

化工-深度报告

维持/增持
目标价5.34元

中油工程：油气工程建设龙头，受益行业 改善及政策催化，扬帆起航

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

证券分析师：杨伟

电话：010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030005

太平洋证券研究院

2019年3月2日

- **1.中石油工程建设平台，实力雄厚，当前业绩不及预期**
- **实力雄厚，历史辉煌：**公司为中石油工程建设平台，是中国最大的石油工程综合服务提供商之一，提供“一站式”全产业链服务，涵盖行业包括油气田地面工程、储运工程、炼化工程、环境工程、项目管理等。**公司资质齐全，技术领先，实力雄厚，工程经验丰富，2018年ENR国际承包商250强排名33（上榜中国企业中第8）、全球承包商250强排名42（上榜中国企业中第17），上榜中国石油工程类企业第1。**
- **综合因素，当前业绩不及预期：**2018年Q1-Q3单季度分别实现扣非后归母净利润-0.47亿元、1.43亿元、3.81亿元，环比改善，总计4.77亿元，同比+2.92%，主要由于人民币贬值，汇兑净收益大幅增加。预计2018年净利润目标10.5亿元面临一定压力，主要由于（1）行业低迷，竞争加剧，毛利率下降。2015、2016、2017年中国石油和化学工业固定资产投资完成额分别同比下降4.29%、3.59%、4.19%，造成工程市场量价齐跌；（2）子公司管道局、工程建设公司负担较重，利润下滑明显；（3）所得税较高；（4）处于整合磨合期。**与2014、2015年净利润32.8亿元、22.8亿元相比，公司提升空间大。**
- **2.行业边际改善叠加政策催化，未来向好**
- **油气消费大国，行业边际改善：**作为油气消费大国，我们认为“降煤稳油提气”依然是“十三五”乃至“十四五”我国能源结构发展趋势，油气依然占据重要地位。**随着油价回暖，叠加能源安全国家战略，上游资本开支触底反弹，国内炼化工程市场处于扩张期，化学工业2018年重新进入新一轮扩张期（固投同比+6%），公司直接受益。**中石油2018年资本开支预算2258亿元，同比+4.43%，我们预计完成额超预算，2019年高增长。
- **成立国家管网公司，政策催化：**由于“三桶油”油气管网剥离预期，近几年我国管道投资放缓，相关建设严重落后于市场需求及政策规划。**对标全球，我国管网建设潜力巨大。**以美国为例，我国天然气产量及消费量分别为美国的1/5、1/3，天然气管道里程却仅为美国的1/9；原油产量及消费量分别为美国的1/3、7/10，原油管道里程却仅为美国的3/10。**亟待国家管网公司成立后，统一规划，加快油气管网建设。**据报道，国家管网公司有望2019年内成立。假设管道投资强度1000万元-2000万元/公里，**至2025年末，我国油气管网新增投资规模高达1-2万亿元。**同时这也是当前宏观经济逆周期调控有效措施之一。**公司管道局占据主要市场份额。**

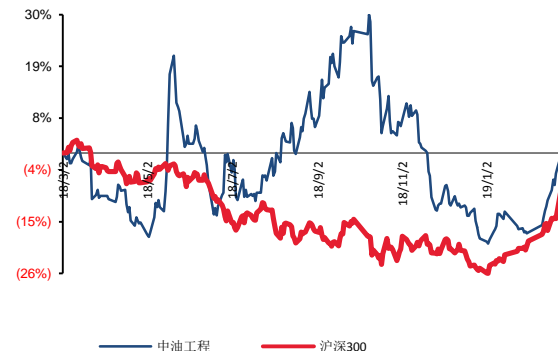
3. 盈利预测及评级

- 我们预计公司2018-2020年归母净利分别为9.58亿元、11.43亿元、14.68亿元，对应EPS 0.17元、0.20元、0.26元，PE 25.2X、21.1X、16.4X。考虑公司为中石油工程建设平台，实力雄厚，估值低位，业绩拐点向上，给予2019年PB 1.2倍，目标价5.34元，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	55,364	57,568	63,918	73,130
(+/-%)	9.3%	4.0%	11.0%	14.4%
净利润(百万元)	670	958	1,143	1,468
(+/-%)	-48.0%	42.9%	19.4%	28.4%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.17	0.20	0.26
市盈率(PE)	36.0	25.2	21.1	16.4

资料来源：Wind，太平洋证券



4. 研究难点及风险提示

- (1) 油价波动；(2) 行业复苏传导至业绩需要一定时间；(3) 完工百分比法确认收入，难以跟踪；(4) 汇率波动

- 5. 股价催化因素：(1) 油气改革及项目落地；(2) 油气价格上涨；(3) 中石油增加资本开支；(4) 定增价6.16元/股倒挂

1、油气及石化工程领域龙头，实力雄厚，历史辉煌

1.1 中石油工程建设平台，实力雄厚

1.2 打造国际一流“一站式”全产业链工程服务商

1.3 综合因素，当前盈利不及预期

2、行业底部复苏叠加政策催化，业绩有望改善

2.1 油气重要地位，行业持续复苏

2.2 油气改革落地，管网等基础设施潜力巨大

2.3 公司整合期，被给予厚望

3、盈利预测及评级

4、风险提示

- 公司隶属于中石油集团，中石油工程建设平台，是中国最大的石油工程综合服务提供商之一。
- 2016年，公司通过资产置换，置入中石油集团旗下工程建设板块（交易作价250.66亿元，增值率为10.46%），置出天利高新原有资产（主装置包括：7万吨/年己二酸、5万吨/年顺丁橡胶、7万吨/年饱和C4、4万吨/年甲乙酮、8万吨/年MTBE、4万吨/年聚丙烯、1亿条/年编织袋等），借用“ST天利”实现上市。并募集配套资金60亿元（发行价格6.16元/股）支付购买资产对价。
- 工程建设板块公司主要包括：中国石油管道局工程有限公司、中国石油工程建设有限公司、中国寰球工程有限公司、中国昆仑工程有限公司、中油工程项目管理分公司。
- **公司实力雄厚，ENR排名前列，位列国内油气石化工程类公司第一。**

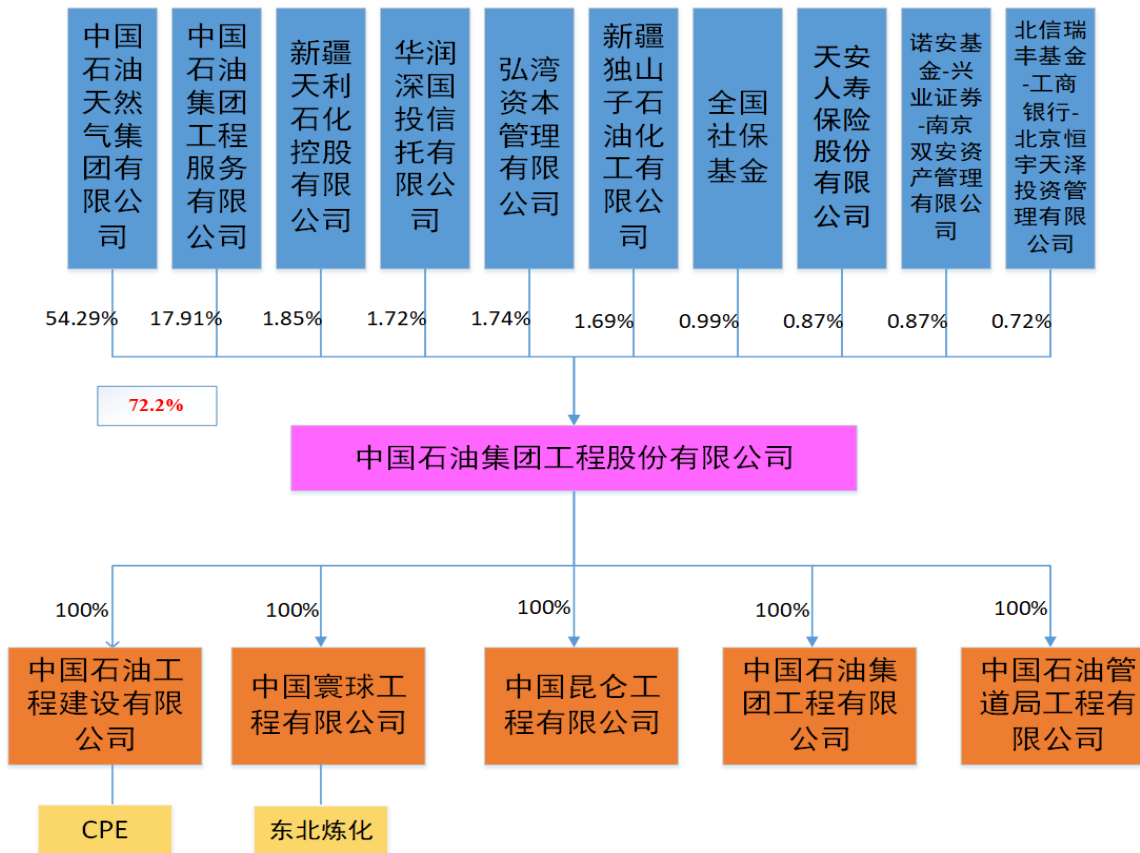
	母公司	子公司		
	中油工程（2018合并参评）	中国石油管道局工程有限公司	中国石油工程建设有限公司	中国寰球工程有限公司
年份	国际承包商250强排名（主要以国际业务营收排名）			
2018年	33，在上榜中国企业中排名第8			
2017年		88	73	133
2016年		68	84	119
2015年		64	66	165
2014年		63	76	238
年份	全球承包商250强排名			
2018年	42，在上榜中国企业中排名第17			
2017年		119	101	143
2016年		76	128	121
2015年		65	88	118
2014年		82	101	89

资料来源：ENR，太平洋证券；备注：美国《工程新闻记录（ENR）》隶属于美国麦格劳·希尔公司，是全球工程建设领域最权威的学术杂志。



■ 公司控股股东为中石油集团，控股高度集中，达到72.2%。

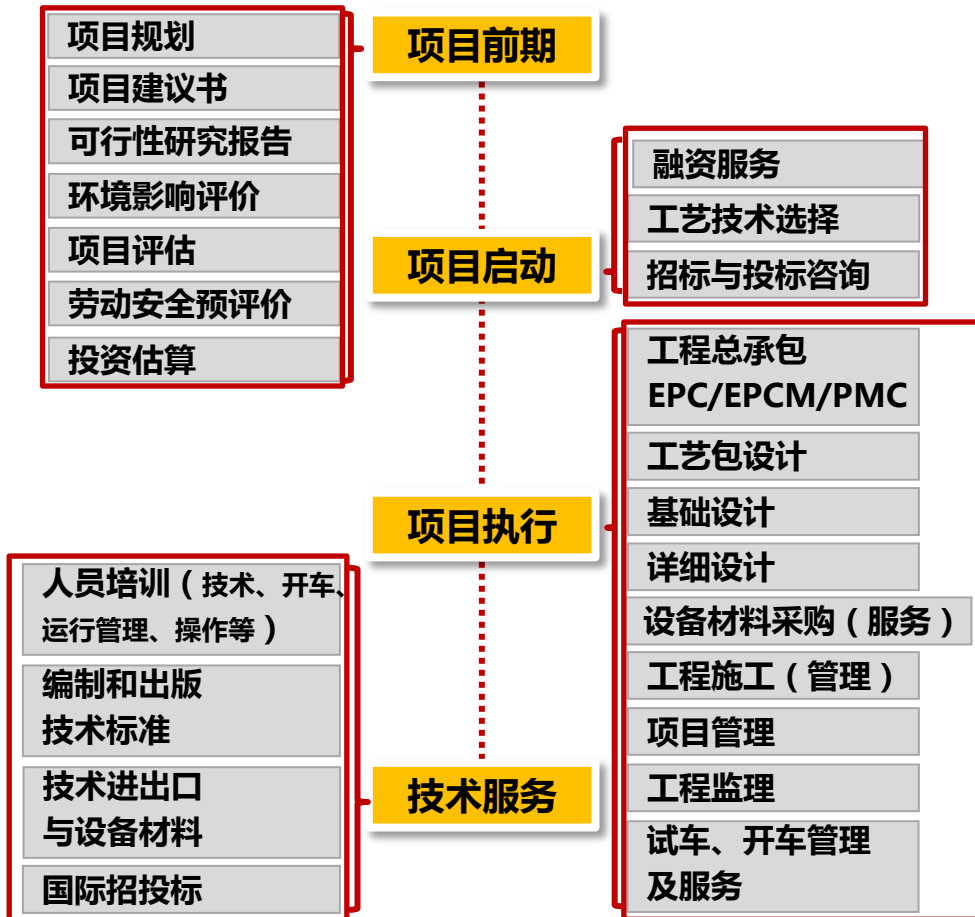
图表：公司股权结构



资料来源：公司资料，太平洋证券；备注：2018年三季度

- **全产业链“一站式”工程服务商**
- **业务领域：**油气田地面工程、储运工程、炼化工程、环境工程、项目管理等。
- **服务：**咨询、项目管理、勘察、设计、采购、施工、安装、试运、开车、生产服务、运营维护、无损检测、技术研发等全产业链服务。

图表：项目全生命周期的综合解决方案 & 全过程的业务链



资料来源：公司资料，太平洋证券

资质完备

工程设计资质

工程设计综合甲级资质

施工总承包及各类专项资质

化工石油工程施工总承包一级
房屋建筑工程施工总承包一级
电力工程施工总承包三级
机电设备安装工程专业承包一级
管道工程专业承包一级
无损检测工程专业承包一级
海洋石油工程专业承包二级等等

特种设备资质

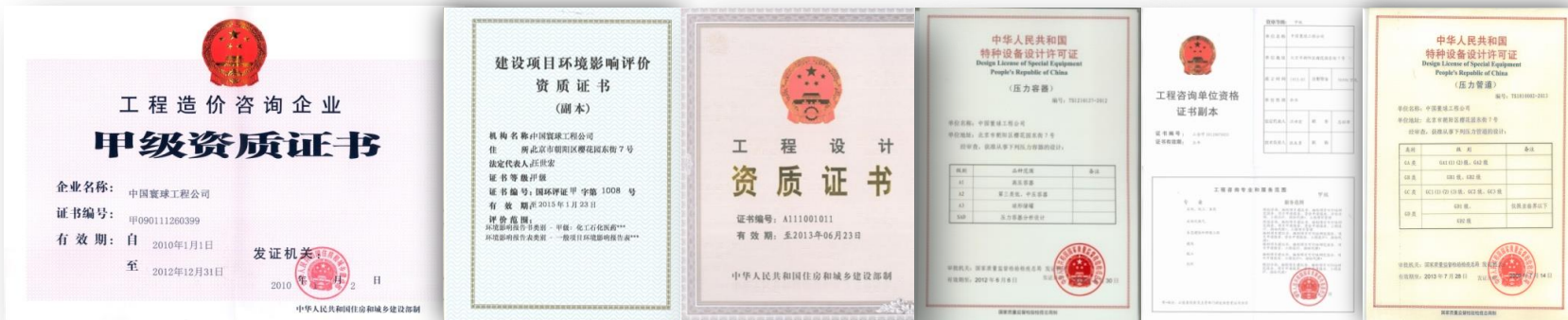
特种设备设计资质
特种设备制造资质：A1\A2
特种设备安装维修资质
压力管道安装改造维修许可证等等

其它资质

国际招标机构甲级资质
工程项目监理甲级资质
对外承包工程经营资质
对外贸易经营者备案登记等等

咨询类资质

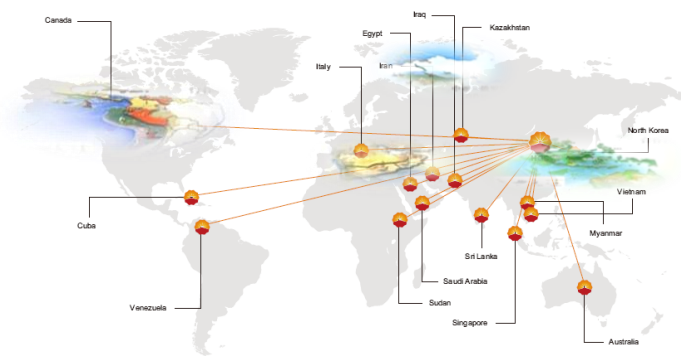
工程咨询甲、乙级资质
工程造价咨询甲级资质
建设项目环境影响评价甲级资质
危险废物和医疗废物处置设施建设
项目专项环境影响评价
工商领域固定资产投资咨询
国家发改委咨询评估任务评估机构
等等



资料来源：公司资料，太平洋证券

■ 技术及工程实力雄厚，项目经验遍布全球

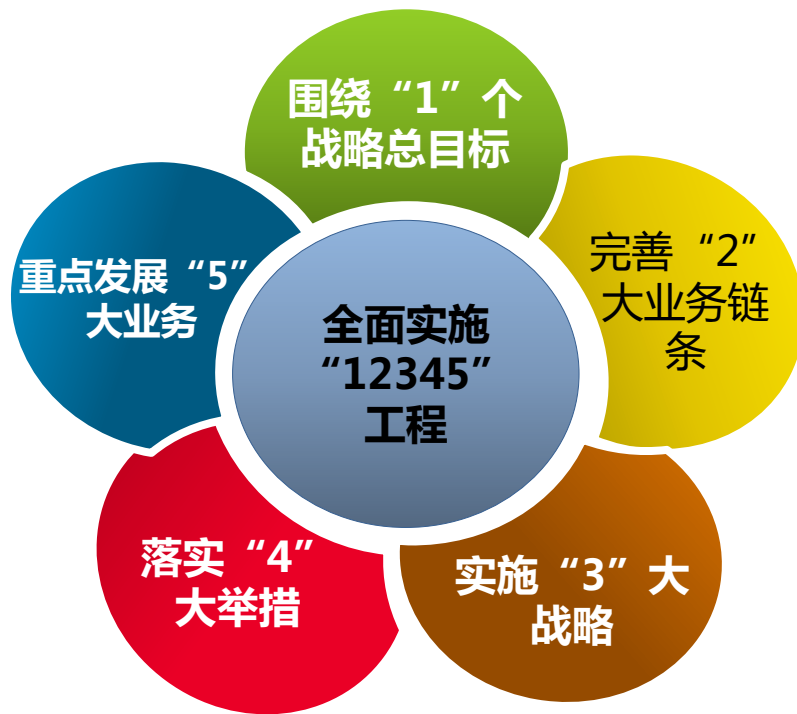
- **油气田工程领域**：拥有常规油气田和高含水、低渗透、特稠高凝油田及“三高”（高压、高产、高含硫）气田地面工程建设成套技术系列，并拥有超过2000万吨/年原油产能建设能力和200亿立方米/年天然气产能建设能力，陆上油气田地面工程设计施工水平和能力处于国内领先地位。
- **储运工程领域**：陆上长输管道建设处于国内领先地位，施工技术达到国际先进水平，年施工能力8000公里，适应水田水网、沙漠戈壁、大坡度和石质山体等复杂地形的施工技术；拥有15万立方米原油储罐、1万立方米球罐设计施工技术，拥有原油储罐2600万立方米/年、成品油储罐1600万立方米/年的施工能力；拥有天然气液化工厂和LNG接收站设计和施工能力，拥有单罐容量20万方LNG低温储罐设计、施工技术和能力。
- **炼化工程领域**：拥有1500万吨/年炼油和120万吨/年乙烯工程设计与施工能力；拥有年产40万吨ABS树脂，40万吨聚酯，120万吨PTA自主工艺技术，处于国内先进水平；拥有45万吨合成氨，80万吨尿素成套技术；拥有换热器、塔器、球罐、反应器等炼油化工设备制造技术，甲醇合成塔、水煤浆气化炉，超高压氨气储罐等厚壁压力容器制造技术，大型钢结构，网架制造与安装技术，拥有金属结构加工能力为24万吨/年。



资料来源：公司资料，太平洋证券

- **1**个战略总目标：建设世界一流油气工程综合服务商
- **2**大业务链条：工程建设全产业链和工程服务全价值链
- **3**大战略：一体化、国际化、创新型
- **4**大举措：上中下游一体化、国内外一体化、多功能服务一体化、海陆一体化
- **5**大业务：油气田地面工程服务、储运工程服务、炼化工程服务、环境工程服务、项目管理服务
- **6**大平台作为“12345工程”的保障措施：改革创新、战略决策支持、市场开发服务、合规经营、管理、科技信息支撑、人才队伍成长

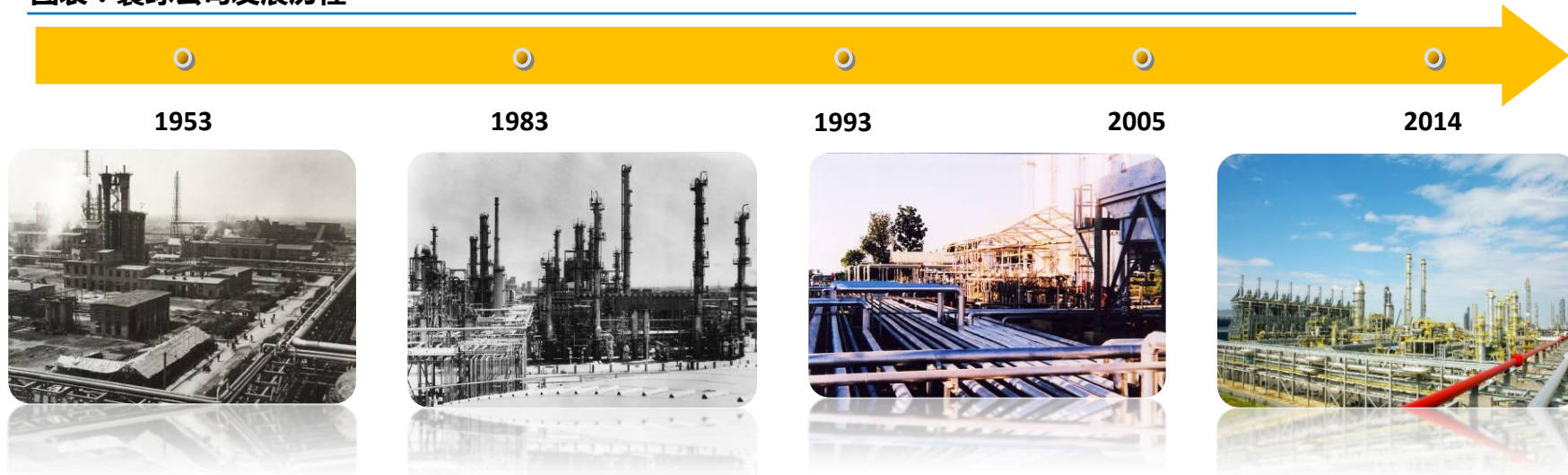
图表：全面实施“12345”工程



资料来源：公司资料，太平洋证券

- 2005年至今：整体并入中石油，进入快速发展期（连续19年上榜国际权威的《工程新闻记录》（ENR）全球最大的225家国际工程承包商和全球最大的200家国际设计公司的唯一一家中国公司）
- 1994-2005年：从国内工程公司发展为国际知名工程公司
- 1984-1993年：从设计院发展为国内著名的工程公司
- 1953-1983年：发展成国内知名的化工设计院

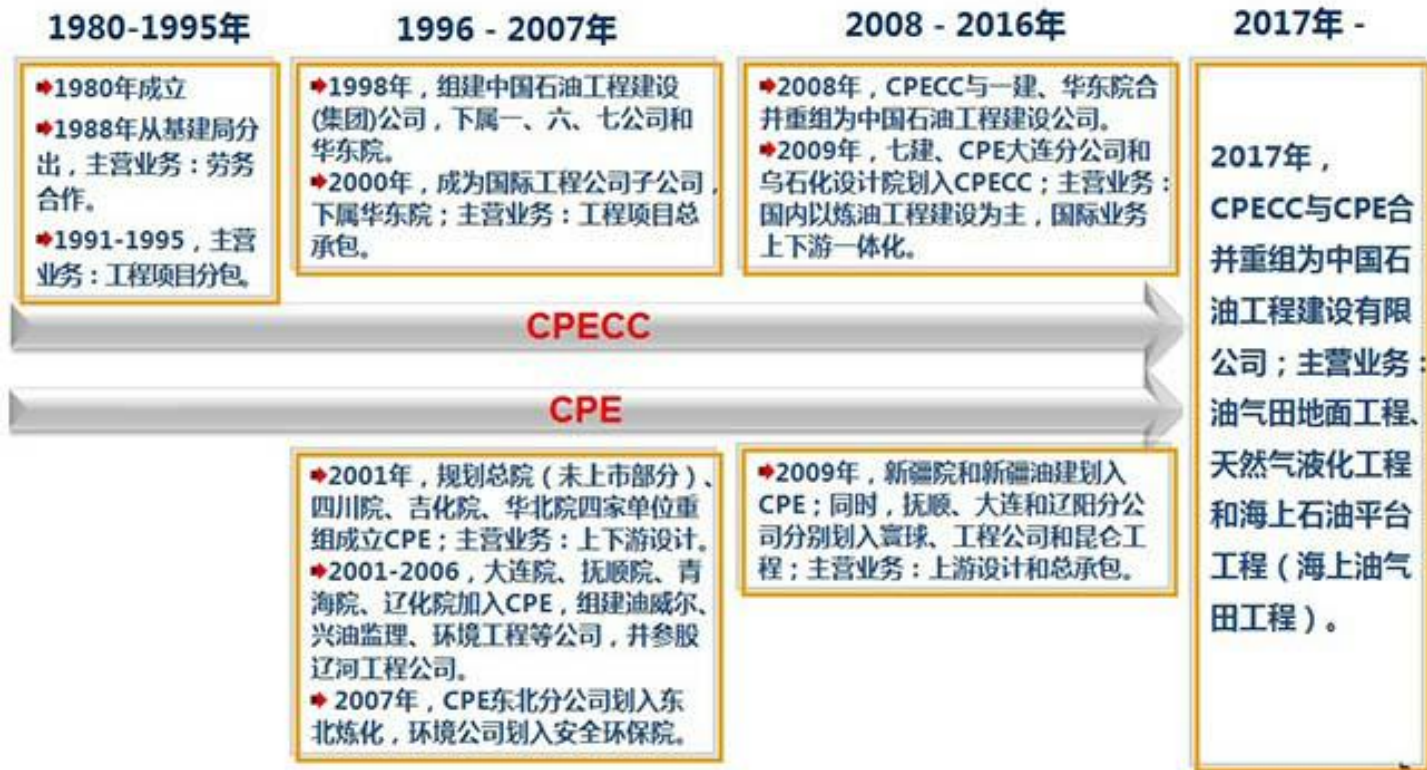
图表：寰球公司发展历程



资料来源：公司资料，太平洋证券

■ 2017年至今：CPECC和CPE合并，实力增强

图表：中国石油工程建设有限公司发展历程



资料来源：公司资料，太平洋证券

- **管道局创建于1973年，占据我国长输管道主要市场。据统计，其原油、天然气长输管道市场份额高达65-70%，原油管道达55%。**

图表：管道局典型历史业绩



» 中俄原油管道二线工程

中俄原油管道二线工程管道全长941.80公里，全线分为4个合同项，管道局承担第二合同项，该段全长221.2公里，管径813毫米，设计压力9.5兆帕~11.5兆帕，沿线设置站场1座、线路阀室10座、公路穿越共296处、铁路穿越3处、沼泽73.66km、地下障碍物穿越119处。



» 陕京四线输气管道线路工程

陕京四线输气管道工程是继陕京一、二、三线之后的又一条经由长庆气区向环渤海地区及途经地区输送天然气的能源通道，是西部进口中亚气和国产气输送的重要通道，是“西气东输”战略通道的延伸...



» 中缅油气管道工程（国内段）

中缅油气管道工程（国内段）包含中缅天然气、中缅原油、云南成品油管道工程三条管道。天然气管道全长约975公里，干线管径1016毫米，支线管径323毫米，设计压力10兆帕。



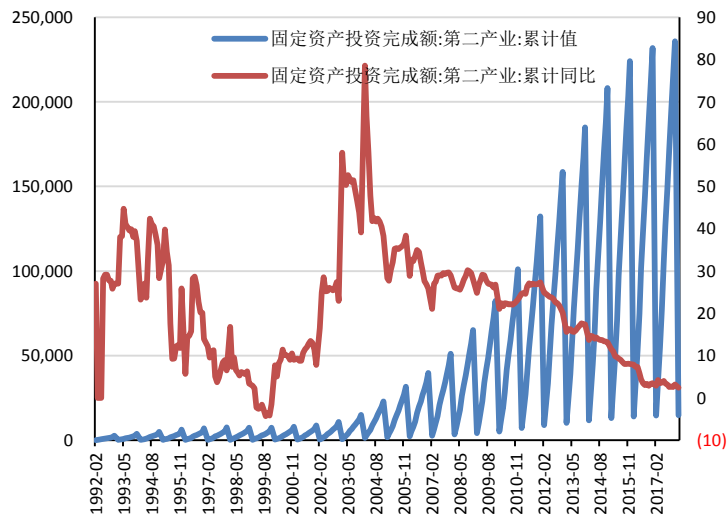
» 阿联酋阿布扎比原油管道项目

阿联酋阿布扎比原油管道由管道局与CPECC联手承建。该管线起始于阿联酋阿布扎比的哈伯善油田，终点为富吉拉港口，原油经海上终端装船外运。

资料来源：公司资料，太平洋证券

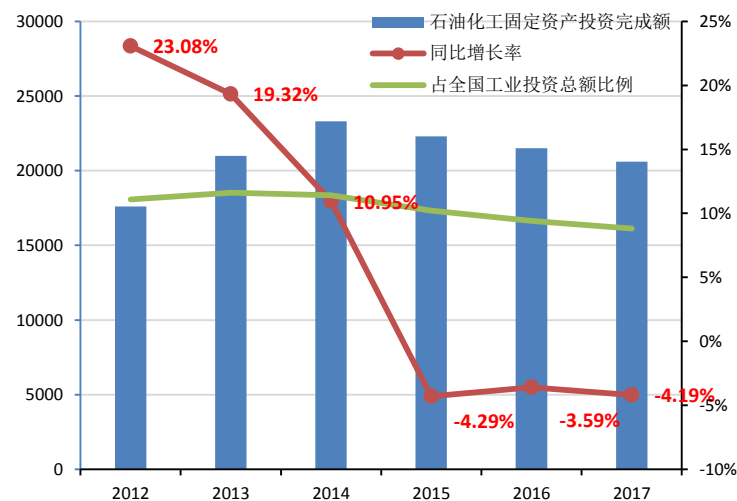
- 2015、2016、2017年中国石油和化学工业固定资产投资完成额分别达2.23万亿元、2.15万亿元、2.06万亿元，同比下降4.29%、3.59%、4.19%，占全国工业投资总额的10.2%、9.4%、8.8%，持续下滑。
- 供给侧改革，叠加环保去产能，落后企业主动去产能，工业产能周期筑底。规上工业企业产能利用率回升至78%；资产负债率从58%降至55%。
- 2018年，我国化学原料与化学制品固定资产投资完成额同比+6%，逐渐好转。

图表：第二产业固定资产投资额走势图



资料来源：Wind，太平洋证券

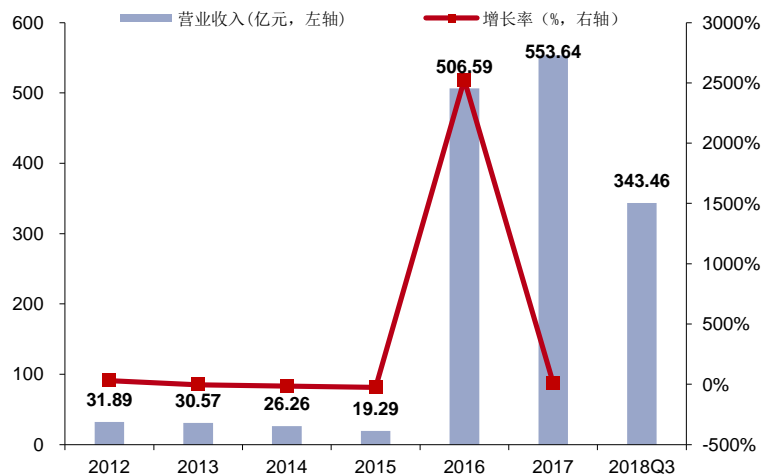
图表：2012-2017年石化固定资产投资走势图



资料来源：CPCIF，太平洋证券

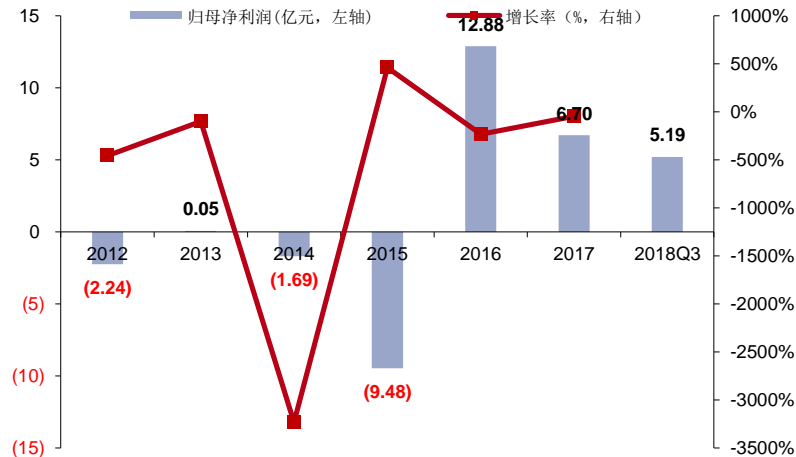
- 2017年，公司实现营业收入553.64亿元，同比+9.29%；净利润6.73亿元，归母净利润为6.70亿，同比-47.96%；实现净利润低于年初预计的13.26亿元，主要由于汇兑净损失5亿元，而2016年为汇兑净收益3.68亿元。
- 2018年前三季度，公司实现营业收入343.46亿元，同比+9.78%；归母净利润5.19亿元，同比-0.47%；公司Q1-Q3单季度分别实现扣非后归母净利润-0.47亿元、1.43亿元、3.81亿元，环比改善。
- 2018年前三季度，新签合同额483.7亿元，同比降低32.4%，已中标未签合同额111.2亿元，已签订未生效合同额103.4亿元。

图表：2012-2018H1公司营业收入走势图



资料来源：Wind，太平洋证券

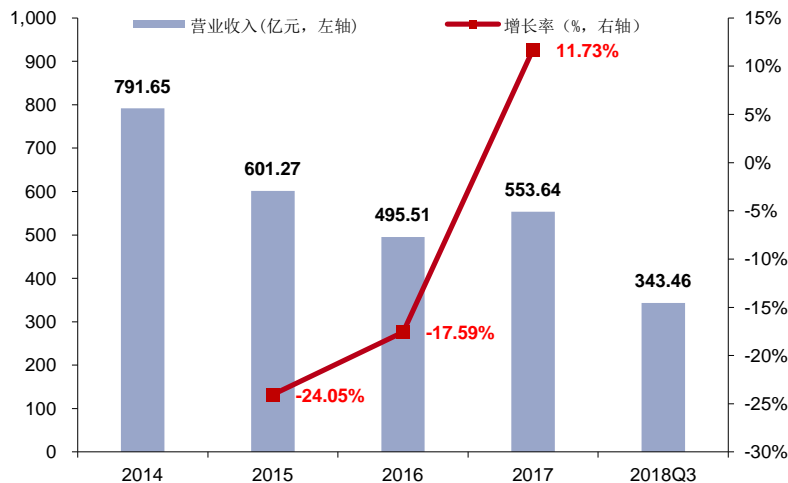
图表：2012-2018H1公司净利润走势图



资料来源：Wind，太平洋证券

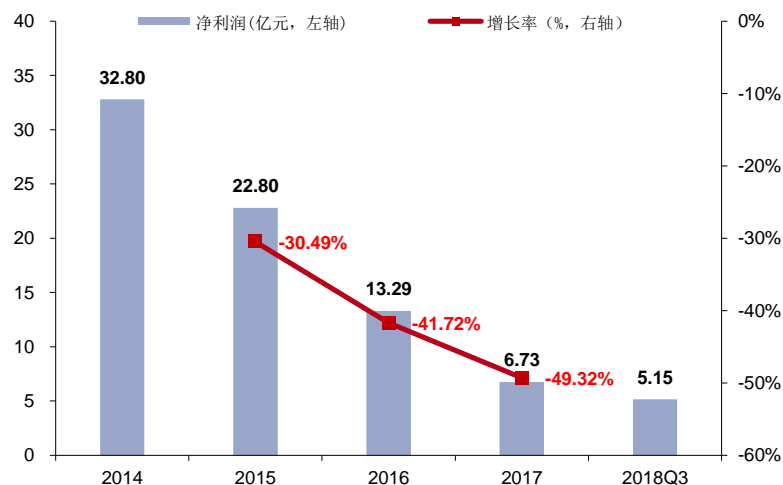
- 按照备考业绩，2014年公司工程板块实现营收791.65亿元，净利润32.80亿元。
- 随着国际油价的下跌，工程市场萎缩，竞争加剧，2015年实现营收601.27亿元，净利润22.80亿元，持续下滑。

图表：2014-2018H1公司工程板块备考营业收入走势图



资料来源：Wind，太平洋证券估算修正

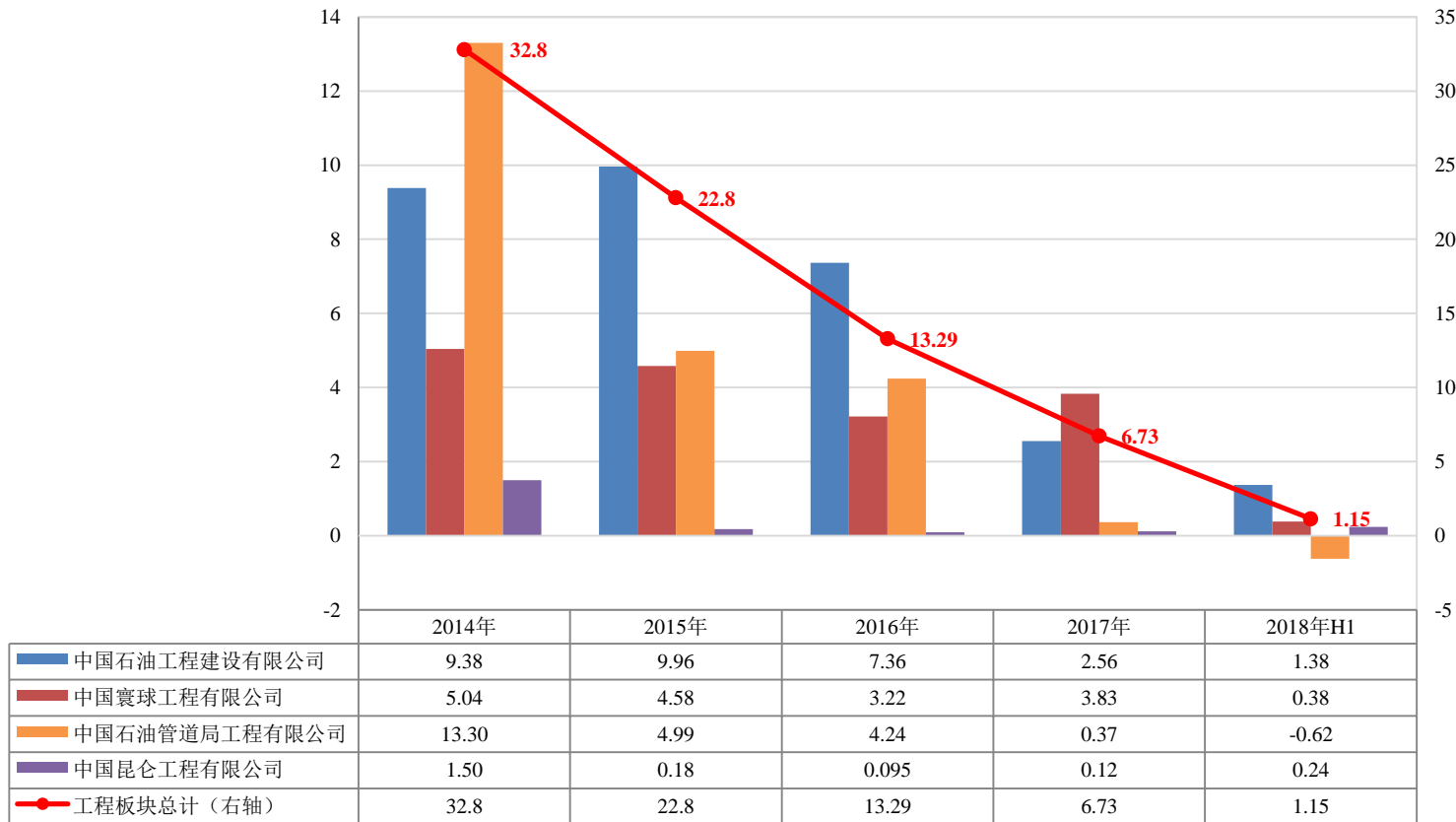
图表：2014-2018H1公司工程板块备考净利润走势图



资料来源：Wind，太平洋证券估算修正

■ 公司利润来源主要为寰球工程、工程建设公司，管道局下滑明显，边际改善空间大。

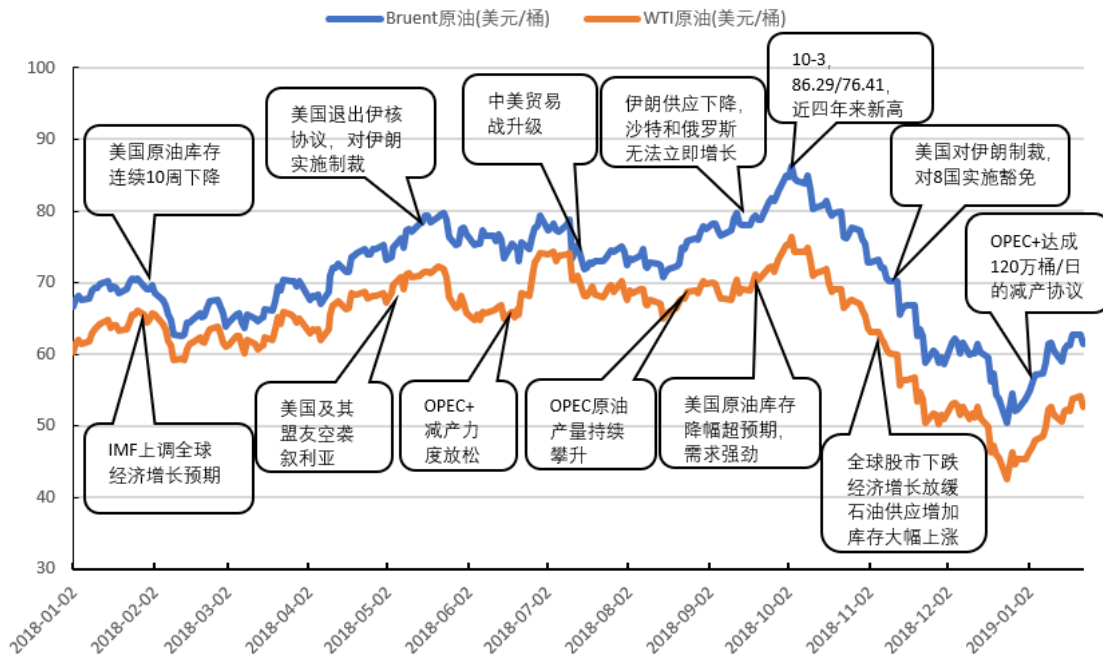
图表：子公司净利润（亿元）



资料来源：Wind，太平洋证券估算修正；备注：其它工程板块公司包括工程设计公司及东北炼化公司

- **原油供需弱平衡，囚徒困境、大国博弈、美沙俄三足鼎立左右全球市场**
- 2017年，Brent均价54.74美元/桶，同比+21.4%；WTI均价50.89美元/桶，同比+17.2%，呈“V”型走势。
- 2018年全年呈现先涨后跌的趋势，Brent和WTI均价分别为71.69美元/桶和64.90美元/桶，同比分别上涨31%和28%。
- 2019年以来，受成本支撑，OPEC主导的减产协议2019年1月份开始生效，俄罗斯原油产量下降，沙特12月份产量的实质性减少，伊朗原油出口下滑等消息面支撑，国际油价超跌反弹，中枢向上，从18年12月最低点反弹达20%以上。

- **展望未来，我们维持前期判断，当前决定油价的核心因素依然为供给侧，从产油国的利益出发，油价上涨符合产油国利益，对于寡头市场，具备上涨动力。从成本端出发，考虑页岩油成本在45美元/桶以上，油价下有底。特别是由于美国能源政策调整，未来成为原油净出口国，油价上涨符合其利益，且或作为打击对原油进口依存度超过70%的中国的有力手段，不得不防。看好油价温和上涨，中枢向上判断不变。预计2019年Brent油价中枢在60-75美元/桶。**



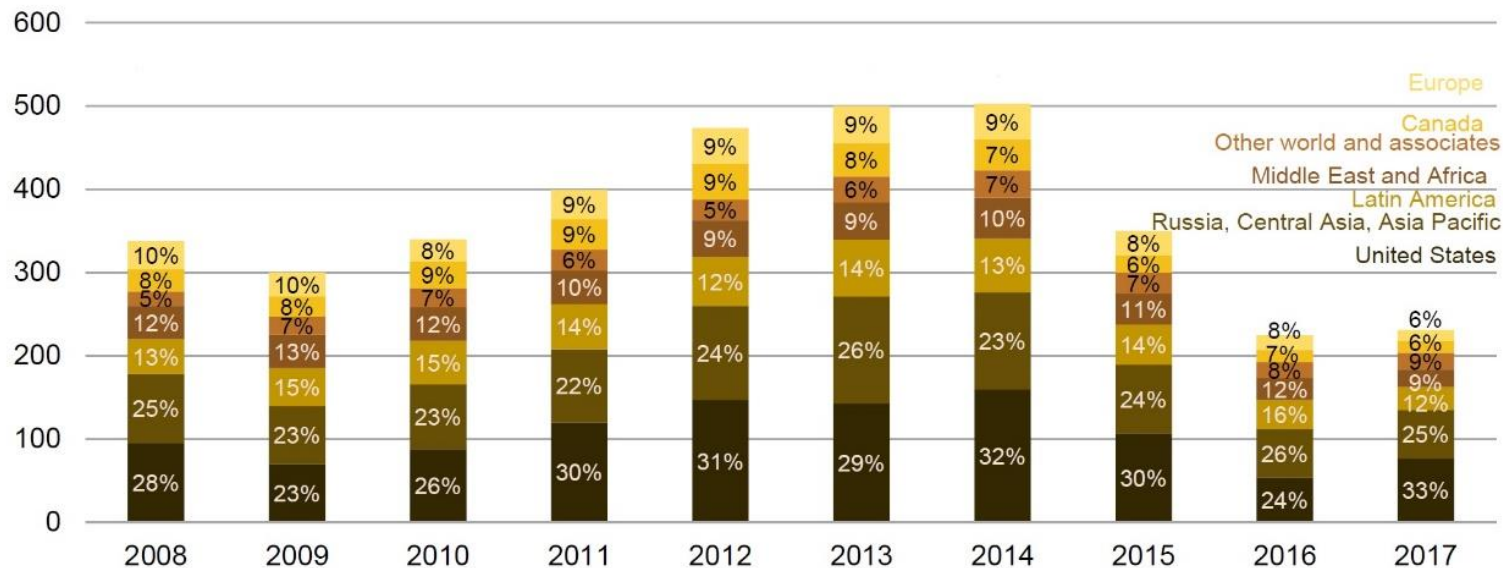
资料来源：Wind，太平洋证券

- 资本开支和油价的关系回溯：总体而言，石油公司资本开支与油价具有较强的正比关系。
- 据EIA统计，在油价高企的2013和2014年，全球油公司在上游勘探开发的资本开支超过5000亿美元。2015年和2016年，随着原油价格暴跌，上游资本开支大幅降低，2017年随着油价回暖，上游资本开支触底反弹。

图表：全球勘探&开发投资触底反弹

exploration and development costs incurred

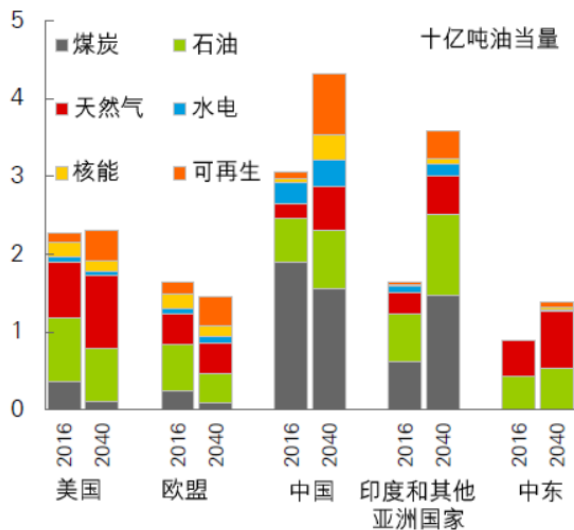
billion 2017\$



资料来源：EIA，太平洋证券

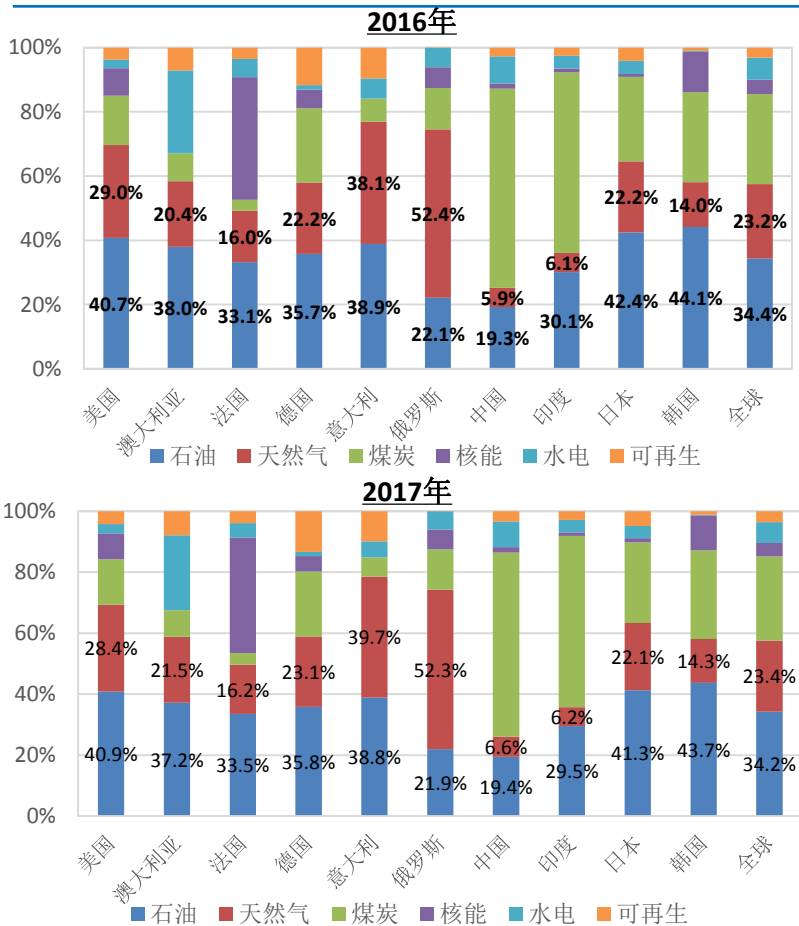
- “降煤稳油提气”**：2017年我国能源消费总量44.9亿吨标煤，同比+2.9%，增速提高1.5个百分点。其中，煤炭消费占比60.4%，下降1.6个百分点；天然气消费占比6.6%，提升0.7个百分点（**但远低于世界平均水平23%**）；石油基本稳定。能源消费结构不断优化，但仍有较大提升空间。我们认为**“降煤稳油提气”**依然是**“十三五”乃至“十四五”我国能源结构发展趋势，油气依然占有重要地位。**

图表：能源消费结构展望



资料来源：BP，太平洋证券

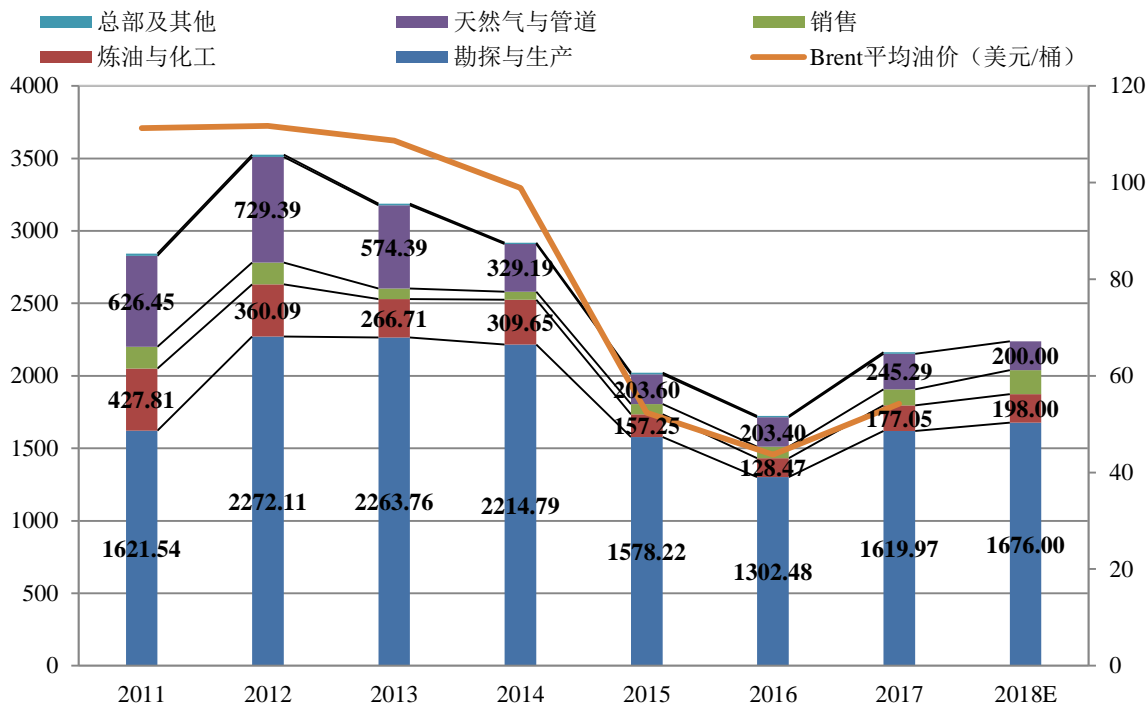
图表：2016年和2017年世界各国能源消费结构



资料来源：BP，太平洋证券

- **随着油价上升，三桶油加大资本开支，叠加国家能源安全，预计催化**
- **2018年H1，中国石油资本开支746.18亿元（2018E 2258/+4.4%），同比+19.7%，其中勘探与生产583.61亿元，同比+28.8%。预计2018年完成额超预算，2019大幅增长。**
- **2018年H1，中国石化资本开支236.87亿元（2018E 1170/+17.7%），同比+48.5%；其中勘探及开发107.62亿元，同比+56.7%；炼油46.10亿元，同比+25.5%。**
- **2018年H1，中海油资本开支210亿元，同比-1.9%，2018年预计完成630亿元，同比增长25.75%。2019年预算为700-800亿元**

图表：中国石油资本开支情况（亿元）



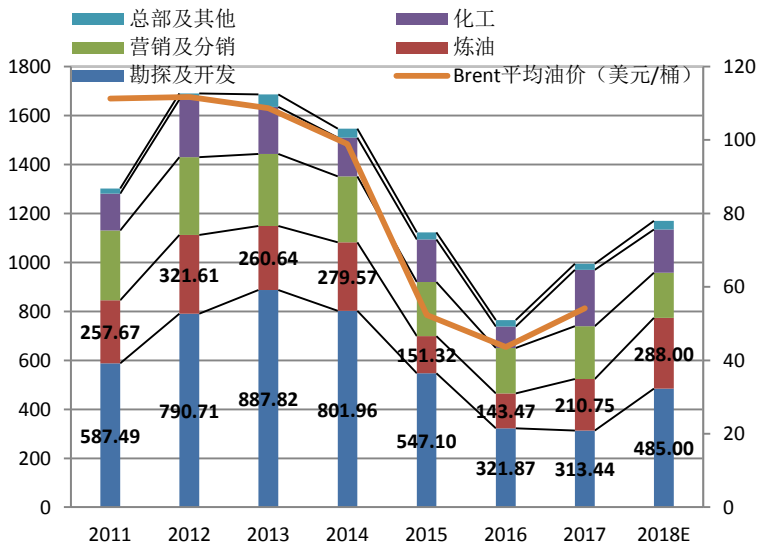
资料来源：Wind，太平洋证券

■ 集团业务占据重要地位，境外营收占比提升

图表：公司营收拆分

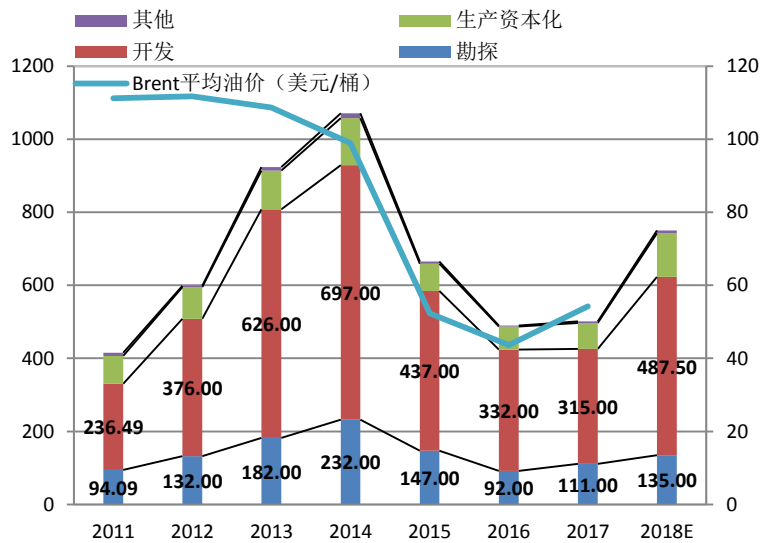
	2015年收入	2016年收入	2017年收入	2018年H1收入
中石油集团及关联方比例	37.49%	38.77%	43.61%	42.79%
中石油集团外部比例	62.51%	70.31%	56.39%	57.21%
境外比例	35.35%	33.95%	42.68%	48.11%

图表：中国石化资本开支情况（亿元）



资料来源：Wind，太平洋证券

图表：中国海油资本开支情况（亿元）



资料来源：Wind，太平洋证券；备注：2018年预计630亿元

- **背景：**2017年5月，中共中央、国务院印发《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，明确改革指导思想、基本原则、总体思路和主要任务。其中第三个重点任务即是：改革油气管网运营机制，提升集约输送和公平服务能力。分步推进国有大型油气企业干线管道独立，实现管输和销售分开。完善油气管网公平接入机制，油气干线管道、省内和省际管网均向第三方市场主体公平开放。
- **意义重大：**（1）运销分离，满足“管住中间，放开两端”要求，油气市场化改革提速；（2）提高管网运营效率，降低管输价格水平；（3）第三方开放，促进天然气大规模应用，增强调峰及应急保供能力；（4）消除“中游”制约，激发上下游活力。
- **进展情况：**（1）2015年12月，中石油管道有限责任公司作为平台公司，整合旗下中石油东部管道公司（884.15亿元）、中石油管道联合有限公司（1239.22亿元）及中石油西北联合管道公司（690.3亿元）三家公司，评估值合计2813.67亿元。（2）2016年，根据《国家能源局综合司关于做好油气管网设施开放相关信息公开工作的通知》（国能综监管〔2016〕540号）要求，三桶油陆续公布油气管网设施情况。（3）2017年，根据国家发展改革委关于印发《天然气管道运输价格管理办法（试行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（试行）》的通知（发改价格规〔2016〕2142号），“三桶油”陆续公布管输成本情况。（4）市场预期2019年内，最快2019年6月底，国家管网公司成立。
- **改革预期路径：**（1）“三桶油”剥离旗下管道相关资产，转移至新管网公司，确定各自股比；（2）同时引入一定比例社会资本，包括国营及民营资本，实现股权多元化，新增资金用于扩建管网；（3）新管网公司寻求上市，再次引入社会资本
- **主要困难：**（1）我国现行管网复杂，如何分拆？如何估值？如何管理？不少具体问题有待进一步细化（2）是否重蹈电网系统“厂网分离”改革覆辙，引发新的垄断？

2019年或是我国油气改革落实大年，除了管网，预计销售亦有所进展。

- **高度集中，一家独大**：据统计，截止2017年底，我国油气长输管道总理程累计约13.31万公里，其中天然气管道约7.72万公里，原油管道约2.87万公里（已扣减退役封存管道），成品油管道约2.72万公里。其中中国石油一家独大，原油、天然气及成品油管道占比分别为71%、70%、42%。

图表：我国管道建设基本情况

公司	原油管道里程 (公里)	占比	天然气管道里程 (公里)	占比	成品油管道里程 (公里)	占比	管网里程小计 (公里)	占比
中国石油	20359	70.94%	53834	69.73%	11389	41.87%	85582	64.30%
中国石化	6616	23.05%	4536	5.88%	—	—	11162	8.39%
中国海油	—	—	4700	6%	—	—	—	—
其它			14130	18.30%				
总计	28700	21.56%	77200	58%	27200	20.44%	133100	100%

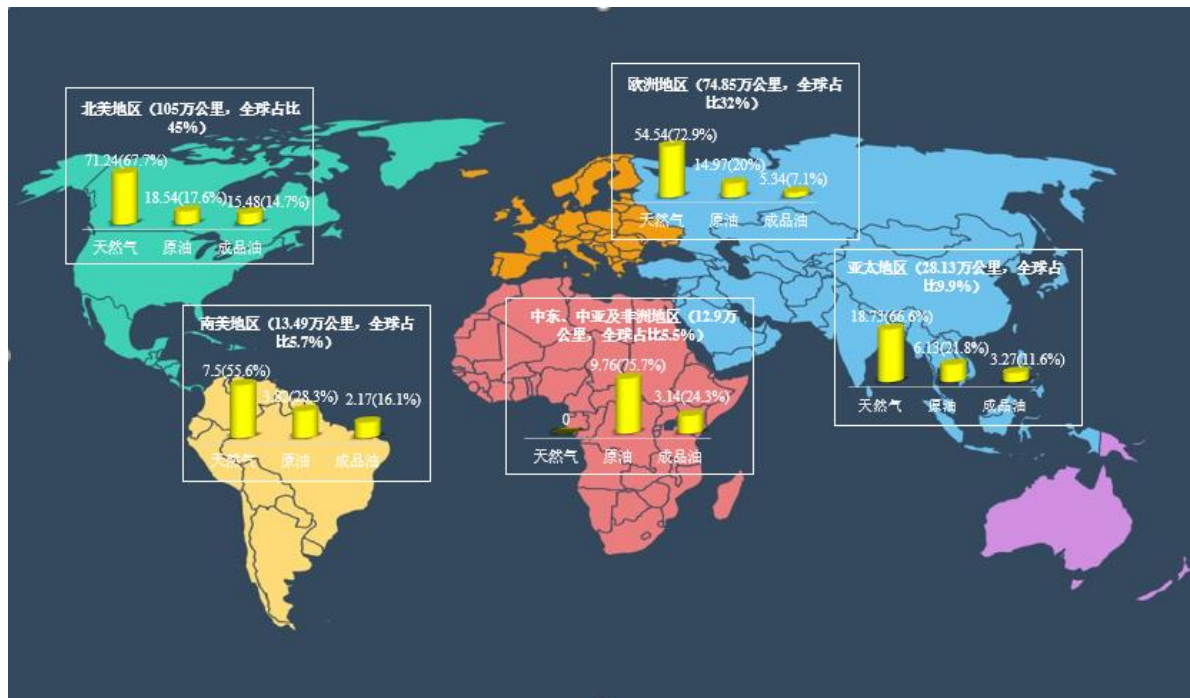
资料来源：CNKI，太平洋证券

- **掣肘：管网基础设施建设严重落后于市场需求及政策规划**
- **天然气：**2004年西气东输一线工程正式投产，拉开了我国全面应用天然气的大幕。根据统计局、发改委及ETRI数据，2018年天然气表观消费量分别为2833亿立方米、2803亿立方米、2766亿立方米，分别同比增长18.3%、18.1%、16.6%，2018年消费增量达390-440亿立方米，对外依存度44.4%，同比提升约4.5ptc。每年冬季的工业企业限气、“气荒”，特别是2017年冬季的LNG涨价突破万元/吨，反应了我国天然气基础设施的薄弱，供不应求。“降煤稳油提气”，预计我国天然气再次进入黄金发展期，未来几年继续保持两位数增长。
- **十三五、十四五规划高增长，亟待国家管网公司成立后，加快建设，市场规模高达1-2万亿元。**

指标	单位	2010年	2015年	2018年E	2020年目标E	2019-2020年增长率	2025年目标E	十四五CAGR[1]
原油产量	亿吨	2.03	2.14	1.89	>2.0			
原油表观消费量	亿吨	4.32	5.47	6.48	5.9	超计划		
原油净进口量	亿吨	2.39	3.33	4.59	3.9	超计划		
天然气产量	亿立方米	948	1350	1610	2070	13.4%		
天然气表观消费量	亿立方米	1075	1931	2833	3600	12.7%		
天然气净进口量	亿立方米	126	584	1223	1750	19.6%		
原油管道里程	万公里	2.2	2.7	2.87	3.2	5.6%	3.7	2.9%
天然气管道里程	万公里	4.26	6.4	7.72	10.4	16.1%	16.3	9.4%
成品油管道里程	万公里	1.8	2.1	2.72	3.3	10.1%	4	3.9%

资料来源：规划文件，统计局，太平洋证券；备注[1]：假设“十三五”目标完成

- **全球管网建设，发达国家地区领先：**据统计，2017年底，全球油气管道的总长度达233.92万公里。其中，天然气管道占比60%，总长度142.5万公里；原油管道占比24%，总长度56.2万公里；成品油管道占比16%，总长为35.1万公里。**分地区看，管网建设情况基本与经济发展程度成正比，北美及欧洲地区领先。**
- **对标全球，潜力巨大：**以美国为例，我国天然气产量为美国的1/5，消费量为美国的1/3，天然气管道里程却仅为美国的1/9；原油产量为美国的1/3，消费量为美国的7/10，原油管道里程却仅为美国的3/10。



资料来源：CNKI，太平洋证券；备注：欧洲地区包括俄罗斯

- **中石化“主辅分离、主业上市”市场化改革走在前面，油服板块、机械板块、工程技术板块相继上市，分别对应石化油服（原仪征化纤，2015）、石化机械（原江钻股份，2015）、中石化炼化工程（02386.HK，2013）**

图表：我国主要石化化工领域工程公司对比，公司盈利改善潜力大

	中国化学	中油工程	中石化炼化工程
ENR 250强国际承包商排名	国际：2018年46；2017年50	国际：2018年33/2017年子公司排名详见下表	国际：2018年55；2017年53
ENR 250强全球承包商排名	全球：2018年39；2017年38	全球：2018年42	全球：2018年68；2017年53
2017营业收入，亿元	585.71	553.64	362.09
2017归母净利润，亿元	15.57	6.7	11.3
2017毛利率	15.32%	8.82%	11.10%
2017年新签合同额，亿元	950.76	1049.96	390.63
2017新签合同占比	1. 煤化工 9.44% 2. 石油化工 25.31% 3. 化工 34.65% 4. 电力 5.64% 5. 建筑 7.69% 6. 环保 4.98% 7. 其他 12.29%	1. 炼油与化工工程 27.58% 2. 油气田地面工程 39.04% 3. 管道与储运工程 21.08% 4. 环境工程等其他 12.31%	1. 炼油 36.25% 2. 石化 42.86% 3. 新型煤化工 6.08% 4. 其他 14.81%
设计及建筑类子公司	中国天辰工程有限公司 赛鼎工程有限公司 化学工业第三设计院有限公司 中国五环工程有限公司 华陆工程科技有限责任公司 中国成达工程有限公司 中国化学工业桂林工程有限公司 化学工业岩土工程有限公司 中国化学工程香港有限公司 中化二建集团有限公司 中国化学第三、四、六、七、十一、十三、十四、十六建设有限公司	中国石油工程建设有限公司（ENR排名73） 中国寰球工程有限公司（ENR排名133） 中国昆仑工程有限公司 中国石油集团工程有限公司 中国石油管道局工程有限公司（ENR排名88）	中国石化工程建设公司 中石化洛阳工程公司 中石化上海工程公司 中石化宁波工程公司 中石化南京工程公司 中石化第四建设公司 中石化第五建设公司 中石化第十建设公司

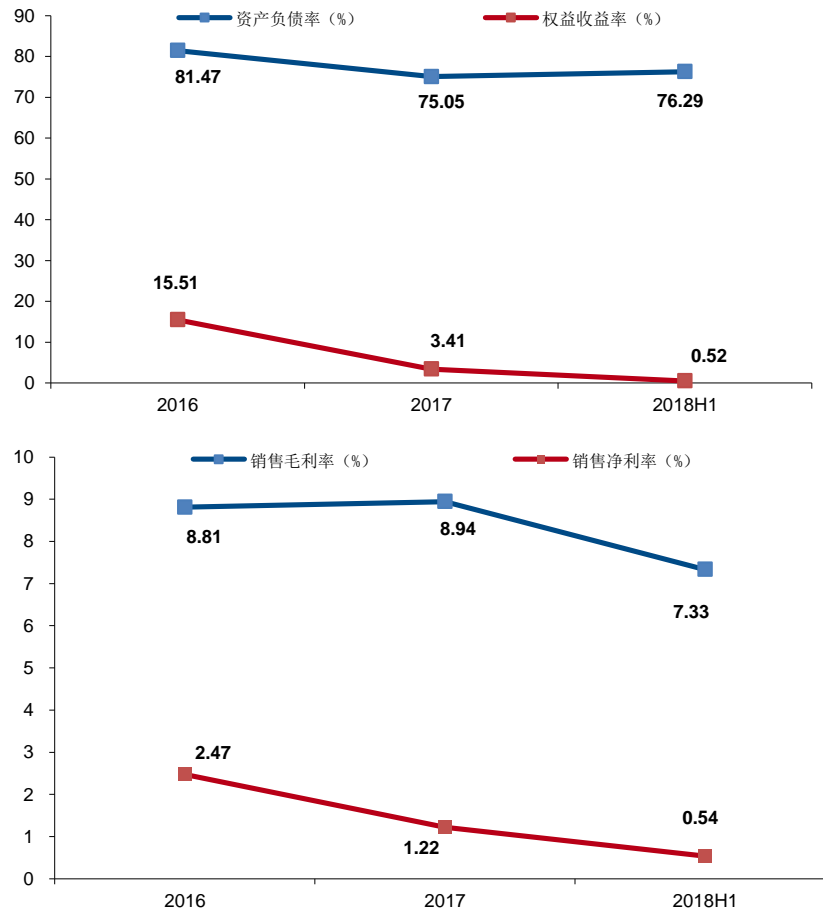
资料来源：Wind，太平洋证券

■ 订单情况：

年份	项目构成	新签合同额	目标
2016年		701	
2017年	油气田地面工程业务409.86亿元 (占比39.04%)	1049.96	营收456.68亿元(实际553.64) 净利润13.26亿元(实际6.73)
	管道与储运工程业务221.27亿元 (占比21.07%)		
	炼油与化工工程业务289.60亿元 (占比27.58%)		
	环境工程、项目管理及其他业务129.23亿元(占比12.31%)		
2018H1	油气田地面工程业务52.80亿元 (占比21.04%)	250.9	2018年目标： 营收572亿元 净利润10.5亿元 新签合同额957亿元
	管道与储运工程业务54.93亿元 (占比21.89%)		
	炼油与化工工程业务92.19亿元 (占比36.74%)		
	环境工程、项目管理及其他业务50.98亿元(占比20.32%)		

资料来源：Wind，太平洋证券

■ 毛利率及收益率等情况：



资料来源：Wind，太平洋证券

■ 估值核心假设：

合计	2016	2017H1	2017A	2018H1	2018E	2019E	2020E
营业收入（亿元）	506.60	190.20	553.64	213.92	575.68	639.18	731.30
收入增速			9.3%	12.5%	4.0%	11.0%	14.4%
营业成本（亿元）	461.96	169.52	504.13	198.23	530.68	582.84	662.54
销售毛利（亿元）	44.65	20.68	49.51	15.69	44.99	56.34	68.76
毛利率(%)	8.81%	10.87%	8.94%	7.33%	7.82%	8.81%	9.40%
油气田地面工程							
销售收入（亿元）	212.93	69.13	221.72	92.31	254.98	280.48	322.55
增长率			4.13%	33.54%	15%	10%	15%
销售成本（亿元）	194.90	62.62	208.59	85.87	236.11	256.6365	293.5192
毛利率	8.47%	9.42%	5.92%	6.97%	7.40%	8.50%	9.00%
管道与储运工程							
销售收入（亿元）	150.80	76.03	176.65	55.56	132.49	145.73	167.59
增长率			17.14%	-26.99%	-25%	10%	15%
销售成本（亿元）	142.23	68.93	163.0548	52.43	124.54	134.80	154.19
毛利率	5.68%	9.34%	7.69%	5.56%	6.00%	7.50%	8.00%
炼油与化工工程							
销售收入（亿元）	102.17	35.66	130.10	52.70	156.12	174.86	195.84
增长率			27.34%	47.77%	20%	12%	12%
销售成本（亿元）	90.48	30.13	111.28	48.46	142.23	158.25	175.28
毛利率	11.44%	15.50%	14.47%	8.03%	8.90%	9.50%	10.50%
环境工程、项目管理及其他							
销售收入（亿元）	36.48	8.26	22.65	12.03	29.45	35.34	42.41
增长率			-37.90%	45.66%	30%	20%	20%
销售成本（亿元）	31.24	7.36	19.59	10.77	26.36	31.63	37.96
毛利率	14.38%	10.93%	13.55%	10.44%	10.50%	10.50%	10.50%
其他							
销售收入（亿元）	4.22	1.12	2.51	1.36	2.64	2.77	2.91
增长率			-40.45%	21.91%	5%	5%	5%
销售成本（亿元）	3.11	0.48	1.6201	0.6885	1.45	1.53	1.60
毛利率	26.31%	57.01%	35.53%	49.39%	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源：太平洋证券

- 我们预计公司2018-2020年归母净利分别为9.58亿元、11.43亿元、14.68亿元，对应EPS 0.17元、0.20元、0.26元，PE 25.2X、21.1X、16.4X。考虑公司为中石油工程建设平台，实力雄厚，估值低位，业绩拐点向上，给予2019年PB 1.2倍，目标价5.34元，维持“增持”评级。

- 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	55,364	57,568	63,918	73,130
(+/-%)	9.3%	4.0%	11.0%	14.4%
净利润(百万元)	670	958	1,143	1,468
(+/-%)	-48.0%	42.9%	19.4%	28.4%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.17	0.20	0.26
市盈率(PE)	36.0	25.2	21.1	16.4

资料来源：Wind，太平洋证券

2018年情况对比	员工数量 (人)	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	净资产 (亿元)	负债率 (%)	现金 (亿元)	3月1日市值 (亿元)	近期最高净利 润(亿元)
中油工程(Q1-Q3)	48675	343.46	5.19	6.27	1.50	230.70	76.02	290.59	241	2014年32.8
中国化学(Q1-Q3)	41588	536.22	16.26	10.94	3.35	317.45	66.97	254.84	304	2013年34.7
中油工程(H1)	48675	213.92	1.19	7.33	0.54	228.81	76.29	288.69	241	2014年32.8
中国化学(H1)	41588	340.08	10.85	11.93	3.47	311.15	66.78	259.36	304	2013年34.7
中石化炼化工程(H1)	18778	184.50	11.08	10.48	6.00	259.41	57.58	113.49	279	2013年36.6

资料来源：Wind，太平洋证券；备注：2019年3月1日市值

- 油价波动
- 行业复苏传导至业绩需要一定时间
- 完工百分比法确认收入，难以跟踪
- 汇率波动

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。



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) 88321761/88321717

传真：(8610) 88321566