.37	0.47
每股经营现金流量	0.12	0.41	0.42	0.47
每股净资产	5.23	5.25	5.63	6.10

资料来源：公司公告、民生证券研究院

资产负债表

项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,632	5,754	7,536	9,588
应收票据	0	0	0	0
应收账款	2,821	2,949	3,871	4,593
预付账款	177	142	186	220
其他应收款	135	118	155	184
存货	1,695	1,737	1,819	2,151
其他流动资产	2,669	2,500	3,000	3,500
流动资产合计	12,136	13,199	16,567	20,236
长期股权投资	2,133	2,133	2,133	2,133
固定资产	12,141	12,009	11,472	10,930
在建工程	180	180	210	220
无形资产	804	32	35	39
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	16,259	14,354	13,850	13,322
资产总计	28,396	27,553	30,417	33,558
短期借款	0	0	0	0
应付票据	2	0	0	0
应付账款	3,778	3,860	4,851	5,736
预收账款	140	96	121	143
其他应付款	82	80	90	100
应交税费	535	550	600	650
其他流动负债	6	0	0	0
流动负债合计	4,846	4,586	5,662	6,630
长期借款	90	90	90	90
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	90	90	90	90
负债合计	5,268	4,676	5,752	6,720
股本	4,421	4,421	4,421	4,421
资本公积	4,248	4,248	4,248	4,248
留存收益	13,835	14,549	16,204	18,282
少数股东权益	11	11	11	11
所有者权益合计	23,128	22,877	24,665	26,838
负债和股东权益合计	28,396	27,553	30,417	33,558

现金流量表

项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流量	531	1,801	1,862	2,062
投资活动现金流量	(641)	(580)	(30)	40
筹资活动现金流量	(1,622)	(100)	(50)	(50)
现金及等价物净增加	(2,000)	1,121	1,782	2,052

插图目录

图 1: 海油工程股权结构	4
图 2: 2017 年公司营收构成	5
图 3: 近 5 年营业收入及增速	5
图 4: 近 5 年净利润及增速	5
图 5: 公司拥有海上油气田工程建设八大能力	6
图 6: 公司主营收入地区变化情况	6
图 7: 近 10 年海洋工程总包收入比重大	7
图 8: 国际油价走势处于稳步上升区间	8
图 9: 2018 全球原油需求格局	8
图 10: 2017 和 2018 全球原油需求增量对比	8
图 11: 全球主要国家地区季度 GDP 增长对比 (%)	9
图 12: 2018 全球原油供给格局	9
图 13: OPEC 国家原油产量变化, 千桶/天	10
图 14: 18 年供给增量主要来源于美国页岩油	11
图 15: 经合组织路上商业石油库存 (百万桶)	11
图 16: 美国商业原油库存下降	12
图 17: 中石油、中海油、中石化收入与油价关系	12
图 18: 中石油、中海油、中石化净利润与油价关系	12
图 19: 公司业绩与油价关系	13
图 20: 中石油、中海油、中石化资本开支与油价走势完全一致	13
图 21: 近 8 年公司收入客户来源: 中海油比重大	14
图 22: 中海油开发投资对应海油工程收入	14
图 23: 公司订单额构成	14
图 24: 在手未完成订单充足	14
图 25: 公司目前拥有的建造基地布局	15
图 26: 建造场地图	16
图 27: 公司拟新建天津港建造场地	17
图 28: 全球油气产量发展趋势	17
图 29: 海洋石油产量占比逐渐提高	18
图 30: 全国剩余原油储量 (百万桶)	19
图 31: 海洋油田数量持续攀升	19

表格目录

表 1: 重点工程项目实施进度	14
表 2: 建造基地情况	16
表 3: 国内外海洋生产装备设计建造能力	20
表 4: 公司经营收益拆分预测 (单位: 百万元)	20
表 5: 同行业公司估值比较	20

分析师简介

杨 侃：南京大学地科院与美国 Rutgers 大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014 年 10 月加入民生证券，从事石油化工等大能源方向的行业研究，2015 年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名。

李晓辉：本科毕业于西北大学，研究生毕业于中国石油大学（北京），化学工艺专业。2010 年 8 月至 2016 年 2 月在中石化北京燕山分公司工作，从事炼油及化工生产生产管理。2016 年 3 月加入民生证券，从事石化方向研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。