

# 海油工程 (600583)

证券研究报告

2019年09月14日

## 行业复苏拉动业绩，国际竞争力塑造成长性

海油工程是国内唯一海洋油气工程总包，立足于国内海上，业务向海外、深水、总包以及 LNG 扩展。本篇深度报告拟分析：公司所处的行业趋势，公司订单、业绩的周期性特征，公司与国际比较的优劣势在哪里，以及如何看待估值水平？

### 行业趋势之一：海上油气资本开支拐点已至

**全球：**2019 年油气资本开支有望保持温和增长，海上预计+10%，是 2015 年以来海上资本开支首度正增长。海上项目盈亏平衡点显著下降，经济性是支撑海上资本开支持续性的基础。

**国内：**中海油“七年行动计划”提出到 2025 年，勘探工作量和探明储量翻一番，建成南海西部 2000 万方、南海东部 2000 万吨，相比目前南海产量要接近翻番。中海油上半年资本开支 337 亿，同比+60%，全年有望超预算区间。

### 行业趋势之二：全球 LNG 投资有望创新高

全球天然气供需区域不匹配是 LNG 投资增长的长期逻辑。2017~2018 年，现货贸易利润拉大，且市场普遍预期 2020 年滞后全球 LNG 市场将出现供需缺口，LNG 投资步伐加快。2019 年全球 LNG 项目 FID 数量有望创新高。

### 公司周期性特征：业绩滞后订单 1~2 年

**订单：**国内订单跟随中海油资本开支周期，海外订单一直以来跟随 LNG 投资周期，近年来也有 FPSO 和海外油气项目。

**收入和利润：**较订单滞后 1~2 年，毛利率更为滞后。上一轮周期中，国内订单高峰 2013 年，收入高峰 2014 年，国内毛利率见顶则在 2015 年。预计本轮周期高点可能出现在 2021~2022 年。

### 公司国际比较：深水总包有差距，每一轮周期都是成长机遇

**劣势：**在于总包能力，尤其是深水总包能力不足。国际海工总包商 Fluor 和 Technip 两家历史盈利水平高于同行就是得益于其总包能力。

**优势：**在于场地和人工成本。海油工程拥有四块场地，其中珠海(公司 51%、Fluor49%)即使对于 Fluor 来讲也是值得称道的建造场地。国内人工成本优势明显，海油工程单位员工成本是 Technip 的 60%左右。

每一轮景气周期中，海油工程都有机会实现海外市场突破。上一轮标志性项目包括 Yamal LNG 和缅甸 Zawtika。2018 年以来，公司在沙特长协有重大突破，加拿大 LNG 项目再落一子，后续的海外总包项目仍值得期待

### 盈利预测和估值

预测 19/20/21 年净利润 1.0/9.5/21.1 亿，EPS 分别 0.02/0.22/0.48 元。当前股价对应 PE236/25/11 倍，当前 PB1.09 倍。按照行业平均 1.32 × PB 给与目标价 6.59 元，给予“买入”评级。

**风险提示：**国际油价大跌致海外油气资本开支下滑的风险；新订单毛利率难以进一步回升的风险；项目执行情况较差致亏损的风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,252.54	11,052.12	14,367.76	17,241.31	20,689.57
增长率(%)	(14.50)	7.80	30.00	20.00	20.00
EBITDA(百万元)	2,396.13	1,535.59	750.86	1,772.12	3,137.28
净利润(百万元)	491.06	79.78	101.55	954.77	2,105.31
增长率(%)	(62.67)	(83.75)	27.29	840.22	120.50
EPS(元/股)	0.11	0.02	0.02	0.22	0.48
市盈率(P/E)	48.89	300.93	236.42	25.15	11.40
市净率(P/B)	1.04	1.05	1.05	1.03	0.99
市销率(P/S)	2.34	2.17	1.67	1.39	1.16
EV/EBITDA	9.04	12.41	22.69	11.17	5.03

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	采掘/采掘服务
6 个月评级	买入(首次评级)
当前价格	5.43 元
目标价格	6.59 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	4,421.35
流通 A 股股本(百万股)	4,421.35
A 股总市值(百万元)	24,007.96
流通 A 股市值(百万元)	24,007.96
每股净资产(元)	4.97
资产负债率(%)	24.73
一年内最高/最低(元)	7.06/4.81

### 作者

**张樨樨** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

**崔宇** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518060002  
cuiyu@tfzq.com

**贾广博** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519010002  
jiaguangbo@tfzq.com

**刘子栋** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519090001  
liuzidong@tfzq.com

**郑小兵** 联系人  
zhengxiaobing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《海油工程-首次覆盖报告:海上油气回暖，业绩反弹可期》 2017-03-02



## 内容目录

1. 公司简介：国内唯一海洋油气工程总包，拥有多元业务能力.....	4
2. 行业分析.....	5
2.1. 海上资本开支拐点已至.....	5
2.1.1. 全球油气投资：2019 持续回暖，海上首度扩张.....	5
2.1.2. 油气投资持续性：海上油气成本显著下降，支撑资本开支可持续性.....	6
2.1.3. 油气公司计划：中海油等海上油气生产商计划增加资本开支.....	6
2.2. 全球 LNG 投资有望创新高.....	7
2.2.1. LNG 供需矛盾：全球天然气区域不匹配继续加深.....	7
2.2.2. LNG 投资增长持续性：过去两年 LNG 贸易利差丰厚，刺激相关投资.....	8
2.2.3. FID 数量：2019 年 LNG 项目 FID 数量有望创新高.....	8
3. 公司分析.....	9
3.1. 盈利周期特征.....	9
3.1.1. 订单：跟随油气资本开支.....	9
3.1.2. 业绩：滞后订单 1~2 年.....	9
3.2. 国际比较.....	10
3.2.1. 国际竞争力：深水总包能力有差距，成本有一定优势.....	10
3.2.2. 周期同步：订单上升期，业绩仍在底部.....	12
3.2.3. 每轮周期都是成长机遇.....	13
4. 盈利预测与估值.....	15
4.1. 盈利预测.....	15
4.2. 估值.....	15

## 图表目录

图 1：公司营业收入结构（2018 年）.....	4
图 2：公司股权结构.....	4
图 3：海油工程所处产业链环节及专业划分.....	4
图 4：海油工程重大项目数量及分类（单位：个）.....	5
图 5：原油资本开支变动情况（十亿美元）.....	6
图 6：世界各项原油开支比例.....	6
图 7：开发成本指数.....	6
图 8：海上油公司 ROE（%，左轴）和油价（美金/桶，右轴）.....	6
图 9：中海油资本开支（左轴，亿元）及开发环节占比（右轴）.....	7
图 10：其他海上油公司资本开支（十亿美元）增长情况.....	7
图 11：2000~2017 年全球 LNG 贸易增速远超天然气消费增速.....	7
图 12：2018~2024 年各区域天然气消费增长与供给增长不匹配（bcm）.....	7
图 13：国际主要市场现货天然气价格（美元/百万英热）.....	8

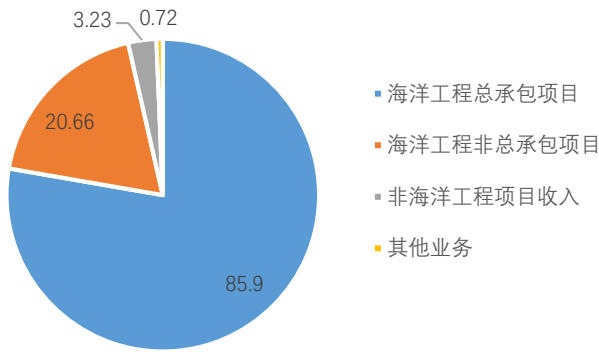
图 14: 美国到欧洲现货贸易利润: JKM-HH (美元/百万英热)	8
图 15: 全球 LNG 项目 FID 金额 (十亿立方米)	8
图 16: 海油工程订单结构 (亿元)	9
图 17: 海油工程国内订单 (亿元)	9
图 18: 海油工程订单 vs. 建造工作量	10
图 19: 海油工程订单 vs. 安装工作量	10
图 20: 海油工程国内收入、毛利率 vs. 订单	10
图 21: 海油工程海外收入、毛利率 vs. 订单	10
图 22: 海上工程国际可比公司业务结构 (2018 年)	10
图 23: 可比公司 ROE: 海油工程处于中等水平 (%)	11
图 24: 可比公司成本、利润结构	12
图 25: 可比公司员工人数 (左轴) 及单位成本 (右轴, 万美元/人)	12
图 26: Technip 收入和营业利润 (右轴) 单位: 百万美元	12
图 27: Technip 新订单和在手订单 单位: 百万美元	12
图 28: Fluor 收入和营业利润 (右轴) 单位: 百万美元	12
图 29: Fluor 新订单和在手订单 单位: 百万美元	12
图 30: Saipem 收入和营业利润 (右轴) 单位: 百万美元	13
图 31: Saipem 新订单和在手订单 单位: 百万美元	13
图 32: MODEC 收入和营业利润 (右轴) 单位: 百万美元	13
图 33: MODEC 新订单和在手订单 单位: 百万美元	13
图 34: Subsea 7 收入和营业利润 (右轴) 单位: 百万美元	13
图 35: Subsea 7 新订单和在手订单 单位: 百万美元	13
图 36: 海油工程收入和毛利 (右轴) 单位: 亿元	13
图 37: 海油工程新订单和在手订单 单位: 亿元	13
图 38: 海油工程运行项目数量 (左轴) 及海外项目占比 (右轴)	14
图 39: 海油工程收入结构 (左轴) 及海外项目收入占比 (右轴)	14
表 1: 海油工程重要历史业绩	5
表 2: 2018 年以来 LNG 项目 FID 及计划情况	8
表 3: 国际同行 Fluor 和 Technip 的总包项目列举	11
表 4: 重点项目进展情况	14
表 5: 重点项目进展情况	15

## 1. 公司简介：国内唯一海洋油气工程总包，拥有多元业务能力

海洋石油工程股份有限公司（海油工程）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油气工程 EPCI（设计、采办、建造、安装）总承包商之一。

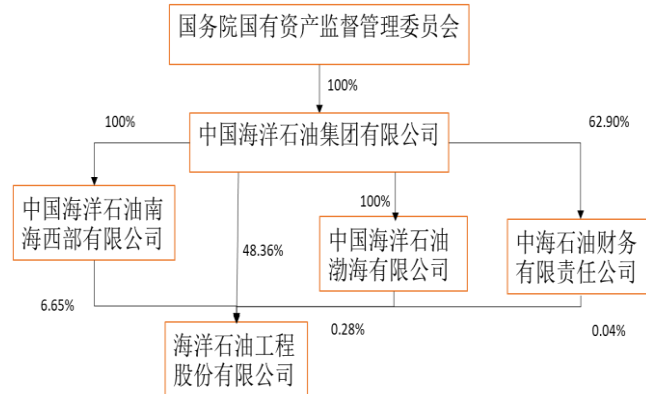
公司实际控制人为中国海洋石油集团有限公司，以直接及间接的方式控制了公司 55.33% 的股份。

图 1：公司营业收入结构（2018 年，单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司股权结构

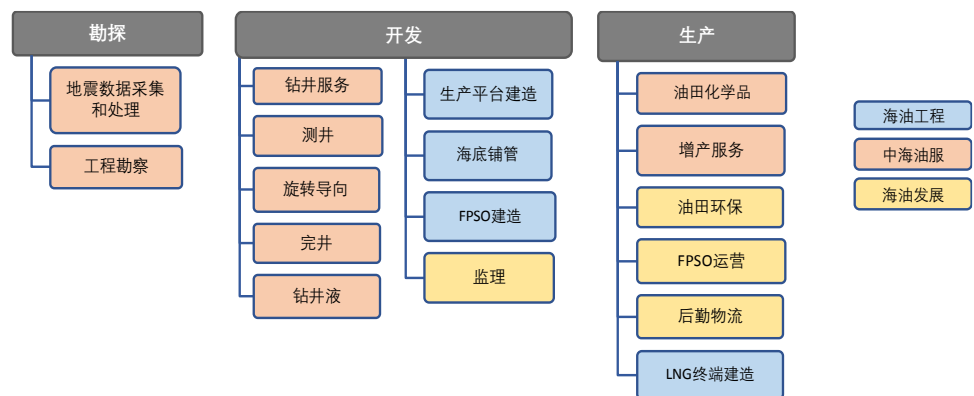


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司从事“工程服务”，主要服务于海上油气勘探开发的“开发”环节。按专业包括，设计、建造、安装、水下工程、技术服务、特种设备。另外，LNG 终端及陆上设施建造，也成为公司业务重要增长点。与中海油旗下另外两家公司，业务有明显的区分——中海油服从事“装备和技术服务”，海油发展则包括“FPSO 运营、工程监理、油田环保、后勤物流等”。

从国际对标公司来看，海油工程主要对标 Technip、Fluor、Saipem、MODEC、McDermott 等油气工程公司；中海油服对标 SLB、HAL 等技术服务公司和 Transocean、Diamond 等钻井平台运营商。

图 3：海油工程所处产业链环节及专业划分



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 公司主要历史重大项目包括：

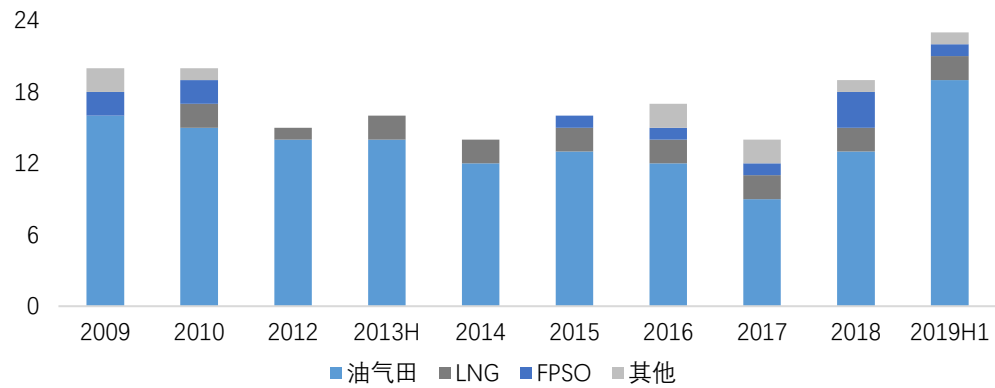
1) 体现深水作业能力的“国内荔湾 3-1EPCI 总包项目”。荔湾 3-1 气田是国内首个水深超过 1000m 的深水气田，是中国海油迈入深水的标志性工程。荔湾 3-1 中心平台为亚洲最大的导管架和组块，也是首次中国南海开阔海域超大型组块浮托作业。

2) 体现极寒地区 LNG 建造能力的“俄罗斯 Yamal LNG 项目”。亚马尔项目位于俄罗斯亚马尔半岛极寒地区，年产量达 1650 万吨液化天然气，是全球最大的天然气液化厂建设

项目之一。海油工程承揽的合同包共计 3 列包括 36 个模块，总重约 18 万吨，最大模块重约 6500 吨，是中国首次承揽大型 LNG 液化工厂核心工艺模块的建造工作。

- 3) 体现工程效率的“文昌 9-2/9-3/10-3 总包交钥匙工程”。
- 4) 体现海外油气总包能力的“缅甸 Zawtika”。
- 5) 巴西 FPSO，海油工程第一次作为独立的 FPSO 总包商交付的项目。

图 4：海油工程重大项目数量及分类（单位：个）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：海油工程重要历史业绩

项目	甲方	金额（亿元）	作业期间	工作内容
<b>国内</b>				
荔湾 3-1	中海油		2010~2013	EPCI 总包工作
文昌 9-2/9-3/10-3	中海油		2015~2018	天然气田群 EPC 总包交钥匙工程
<b>海外</b>				
俄罗斯 Yamal LNG	Yamgaz SNC	101.09	2014~2017	包括 36 个工艺模块的建造
缅甸 Zawtika	泰国国家石油公司	22.58	2014~2016	包括 4 座井口平台的设计、建造和海上安装
巴西 FPSO P67	Petrobras		2015~2018	17 个功能模块

资料来源：公司官网及公告，天风证券研究所

## 2. 行业分析

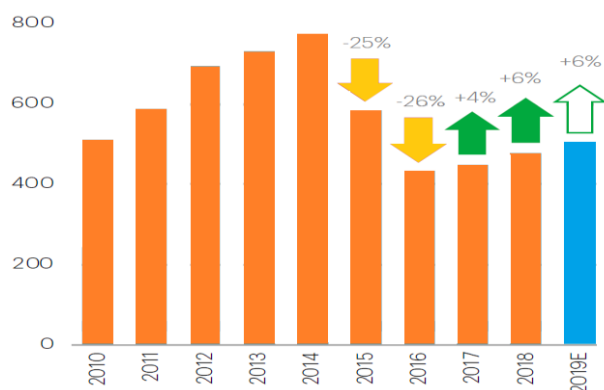
### 2.1. 海上资本开支拐点已至

#### 2.1.1. 全球油气投资：2019 持续回暖，海上首度扩张

2014 到 2018 年，全球油气资本开支下降了近 40%，而油气产量增长了 11%。2019 年全球油气资本开支预计达到 5050 亿美金，比 2014 年的历史高峰低了 3000 亿美金。整个产业链花了更少的钱，办了更多的事，“归功”于资本开支短期化。油公司重视短期现金流回报，然而从长期损伤了油气储量可采年限。

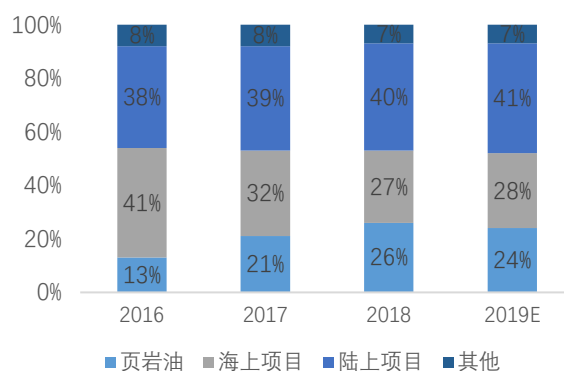
2019 年全球油气资本开支有望保持温和增长（+6%），但结构发生了重要变化。不同于 2018 年页岩占据了全部资本开支增量，2019 年的增长点主要是常规项目（+9%），尤其是海上项目（+10%），而北美页岩油资本开支预计下滑（-6%）。这是自 2015 年以来，海上资本开支首度获得正增长。

图 5：原油资本开支变动情况（十亿美元）



资料来源：IEA，天风证券研究所

图 6：世界各项原油开支比例



资料来源：IEA，天风证券研究所

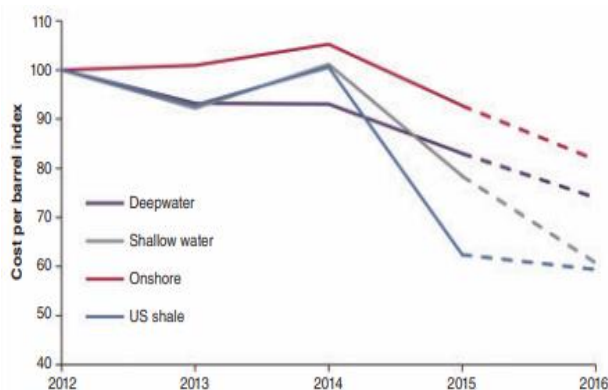
### 2.1.2. 油气投资持续性：海上油气成本显著下降，支撑资本开支可持续性

服务成本、物耗的下降，以及管理效率的提升，使得海上油气项目的盈亏平衡点下降了 30~40%。例如：中海油上游成本从 2014 年的 48 美金/桶下降到 2018 年约 30 美金/桶。BP 在墨西哥湾的项目，和 Equinor 在巴伦支海项目，资本开支都比此前计划减半。壳牌在墨西哥的 Vito 油田项目，资本开支比预计降了 70%，盈亏平衡点降到了 35 美金/桶。

海上油气不再是传统理解的高成本项目，即使在中等油价下，也能获得良好的投资回报率。以中海油、Equinor、Petrobras 为例，2017 年 Brent 均价 54 美金/桶，三家公司已经回到盈亏平衡线上方；2018 年 Brent 均价 71 美金/桶，几家公司 ROE 已经达到 13%，回到了 2012~2014 年油价 100 美金/桶以上时期的水平。

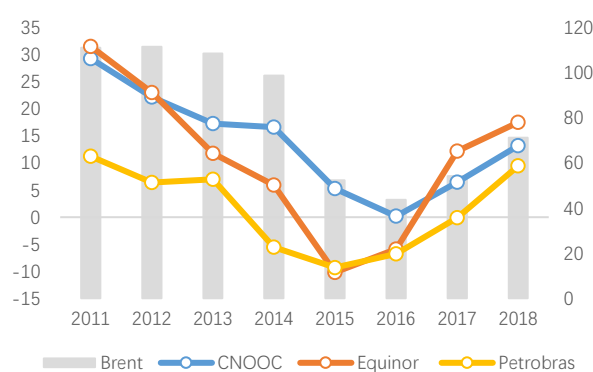
也就是说，海上油气开发不再需要过高的油价作为经济性支撑，60 美金/桶已经可以支撑资本开支维持平稳，70 美金/桶可以支撑资本开支较快增长。

图 7：开发成本指数



资料来源：Offshore，天风证券研究所

图 8：海上油公司 ROE (%) 和油价 (美金/桶, 右轴)



资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.1.3. 油气公司计划：中海油等海上油气生产商计划增加资本开支

**国内中海油情况：**2018 年 8 月，习近平主席提出要站在保障国家能源安全的高度，加大国内油气开发力度。三桶油相继召开工作会议响应习近平总书记批示精神，将加大油气勘探开发力度作为工作重点。

中海油提出全力保障油气增储上产作为工作核心。编制了《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》，提出到 2025 年，公司勘探工作量和探明储量要翻一番。具体措施包括采取针对性强的措施，提高国内新增探明油气储量，扎实推动“渤海油田 3000 万吨再稳产 10 年”工程。

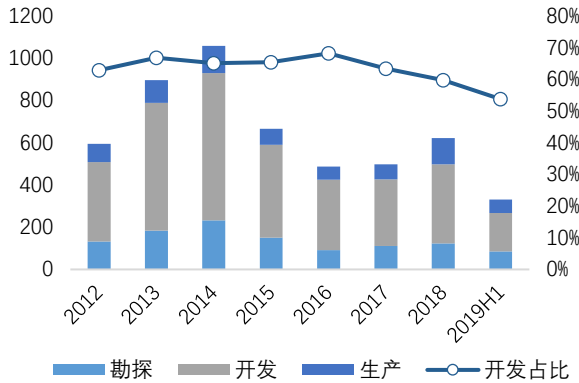
2019 年 5 月 24 日，中海油在深圳召开重大科技专项会议，会议强调到 2025 年，全面建



成南海西部油田 2000 万方、南海东部油田 2000 万吨的上产目标。实际上，以当前南海西部油田 1000 万方、南海东部油田 1500 万方的产量水平而言，此番上产专项的启动，意味着中国海油必须在南海地区再造一个超千万吨的大油田。

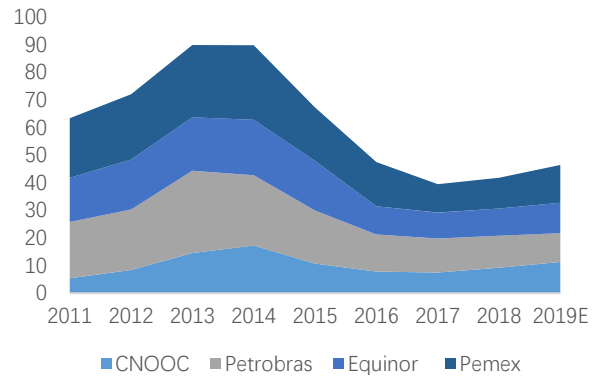
**国际海上油公司：**Equinor（挪威国家石油公司）、Pemex（墨西哥国家石油公司）计划 2019 年资本开支分别+11%、+23%。Petrobras（巴西国家石油公司）原计划 2019 年资本开支 160 亿，同比大幅增加，后因项目延期以及汇率等因素调减至 105 亿，同比-10%，公司计划 2019~2023 年资本开支 688 亿美金，年均值比 2018 年+19%。另外，沙特阿美为了弥补 Ghawar 油田的衰减，开始转向相对高成本的 Marjan、Zuluf、Berri 几个海上油田，海上资本开支有望开始释放。

图 9：中海油资本开支（左轴，亿元）及开发环节占比（右轴）



资料来源：中海油公告，天风证券研究所

图 10：其他海上油公司资本开支（十亿美元）增长情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 全球 LNG 投资有望创新高

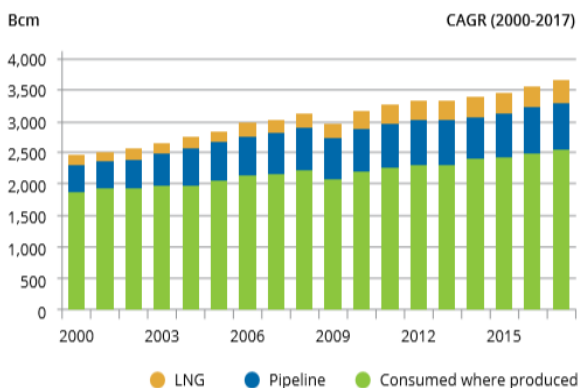
### 2.2.1. LNG 供需矛盾：全球天然气区域不匹配继续加深

产地和消费地不匹配带来贸易需求，尤其是跨大洋的贸易只能通过 LNG 解决。2000~2017 年，全球天然气消费增速 2.4%，而 LNG 贸易增速 6.4%。

预计 2018~2024 年，天然气产量增长区域和需求增长区域不匹配的情况将加剧。需求缺口主要在亚太（需求增长远超供给增长），其次是欧洲（需求平稳而产量下滑）。供给增长则主要来自北美（美国、加拿大）、欧亚大陆（俄罗斯和中亚地区）、以及非洲（埃及、莫桑比克）、中东（伊朗、沙特等）。全球供需增长不匹配的量约 179bcm。

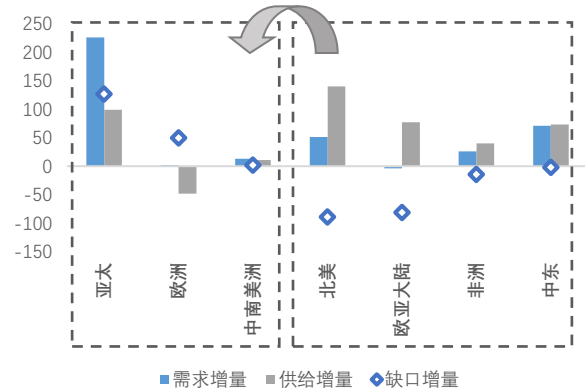
跨州的天然气贸易，除了小部分从俄罗斯中亚到亚太和欧洲可以通过管道，大部分要通过 LNG 方式解决。假设其中 80% 靠 LNG 贸易，则需要 18~24 年 LNG 贸易量增速达到 4.9%。

图 11：2000~2017 年全球 LNG 贸易增速远超天然气消费增速



资料来源：IGU，天风证券研究所

图 12：2018~2024 年各区域天然气消费增长与供给增长不匹配 (bcm)

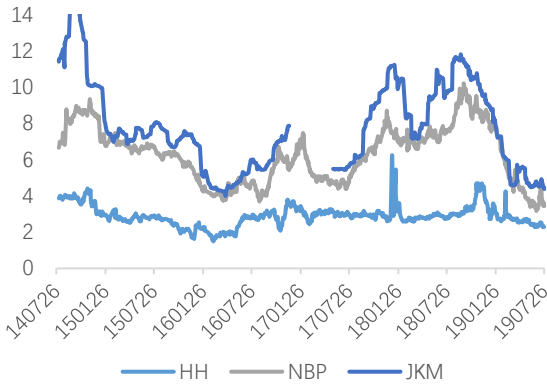


资料来源：IEA，天风证券研究所

### 2.2.2. LNG 投资增长持续性：过去两年 LNG 贸易利差丰厚，刺激相关投资

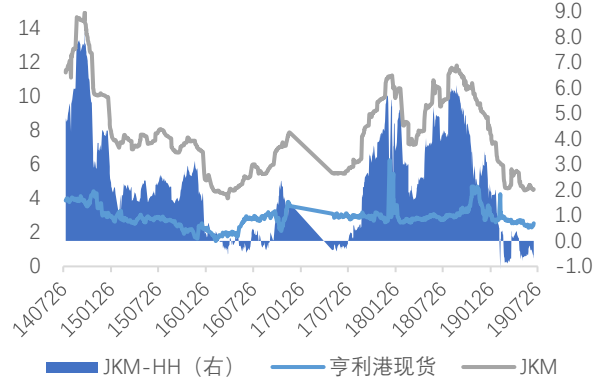
2017~2018 年，销地（日韩市场、英国市场）与北美现货（亨利港）价格差距拉大，贸易利润空间非常好。且市场普遍预期 2020 年之后全球 LNG 市场将出现供给缺口。在利润刺激和对远期供需的良好预期下，LNG 投资步伐加快。一些投资者甚至愿意在没有长期合同的情况下，投资建设 LNG 出口终端，这也与良好的现货贸易盈利有关。

图 13：国际主要市场现货天然气价格（美元/百万英热）



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

图 14：美国到欧洲现货贸易利润：JKM-HH（美元/百万英热）



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

### 2.2.3. FID 数量：2019 年 LNG 项目 FID 数量有望创新高

本轮全球 LNG 液化能力的增长主要源于 14 年之前的投资。从 14 年开始，全球 FID 数量下降，FID 产能增量从 14 年的 390 亿方下降至 17 年的不足 60 亿方。2018 年 LNG 投资开始恢复增长，随着 LNG Canada 和 Tortue FLNG 两个项目 FID，新增液化能力接近 290 亿方（2100 万吨）。

2019 年截至已经 FID 的三个项目，Golden Pass、Sabine Pass 第六线、Calcasieu Pass 名义产能共计 430 亿方（3080 万吨），高于 17 和 18 年新增项目的总和。此外，还有总量超过 1400 亿方（11670 万吨）的潜在 FID 项目将从 19 年陆续推出，包括卡塔尔、莫桑比克、美国、俄罗斯、加拿大等众多 LNG 项目。

图 15：全球 LNG 项目 FID 金额（十亿立方米）



资料来源：IEA，天风证券研究所

表 2：2018 年以来 LNG 项目 FID 及计划情况

国家	项目名称	FID 年份	预计投产年份	名义产能（万吨/年）
美国	Corpus Christi LNG T3	2018	2021	450
毛里塔尼亚-塞内加尔	Greater Tortue FLNG 1	2018.12	2022	250
加拿大	LNG Canada T1	2018.10	2024	700
加拿大	LNG Canada T2	2018.10	2025	700
美国	Golden Pass LNG T1	2019.2	2024	520



美国	Golden Pass LNG T2	2019.2	2024	520
美国	Golden Pass LNG T3	2019.2	2025	520
美国	Sabine Pass LNG T6	2019.6	2022~2024	524
美国	Calcasieu Pass LNG	2019.4	—	1000
卡塔尔	Qatargas' s expansion project	2019 Pre-fid	—	3100
莫桑比克	Mozambique LNG and Rovuma LNG	2019 Pre-fid	—	2700
俄罗斯	Arctic LNG	2019 Pre-fid	—	1900
美国	Tellurian' s Driftwood LNG	2019 Pre-fid	—	2760
加拿大	Woodfibre LNG	2019 Pre-fid	—	210

资料来源: IGU, IEA, 天风证券研究所

### 3. 公司分析

#### 3.1. 盈利周期特征

##### 3.1.1. 订单：跟随油气资本开支

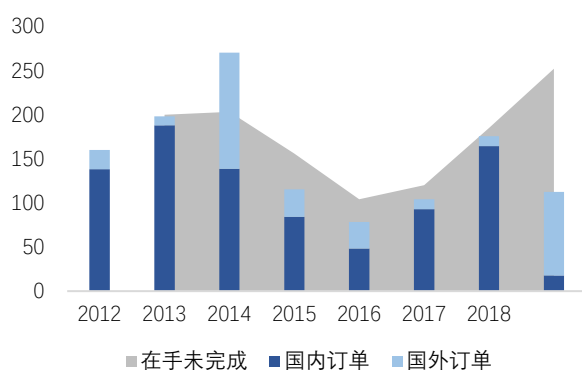
海油工程国内订单仍占主体，跟随中海油资本开支趋势。但是并不完全同步，易受个别大项目落地时间的影响，比如 2018 年底签订的陵水 17-2 大订单导致 2018 和 2019 年国内订单不平滑。

中海油资本开支已经从 2016 年低点 490 亿，恢复到 2018 年 621 亿，2019 年计划 700-800 亿。海油工程国内订单承揽额也从 2016 年低点 48 亿，恢复到 2018 年 164 亿。

海外订单一直以来以 LNG 项目为主，近年来也有 FPSO 项目和油气田项目。从周期性特征来讲，易随 LNG 投资周期波动，同时也体现出海外接单能力提升的成长性因素。

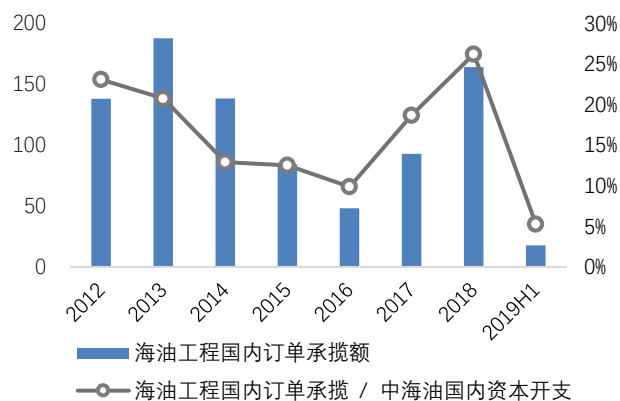
公司 2019 年上半年新订单金额达到 112 亿，同比+13%。考虑到 7 月份的国内 LNG 项目，以及在跟踪的陆丰海上平台项目，全年新订单增幅有望超过 20%。

图 16：海油工程订单结构（亿元）



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 17：海油工程国内订单（亿元）



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

##### 3.1.2. 业绩：滞后订单 1~2 年

公司订单周期较长，短则 1~2 年，长则横跨 4 个年度。

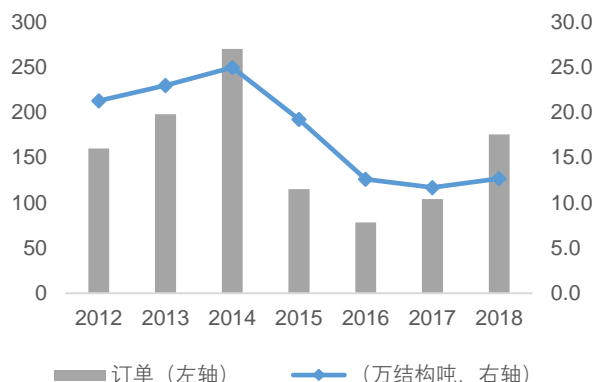
1) 工作量与订单基本同步。从历史数据看，公司钢材加工量、海底铺管长度、海上工作船天，与订单基本同步。

2) 收入较订单滞后 1~2 年。上一轮周期，国内订单高峰 2013 年，收入高峰 2014 年；海外订单高峰 2014 年，收入高峰 2016 年。

3) 毛利率变动更为滞后。上一轮周期中，毛利率见顶的时间比收入见顶的时间还要晚一年，国内是 2015 年，海外是 2017 年。

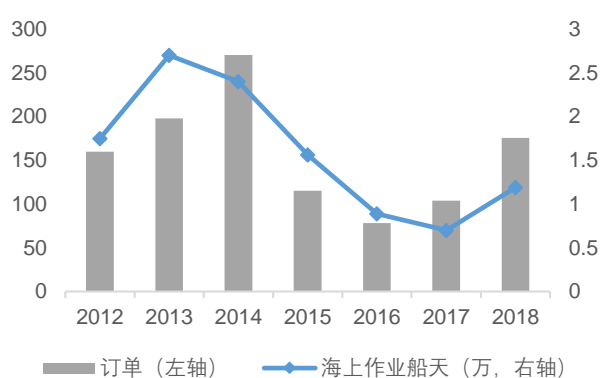
由于 2014 年以后收入规模下滑太快，以及结构性因素，毛利润和净利润的峰值仍在 2014 年。2015~2017 年海外收入和毛利的释放，平滑了下行周期的强度。

图 18: 海油工程订单 vs. 建造工作量



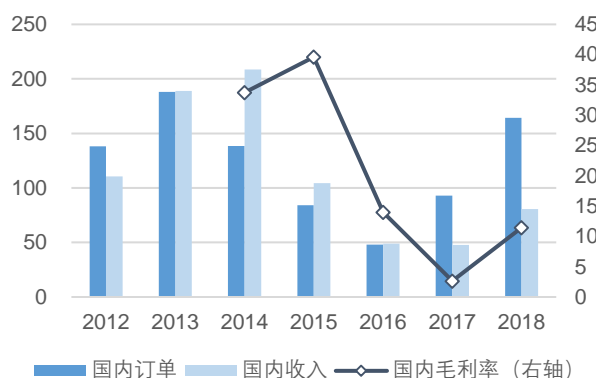
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 19: 海油工程订单 vs. 安装工作量



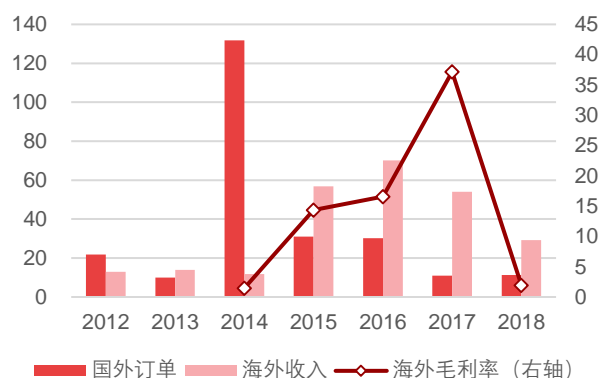
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 20: 海油工程国内收入、毛利率 vs. 订单



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 21: 海油工程海外收入、毛利率 vs. 订单



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

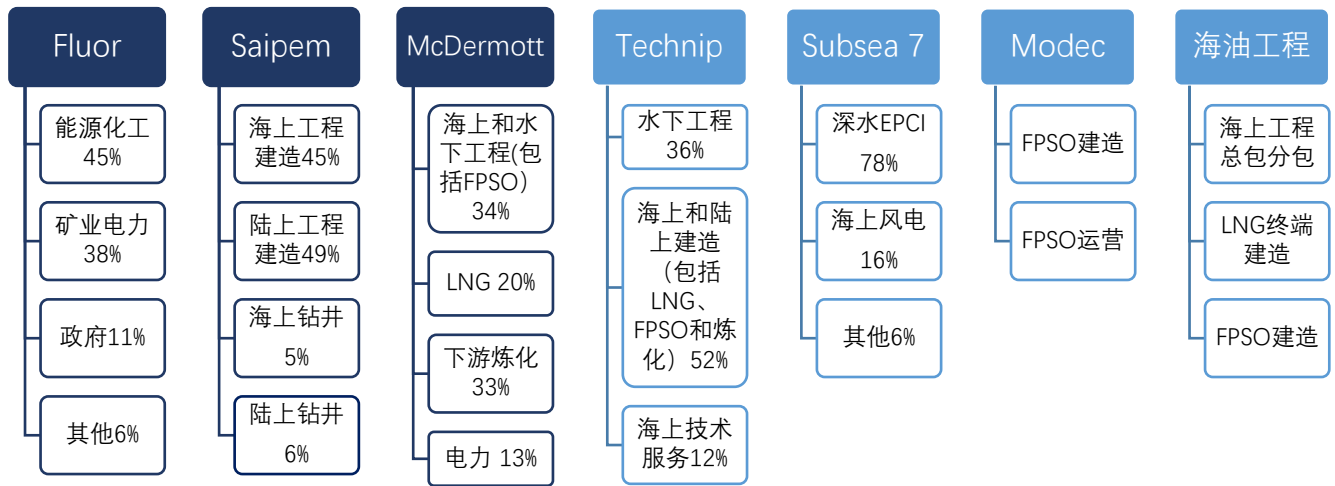
### 3.2. 国际比较

#### 3.2.1. 国际竞争力: 深水总包能力有差距, 成本有一定优势

可比公司选取 6 家国际海上油气工程公司。其中, 福陆、Saipem、McDermott 是综合型的工程总包公司, 除了海上工程之外, 还有陆上油气工程、炼化工程、矿业电力等。而 Technip、Subsea7、MODEC, 是专注于做海上油气工程的公司, 各有特色。Technip 业务比较全面, 涵盖了水下工程、水面工程以及部分技术服务。Subsea7 特色是于深水工程。MODEC 则以 FPSO (浮式生产储运平台) 的建造和运营为主。

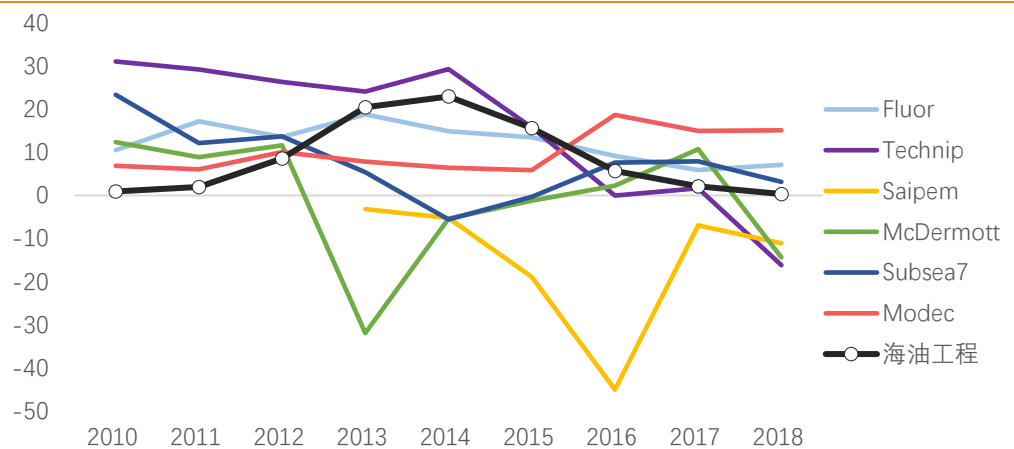
海油工程可以看作“小号的 Technip”, 除了没有炼化工程业务以外, 海上和水下工程、陆上建造, 包括 LNG 和 FPSO 业务, 都比较接近。

图 22: 海上工程国际可比公司业务结构 (2018 年)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：可比公司 ROE：海油工程处于中等水平（%）



资料来源：IEA，天风证券研究所

海油工程 2009~2018 年平均 ROE=9.2%，与国际同行相比盈利能力处于中游水平。两方面因素造就了海油工程中等的盈利水平：

1) 公司劣势在于总包能力，尤其是深水总包能力不足。Fluor 和 Technip 两家国际总包商历史盈利水平高于同行（平均 ROE 分别 12%、16%），也是得益于其总包能力。

比如，海油工程历史上的 Yamal 模块项目、企鹅 FPSO 模块项目、以及最近的加拿大 LNG 模块项目，都是 Fluor 或者 Technip 总包项目下的模块建造。

表 3：国际同行 Fluor 和 Technip 的总包项目列举

可比公司	年份	项目	描述
Fluor	2018 年	加拿大 LNG 项目	Fluor 与 JGC 合资公司作为项目 EPC 总包，海油工程中标了一个模块建造合同
Fluor	2018 年	壳牌企鹅 FPSO 项目	北海油田作业的企鹅 FPSO 项目 EPC 总包。其中陆上建造在中国进行，海油工程拿到了该项目。
Technip	2019 年	Arctic II LNG	合同金额 76 亿美金。国内博迈科中标了模块合同。
Technip	2014 年	Yamal LNG	第一个北极圈内 LNG 出口终端项目，海油工程拿到了模块合同。
Technip	2015 年	Shell Prelude FLNG 项目	Technip 与三星中国联合总包

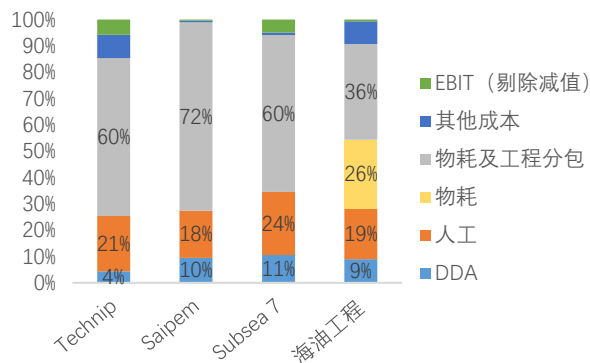
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2) 公司优势在于场地和人工成本。一家油气工程公司的成本要素包括——装备、场地、人工，决定了其成本竞争力。

例如，海油工程拥有四块场地，珠海 200 万平米、青岛 120 万平米、塘沽 20 万平米、惠州 1.6 万平米。其中珠海场地（海油工程 51%，Fluor 参股 49%）即使对于 Fluor 来讲也是值得称道的场地资源。

人工成本方面，海油工程具有明显优势，单位员工成本是 Technip 的 60%左右。

图 24：可比公司成本、利润结构

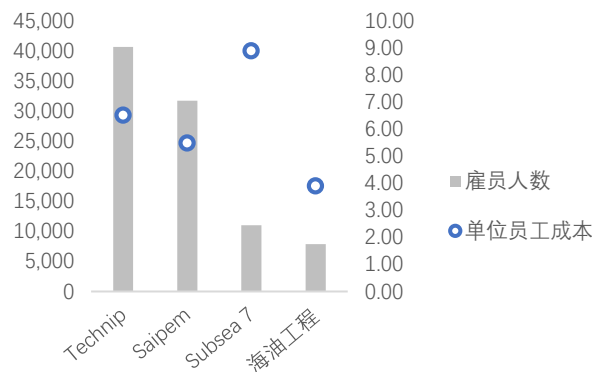


资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：仅海油工程成本结构可以拆分物耗和工程分包，其他公司披露口径均为

“Purchases, external charges”，即把物耗和分包合并计算

图 25：可比公司员工人数（左轴）及单位成本（右轴，万美元/人）



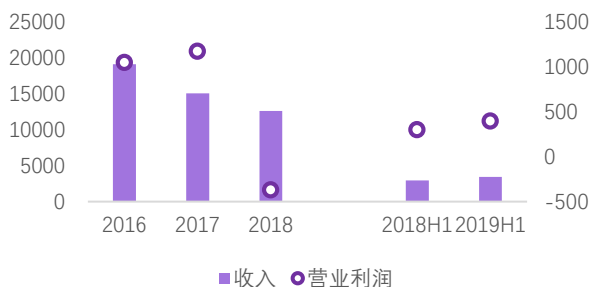
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2.2. 周期同步：订单上升期，业绩仍在底部

公司盈利周期与国际同行基本同步，目前订单已进入上升期，业绩仍处底部，预计 2019~2021 年均将进入业绩释放期。

图 26：Technip 收入和营业利润（右轴）

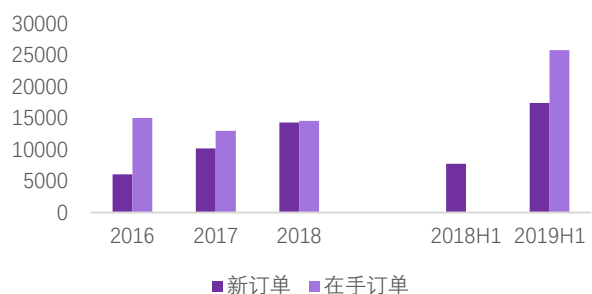
单位：百万美元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：Technip 新订单和在手订单

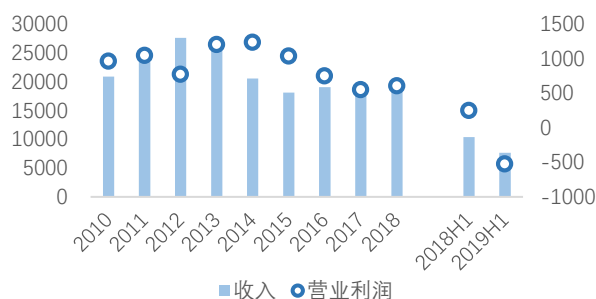
单位：百万美元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：Fluor 收入和营业利润（右轴）

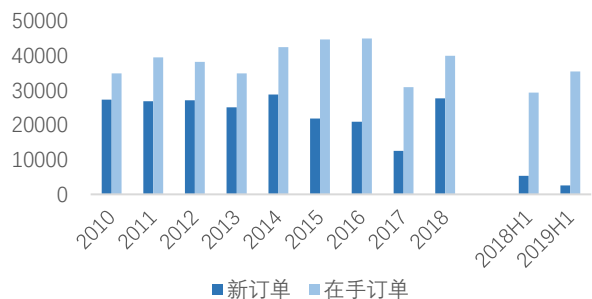
单位：百万美元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

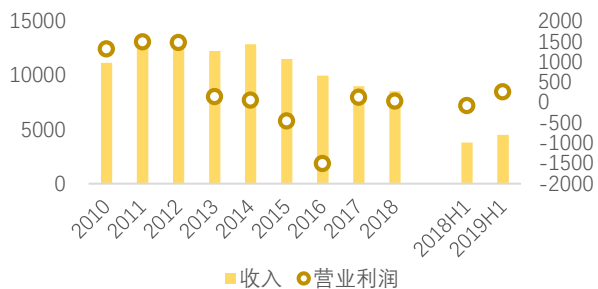
图 29：Fluor 新订单和在手订单

单位：百万美元



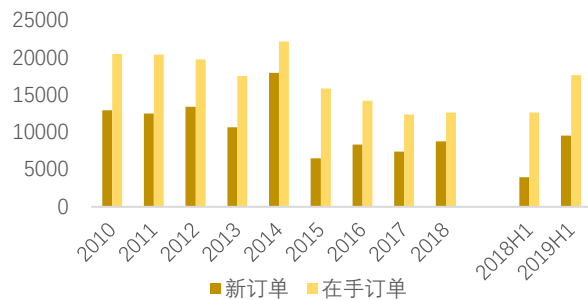
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30: Saipem 收入和营业利润 (右轴) 单位: 百万美元



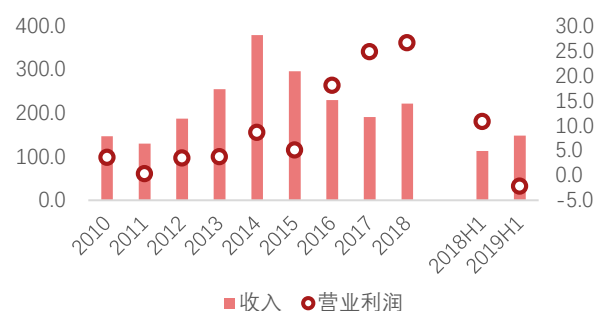
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 31: Saipem 新订单和在手订单 单位: 百万美元



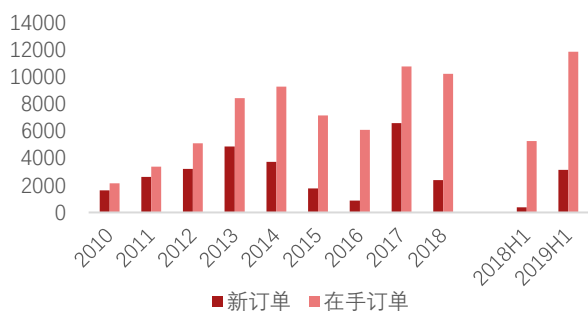
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 32: MODEC 收入和营业利润 (右轴) 单位: 百万美元



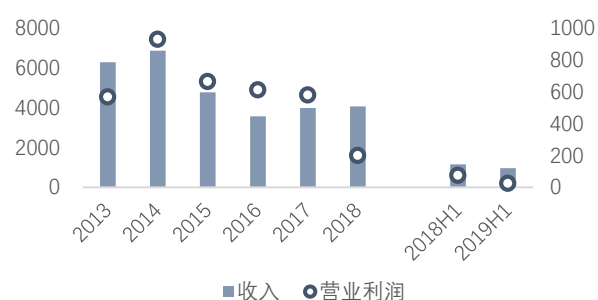
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 33: MODEC 新订单和在手订单 单位: 百万美元



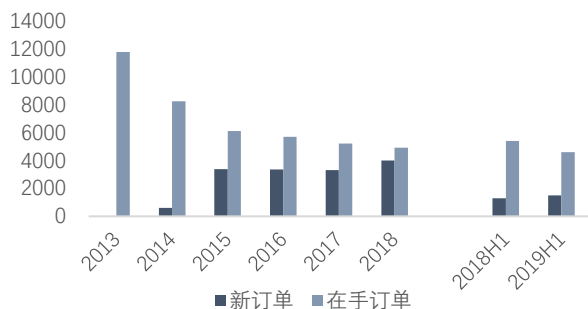
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 34: Subsea 7 收入和营业利润 (右轴) 单位: 百万美元



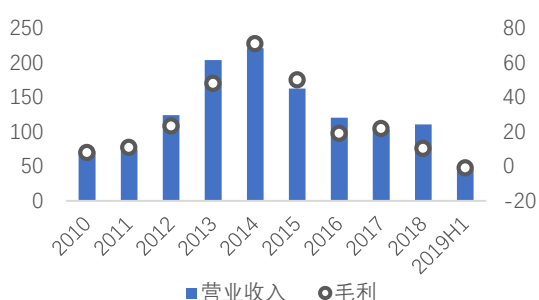
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 35: Subsea 7 新订单和在手订单 单位: 百万美元



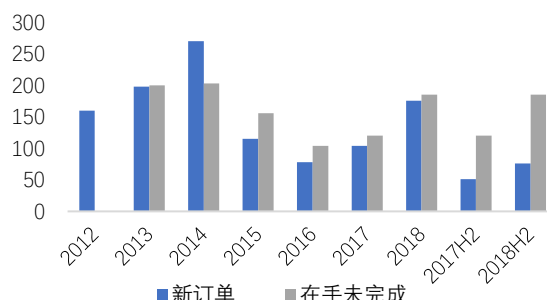
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 36: 海油工程收入和毛利 (右轴) 单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 37: 海油工程新订单和在手订单 单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 3.2.3. 每轮周期都是成长机遇

每一轮景气周期中, 市场供求进入偏紧时期, 海油工程都有机会实现海外市场突破。

上一轮景气周期 2014 年, 公司集中获取了两笔巨额海外订单——Yamal LNG 项目实现了中国企业首次承揽大型 LNG 模块的突破, 缅甸 Zawtika 油田项目实现了海外油气总包的突

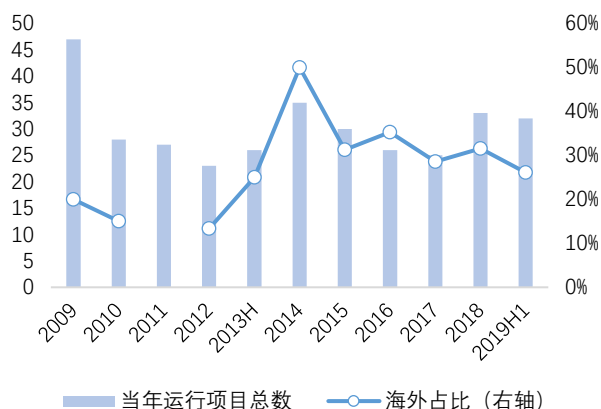
破。

本轮景气周期 2018 年初步启动以来，公司在海外油气田和 LNG 项目方面均有突破。

沙特市场实现垄断突破。2018 年 11 月公司与沙特阿美签署了 LTA 协议，成功打破了此前由 5 家欧美公司垄断的格局。按照沙特阿美的投资计划，未来 5 年 LTA 总投资将超过 280 亿美元。即，包括公司在内的 6 家供应商，共享 56 亿美金/年的市场。

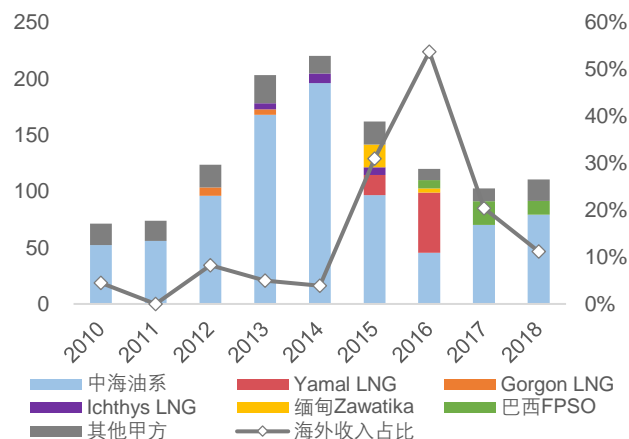
LNG 项目再落一子。2019 年 3 月，公司与日挥福陆合资公司签订了陆地模块建造合同，合同金额约 50 亿人民币。据天然气工业网新闻，日挥福陆是壳牌 LNG Canada 项目的总包商。

图 38: 海油工程运行项目数量 (左轴) 及海外项目占比 (右轴)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 39: 海油工程收入结构 (左轴) 及海外项目收入占比 (右轴)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 4: 重点项目进展情况

序号	项目名称	累计实施进度
1	蓬莱 25-6 油田 3 井区项目	0.1%
2	垦利 3-2 油田扩建项目	3%
3	锦州 25-1 油田 6-11 井区开发项目	5%
4	曹妃甸 6-4 油田开发项目	6%
5	南堡 35-2 油田 S-1 井区开发项目	9%
6	陵水 17-2 气田开发工程项目	18%
7	流花 29-1 项目	31%
8	秦皇岛 33-1 南油田 I 期开发项目	43%
9	旅大 21-2 旅大 16-3 油田区域开发项目	49%
10	蓬莱 19-3 油田 4 区调整/蓬莱 19-9 油田二期开发项目	53%
11	福建漳州 LNG 接收站及储罐项目	28%
12	沙特 CRPO3648 海上运输安装项目 IK 合同	30%
	沙特 CRPO3648 海上运输安装项目 OOK 合同	79%
13	尼日利亚 Dangote	50%
14	流花 16-2 油田群工程项目	51%
15	浙江宁波 LNG 接收站二期工程项目	44%
16	尼克森油砂长湖西南项目	58%
17	壳牌企鹅 FPSO 项目船体部分	80%
18	曹妃甸 11-1 11-6 油田综合调整项目	81%
19	巴西 FPSO P70 船项目上部模块	85%
20	文昌 13-2 油田综合调整开发工程项目	81%
21	卡塔尔 NFA 项目	91%
22	渤中 34-9 油田开发项目	95%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

#### 盈利预测假设：

1) 营业收入：2019 年上半年同比+27%，假设全年增幅 30%。2020/2021 年，中海油七年行动计划持续拉动资本开支，且海油工程对应的开发环节开支陆续提速，假设收入增幅 20%、20%。

2) 毛利率：2019 年因执行 2017 年左右的条件较差的订单，预计毛利率仅 10%左右。2020/2021 年，因 18/19 年订单质量陆续好转，假设毛利率分别达到 15%/20%。

3) 费用和税收：管理、销售、研发费用跟随收入增长，但是增幅慢于收入增幅。实际所得税率 15%。

盈利预测结果：预测 19/20/21 年净利润 1.0/9.5/21.1 亿，EPS 分别 0.02/0.22/0.48 元。

### 4.2. 估值

当前股价对应 19/20/21 年 PE 分别 236/25/11 倍，PB 分别 1.05/1.03/0.99 倍。

可比公司选取中海油服、中油工程、杰瑞股份，可以看出海油工程业绩释放晚于行业其他公司，PE 估值水平在 2020 年可能仍高于行业平均，但 2021 年就有望达到行业估值平均水平甚至以下。

从 PB 估值来看，海油工程目前仅 1.09 倍，明显低于行业平均。剔除 PB 较高的杰瑞股份，其他两家（中海油服、中油工程）平均 1.32×PB 倍，而两家 ROE 低于海油工程。按照 1.32×PB 给与海油工程目标价 6.59 元，给与“买入”评级。

表 5：公司估值比较

	股价 (元)	EPS (元)					PE					当前 PB	历史平均 ROE (%)
		17	18	19E	20E	21E	17	18	19E	20E	21E		
中海油服	12.60	0.01	0.01	0.52	0.79	0.99	1826	851	24	16	13	1.71	7.29
中油工程	3.86	0.12	0.17	0.17	0.38	0.46	32	23	23	10	8	0.94	6.60
杰瑞股份	26.75	0.07	0.64	1.14	1.51	1.88	382	42	23	18	14	2.89	18.06
平均							—	—	23	15	12	1.85	10.65
海油工程	5.42	0.11	0.02	0.02	0.22	0.48	49	300	236	25	11	1.09	9.24

资料来源：wind，天风证券研究所

注 1：海油工程、中海油服、中油工程业绩预测使用天风业绩预测，杰瑞股份业绩预测使用 wind 一致预期

注 2：中海油服、杰瑞股份、海油工程历史平均 ROE 为 2009-2018 年 10 年平均，中油工程仅有 2015 年以来数据。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,632.16	1,943.90	6,535.47	3,474.46	7,563.65	营业收入	10,252.54	11,052.12	14,367.76	17,241.31	20,689.57
应收票据及应收账款	2,820.78	4,186.33	3,792.99	4,782.85	5,508.16	营业成本	8,084.53	10,027.72	12,930.98	14,655.11	16,551.66
预付账款	177.22	119.26	312.17	201.87	338.86	营业税金及附加	127.31	95.92	95.92	95.92	95.92
存货	1,694.99	2,898.12	2,248.44	3,931.09	2,734.83	营业费用	13.98	15.63	20.32	24.39	29.26
其他	2,811.33	4,760.01	3,929.44	3,829.85	4,327.76	管理费用	258.03	293.32	287.36	344.83	413.79
<b>流动资产合计</b>	<b>12,136.49</b>	<b>13,907.62</b>	<b>16,818.51</b>	<b>16,220.11</b>	<b>20,473.25</b>	研发费用	620.68	669.50	718.39	862.07	1,034.48
长期股权投资	2,133.05	2,226.84	2,226.84	2,226.84	2,226.84	财务费用	353.58	(71.38)	(64.01)	(76.30)	(84.14)
固定资产	12,141.26	9,565.14	9,885.67	9,816.75	9,501.14	资产减值损失	434.54	51.95	0.00	0.00	0.00
在建工程	179.88	2,381.04	1,464.62	926.77	586.06	公允价值变动收益	212.30	0.00	70.77	(47.18)	7.86
无形资产	804.40	1,156.96	1,117.28	1,077.60	1,037.92	投资净收益	(121.52)	(46.71)	(330.26)	(166.16)	(181.04)
其他	1,000.88	911.60	862.48	890.69	874.57	其他	(276.94)	(88.05)	518.99	426.68	346.36
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,259.47</b>	<b>16,241.58</b>	<b>15,556.89</b>	<b>14,938.66</b>	<b>14,226.54</b>	<b>营业利润</b>	<b>546.05</b>	<b>104.23</b>	<b>119.31</b>	<b>1,121.96</b>	<b>2,475.42</b>
<b>资产总计</b>	<b>28,395.96</b>	<b>30,149.20</b>	<b>32,375.40</b>	<b>31,158.77</b>	<b>34,699.79</b>	营业外收入	83.42	35.03	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.79	10.48	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,779.81	3,940.77	7,309.36	5,442.46	8,406.11	<b>利润总额</b>	<b>626.67</b>	<b>128.78</b>	<b>119.31</b>	<b>1,121.96</b>	<b>2,475.42</b>
其他	1,066.68	2,775.87	1,966.55	2,125.26	1,657.52	所得税	137.04	48.94	17.90	168.29	371.31
<b>流动负债合计</b>	<b>4,846.49</b>	<b>6,716.64</b>	<b>9,275.91</b>	<b>7,567.72</b>	<b>10,063.63</b>	<b>净利润</b>	<b>489.63</b>	<b>79.84</b>	<b>101.41</b>	<b>953.67</b>	<b>2,104.11</b>
长期借款	90.00	220.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(1.42)	0.06	(0.13)	(1.10)	(1.20)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>491.06</b>	<b>79.78</b>	<b>101.55</b>	<b>954.77</b>	<b>2,105.31</b>
其他	331.10	308.13	296.73	311.99	305.61	每股收益(元)	0.11	0.02	0.02	0.22	0.48
<b>非流动负债合计</b>	<b>421.10</b>	<b>528.13</b>	<b>296.73</b>	<b>311.99</b>	<b>305.61</b>						
<b>负债合计</b>	<b>5,267.59</b>	<b>7,244.76</b>	<b>9,572.64</b>	<b>7,879.71</b>	<b>10,369.24</b>						
少数股东权益	11.29	11.50	11.37	10.29	9.11	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	4,421.35	4,421.35	4,421.35	4,421.35	4,421.35	<b>成长能力</b>					
资本公积	4,247.94	4,247.94	4,247.94	4,247.94	4,247.94	营业收入	-14.50%	7.80%	30.00%	20.00%	20.00%
留存收益	18,083.07	17,941.78	17,840.23	18,317.61	19,370.27	营业利润	444.04%	-80.91%	14.47%	840.38%	120.63%
其他	(3,635.28)	(3,718.13)	(3,718.13)	(3,718.13)	(3,718.13)	归属于母公司净利润	-62.67%	-83.75%	27.29%	840.22%	120.50%
<b>股东权益合计</b>	<b>23,128.37</b>	<b>22,904.44</b>	<b>22,802.77</b>	<b>23,279.07</b>	<b>24,330.54</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>28,395.96</b>	<b>30,149.20</b>	<b>32,375.40</b>	<b>31,158.77</b>	<b>34,699.79</b>	毛利率	21.15%	9.27%	10.00%	15.00%	20.00%
						净利率	4.79%	0.72%	0.71%	5.54%	10.18%
						ROE	2.12%	0.35%	0.45%	4.10%	8.66%
						ROIC	4.19%	0.12%	0.23%	5.62%	10.66%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	18.55%	24.03%	29.57%	25.29%	29.88%
						净负债率	-19.64%	-7.53%	-26.91%	-14.35%	-30.36%
						流动比率	2.50	2.07	1.81	2.14	2.03
						速动比率	2.15	1.64	1.57	1.62	1.76
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	4.26	3.15	3.60	4.02	4.02
						存货周转率	6.20	4.81	5.58	5.58	6.21
						总资产周转率	0.35	0.38	0.46	0.54	0.63
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.11	0.02	0.02	0.22	0.48
						每股经营现金流	0.12	0.09	1.12	-0.49	1.19
						每股净资产	5.23	5.18	5.15	5.26	5.50
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	48.89	300.93	236.42	25.15	11.40
						市净率	1.04	1.05	1.05	1.03	0.99
						EV/EBITDA	9.04	12.41	22.69	11.17	5.03
						EV/EBIT	15.21	36.58	308.03	18.93	6.59

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com