



能源 能源 II

2018-12-23

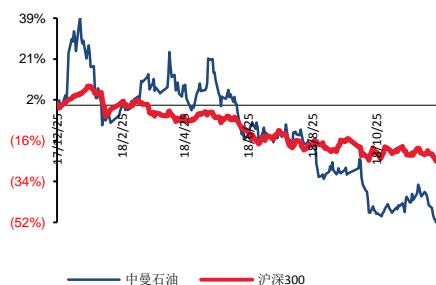
公司点评报告

增持/维持

中曼石油(603619)

收购坚戈项目部分股权，向上游区块再发力

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通(百万股) | 400/143 |
| 总市值/流通(百万元) | 6,648/2,382 |
| 12 个月最高/最低(元) | 48.93/16.62 |

中曼石油(603619)《过渡期投入产出不匹配影响业绩，静待后续盈利能力恢复》——2018/10/29

中曼石油(603619)《“俄气”红利告一段落，静待业务多样化后业绩再释放》——2018/08/28

中曼石油(603619)《进入后“俄气”时代过渡期，重点关注拿单情况》——2018/04/27

证券分析师：刘瑜

电话：010-88695233

E-MAIL: liuyubj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010001

证券分析师：刘国清

电话：021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517040001

事件：公司发布公告，拟向昕华夏国际能源开发有限公司及其下属全资子公司投资 1.2 亿元人民币，投资后获得核心资产 11.59% 权益，该交易属于关联交易。

坚戈项目具体情况：1、昕华夏能源收购坚戈项目 90% 股权对价 1.31 亿美元，目前已经完成股权交割。按照此次收购对价，本次对于坚戈项目 90% 股权投后估值 1.5 亿美元（按照汇率 6.9 计算），对应投前估值 1.33 亿美元，增值率 1.5%。2、坚戈项目位于哈萨克斯坦西南部，2P 原油储量为 5,115 万桶，属于中小型油田，当前已经处于成熟运行状态，预计公司接手后产量有望得到提升。

积极布局向产业链上游发力。公司于 2018 年 1 月竞拍获得国内新疆宿温区块探矿权，目前已经进行了前期初步地质勘探，预计 2019 年上半年进行系统地质勘探；此次购买哈国坚戈区块是公司在上游区块领域的第二次尝试，且由于项目成熟度更高，我们预计前期准备期将远小于宿温区块。向上游区块延展是国内大多数油服公司都尝试过的方向，好处在于能从乙方向甲方转换，业务附加值、系统性更高，且可以减弱仅仅依靠油服业务的业绩波动；但由于油田开发对于运营管理、资金实力、规模效应、产销关系等各方面要求较高，需要密切跟踪。

2018 年新签订单同比高增长，2019 年业绩有望回暖。根据公司公告，截至目前为止公司 2018 年新签合同金额月 23.52 亿元，相较于 2017 年的 13 亿元同比增长 80.9%，我们预计将会对公司 2019-2020 年业绩产生积极影响。在今年俄气大订单影响消除后，2019 年业绩将大概率回暖。同时，公司在今年通过了沙特阿美，科威特国家石油公司等重要油公司的资审，潜在客户范围进一步扩大。

盈利预测及投资建议：综合公司在手订单情况以及高毛利率俄气项目完成后对公司综合毛利率的影响，我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.39 元、0.86 元和 1.03 元，对应 PE 分别为 43 倍、19 倍和 16 倍，维持“增持”评级。

风险提示：国际油价大幅下滑，公司拿单进度低于预期的风险等。

| 指标/年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1772.3 | 1861.00 | 2783.70 | 3365.37 |
| 增长率 | 11.10 | 5.00% | 49.58% | 20.90% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 394.52 | 155.50 | 343.95 | 413.68 |
| 增长率 | 0.10% | -60.58% | 121.19% | 20.27% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.99 | 0.39 | 0.86 | 1.03 |
| PE | 17 | 43 | 19 | 16 |
| PB | 2.64 | 2.49 | 2.21 | 1.94 |

资料来源：WIND，太平洋证券整理

| 利润表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1772.38 | 1861.00 | 2783.70 | 3365.37 |
| 营业成本 | 975.76 | 1393.21 | 1946.83 | 2353.91 |
| 营业税金及附加 | 4.71 | 6.09 | 8.44 | 10.26 |
| 销售费用 | 41.71 | 46.30 | 67.21 | 81.74 |
| 管理费用 | 189.87 | 194.12 | 291.71 | 353.43 |
| 财务费用 | 43.20 | 21.20 | 24.02 | 28.64 |
| 资产减值损失 | 22.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 507.81 | 200.08 | 445.48 | 537.38 |
| 其他非经营损益 | -0.34 | 5.56 | 2.81 | 3.20 |
| 利润总额 | 507.47 | 205.64 | 448.30 | 540.58 |
| 所得税 | 112.95 | 50.14 | 104.35 | 126.90 |
| 净利润 | 394.52 | 155.50 | 343.95 | 413.68 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东净利润 | 394.52 | 155.50 | 343.95 | 413.68 |
| | | | | |
| 资产负债表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 899.27 | 1149.52 | 1466.31 | 1924.14 |
| 应收和预付款项 | 832.63 | 833.10 | 1257.92 | 1530.03 |
| 存货 | 258.21 | 368.68 | 515.18 | 622.90 |
| 其他流动资产 | 69.74 | 73.22 | 109.53 | 132.41 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资性房地产 | 7.78 | 7.78 | 7.78 | 7.78 |
| 固定资产和在建工程 | 1445.43 | 1301.60 | 1157.78 | 1013.95 |
| 无形资产和开发支出 | 57.87 | 51.15 | 44.42 | 37.70 |
| 其他非流动资产 | 139.05 | 125.16 | 111.26 | 97.37 |
| 资产总计 | 3709.98 | 3910.20 | 4670.18 | 5366.28 |
| 短期借款 | 170.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 632.01 | 955.51 | 1339.43 | 1598.24 |
| 长期借款 | 72.77 | 72.77 | 72.77 | 72.77 |
| 其他负债 | 320.90 | 211.96 | 244.07 | 267.69 |
| 负债合计 | 1195.68 | 1240.25 | 1656.28 | 1938.69 |
| 股本 | 400.00 | 400.00 | 400.00 | 400.00 |
| 资本公积 | 1013.53 | 1013.53 | 1013.53 | 1013.53 |
| 留存收益 | 1100.92 | 1256.42 | 1600.37 | 2014.05 |
| 归属母公司股东权益 | 2514.30 | 2669.95 | 3013.90 | 3427.59 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股东权益合计 | 2514.30 | 2669.95 | 3013.90 | 3427.59 |
| 负债和股东权益合计 | 3709.98 | 3910.20 | 4670.18 | 5366.28 |
| 业绩和估值指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| EBITDA | 730.67 | 385.73 | 633.95 | 730.47 |
| PE | 16.85 | 42.75 | 19.33 | 16.07 |
| PB | 2.64 | 2.49 | 2.21 | 1.94 |
| PS | 3.75 | 3.57 | 2.39 | 1.98 |
| EV/EBITDA | 8.35 | 14.38 | 8.25 | 6.53 |

| 现金流量表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润 | 394.52 | 155.50 | 343.95 | 413.68 |
| 折旧与摊销 | 179.66 | 164.44 | 164.44 | 164.44 |
| 财务费用 | 43.20 | 21.20 | 24.02 | 28.64 |
| 资产减值损失 | 22.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营营运资本变动 | -320.97 | 200.38 | -200.99 | -123.56 |
| 其他 | -67.28 | 32.92 | 9.39 | 3.26 |
| 经营活动现金流净额 | 251.67 | 574.44 | 340.81 | 486.47 |
| 资本支出 | -370.45 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -102.97 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资活动现金流净额 | -473.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 短期借款 | 41.00 | -170.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | -21.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 841.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -51.36 | -154.20 | -24.02 | -28.64 |
| 筹资活动现金流净额 | 809.68 | -324.20 | -24.02 | -28.64 |
| 现金流量净额 | 576.07 | 250.25 | 316.79 | 457.83 |
| | | | | |
| 财务分析指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 成长能力 | | | | |
| 销售收入增长率 | 11.10% | 5.00% | 49.58% | 20.90% |
| 营业利润增长率 | 0.68% | -60.60% | 122.65% | 20.63% |
| 净利润增长率 | 0.10% | -60.58% | 121.19% | 20.27% |
| EBITDA 增长率 | 6.21% | -47.21% | 64.35% | 15.22% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 44.95% | 25.14% | 30.06% | 30.05% |
| 三费率 | 15.50% | 14.06% | 13.76% | 13.78% |
| 净利率 | 22.26% | 8.36% | 12.36% | 12.29% |
| ROE | 15.69% | 5.82% | 11.41% | 12.07% |
| ROA | 10.63% | 3.98% | 7.36% | 7.71% |
| ROIC | 24.11% | 8.48% | 19.45% | 22.41% |
| EBITDA/销售收入 | 41.23% | 20.73% | 22.77% | 21.71% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.56 | 0.49 | 0.65 | 0.67 |
| 固定资产周转率 | 1.57 | 1.54 | 2.61 | 3.65 |
| 应收账款周转率 | 2.65 | 2.56 | 3.06 | 2.77 |
| 存货周转率 | 4.10 | 4.44 | 4.41 | 4.14 |
| 销售商品提供劳务收 | 89.09% | — | — | — |
| 资本结构 | | | | |
| 资产负债率 | 32.23% | 31.72% | 35.46% | 36.13% |
| 带息债务/总负债 | 20.30% | 5.87% | 4.39% | 3.75% |
| 流动比率 | 2.08 | 2.34 | 2.31 | 2.43 |
| 速动比率 | 1.82 | 1.98 | 1.95 | 2.07 |
| 每股指标 | | | | |
| 每股收益 | 0.99 | 0.39 | 0.86 | 1.03 |
| 每股净资产 | 6.29 | 6.67 | 7.53 | 8.57 |
| 每股经营现金 | 0.63 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 销售负责人 | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com |
| 华北销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售 | 李英文 | 18910735258 | liyw@tpyzq.com |
| 华北销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 袁进 | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com |
| 华北销售 | 付禹璇 | 18515222902 | fuyx@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 洪绚 | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com |
| 华东销售 | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com |
| 华东销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 宋悦 | 13764661684 | songyue@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 杨帆 | 13925264660 | yangf@tpyzq.com |
| 华南销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhaf@tpyzq.com |
| 华南销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |
| 华南销售 | 陈婷婷 | 18566247668 | chentt@tpyzq.com |

华南销售

张卓粤

13554982912

zhangzy@tpyzq.com

华南销售

王佳美

18271801566

wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。