

业绩触底，订单高增 买入（维持）

2019 年 03 月 26 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 倪正洋

执业证号：S0600518070003

021-60199793

nizhy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	11,052	15,100	18,200	21,100
同比（%）	8	37	21	16
归母净利润（百万元）	80	498	886	1416
同比（%）	-84	524	78	60
每股收益（元/股）	0.02	0.11	0.20	0.32
P/E（倍）	336	54	30	19

投资要点

- **国内收入改善显著，工程服务价格低位拖累业绩复苏进度：**2018 年公司营收 110.5 亿元，同比+7.8%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比-83.8%，公司营收增长主要系新签订单增厚带动工作量提升；净利润下滑主要系 2018 年全球海洋油气工程服务价格水平仍处于低位。分地区看，2018 年公司国内营收达 80.6 亿元，同比+68.4%，主要受益于渤海、南海海域及 LNG 陆上建造项目（福建漳州陆上 LNG 储罐、接收站等）收入的快速增长；海外营收达 29.3 亿元，同比-45.9%，主要系 2017 年 Yamal 项目贡献 35.1 亿元收入抬高当基数所致。随着在手订单的持续增厚以及海外市场的加速开拓，公司预计 2019 年营收将同比增长 30% 以上。
- **国内毛利率有所回暖，三费控制良好：**2018 年公司国内业务毛利率为 11.5%，同比+8.8pct，主要系渤海区块与 LNG 陆上建造等高毛利项目收入占比的提升；海外业务毛利率为 2.0%，同比-35.2pct，主要系 2017 年 Yamal LNG 项目提高毛利率基数所致。三费方面维持在较好水平，2018 年公司销售费率/管理费率（含研发）/财务费率分别为 0.14%/8.71%/-0.65%，分别同比+0.01pct/+0.14pct/-4.09pct。其中财务费用的减少主要系美元汇率波动产生净收益以及利息净支出同比下降。
- **国内新接订单创近 5 年新高，国际市场持续突破：**2018 年公司新接订单 175.5 亿元，其中国内新接订单 164.3 亿元，同比+76%；海外新接订单 11.3 亿元，同比+6.6%。截止 2018 年底公司在手订单额约 185 亿元（同比+54.2%），创 2015 年来新高；公司国内业务主要围绕深水及 LNG 等高毛利项目展开，订单结构持续优化；海外市场方面，2018 年 11 月公司与沙特阿美签署 LTA 协议，成功打破此前 5 家欧美公司垄断格局。按沙特阿美投资计划，未来 5 年 LTA 项目总投资将超过 280 亿美元。公司目前已获得直接参与 LTA 项目投标资格，中东市场有望成为公司新的业绩增长点。此外根据最新公告，公司与日挥福陆合资公司签署陆地模块建造合同，金额约 50 亿元。公司预计 2019 年完成的工作量占合同额 5% 左右。此合同为公司继成功交付 Yamal 项目之后承接的又一陆地模块项目，国际市场持续发力。
- **国内能源自主可控步伐提速，中海油确定性加码国内资本开支力度：**2018 年我国天然气进口量首次超越日本，成为油气进口双料大国，油气自给率屡创新低。在国内能源自主可控需求愈发迫切背景下，中海油资本开支持续向国内倾斜。根据其公告，2018 年实际发生资本开支 621 亿元，同比+24.9%，其中国内投入同比+46.4%；2019 年计划资本开支 700-800 亿元，国内占比将达 62%，在 2018 年 58% 基础上再添筹码。以 2019 年资本开支 750 亿的中位数进行概算，2019 年中海油国内资本开支增速预计为 28.4%，持续保持高增速。
- **盈利预测与投资评级：**1：行业持续复苏；2：订单维持高增长；3：资产质量与现金流良好；4：PB 修复空间大。预计公司 2019-21 年营收 151、182、211 亿元，2019-21 年归母净利润预计至 4.98、8.86、14.16 亿元，对应 2019-21 年 PE 54、30、19 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**油价大幅波动风险、项目进度低于预期、工程项目实施风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.06
一年最低/最高价	4.78/7.06
市净率(倍)	1.18
流通 A 股市值(百万元)	26793.41

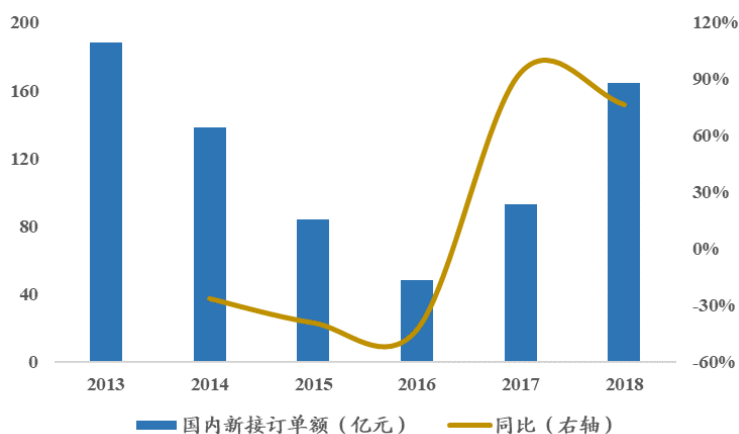
基础数据

每股净资产(元)	5.18
资产负债率(%)	24.03
总股本(百万股)	4421.35
流通 A 股(百万股)	4421.35

相关研究

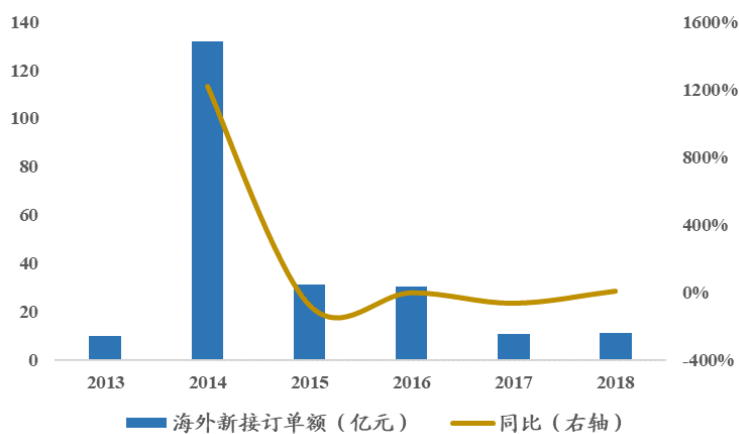
- 1、《海油工程 (600583)：Q2 盈利，H1 订单翻倍；大拐点明确！》2018-08-21
- 2、《海油工程：Q1 订单同比+129%，业绩受前期低毛利订单拖累》2018-05-01
- 3、《海油工程：以良好的资产状态，迎接行业复苏》2018-03-29

图 1：公司国内新接订单回暖趋势显著



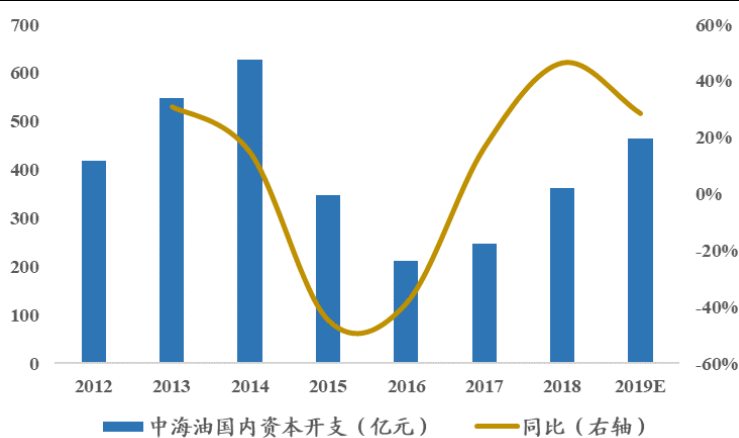
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 2：公司海外订单未来有望持续增厚



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 3：中海油持续提升国内资本开支力度



数据来源：中海油公告，东吴证券研究所

海油工程三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	13907.6	14716.7	15483.8	18713.6	营业收入	11052.1	15100.2	18200.2	21100.2
现金	1943.9	3388.2	1312.4	2406.8	营业成本	10027.7	13525.1	15883.2	17995.2
应收款项	4280.2	4283.8	5819.5	6968.1	营业税金及附加	95.9	143.1	185.5	199.4
存货	2898.1	2967.7	3801.9	4485.6	营业费用	15.6	30.2	36.4	42.2
其他	4785.4	4077.0	4550.0	4853.1	管理费用	327.0	1051.9	1232.5	1359.7
非流动资产	16241.6	17148.1	18899.8	18222.1	财务费用	-71.4	-29.0	-24.3	-16.9
长期股权投资	2226.8	2226.8	2226.8	2226.8	投资净收益	-46.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	11946.2	12968.4	14824.2	14240.2	其他	-506.3	203.7	152.2	141.8
无形资产	1157.0	1041.3	937.1	843.4	营业利润	104.2	582.5	1039.0	1662.4
其他	911.6	911.6	911.6	911.6	营业外净收支	24.6	3.0	3.0	3.0
资产总计	30149.2	31864.8	34383.6	36935.6	利润总额	128.8	585.5	1042.0	1665.4
流动负债	6716.6	8059.0	9913.5	11403.8	所得税费用	48.9	87.8	156.3	249.8
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.1	0.0	0.0	0.0
应付账款	3940.8	5695.3	6785.4	7445.7	归属母公司净利润	79.8	497.7	885.7	1415.6
其他	2775.9	2363.7	3128.2	3958.1	EBIT	619.5	465.5	966.7	1597.4
非流动负债	528.1	528.1	528.1	528.1	EBITDA	1634.2	1089.1	1383.2	3126.5
长期借款	220.0	220.0	220.0	220.0					
其他	308.1	308.1	308.1	308.1	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
负债总计	7244.8	8587.1	10441.6	11932.0	每股收益(元)	0.02	0.11	0.20	0.32
少数股东权益	11.5	11.5	11.5	11.5	每股净资产(元)	5.18	5.26	5.41	5.65
归属母公司股东权益					发行在外股份(百万股)	4421.4	4421.4	4421.4	4421.4
益	22892.9	23266.2	23930.5	24992.2	ROIC(%)	1.8%	2.0%	4.0%	6.3%
负债和股东权益总计	30149.2	31864.8	34383.6	36935.6	ROE(%)	0.3%	2.1%	3.7%	5.7%
					毛利率(%)	9.3%	15.0%	18.0%	21.0%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT Margin(%)	5.6%	3.1%	5.3%	7.6%
经营活动现金流	376.5	3099.9	365.8	2351.6	销售净利率(%)	0.7%	3.3%	4.9%	6.7%
投资活动现金流	-2961.7	-1531.2	-2220.1	-903.3	资产负债率(%)	24.0%	26.9%	30.4%	32.3%
筹资活动现金流	-91.9	-124.4	-221.4	-353.9	收入增长率(%)	7.8%	36.6%	20.5%	15.9%
现金净增加额	-2684.8	1444.3	-2075.8	1094.4	净利润增长率(%)	-83.8%	523.8%	78.0%	59.8%
企业自由现金流	-1448.3	1414.8	-1970.3	1338.6					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>