

中油工程 (600339): 行业复苏业绩增 低估值凸显投资价值

——化工龙头系列之一

2019年08月21日

强烈推荐/维持

中油工程 深度报告

报告摘要:

原油价格回升至中油价区间带来油气工程行业新机遇。18年以来布伦特原油均价达到69.62美元/桶,坚挺的原油价格刺激油气工程领域投资企稳回升。公司主营业务景气复苏,业绩进入上升通道。

- ◆ 原油价格复苏和国家保障能源安全双重保障,未来几年国内油气公司上游勘探开发资本开支将稳定在较高水平。2019年中石油预算2282亿(同比增16%)、中石化596亿元(同比增41%)、中海油160亿元(同比增15%)。公司背靠中石油大平台,油田地面业务将显著受益。2016年左右签订的部分低毛利率合同逐渐执行完毕,毛利率将逐步改善。
- ◆ 管网公司的成立将大力促进国内油气管道的建设,利好管道工程业务。“十三五”到“十四五”期间,中国将新建10多万公里油气管网主干管道,总投资将达到1.6万亿元。公司管道与储运工程业务占据了国内超八成的市场份额,油气管网的建设未来每年将可以为公司提供超过数百亿的订单合同,板块业绩将触底反弹。
- ◆ 2025年之前中国将新增2亿吨/年以上的炼油能力,再次成为全球最主要的炼油产能扩张地。公司的炼油化工工程建设板块具备2个千万吨炼油和百万吨乙烯工程EPC总承包建设能力,未来五年订单有充分保障。

公司估值处于上市以来最低水平。目前油气钻采服务指数的走势与板块的景气复苏明显背离,公司PB估值与可比公司相比被显著低估。

公司盈利预测及投资评级:我们预计公司19-21年归母净利润分别为12.58/16.57/21.53亿元,当前股价对应PE分别为16.33倍、12.4倍和9.54倍。公司各主营业务均处于景气上升周期,且目前PB估值水平位于历史较低区间,给予2019年PB1.26,目标价5.49元,维持“强烈推荐”。

风险提示:行业政策出现重大变化、原油价格大幅波动、国际政治局势动荡、工程项目进度不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	55,363.7	58,622.8	64,746.4	72,332.7	75,875.1
增长率(%)	9.29%	5.89%	10.45%	11.72%	4.90%
净利润(百万元)	673.48	957.48	1,278.32	1,672.10	2,172.55
增长率(%)	-46.17%	42.17%	33.51%	30.80%	29.93%
净资产收益率(%)	2.95%	4.07%	5.17%	6.44%	7.81%
每股收益(元)	0.12	0.17	0.23	0.30	0.39
PE	30.67	21.65	16.33	12.40	9.54
PB	0.90	0.88	0.84	0.80	0.75

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司作为中石油集团旗下工程建设业务核心平台,主营业务为以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、项目管理服务为核心的石油工程设计、施工及总承包等相关工程建设业务。

未来3-6个月重大事项提示:

2019-08-29 中报披露

交易数据

52周股价区间(元)	3.45-5.75
总市值(亿元)	206
流通市值(亿元)	57.28
总股本/流通A股(万股)	558315/155218
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.48

52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519080002

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110002

张明烨

0755-82832017

zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517120002

研究助理

洪翀

010-66554012

HONGCHONG@dxzq.net.cn

徐昆仑

010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

目 录

1. 公司基本情况.....	4
1.1 悠久历史打造完整产业链油气工程服务公司	4
1.2 四大优势铸就行业龙头	5
1.2.1 国内领先、国际一流的生产能力和成套的核心技术优势	6
1.2.2 完整的产业链、价值链以及丰富的项目建设经验优势	7
1.2.3 齐备的行业资质和雄厚的人才队伍优势	8
1.2.4 较强的市场影响力优势	8
1.3 油气复苏：油气工程行业的新机遇	9
2. 上游勘探开发力度不断加大推动油田地面工程业务发展	11
2.1 油价恢复到中油价区间，油气公司上游勘探开发资本开支自发性增长	12
2.2 加大油气勘探力度是保障国家能源安全的需要	13
3. 管道公司成立促气田、LNG、管道、储气库增长	14
3.1 管网公司成立将加快国内油气管道及储气库建设	15
3.2 油气管道建设创造万亿市场空间	16
4. 炼化一体化项目建设高峰，炼化工程景气复苏	17
4.1 准入政策放开鼓励炼化扩张	17
4.2 炼化项目进入建设高峰期提供充足订单	17
5. 狠抓环保趋势不改，环境工程迎发展良机	18
6. 估值分析及盈利预测	19
6.1 油田服务工程行业估值处于底部	19
6.2 公司估值位于上市来最低水平	20
6.3 盈利预测	21
7. 风险提示.....	22
相关报告汇总	24

表格目录

表 1: 国内主要油气工程建设公司	6
表 2: 公司近年来代表性项目和所获荣誉	7
表 3: 公司主要行业资质统计	8
表 4: 2018 年国际油气工程公司 ENR 排名	9
表 5: 公司近期在建工程项目合同一览	11
表 6: 我国中长期油气管网规划	16
表 7: 我国部分油气管道建设投资情况	16
表 8: 油气管道定向钻穿越单项工程投资参考指标	17
表 9: 主要民营炼化项目一览	18
表 10: 国有企业炼化一体化项目一览	18
表 11: 公司与可比公司关键指标对比	21

表 12:分板块盈利预测假设.....	22
---------------------	----

插图目录

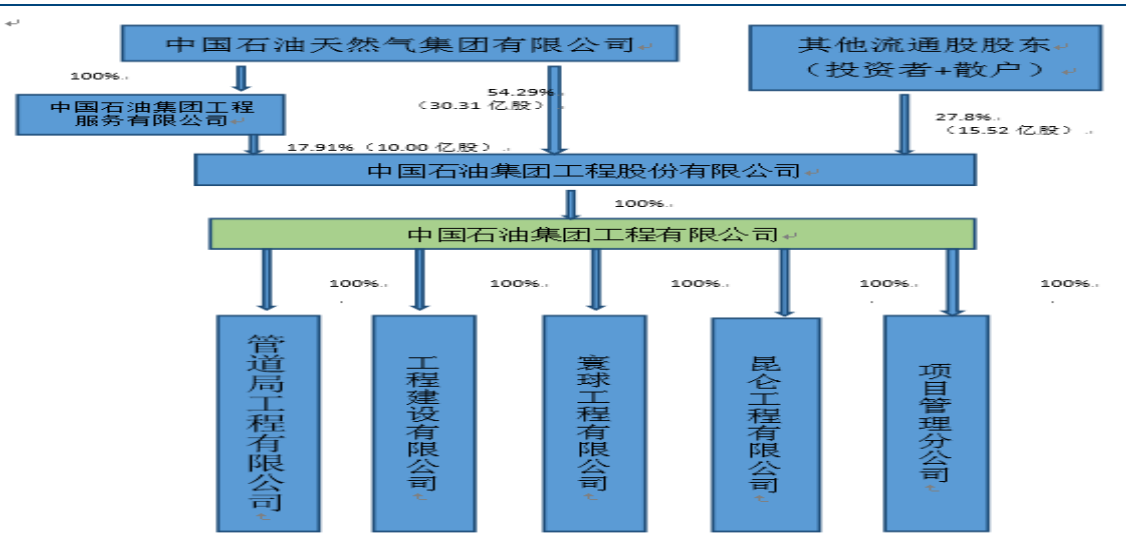
图 1:中油工程公司股权结构.....	4
图 2:公司主要子公司业务结构.....	4
图 3:公司 2018 年分板块营业收入结构.....	5
图 4:公司 2018 年分板块毛利贡献.....	5
图 5:公司海外营收占比.....	9
图 6:公司非关联方销售收入占比.....	9
图 7:油服公司景气传导链条.....	10
图 8:公司营业收入变化及同比.....	10
图 9:公司归母净利润及同比.....	10
图 10:公司分板块毛利 (万元) 及毛利率 (%).....	10
图 11:公司新签合同金额.....	10
图 12:中国石油工程建设有限公司发展历程.....	12
图 13:近十年原油价格走势.....	12
图 14:中石油中石化勘探开发资本开支情况.....	12
图 15:全球原油供需差.....	13
图 16:全球油气行业资本开支逐渐回升.....	13
图 17:我国原油产量及进口量 (万吨).....	14
图 18:我国天然气产量及进口量 (亿立方米).....	14
图 19: 国家油气管网公司成立历程.....	15
图 20:我国油气管道里程.....	15
图 21:管道与储运工程板块业绩.....	15
图 22:2015 年我国与世界炼厂平均规模对比.....	17
图 23:我国炼厂产能变化.....	17
图 24:油田服务行业毛利率与净利率变化.....	19
图 25:油田服务行业净/总资产收益率变化.....	19
图 26:油田服务行业收入规模和增长率.....	20
图 27:油气钻采服务行业 PB band.....	20
图 28:中油工程历史 PB.....	20
图 29:可比公司 PB-ROE 分布.....	20

1. 公司基本情况

1.1 悠久历史打造完整产业链油气工程服务公司

中国石油集团工程股份有限公司（简称中油工程）是中国石油天然气集团有限公司旗下工程业务建设核心平台，其前身是中国石油下属的工程建设分公司。伴随着我国石油工业发展，工程建设业务作为油气田、炼厂等油气核心业务的配套服务支持逐步成长壮大。2008 年开始，中石油内部开始进行业务整合，将中石油管道局、工程建设公司、工程设计公司、寰球工程公司、昆仑工程公司、东北炼化公司归口后实施了专业化重组和改制，于 2016 年借助新疆独山子天利高新上市公司平台实现借壳上市，成立中油工程股份公司。未上市部分成立中油工程服务公司。

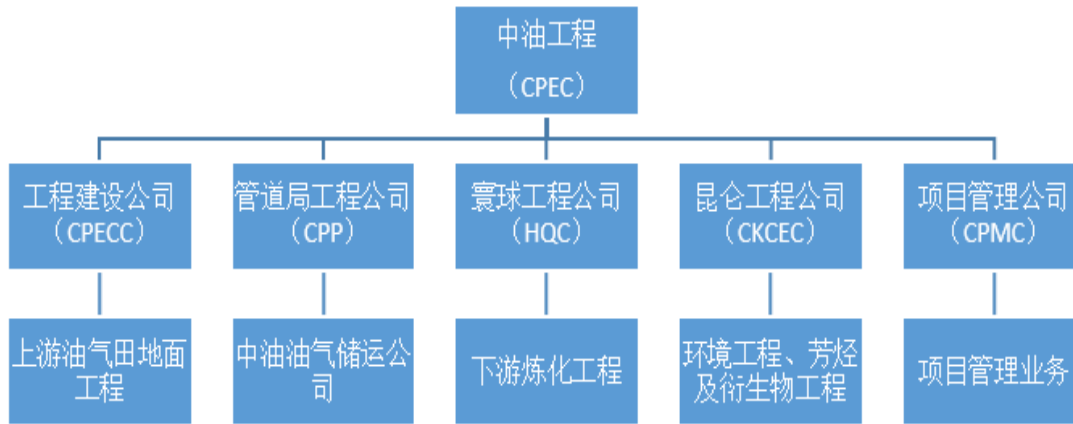
图 1:中油工程公司股权结构



资料来源：Wind、公司公告、东兴证券研究所

公司主营业务为以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、项目管理服务为核心的石油工程设计、施工及总承包等相关工程建设业务。为国内外客户的油气田开发、油气储运、炼油化工、环境、纺织化纤等工程提供工程咨询、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、无损检测以及相关工程及工艺技术研发等全产业链服务。

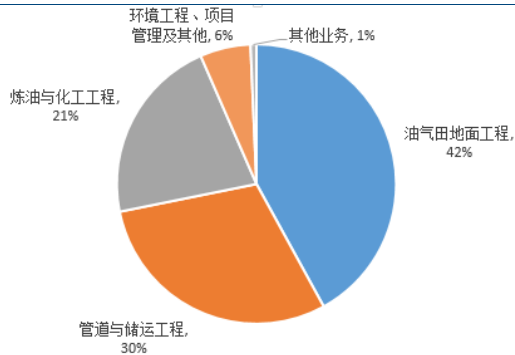
图 2:公司主要子公司业务结构



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

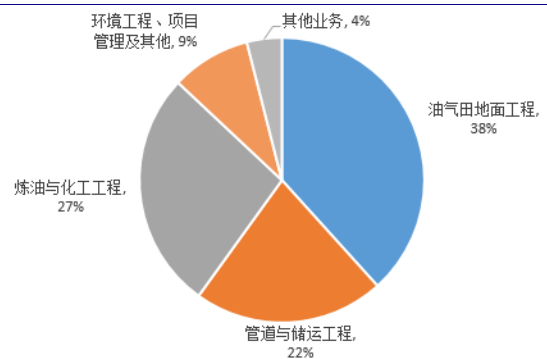
分板块业务来看, 目前仍是以油气田地面工程、管道与储运工程、炼油与化工工程为主, 2018 年营收占比分别达到 42%、29.8%和 21.6%。环境工程也抓住国家加大水、气和土壤污染治理的有利时机, 加快发展速度。公司主要经营方式包括设计采购施工 (EPC) 总承包、设计采购承包 (EP)、采购施工承包 (PC)、勘察设计承包 (E)、施工承包 (C)、项目管理承包 (PMC) 和监理承包等。

图 3: 公司 2018 年分版块营业收入结构



资料来源: wind、公司公告、东兴证券研究所

图 4: 公司 2018 年分版块毛利贡献



资料来源: wind、公司公告、东兴证券研究所

1.2 四大优势铸就行业龙头

我国石油石化行业具有集中度较高的特点, 相关业务主要由中国石油集团、中国石化集团和中国海洋石油三家企业从事。其各自旗下的工程建设业务公司也依托各自母公司的业务需求开展工程建设相关的业务。另外还有一些民营企业、外资企业中国分部从事该行业的某个细分领域的相关业务, 业务范围和规模相对较小。随着国内油气市场准入越来越宽, 主体更加多元化, 市场竞争将更加激烈。

表 1：国内主要油气工程建设公司

公司主体	公司名称	业务范围	市值（亿元）
中国石油	中油工程	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，石油工程设计、施工及总承包等相关工程建设业务	219.98
中国石化	炼化工程 (2386.HK)	公司业务主要为石油炼制和石油化工、煤化工、天然气化工、环境工程与公用工程等诸多领域设计、咨询和工程总承包、施工及设备制造	265
	石化油服 (600871)	公司有地球物理、钻井工程、测录井、井下特种作业和工程建设五大业务板块	370.38
中国海洋 石油	中海油服 (601808)	公司的业务涉及石油及天然气勘探、开发及生产的各个阶段，主要分为钻井服务、油田技术服务、船舶服务、物探勘察服务四大板块	442.5
	海油工程 (600583)	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	234.33
中国化学 工程集团	中国化学 (601117)	业务范围涵盖建筑工程、环境治理、工艺工程技术开发、勘察、设计、施工及服务	289.07
惠生工程 投资公司	惠生工程 (2236.HK)	私营化工 EPC(即设计、采购及施工管理)服务供货商，向石化、炼油及煤化工转化加工等行业提供 EPC 服务	41.94

资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.2.1 国内领先、国际一流的生产能力和成套的核心技术优势

公司凭借中石油大平台以及多年发展的积淀，在生产能力、产业链配套、项目建设经验等方面领先于同行竞争对手。

一、油气田地面工程建设

- ◆ 拥有常规油气田和高含水、低渗透、特稠高凝油田以及“三高”气田地面工程建设成套技术系列。陆上油气田地面工程设计施工能力处于国际先进水平。
- ◆ 具备 2000 万吨/年原油产能建设能力和 300 亿方/年天然气产能 EPC 总承包建设能力。

二、油气储运工程建设

- ◆ 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。掌握大口径（ $\phi 914-\phi 1422$ ）、高压力、高钢级（X70、X80）、大壁厚（14.5mm-33mm）长输管道设计施工成套技术、成品油顺序输送设计技术及 150 米水深内滩浅海浮拖法海底管道设计铺设技术；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。
- ◆ 具备长输管线 8000 公里/年、原油储罐 2600 万方/年、成品油储罐 1600 万方/年的 EPC 总承包建设能力。

三、炼油化工工程建设

- ◆ 掌握大型合成氨、尿素供应技术，具备承担大型煤气化、净化、变换类项目，化肥项目，酸、碱、盐项目甲醇生产和其他一碳类化工项目。

- ◆ 具备 2 个千万吨炼油和百万吨乙烯工程 EPC 总承包建设能力。

四、LNG 工程建设

- ◆ 天然气处理方面，处于国际领先水平，拥有醇胺法脱硫脱碳、砵胺法脱硫脱碳醇和活化 MDEA 法脱碳为主的 3 项特色技术，以及天然气深度脱水技术、硫磺回收工艺技术。
- ◆ 天然气液化方面，处于国内领先水平，完成了 260 万吨/年和 550 万吨年双循环混合冷剂制冷、350 万吨/年多级单组分制冷工艺包开发。
- ◆ LNG 接收及再气化方面，处于国内领先、国际一流水平，自主研发了 300-650 万吨/年及以上系列 LNG 接收及再气化工艺包，实现了核心材料和设备的国产化，掌握了大型 LNG 储罐设计建造技术。

五、纺织化纤工程建设

- ◆ 拥有 PTA、聚酯、芳纶、聚乳酸等成套技术及装备。
- ◆ 具有自主知识产权的 PTA 和聚酯技术达到国际先进水平，市场份额分别占到“十二五”以来国内新增产能的 33%和 85%以上。

六、环境工程建设

- ◆ 主要包括为油气田、石油化工、煤化工、纺织化纤等行业的工业废水治理及回用、工业尾气处理、VOCs 管控和治理、油田油泥处理及危废物资源化、减量化和无害化处理，水体和土壤修复等，拥有工业废水处理等相关成套技术。

表 2:公司近年来代表性项目和所获荣誉

油气田地面项目	管道项目	炼化项目	储罐及 LNG 项目
苏里格气田地面产建工程	西气东输二/三线工程	独山子、四川石化 1000 万吨/年炼油、100 万吨/年乙烯	大连中石油 420 万方原油储备库工程
长庆油田地面建设工程	陕京三线管道工程	华北石化扩建 1000 万吨/年炼油改造项目	钦州中石油 420 万方原油储备库工程
土库曼阿姆河天然气集输工程	中缅天然气管道工程	塔里木 45 万吨/年合成氨、80 万吨/年尿素	兰州 180 万方原油商业储备库
伊拉克艾哈代布油田地面工程	中亚天然气管道工程	云南石化 1300 万吨/年炼油工程	珠海高栏岛 110 万方成品油储备库工程
伊朗北阿扎德干油田地面工程	中俄原油管道复线工程	宁夏石化 500 万吨/年炼油工程	江苏、大连、唐山 LNG 接收站工程
所获奖项	中国建设工程鲁班奖、国家优质工程金奖、新中国成立 60 周年百项重大经典建设工程奖		

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.2.2 完整的产业链、价值链以及丰富的项目建设经验优势

公司具有上中下游一体化、国内外一体化、海陆一体化的优势，能够为业主提供从工程咨询、项目管理、勘察、设计、采购、施工、安装、试运、开车、监理、到生产服务和运营维护等“一揽子”解决方案和

“一站式”综合服务。同时积累了丰富的石油石化工程设计和建设的实践经验，多次获得国家优质工程金奖、中国建设工程鲁班奖等国家级工程建设奖项。

1.2.3 齐备的行业资质和雄厚的人才队伍优势

公司行业资质齐全。公司各成员企业拥有从事油气工程建设所需的各类资质 767 余项，涵盖工程勘察、设计、施工、监理等全价值链。其中石油化工工程总承包更是拥有 4 项特级施工资质，遥遥领先于竞争对手。

表 3:公司主要行业资质统计

业务类别	专业类别	资质类别		
		特级	一级	二级
施工资质	石油化工工程总承包	4	8	4
	海洋工程专业承包	-	2	2
	钢结构专业承包	-	3	3
	隧道工程专业承包	-	1	
		专业类别	资质项数	单位
设计资质	综合甲级	5	管道局工程公司、工程建设公司、寰球工程公司等	
	行业甲级	15	昆仑工程公司等	
勘查资质	综合甲级	2	管道局工程公司、工程建设公司	
	专业甲级	7	昆仑工程公司等	
监理资质	综合资质	3	项目管理分公司（兴油、朗威）等	
	化工石油工程甲级资质	10	项目管理分公司（斯派克、寰球）等	

备注：其中，海洋工程、钢结构、隧道工程没有设置特级资质

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司人才队伍不断壮大。公司拥有享受政府津贴专家 37 人，国家级设计大师 5 人、行业级设计大师 19 人，全国技能专家 35 人，一级建造师 1,400 多人、一级结构工程师 170 多人、一级注册建筑师 60 余人、注册化工工程师 380 多人、注册监理工程师 500 多人、注册咨询工程师 280 多人、注册造价工程师 300 多人、注册安全工程师 1,500 多人、IPMP 持证员工 330 多人，PMP 持证员工 1,000 多人。这支高素质人才队伍为公司业务发展和壮大提供了有力的智力支持和保障。

1.2.4 较强的市场影响力优势

公司自重组上市以来，稳健发展，不断扩大自身市场影响力。在过去的 2018 年里，公司股票成功纳入“MSCI 中国 A 股在岸指数”和“沪深 300 指数”，代表市场给予公司的肯定。同时中油工程首次以上市公司名义整体参加 ENR(美国《工程新闻纪录》杂志)承包商排名，在年度国际承包商 250 强、全球承包商 50 强榜单中，分别位列第 33 名、42 名。此外，中油工程在十大油气工程国际承包商中位列第 6，在油气工程建设领域实力强劲。

表 4:2018 年国际油气工程公司 ENR 排名

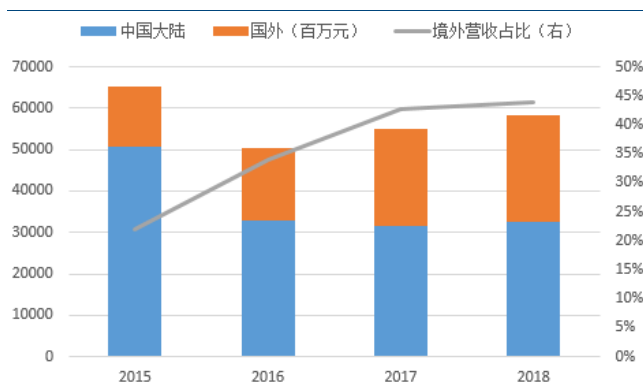
单位名称	总部所在地	国际承包商排名	全球承包商排名
柏克德(BECHTEL)	美国	12	13
福陆(Fluor Corp.)	美国	13	17
现代建设(Hyundai)	韩国	16	19
德希尼布(TECHNIP)	法国	-	21
大林工业(DAELIM)	韩国	-	37
中国化学工程集团	中国	46	39
中油工程	中国	33	42

资料来源:《工程新闻纪录》、东兴证券研究所

公司境外营收占比提升,非关联方销售收入增加。公司依托中国石油海外五大油气合作区,不断向周边国家辐射,业务遍及 66 个国家和地区,形成了以中亚—俄罗斯、中东、非洲、亚太、美洲等地区和重点国家为主的市场开发网络,在沙特、阿联酋、哈萨克、马来西亚等 19 个国家形成了合同额 1 亿美元以上的规模市场。近年来在阿联酋、沙特、北美等高端市场屡有突破,在南美等地区市场影响力持续扩大。同时公司不断深化与壳牌、BP、埃克森美孚、雪佛龙、道达尔、彪马能源、鲁克等国际大石油公司的合作,围绕“一带一路”倡议等战略机遇寻求新的市场突破。

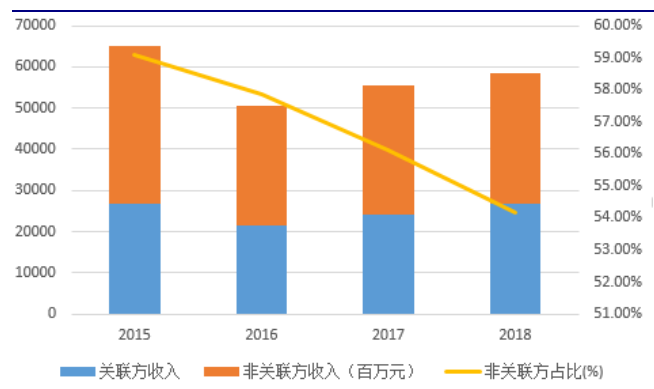
- ◆ 公司境外营收占比逐年提升,从 2015 年 22%快速提升至 2018 年接近 44%的水平,增长明显。
- ◆ 自 2016 年以来非关联方销售收入不断提升,2017 年中石油集团外新签订单金额达到 755.69 亿元,占当年新签订单总金额的比例达到 72%。

图 5:公司海外营收占比



资料来源:wind、公司公告、东兴证券研究所

图 6:公司非关联方销售收入占比

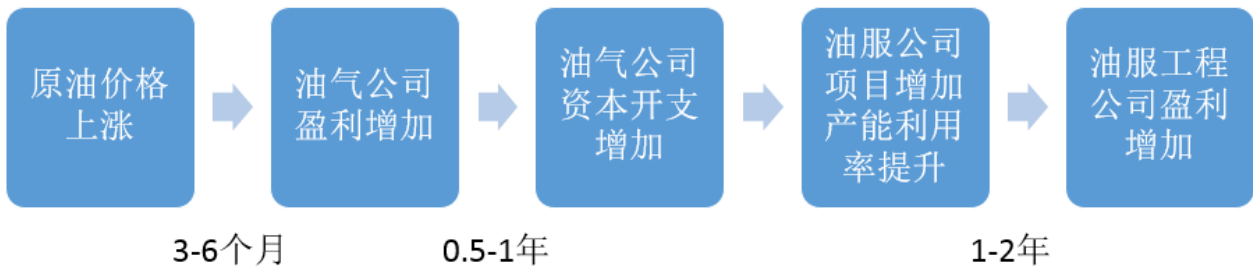


资料来源:wind、公司公告、东兴证券研究所

1.3 油气复苏: 油气工程行业的新机遇

宏观经济的发展和国际油价的变化会对油气工程行业产生重大影响。一方面宏观经济的发展会影响社会固定资产投资,另一方面,油价的变化也会直接影响石油石化领域的投资,而油价在大部分时期也与宏观经济紧密关联。当经济发展状况良好、原油价格处于高位,市场繁荣,石油石化工程领域的项目机会较多;当经济增长缓慢、油价处于低位时,石油公司或相关企业纷纷缩减或放缓投资,市场低迷,项目机会较少,竞争加剧项目的毛利率也会下滑。

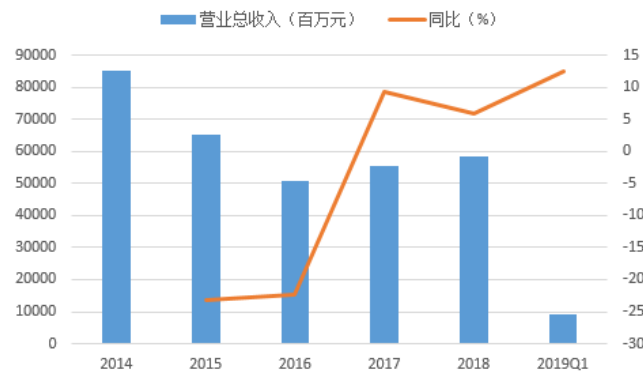
图 7:油服公司景气传导链条



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

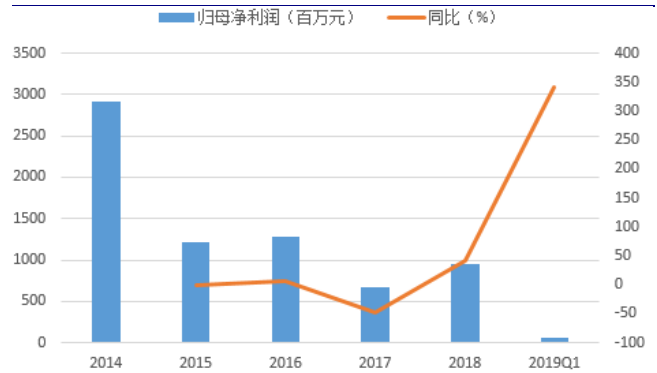
自 2016 年下半年起，国际油价缓慢复苏，2018 年 10 月一度上涨至 86 美元/桶的阶段高点。受到中美贸易战不确定影响以及对于全球经济环境的担忧，原油价格之后虽有所回落，但 18 年以来平均布伦特原油价格仍达到 69.62 美元/桶。坚挺的原油价格刺激油气工程领域投资企稳回升，油气工程市场总体稳中向好。

图 8:公司营业收入变化及同比



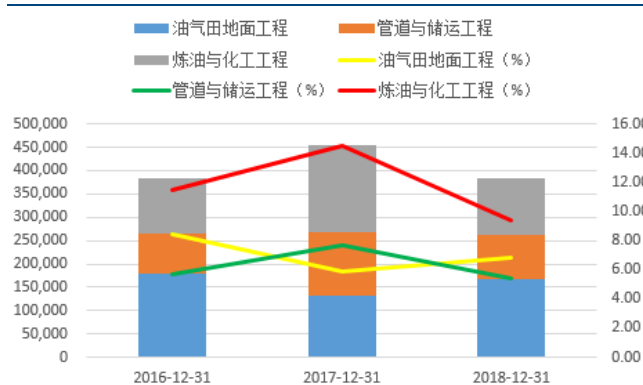
资料来源：wind、公司公告、东兴证券研究所

图 9:公司归母净利润及同比



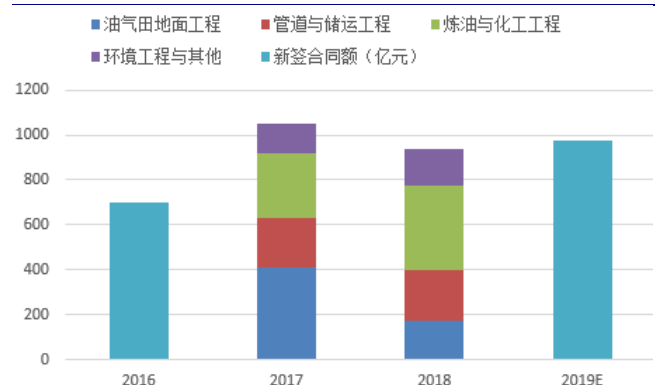
资料来源：wind、公司公告、东兴证券研究所

图 10:公司分板块毛利（万元）及毛利率（%）



资料来源：wind、公司公告、东兴证券研究所

图 11:公司新签合同金额



资料来源：wind、公司公告、东兴证券研究所

2018 年，公司实现营业收入 586.23 亿元，同比增长 5.89%；实现归属于母公司股东净利润为 9.55 亿，

同比增长 42.54%。与 2014 年公司实现营收 850 亿、归母净利润 29.13 亿元相比仍有较大空间。公司 2019 年一季度实现营收 93.47 亿元，同比仍然取得了大幅增长，公司业绩依然在修复过程当中。

分板块业务毛利率来看，2018 年公司整体毛利率为 7.49%，同比下降 1.45 个百分点。主要原因是公司 2016 年左右签订的部分合同处于执行高峰期，彼时受国际油价的影响，业主投资意愿未根本性改善，加之工程建设市场竞争激烈，致使 2018 年内在执行的部分合同毛利贡献水平较低。其中炼油与化工工程业务和管道储运业务毛利率下降略微明显，油气田地面工程则受益于油价上涨毛利率有所提升。

19 年计划新签合同金额 977 亿元。公司 18 年新签合同额 934.62 亿元，同比 17 年小幅下滑 10.99%。19 年一季度新签合同额 112.87 亿元，同比增长 59.38%，另有已中标未签合同 43.45 亿元，签订未生效合同 121.82 亿元。随着各油气公司上游资本开支的增加，公司新签合同数量充足，未来新合同数量也能有保障。公司目前执行中合同多为 2016 年下半年之后签订的合同，产能利用率高，项目毛利率也有望明显修复。

表 5:公司近期在建工程项目合同一览

项目名称	项目金额 (万元)	工期
委内瑞拉 MPE3 16.5 万桶/天扩建项目	286,896.00	2013.09.01-2019.06.30
伊拉克鲁迈拉早期电站项目	285,486.74	2014.10.3-2019.11.15
沙特拉斯坦努拉管道改线项目	226,009.00	2016.07.12-2019.12.26
阿尔及尔炼厂升级改造项目	379,161.00	2016.11-2019.02
马来西亚沙巴管道及多介质管道项目	1,502,543.90	2016.12-2019.12
阿穆尔天然气处理厂非专利工艺单元项目	1,738,245.00	2017.04-2024.10
哈法亚三期及其配套设施项目	562,782.00	2017.04-2019.09
巴布综合设施项目	987,781.25	2017.11-2021.02
沙特哈拉德和哈维亚北部压气站管道项目	392,358.00	2018.07-2021.08

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

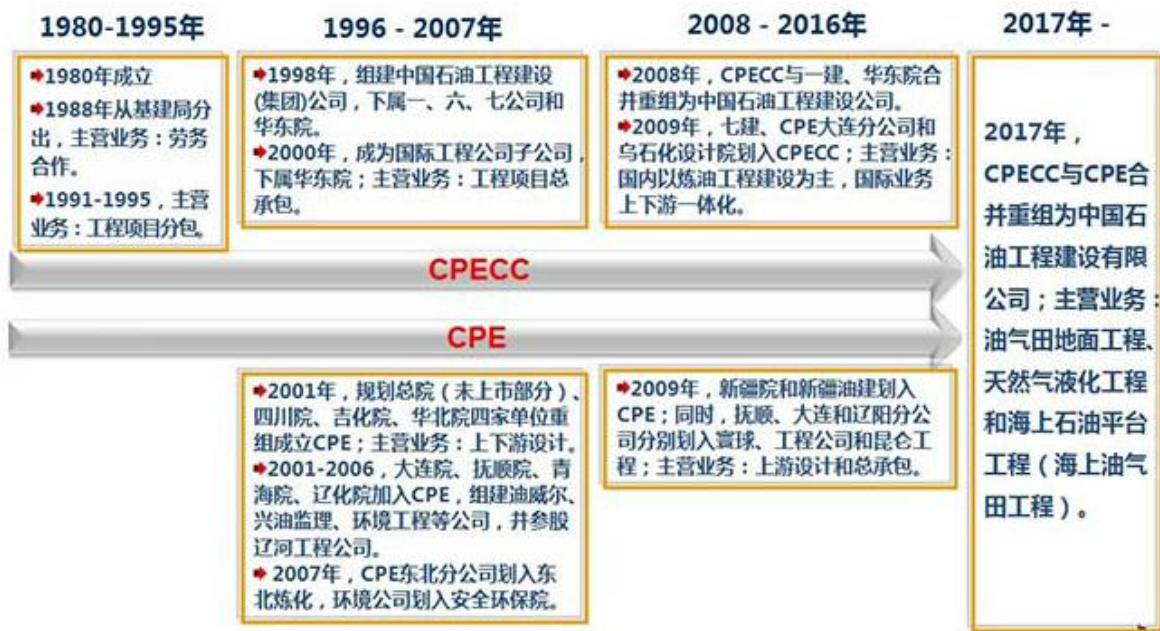
公司五大业务市场整体呈现触底反弹态势。随着世界经济缓慢复苏，油气需求刚性上涨，未来“一带一路”战略和国际产能合作的推进扩大了沿线国家油气投资项目机会。国内勘探开发力度不断加大，天然气业务快速发展，与之配套的气田开发、LNG、管道、储气库等业务将迎来新一轮的快速增长；炼化市场景气复苏，大型炼化一体化项目相继上马，市场仍有较大空间；中国加大环境环保力度，推进各个领域的环境污染治理。未来较长时期将是油气工程行业的黄金发展期。

2. 上游勘探开发力度不断加大推动油田地面工程业务发展

油气田地面工程业务是近几年公司最大的业务板块，每年为公司贡献超过四成的营收和接近四成的毛利。该部分业务的承载主体是中国石油工程建设有限公司 (CPECC)。油气田地面工程业务位于油气开发产业链的下游，在油气井进行了物探、测井、钻井等地下作业之后，进行地面油气集输、分离、污水处理等工程建设，以保障生产过程的顺利进行。因而该部分工程订单的多少与油气生产企业为了保障生产的资本投入息息相关。原油价格复苏和国家保障能源安全需要将是保证油气公司上游勘探开发资本开支的双

重保障。

图 12:中国石油工程建设有限公司发展历程



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

2.1 油价恢复到中油价区间，油气公司上游勘探开发资本开支自发性增长

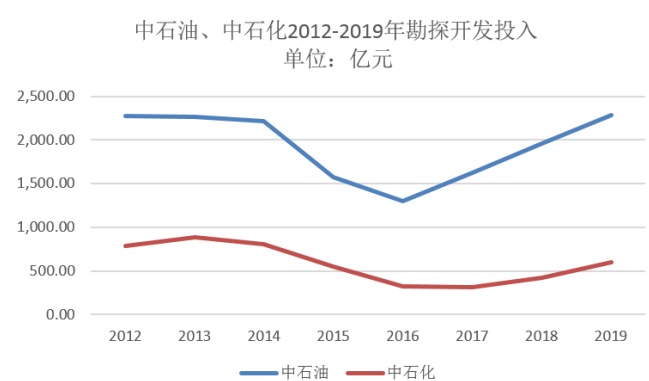
国际原油价格从2009年开始进入长期上升通道，2014年在美国页岩油大幅增产、全球经济增长减速的背景下快速下跌，2016年初一度跌至27美元/桶。油价低迷，油气开发商的资本开支积极性也大幅受挫。以中石油、中石化勘探开发投入为例，2016年分别为1302亿元和322亿元，较13-14年间的高值分别下降42.8%和63.7%。受此影响，中油工程2016年新签合同金额也仅有701亿元，相较于年平均水平下降近三成。并且彼时全球油气工程行业竞争激烈，以较低价格签订的合同订单盈利水平较差，对公司16-18年间的经营业绩造成了很大的负面影响。

图 13:近十年原油价格走势



资料来源：wind、东兴证券研究所

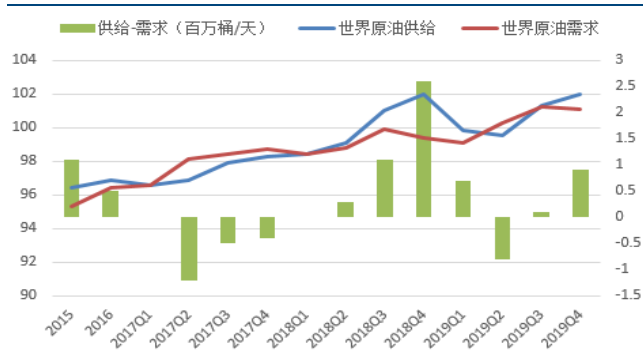
图 14:中石油中石化勘探开发资本开支情况



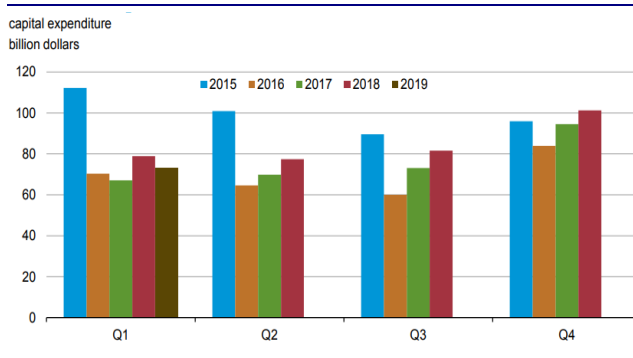
资料来源：wind、公司公告、东兴证券研究所

2016 年下半年以来, OPEC 进行能源价格战的意图落空加上委内瑞拉动乱等客观因素影响, 原油价格逐渐回升到中油价区间。随着美国页岩油革命带来原油产量的激增, OPEC 目前控制的国际产油量份额下降至 40%, 在国际能源格局中的地位下滑。全球能源格局已由过去的“一极多中心”转为美国、俄罗斯、沙特三足鼎立的局面。展望未来原油市场走势, 美国政府的强势和页岩油成本将成关键, 原油价格大概率在中油价区间内震荡向上。

- ◆ **全球经济增长放缓, 原油供给仍然较为宽松。** 全球主要经济体经济下行压力依然较大, OPEC+减产执行情况并未超出市场预期, 19 年下半年美国 Permian 地区新增管道运能将再次提升美国页岩油产量。供需差预计将在今年三四季度继续扩大。
- ◆ **原油价格不具备大幅下跌条件。** 能源价格战策略失败之后, OPEC 成员国内部动荡, 较高的原油价格符合产油国利益。同时考虑到页岩油成本在 45 美元/桶以上, 且美国页岩油气投资放缓, 油价向下有足够支撑, 暂不具备大幅下跌条件。
- ◆ **IMO2020 事件或将助推油价上涨。** 国际海事组织针对船用燃料油含硫量制定的新规将会削减高硫燃料油和重质原油需求, 轻质原油需求提升, 原油价格或因此受到提振。

图 15:全球原油供需差


资料来源: IEA、东兴证券研究所

图 16:全球油气行业资本开支逐渐回升


资料来源: EIA、东兴证券研究所

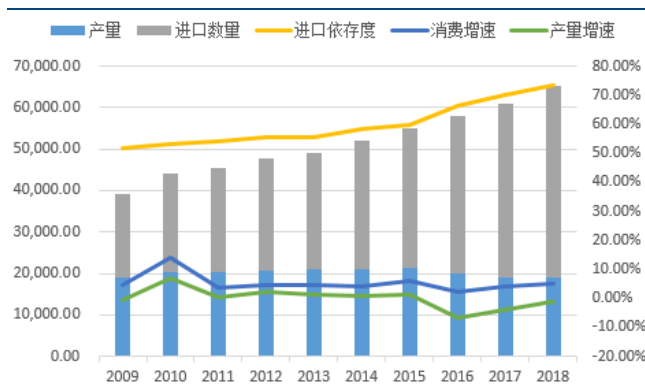
受到原油价格复苏的推动, 全球油气行业资本开支自 16 年以来有明显回升。2018 年全球油气行业资本开支超过 3400 亿美元, 连续三年上涨, 但是距离 2015 年的投资高点仍有较大增长空间。未来较为合适的油价区间将为油气公司加大勘探开发提供动力。

2.2 加大油气勘探力度是保障国家能源安全的需要

我国油气对外依存度不断提升。 在过去的五年里, 我国原油表观消费量增速稳定在 4% 以上, 反映了我国宏观经济稳步发展的良好态势。发展势头不减, 未来原油消费需求增速也将稳定在 3.5% 以上。而我国原油产量增速将远远不及, 原油供应将愈发吃紧。

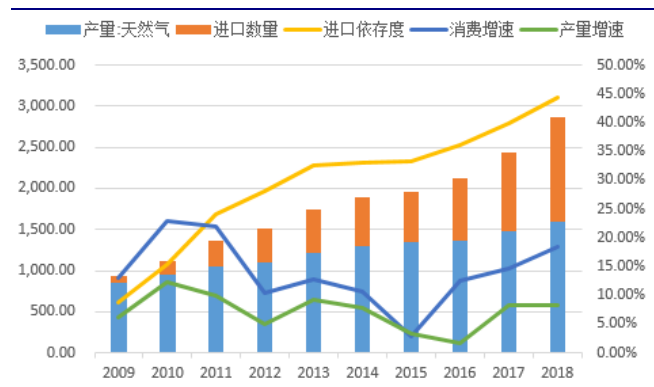
- ◆ 2018 年我国拥有炼油产能近 8 亿吨, 全年原油表观消费量达到 6.28 亿吨。这其中进口原油占比超过 73%, 达到 4.6 亿吨, 再创新高, 已经大幅越过了国际公认的 50% 警戒线。
- ◆ 在过去十年里, 我国天然气表观消费量年均复合增速达到 8.53%, 对应产量增速远不及此, 对外依存度不断上升, 2018 年达到 44% 创下新高。

图 17:我国原油产量及进口量（万吨）



资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所

图 18:我国天然气产量及进口量（亿立方米）



资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所

进口油气数量的持续增加和对外依存的不断提高在满足国内油气需求的同时，对我国经济和社会的发展也会带来一些不利影响。一方面，国际油价的大幅波动会对我国经济运行和社会稳定产生越来越大的影响。另一方面，地缘政治、自然灾害等重大突发事件中，国际油气供应中断等安全风险将明显提升。中美贸易战的不确定性更是给保障能源安全提出了新的要求。

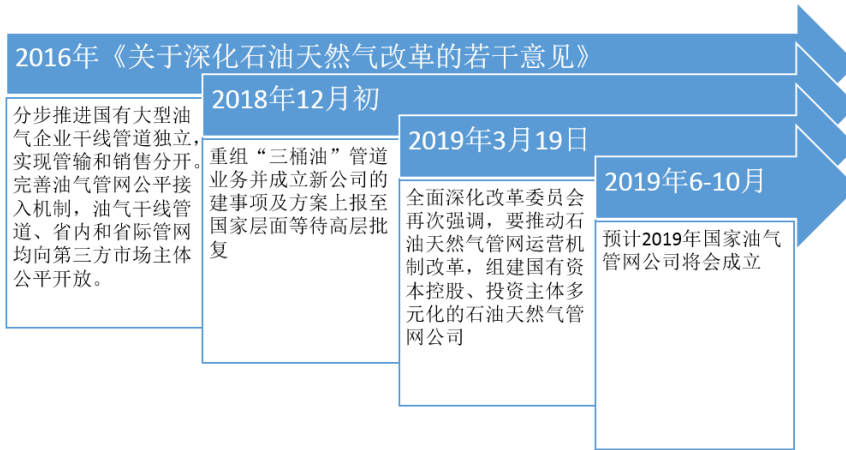
2014年习近平总书记发表重要讲话，强调“要推动能源消费革命、能源供给革命、能源技术革命、能源体制革命，并全方位加强国际合作，实现开放条件下的能源安全。”16、17年的原油产量负增长更是为我国能源安全敲响警钟，18年8月三大石油公司纷纷召开管理层会议，研究部署相关工作，确保油气储量产量，正在加大国内油气勘探开发工作力度，保障国家能源安全。今年是能源安全新战略提出五周年，2019年三桶油的资本开支计划同比都有增长，中石油上游勘探开发2282亿（同比增16%）、中石化上游勘探开发596亿元（同比增41%）、中海油勘探开发160亿元（同比增15%）。我们认为未来几年国内油气公司上游勘探开发资本开支将稳定在较高水平，逐渐与油价脱钩。公司背靠中石油大平台，受益将最为明显。

3. 管道公司成立促气田、LNG、管道、储气库增长

3月19日，中央全面深化改革委员会第七次会议审议通过《石油天然气管网运营机制改革实施意见》，将组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司。新管网公司预计将分三个阶段进行：首先，中石油、中石化及中海油将旗下管道资产及员工剥离，并转移至新公司，再按各自管道资产的估值厘定新公司的股权比例；随后，新管网公司获注入资产后，拟引入约50%社会资本，包括国家投资基金及民营资本，新资金将用于扩建管网；最后，新管网公司将寻求上市。

管网公司的成立将大力促进国内油气管道的建设，公司管道与储运工程业务占据了国内超八成的管道建设市场份额，板块业绩将触底反弹。

图 19: 国家油气管网公司成立历程



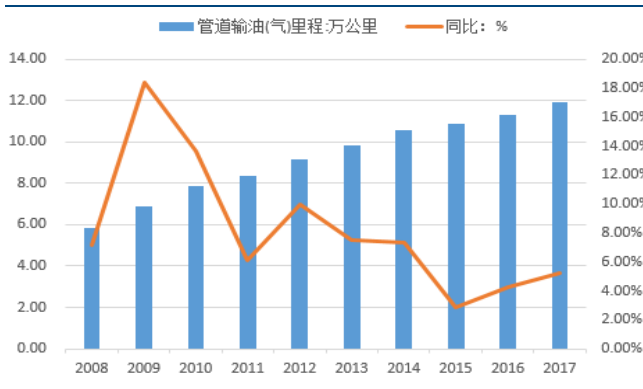
资料来源: 公开资料、东兴证券研究所

3.1 管网公司成立将加快国内油气管道及储气库建设

国家管网公司的成立最初于 2016 年《关于深化石油天然气改革的若干意见》中被提出, 且被作为“十三五”期间一个重要规划。国家管网公司成立之后, 原本中石油、中石化等油气公司体内的管道资产或被剥离。加上 15-16 年间油气价格低迷, 在过去的几年里我国油气管道建设明显放缓, 15-17 年增速分别只有 2.86%、4.29%和 5.23%, 合计新增管道仅有 1.36 万公里。

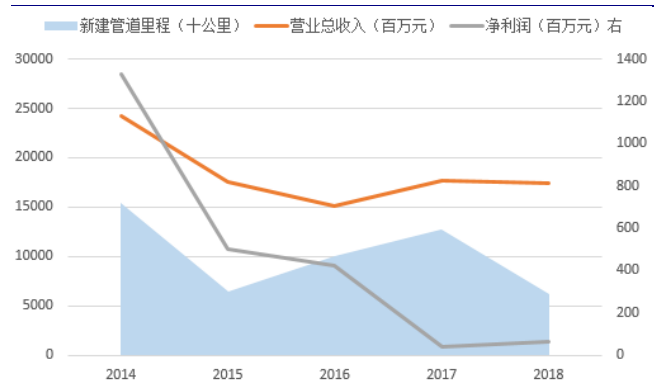
受此影响, 公司的管道与储运工程板块营业收入在过去五年当中波动情况与每年新建管道里程变化趋势保持一致。而管道局工程有限公司的净利润却出现了断崖式下跌。2017 和 2018 年每年净利润仅有数千万, 与 2014 年时 13.3 亿净利润水平相去甚远。

图 20: 我国油气管道里程



资料来源: wind、国家统计局、东兴证券研究所

图 21: 管道与储运工程板块业绩



资料来源: wind、公司公告、东兴证券研究所

我国天然气“十三五”规划和《中长期油气管网规划》对 2025 年前我国油气管网里程目标进行了指示。从数量上来看, 2015 年, 我国原油管道、成品油管道、天然气管道里程分别为 2.7 万公里, 2.1 万公里, 6.4 万公里。到 2020 年, 3 种管道里程将分别达到 3.2 万公里、3.3 万公里、10.4 万公里。到 2025 年,

全国油气管网规模将达到 24 万公里，网络覆盖进一步扩大，储运能力大幅提升。19-20 和 20-25 年还分别需要新建管道 3.3 万公里和 7.1 万公里，年复合增速分别达到 11.47% 和 7.26%。

表 6:我国中长期油气管网规划

指标	2010	2015	2020	2025
原油管道里程（万公里）	2.2	2.7	3.2	3.7
成品油管道里程（万公里）	1.8	2.1	3.3	4
天然气管道里程（万公里）	4.26	6.4	10.4	16.3
LNG 接卸能力（万吨）	1610	4380	-	10000
地下储气库工作气量（亿立方米）	18	55	148	-

资料来源：国家发改委、东兴证券研究所

3.2 油气管道建设创造万亿市场空间

由于原油和天然气的物理性质差异，天然气更加依赖管道直输。而从未来新增油气管道建设里程来看也是以天然气管道为主。而国家管网公司的成立将会提高社会资本参与热情、促进天然气产业的发展。

- ◆ 管网公司引入社会资本解决资金问题，独立运营再无分割担忧，必将加快管道设施建设的节奏；
- ◆ 管网公司对所有上游气源公平开放，天然气行业将打破垄断竞争格局，更多市场主体将参与天然气进口与贸易当中，对于管道、储气库、LNG 气液化装置的需求将会增加。

我国油气管道建设单公里成本在 1500 万元左右。根据公开资料数据，2011 年建成的陕京三线建设预算投资 120 亿元，全长 896 公里；陕京四线总建设投资 145 亿元，管道总长 1098 公里。单公里的建设成本分别为 1339 万元和 1321 万元。随着主干线用管的直径越变越大和物价上涨，油气管道的建设成本也会有一定增加。算上日常维护费用，单公里建设成本预计更高，我们估计将在 1500 万元/公里左右。中国石油管道局工程有限公司总经理、党委书记孙全军在 2018 中国国际管道大会期间表示，“十三五”到“十四五”期间，中国将新建 10 多万公里油气管网主干管道，总投资将达到 1.6 万亿元。

表 7:我国部分油气管道建设投资情况

	建成时间	建设投资（亿元）	管道总长（公里）	单公里建设成本（万元）
陕京一线	1997	50	1098	455
陕京二线	2005	106	918	1155
陕京三线	2011	120	896	1339
陕京四线	2017	145	1098	1321

资料来源：公开资料、东兴证券研究所

而在较大口径油气管道的建设投资成本当中，工程费用占比超过 73%，除去管材费用等原材料费用，实际安装工程成本占比仍然超过 50%。按照到 2025 年总计 1.6 万亿投资来算，油气管网主干管道建设将为管道工程建设行业带来近 8000 亿市场空间。公司的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，在国内管道建设市场占据份额在八成以上。后续管道建设招标市场化公开之后，公司或将面临更为激烈的市场竞争。但是可以预见的是油气管网的建设未来每年将可以为公司提供超过数百亿的订单合同。

表 8:油气管道定向钻穿越单项工程投资参考指标

管径*壁厚 (mm)	工程费用 (元/米)				其他费用 (元/米)	基本预备费 (元/米)	静态投资合计 (元/米)
	管材费	安装工程	建筑工程	措施项目			
660*9.5	1422	5576	533	528	1934	999	10992

资料来源: 筑龙学社、东兴证券研究所

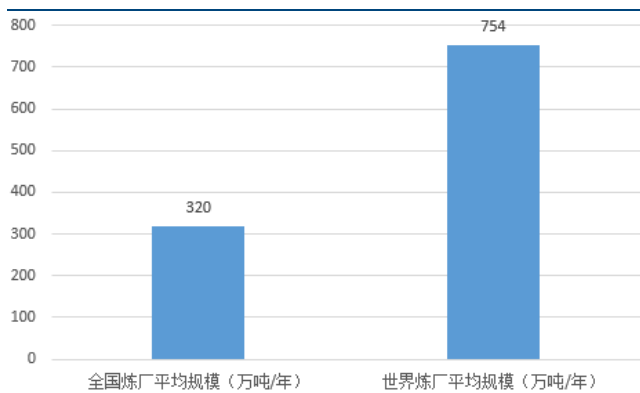
4. 炼化一体化项目建设高峰, 炼化工程景气复苏

4.1 准入政策放开鼓励炼化扩张

炼化发展是我国化工业赶超发达国家的必由之路。我国是全球最大的能源消费国, 2018 年, 中国原油消费量为 6.28 亿吨, 比上年增长 5.1%。但是我国传统石油化工一直以来被“三桶油”所垄断, 行业参与者少、炼油产能规模小, 缺乏竞争力。从全球化工行业发展历史来看, 大型炼化装置是发展中国家在化工工业上赶超发达国家一种可行的道路。为此在十三五期间国家在能源领域改革迈出了实质性的步伐, 鼓励我国炼油化工产业发展。

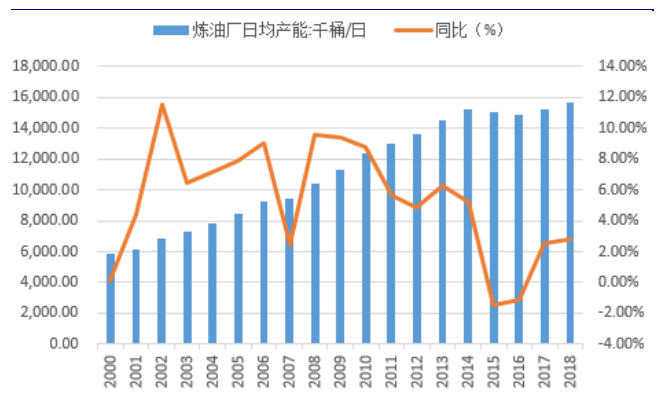
- ◆ “双权”放开, 为炼厂产能扩张带来机遇。2015 年国家发改委出台《国家发展改革委关于进口原油使用管理有关问题的通知》, 放松原油进口权与进口原油使用权的限制。
- ◆ 规划七大石化基地, 产业集聚发展。我国《石化产业规划布局方案》提出, 将推动产业集聚发展, 重点建设七大石化产业基地, 包括大连长兴岛(西中岛)、河北曹妃甸、江苏连云港、上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷。

图 22:2015 年我国与世界炼厂平均规模对比



资料来源: 公开资料、产业信息网、东兴证券研究所

图 23:我国炼厂产能变化



资料来源: wind、东兴证券研究所

我国炼油工业进入结构调整期。自 2000 年以来, 汽车工业发展支撑油品需求快速增长, 我国炼油工业经历了较为快速的发展。以山东地炼为代表的独立炼厂快速成长, 全国炼能由 2000 年的 600 万桶/天上升至 2018 年的 1566 万桶/天。这也导致了总炼油产能过剩, 成品油出口数量激增。2015-2018 年间原油价格下降, 油品需求低迷, 炼油产能扩张放缓, 炼油工业进入结构调整期。

4.2 炼化项目进入建设高峰期提供充足订单

根据我们统计, 2025 年之前中国将新增 2 亿吨/年以上的炼油能力, 再次成为全球最主要的炼油产能扩张地。增量主要来自两方面: 一是大型民营资本涌入, 或为解决原料瓶颈向上游扩张, 或为了获取炼厂

较为可观的效益，例如浙江石化、恒力石化等。二是国有炼油企业进行扩建，例如中科炼化、揭阳石化等。公司的炼油化工工程建设板块具备2个千万吨炼油和百万吨乙烯工程EPC总承包建设能力，目前工程团队已经供不应求，在未来五年内订单有充分保障。

以PTA和涤纶长丝龙头为主力的民营企业大炼化项目，将占未来新增产能近一半份额。从石油生产PX，进而依次生产PTA、聚酯，直至生产出纺织行业的基础材料化纤材料涤纶，是典型的从石油到终端产品的产业链。但是由于炼厂结构的不合理，PX被国外巨头垄断，导致石油-PX-PTA-聚酯-涤纶长丝这个产业链的利润高度集中于石油-PX环节，大量利润被国外炼厂所攫取。荣盛石化、桐昆股份、恒力股份、恒逸石化、江苏盛虹这五大民营石化巨头抓住契机，通过炼化一体化项目向产业链上游进军，打造“原油-PX-PTA-涤纶长丝-化纤织造”的全产业链布局，从而开启中国炼油行业发展新格局。

表 9:主要民营炼化项目一览

项目名称	浙石化		大连恒力		恒逸文莱		盛虹石化	旭阳石化
项目批次	一期	二期	一期	一期	二期	一期	一期	
规模(万吨)	2000	2000	2000	800	1400	1800	1500	
建设项目	2000万吨/年 炼油+400万 吨/年芳烃 +140万吨/ 年乙烯	2000万吨/年 炼油+400万 吨/年芳烃 +140万吨/ 年乙烯	2000万吨/年 炼油+450万 吨/年芳烃 +150万吨/ 年乙烯	800万吨/年 炼油+150万 吨/年芳烃联 合	1400万吨/年 炼油+150万 吨/年乙烯 +150万吨/ 年芳烃	1600万吨/年 炼油+280万 吨/年芳烃 +110万吨/ 年乙烯	1500万吨/年 炼油+200万 吨/年芳烃联 合	
投产时间	2019年	待定	2019年	2019年	待定	2021年	2021年	

资料来源:公司公告、东兴证券研究所

三大国有石油公司主营炼厂正在加快一体化、基地化布局。民营炼化建设如火如荼，“三桶油”也正在利用现有装置和扩建部分联合，统筹炼油与化工发展，整体优化，提高一体化水平。以惠州二期、中化泉州为代表的扩建项目将充分发挥规模优势，实现物料互供和公用工程共享，提高内部资源利用效率，降低物流成本和加工成本，提升基地整体竞争优势。中石化和科威特国家石油合建的中科炼化、广州石化也加紧了建设的脚步。未来我国炼油化工将逐渐实现油品向化工品转型、落后向先进转型、分散向集中转型。

表 10:国有企业炼化一体化项目一览

企业名称	所属集团	炼能变化(万吨/年)	省份	最新进展
大榭石化	中海油	800→1400	浙江	暂未实施
华北石化	中石油	500→1000	河北	2018年10月投产
中科炼化	中石化	0→1000	广东	2019年底投产
惠州炼化	中海油	1200→2200	广东	2017年8月投产
广州石化	中海油	0→2000	广东	2021年投料试车
中化泉州	中化集团	1200→1500	福建	计划2020年6月投产
海南炼化二期	中石化	800→1300	海南	环评前期工作
盘锦石化	中国兵器、沙特阿美	0→1500	辽宁	计划2019年建成投产

资料来源:东兴证券研究所

5. 狠抓环保趋势不改，环境工程迎发展良机

未来较长时期将是环境工程行业的黄金发展期。根据《水污染防治行动计划》、《土壤污染防治行动计划》，废水处理方面，国家专项整治氮肥、印染等十大重点行业以及工业集聚区的水污染，鼓励纺织印染、石油石化、化工等高耗水企业废水深度处理回用；固废处理方面，全面整治脱硫、脱硝、除尘产生固体废物的堆存场所，对污水处理设施产生的污泥进行稳定化、无害化处理处置，到 2025 年，地级及以上城市污染地块安全利用率达到 95% 以上。

公司在环境工程方面，拥有成熟的油气田地面、炼油化工、纺织印染、煤化工等方面的污水处理技术。其中，自主开发的煤化工“零排放”污水处理技术已经成功应用，成为该技术的领跑者。未来公司将抓住国家加大水、气和土壤污染治理的有利时机，打造新的经济增长点。

6. 估值分析及盈利预测

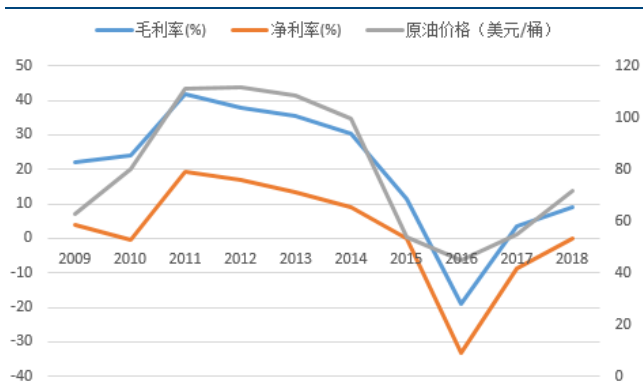
6.1 油田服务工程行业估值处于底部

公司业务涵盖油气工程上下游：地面工程业务属于油气钻采服务板块，可比公司包括海油工程、石化油服、中海油服等同属三桶油旗下市值较为接近的公司；炼化工程业务分属于建筑行业下的化学工程，主要可比公司包括中国化学和中石化旗下在港股上市的中石化炼化工程。

正如同我们前文所述，油气钻采服务板块的订单金额和盈利能力和上游油气公司的投资意愿息息相关。Wind 上油田服务行业板块毛利率和净利率以及净资产收益率都与原油价格走势一致，在过去十年里随着油价的波动经历了由景气到亏损再复苏的行情。

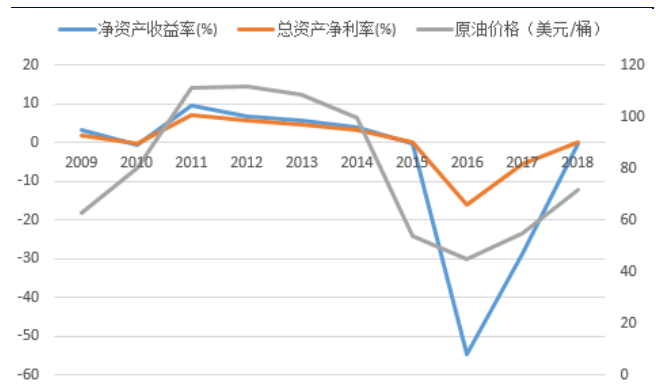
- ◆ 2011-2014 年 100 美元/桶以上的高油价激发油气开发投资热情，油田服务行业毛利率和净利率都位于高点。行业景气也刺激了油田服务公司增加固定资产和设备的投资，这也为后续产能过剩大幅亏损埋下伏笔。
- ◆ 2014-2016 年间原油价格大幅下跌，全球油气公司大幅削减资本开支。订单数量减少，油田服务行业竞争加剧，全行业盈利能力大幅下滑。加上前期油田服务公司产能快速扩张后遭遇行业寒冬，大幅的折旧和财务压力导致行业内公司大面积亏损。
- ◆ 2016-2018 年原油价格逐渐复苏，中油工程等行业龙头也通过重组上市，行业毛/净利率和净/总资产收益率也显著恢复。未来随着原油价格的上涨和全球油气公司资本开支的增加，仍有较大提升空间。

图 24: 油田服务行业毛利率与净利率变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 25: 油田服务行业净/总资产收益率变化



资料来源: wind、东兴证券研究所

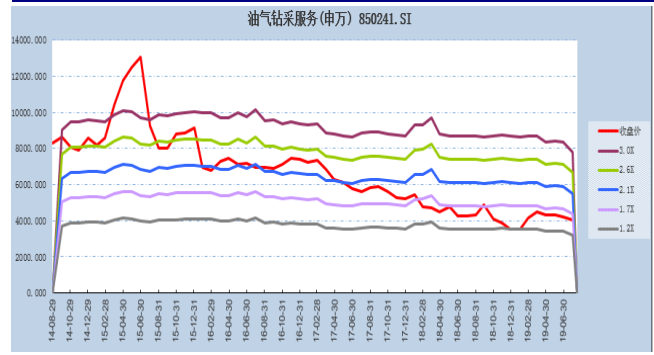
但从市场表现来看, 油气钻采服务指数的走势却与板块的景气复苏明显背离。由于油气服务行业的盈利受到油价等诸多因素影响, 市盈率 PE 波动较大。而公司的净资产波动性相对较小, 所以我们可以选取市净率 PB 来反映公司的股价表现。从油气钻采服务行业的 PB band 可以看出, 油气钻采服务申万三级指数自 2014 年以来不断走低, 直至今年年初开始才略有起色, 目前仍处于底部区间。其原因除了近两年证券市场和宏观经济形势较差之外, 也因为盈利能力的修复未能在公司股价上得以体现。

图 26: 油田服务行业收入规模和增长率



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 27: 油气钻采服务行业 PB band



资料来源: wind、东兴证券研究所

6.2 公司估值位于上市来最低水平

公司的历史 PB 水平波动较大, 基本集中在 1-3 之间。自 2016 年借壳重组上市以来, 受到证券市场下行和前期油价下跌导致公司业绩下滑两大利空影响, 公司市净率 PB 不断下滑。近期更是跌破 1 达到 0.85 的历史低位附近。

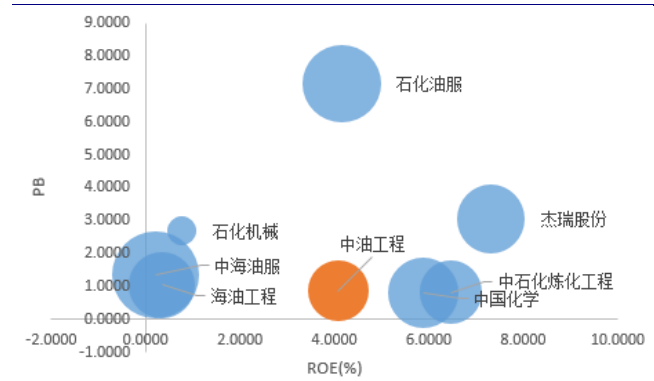
对于目前的公司估值已经低于 2018 年上半年时的较低水平, 我们认为并不合理。一是彼时公司业绩同比出现大幅下滑, 2017 年公司实现归母净利润 6.7 亿元, 同比 2016 年下滑近 48 个百分点。业绩大幅不及预期导致市场下调公司估值。二是 18 年上半年证券市场大盘回撤, 油市也并未能给予较好支撑, 直至下半年油价回暖估值水平才有所提升。而现阶段公司在 16 年前签订的低毛利订单逐渐完成, 公司主营业务景气回暖、业绩进入上升通道。因此无论从行业或是公司自身角度来看, 当前公司 PB 相对于所处环境而言存在严重低估。

图 28: 中油工程历史 PB



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 29: 可比公司 PB-ROE 分布



资料来源: wind、东兴证券研究所

横向比较来看, 公司的 PB 估值水平依然处于同行业较低水平。等风险资产的 PB/ROE 理论上应该一致。

我们选取了油田服务行业和炼化工程行业的石化油服、中海油服、中国化学、中石化炼化工程等公司作为对比。可以看到虽然公司的销售净利率略低于行业均值，但结合较高的总资产周转率和资产负债率，使得公司的综合 ROE 接近行业平均水平。但是公司的市盈率和市净率被显著低估。

表 11: 公司与可比公司关键指标对比

公司	市值(亿元)	18 净利润(亿元)	总资产周转率(%)	销售净利率(%)	资产负债率(%)	ROE(%)	近期最高净利润(亿元)	预测 19 市盈率 PE	市净率 PB
中石化炼化工程	216.66	16.79	0.72	3.57	63.34	6.46	2013 年 36.6	7.31	0.82
杰瑞股份	256.70	6.15	0.41	13.95	27.28	7.31	2014 年 12.2	23.46	3.05
海油工程	237.87	0.80	0.37	0.73	24.03	0.35	2014 年 42.7	30.66	1.04
石化油服	335.12	2.40	0.95	0.41	90.51	4.16	2014 年 12.3	45.04	7.16
中海油服	417.94	0.71	0.29	0.41	53.57	0.21	2014 年 75.2	58.41	1.36
中国化学	266.38	19.32	0.88	2.57	63.91	5.88	2013 年 34.7	10.77	0.81
平均	276.03	7.96	0.61	3.32	56.79	4.06		27.2	2.16
中油工程	201.55	9.55	0.63	1.64	74.92	4.07	2014 年 32.8	14.75	0.86

资料来源: Wind、公司公告、东兴证券研究所

6.3 盈利预测

关键假设:

- ◆ 油气田地面工程业务 19-21 年营收增长分别为 10%/10%/5%，主要原因在于油气公司勘探开发资本开支增加，21 年因基数增大和公司产能利用率提高而增速放慢；
- ◆ 管道与储运工程业务 19-21 年营收增长分别为 7%/15%/10%，主要原因在于管道公司成立会加速油气管道建设；
- ◆ 炼油与化工工程业务 19-21 年营收增长分别为 15%/10%/-5%，主要原因在于 19-21 年为民营炼化一体化建设高峰，后续业务订单数量预期下滑；
- ◆ 环境工程和项目管理业务 19-21 年营收以年均 15% 的增速增长；
- ◆ 2016-2018 年间执行合同多为低油价时期签订的低毛利率订单，后续毛利率将逐渐改善。

基于以上假设，我们预计公司 19-21 年实现营业收入分别为 647.46 亿元、723.33 亿元和 758.75 亿元，实现归母净利润分别为 12.58 亿元、16.57 亿元和 21.53 亿元；对应 EPS 分别为 0.23 元、0.30 元和 0.39 元，当前股价对应 PE 分别为 16.33 倍、12.4 倍和 9.54 倍。公司主营业务均处于景气上升周期，且目前 PB 估值水平位于历史较低区间。根据可比公司的 PB 和 ROE 数据进行拟合可得，PB-ROE 拟合斜率为 24.9。考虑到公司 19 年对应 ROE 为 5.06%，对应 PB 1.26，目标价 5.49 元，维持“强烈推荐”。

表 12:分板块盈利预测假设

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
油气田地面工程						
营业收入	21,293.25	22,172.10	24,625.89	27,088.48	29,797.33	31,287.19
增长率	-12.68%	4.13%	11.07%	10.00%	10.00%	5.00%
毛利率	8.47%	5.92%	6.83%	8.00%	8.00%	8.50%
管道与储运工程						
营业收入	15,079.64	17,664.67	17,480.91	18,704.57	21,510.26	23,661.29
增长率	-11.27%	17.14%	-1.04%	7.00%	15.00%	10.00%
毛利率	5.68%	7.69%	5.44%	6.50%	7.00%	7.50%
炼油与化工工程						
营业收入	10,216.57	13,010.17	12,680.05	14,582.06	16,040.26	15,238.25
增长率	-44.23%	27.34%	-2.54%	15.00%	10.00%	-5.00%
毛利率	11.44%	14.47%	9.38%	10.00%	12.00%	14.50%
环境工程及其他						
营业收入	3,648.46	2,265.49	3,434.91	3,950.15	4,542.67	5,224.07
增长率	-21.85%	-37.91%	51.62%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	14.38%	13.55%	11.54%	12.50%	13.50%	14.50%
合计						
营业收入	50,659.44	55,363.75	58,622.88	64,746.43	72,332.75	75,875.14
增长率	-22.33%	9.29%	5.89%	10.4%	11.7%	4.9%
毛利率	8.81%	8.94%	7.49%	8.51%	9.14%	10.01%

资料来源：东兴证券研究所

7. 风险提示

行业政策出现重大变化、原油价格大幅波动、国际政治局势动荡、工程项目进度不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产合计	82305	84918	94401	101795	106865	营业收入	55364	58623	64746	72333	75875
货币资金	24104	32952	39448	40965	41849	营业成本	50413	54230	59235	65719	68279
应收账款	19284	15149	15965	17439	18501	营业税金及附加	241	211	258	274	295
其他应收款	4716	4893	5404	6037	6333	营业费用	73	86	91	104	107
预付款项	2898	4496	5454	6954	8285	管理费用	2663	3094	3266	3733	3871
存货	29352	24200	25154	27008	28528	财务费用	465	-804	-357	-402	-414
其他流动资产	649	1514	1530	1553	1558	研发费用	0	125	162	181	190
非流动资产合计	8943	8835	8263	7701	7145	资产减值损失	67.48	101.33	115.00	90.00	90.00
长期股权投资	218	278	278	278	278	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5822	5456	5034	4611	4186	投资净收益	32.97	82.46	120.00	120.00	130.00
无形资产	1873	1884	1771	1665	1565	加:其他收益	0.65	30.81	30.81	30.81	30.81
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	1472	1690	2126	2782	3615
资产总计	91248	93754	102664	109496	114010	营业外收入	57.51	87.81	20.00	20.00	21.00
流动负债合计	66825	68571	76427	81859	84541	营业外支出	26.53	33.84	15.00	15.00	15.00
短期借款	0	182	0	0	0	利润总额	1503	1744	2131	2787	3621
应付账款	32092	25884	32538	36011	37460	所得税	829	787	852	1115	1448
预收款项	21055	28457	30069	31346	32581	净利润	673	957	1278	1672	2173
一年内到期的非流动	588	652	652	652	652	少数股东损益	3	2	20	15	20
非流动负债合计	1658	1672	1644	1644	1644	归属母公司净利润	670	955	1258	1657	2153
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	68482	70243	78071	83503	86185	成长能力					
少数股东权益	31	32	52	67	87	营业收入增长	9.29%	5.89%	10.45%	11.72%	4.90%
实收资本(或股本)	5583	5583	5583	5583	5583	营业利润增长	-20.54%	14.86%	25.74%	30.88%	29.95%
资本公积	14517	14516	14516	14516	14516	归属于母公司净利	31.76%	31.69%	31.76%	31.69%	29.90%
未分配利润	2146	2799	3744	4972	6579	获利能力					
归属母公司股东权益	22734	23480	24357	25742	27554	毛利率(%)	8.94%	7.49%	8.51%	9.14%	10.01%
负债和所有者权益	91248	93754	102664	109496	114010	净利率(%)	1.22%	1.63%	1.97%	2.31%	2.86%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.73%	1.02%	1.23%	1.51%	1.89%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	2.95%	4.07%	5.17%	6.44%	7.81%
经营活动现金流	2811	8614	6529	1385	792	偿债能力					
净利润	673	957	1278	1672	2173	资产负债率(%)	75%	75%	76%	76%	
折旧摊销	1072.03	988.63	601.25	589.05	578.25	流动比率	1.23	1.24	1.24	1.24	1.26
财务费用	465	-804	-357	-402	-414	速动比率	0.79	0.89	0.91	0.91	0.93
应收账款减少	0	0	-816	-1474	-1062	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1612	1277	1236	总资产周转率	0.61	0.63	0.66	0.68	0.68
投资活动现金流	-712	-339	9	-7	8	应收账款周转率	3	3	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.69	2.02	2.22	2.11	2.07
长期股权投资减少	0	0	37	0	0	每股指标(元)					
投资收益	33	82	120	120	130	每股收益(最新摊	0.12	0.17	0.23	0.30	0.39
筹资活动现金流	-554	-20	-43	140	83	每股净现金流(最新	0.28	1.48	1.16	0.27	0.16
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.07	4.21	4.36	4.61	4.94
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	974	0	0	0	0	P/E	30.67	21.65	16.33	12.40	9.54
资本公积增加	4947	-1	0	0	0	P/B	0.90	0.88	0.84	0.80	0.75
现金净增加额	1545	8255	6495	1517	884	EV/EBITDA	-0.99	-6.17	-7.87	-6.76	-5.52

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	公司财报点评: 上游资本开支扩张, 业绩进入上升通道	2019-04-26
行业	天然气行业深度: 管网建设加速 天然气迎来发展黄金期	2019-05-07

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

化工行业首席分析师，大周期组组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

张明烨

清华大学化学工程学士、工业催化与反应工程硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年海外化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。