

海上工程建设开始转向复苏



——海油工程深度报告（600583）

核心观点

❖ 在保障我国能源安全的要求下，中海油大幅提高了国内油气勘探开发的资本开支，公司国内业务规模快速复苏。我国证实天然气及石油液体在海上的储量规模较大，其中渤海、南海西部主要为原油储量的富集地，南海东部为天然气储量的富集地。渤海、南海西部、东海因水深较浅都需要建设导管架。

❖ 订单量持续增长，2019年上半年在手订单量创历史新高。2019年上半年公司的在手订单量达到252亿元，创2014年来的新高；新增订单量超过了2017年全年的订单量。公司预计2019年钢材加工量接近19万结构吨，作业船天接近1.7万个，都接近2014年的历史最高点。

❖ 海上平台的建设和安装有望随着投资增长出现景气

国内导管架和组块的建设同比与国内海上钻井数量的变化，随着中海油投资增加、钻井数量增长，公司业务占比最大的建设及安装板块将迎来施工高峰。

❖ 公司受益全球LNG设备制造的高需求

中国的LNG进口需求是全球LNG供给的最大推动力，且母公司中海油有全国一半的LNG接收站从全球进口LNG资源，这将有利于公司获得海外LNG项目订单。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司在国内市占率高，海外市场也具有较大竞争力，在保障国家能源安全及满足天然气基础设施建设的政策背景下，国内业务量将持续增加、降低摊销，并具有深水市场的较高成长性。预计2019-2021年营业收入分别为142、160、180亿元，实现EPS分别为-0.09、0.14、0.20元/股，对应PE分别为-66、45、31倍，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ 风险提示：保障能源安全未得到实质落实、我国沿海台风影响施工进度、美国页岩油气增产远超预期、国际成品油需求大幅下滑。

盈利预测与估值

	2018	2019E	2020E	2021
营业收入(百万)	11052	14200	16000	18000
+/-%	8%	28%	13%	13%
归属母公司净利润	80	-416	616	903
+/-	-84%	-622%	248%	47%
EPS(元/股)	0.02	-0.09	0.14	0.20
PE	346.38	-66.40	44.88	30.61

资料来源：公司公告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 石油化工

报告时间 | 2019/11/12

前收盘价 | 6.11元

公司评级 | 增持评级

分析师

白竣天

证书编号：S1100116070002

010-66495962

baijuntian@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦30层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、公司概况	5
1.公司简介：国内最大的海工承包商	5
2.业务简介：海上开采平台+LNG 装备	6
2.1 平台建设及安装	8
2.2 导管架及组块的安装	12
2.3 海底管道	13
2.4 LNG 设备	14
二、财务情况：业绩下滑趋势有望扭转	15
1.经营情况：营业规模触底后增长	15
2.财务情况：业内高比例研发投入	18
三、投资看点	20
1.保障国内能源安全，上游投资超预期增长	20
1.1 海上油气开采潜力大	20
1.2 平台数量正比于钻井数量增长	21
1.3 LNG 设备需求持续高速增长	23
2.全球深水项目有望恢复活跃，	24
四、估值评级	25

图表目录

图 1:	海上平台.....	5
图 2:	海油工程股权结构图.....	6
图 3:	公司主营业务收入结构.....	7
图 4:	公司三大主要业务.....	7
图 5:	海上生产设施的分类.....	8
图 6:	导管架式平台的结构.....	9
图 7:	公司导管架和组块的建造数量.....	10
图 8:	钢结构加工量与单季度营业.....	11
图 9:	青岛基地.....	11
图 10:	平台的安装.....	12
图 11:	海上工程船.....	13
图 12:	安装等海上作业投入船天.....	13
图 13:	导管架及陆地组块.....	14
图 14:	亚马尔 LNG 组块.....	14
图 15:	营业收入及净利润.....	15
图 16:	国内、国外业务的营收及毛利.....	15
图 17:	毛利率年变化情况.....	16
图 18:	2018 年营业收入来源.....	16
图 19:	平台的安装.....	16
图 20:	订单情况彰显预期好转.....	17
图 21:	研发费用占营业收入的比重.....	18
图 22:	三费占营业总收入的比重.....	18
图 23:	应收账款周转率和存货周转率.....	19
图 24:	非经常性损益（亿元）.....	19
图 25:	油气工程成本明细.....	19
图 26:	工程费用明细.....	19
图 27:	国内证实天然气可探储量（十亿立方英尺）.....	20
图 28:	国内证实石油液体可探储量（百万桶）.....	20
图 29:	中海油资本支出.....	20
图 30:	中海油未来三年产量目标.....	21
图 31:	中海油预探井及评价井数量增长.....	21
图 32:	导管架及钢结构的数量.....	22
图 33:	中海油服钻井平台利用率提高.....	22
图 34:	国际海上钻机数量恢复.....	23
图 35:	每年获得 FID 的 LNG 项目出口规模.....	23
图 36:	浮式项目的 LNG 产量有望增长 3 倍.....	24
表格 1:	公司发展历史.....	5
表格 2:	公司主要设备.....	12

表格 3: 近年来公司 LNG 项目.....	15
表格 4: 中标的国际项目	17
表格 5: 海油工程可比公司	25

一、公司概况

1. 公司简介：国内最大的海工承包商

图 1：海上平台



资料来源：公司年报，川财证券研究所

海洋石油工程股份有限公司（简称“海油工程”，以下简称“公司”）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石油工程 EPCI(设计、采办、建造、安装)总承包商之一。

表格1：公司发展历史

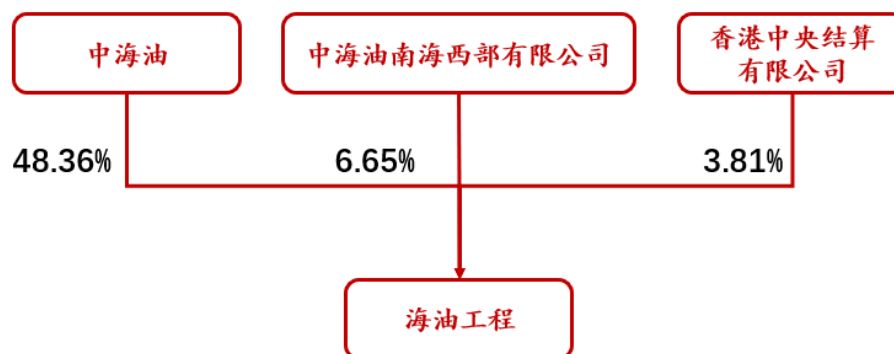
时间	历程事件
1982年	国务院批准中国海洋石油总公司为国家石油公司，享有中国海域对外合作开采油气业务专营权。
2000年	正式成立，注册资本为1.7亿元，由中海石油平台制造公司、中海石油海上工程公司、中海石油工程设计公司、中国海洋石油南海西部公司和中国海洋石油渤海公司共同发起设立。
2002年	在上海交易所成功上市，股票简称海油工程，股票代码600583，首日开盘价16.10元，涨幅高达167.7%。
2006年	顺利完成股权分置改革。
2013年	注册资本达到44.2135亿元。
2018年	进入沙特阿美长期协议供应商名单，国际化经营能力明显提升。

资料来源：公司官网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司为油气公司开发海上油气资源提供工程服务，具体包括围绕海上采油平台进行的工程设计、物资采办、陆地制造、海上运输和海上安装、海管铺设、调试、交付与维修等工作。经过多年的建设和发展，公司形成了海洋工程设计、海洋工程建造、海洋工程安装、海上油气田维保、水下工程检测与安装、高端橇装产品制造、海洋工程质量检测、海洋工程项目总包管理八大能力，拥有 300 米以内水深传统海域较强的油气田工程建设综合能力。公司正加快走进国际市场，深化深水作业能力。

图 2：海油工程股权结构图



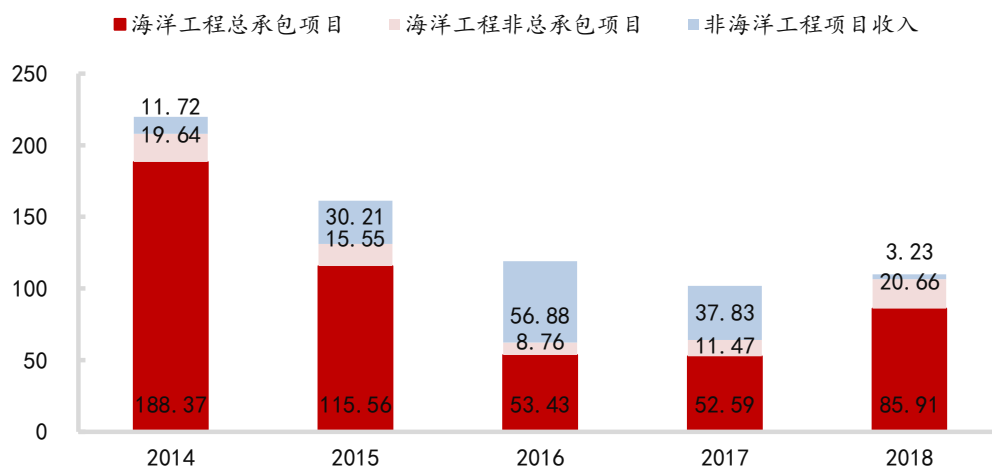
资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司是国营性质的油田服务企业，第一、二、三大股东分别为中国海洋石油集团有限公司、中国海洋石油南海西部有限公司、香港中央结算有限公司，持股比例分别为 48.36%、6.65%、3.81%，合计持股比例达 58.82%。

2. 业务简介：海上开采平台+LNG 装备

近年来，公司营收整体呈下降趋势，分业务来看，公司业务来源主要为三大板块，海洋工程总承包项目、海洋工程非总承包项目以及非海洋工程项目；其中，公司最主要收入来源为海洋工程总承包项目，2018 年占总营业收入 74.15%。

图 3：公司主营业务收入结构

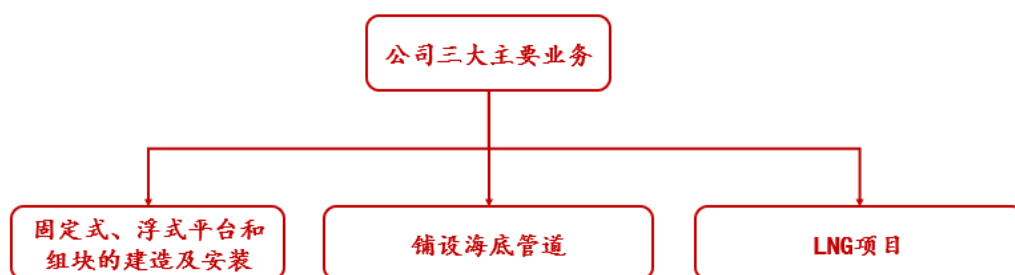


资料来源：公司年报，川财证券研究所

公司非海洋工程项目主要来自陆地 LNG 工程，其中以 Yamal 项目占比最大。虽然 2017 年 Yamal 项目结束了，但公司 2018 年国内业务实现复苏，弥补上了营业收入的变化。

在公司业务部门的不断努力下，2019 年海外业务恢复增长，未来仍将维持 30%-40%左右的营收占比。

图 4：公司三大主要业务



资料来源：川财证券研究所

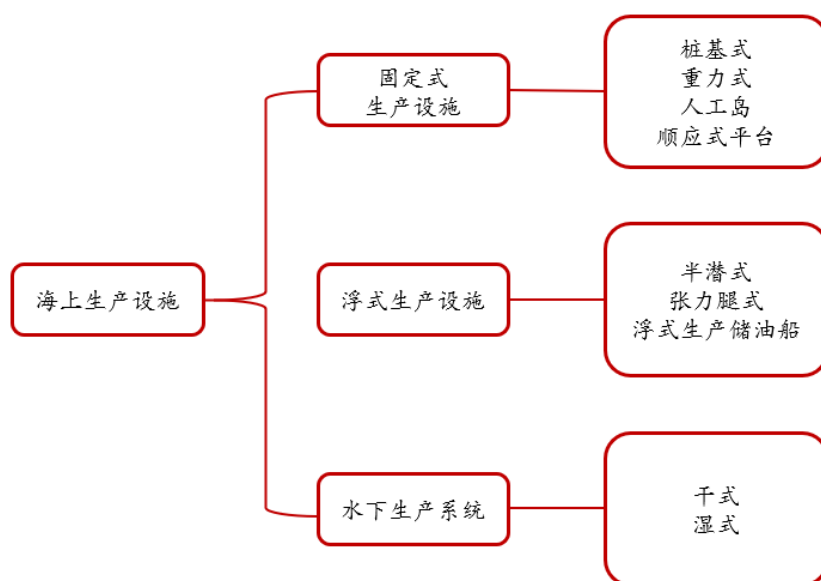
公司的三大主要业务：固定式、浮式平台和组块的建造及安装，铺设海底管道，LNG 项目。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.1 平台建设及安装

海上生产平台主要根据作业水深分为：固定式平台和浮式平台。这两种平台方式都需要水下生产系统，其分为干式和湿式。

图 5：海上生产设施的分类

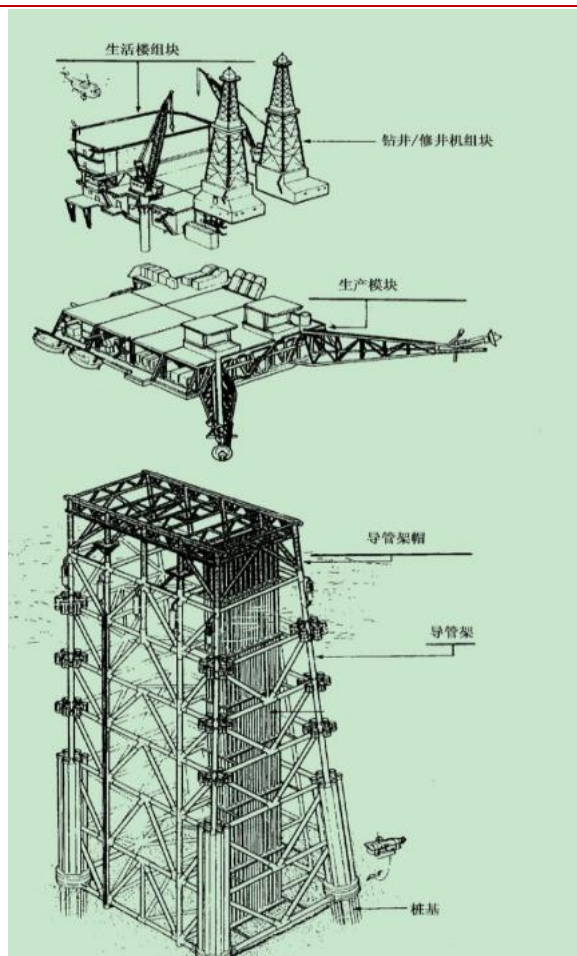


资料来源：公司公告，川财证券研究所

固定式生产设施是用桩基、座底式基础或其它方法固定在海底，并具有一定稳定性和承载能力的海上结构物。它通常为钢质固定平台，是目前海上油气生产中应用最多的一种结构形式，其中以导管架式最为常见。

我国多采用固定式生产设施中的导管架式平台。现阶段，我国油气储量及开采量大的是渤海和南海西部地区，因作业水深普遍小于 120 米，多采用固定式平台。南海东部作业水深在 100-1500 之间，根据作业水深的不同选择固定式或浮式平台。

图 6：导管架式平台的结构

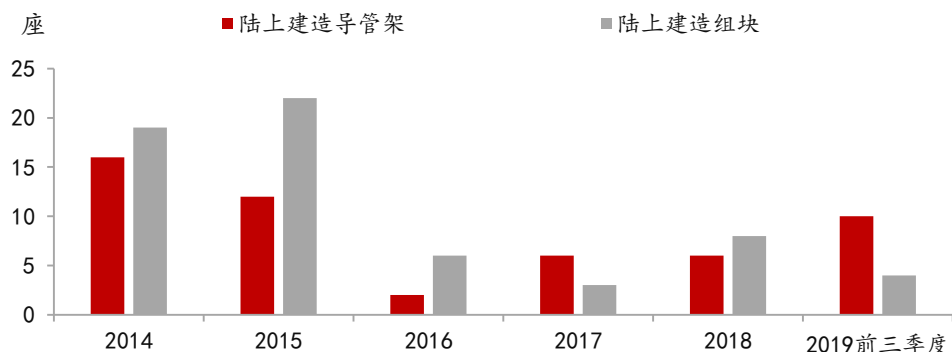


资料来源：《海洋油气开采原理与技术》，川财证券研究所

导管架式平台的构成。导管架式由导管架、桩和甲板模块等组成。导管架由大直径、厚壁的低合金钢管焊接而成，有三根的塔式导管架、四柱式、六柱式、八柱式等，根据平台上部模块尺寸大小和水深而定。

模块，也称组块，由各种组块组成的平台甲板，可以是多层或者单层。分为钻井模块、生产模块、动力模块、生活模块等。

图 7：公司导管架和组块的建造数量



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司导管架及组块的建造数量反映海上平台的业务规模，也是公司营业收入的主体。在 2016 年导管架建造数量触底之后，自 2017 年开始数量逐渐回升，相关组块的数量也开始回升。2019 年前三季度建造导管架 10 座，可以预计今年全年的建造数量将超过 2015 的 12 座，主营业务的工作量在快速回升。

浮式生产系统：

除了固定式平台外，浮式浮式生产系统也很常见，其分为半潜式钻井平台、张力腿平台、自升式平台或油轮放置采油设施、生产和处理设备的生产系统，可以重复使用。

公司正在深水浮式平台上有所突破。海上生产平台因为要在油田持续工作十几年，期间可能遭遇大风暴，并长期在固定地点使用，更适用于固定式平台，但固定式平台随水深增长而成本大幅上升。一般超过 120 米水深多采用浮式平台，浮式平台也可以多次使用从而降低成本。

公司将完成大型半潜式平台建造安装的突破。公司的首个大型半潜式平台将于 2021 年 3 季度为琼东南的陵水 17-2 天然气项目完成建造安装，该区域作业水深在 1220-1560 米。

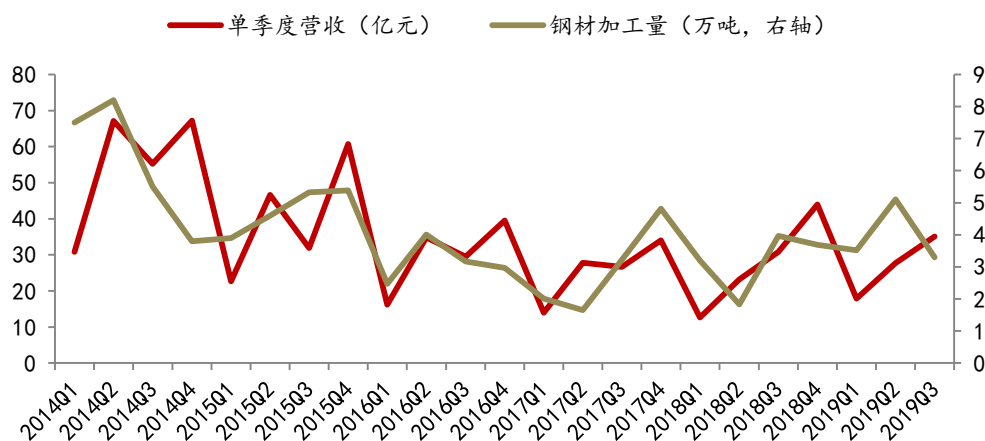
公司具备 FPSO 的工程总包能力，并承担了巴西 FPSO、企鵝 FPSO 等深水项目。

以油轮为主体的浮式生产系统分为浮式生产储油装置（FPSO）和浮式储油装置（FSO）两种。FPSO 是把生产分离设备、注水（气）设备、公用设备以及生活设施等安装在一艘具有储油和卸油功能的油轮上。FSO 也是具有储油和卸油功能的油轮，但它没有生产分离设备以及公用设备，通过海管汇集来的合

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

格原油直接储存到 FSO 的油舱中。

图 8：钢结构加工量与单季度营业



资料来源：公司公告，川财证券研究所

因公司导管架及组块的建造需要用到大量钢结构，公司钢结构加工量与营业收入具有很好的正相关性，并且最近几年公司营业收入回升，钢结构加工量也同比回升。

公司在岸线附近建造海上生产平台，通过船舶运输到指定地点进行安装。公司的建造场地在天津、青岛和珠海。青岛有 120 万平方米制造基地。珠海基地是通过合营公司福陆重工（公司持股 51%）合资拥有 207 万平方米的制造基地。

图 9：青岛基地



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.2 导管架及组块的安装

图 10： 平台的安装



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司大型平台的安装需要用到较多的专业安装设备,包括船舶、水下机器人等。

表格2： 公司主要设备

序号	类型	船名	获取方式	投资额（万元）
1	3800 吨起重铺管船	蓝疆号	投资建设	105,222
2	7500 吨起重船	蓝鲸号	购买	141,730
3	4000 吨级起重铺管船	海洋石油 201	投资建设	275,617
4	1200 吨起重铺管船	海洋石油 202	投资建设	102,226
5	其他 18 艘施工船舶			

资料来源：公司公告，川财证券研究所

现在大型的海洋平台都是分段建造，在船坞合拢，或者将各部分运至海上，由大型浮吊或者特殊方法（如潮汐顶升等）合拢。比如大型的荔湾 3-1 气田的导管架平台，它的下层的导管架与上部的生产、生活组块是分开建造然后海上通过潮汐举升合拢的，

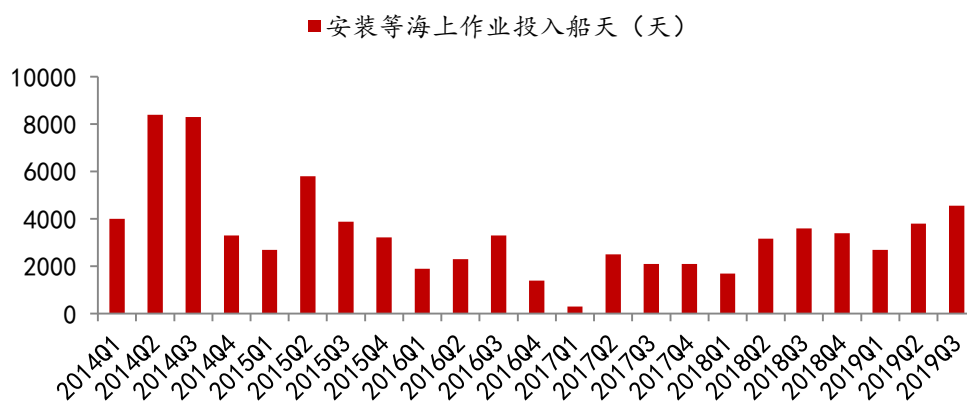
图 11：海上工程船



资料来源：公司公告，川财证券研究所

浮托法（浮托安装法）是利用驳船载运海上作业平台上部组块，在安装过程中依靠潮位、驳船调载与升降机构等方式实施上部组块的升降，同时辅以专用联接部件，完成上部组块与下部导管架平台对接作业的安装技术。

图 12：安装等海上作业投入船天



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司海上作业投入船天在最近几年也在同步回升，反映了海上工程作业量的增长。

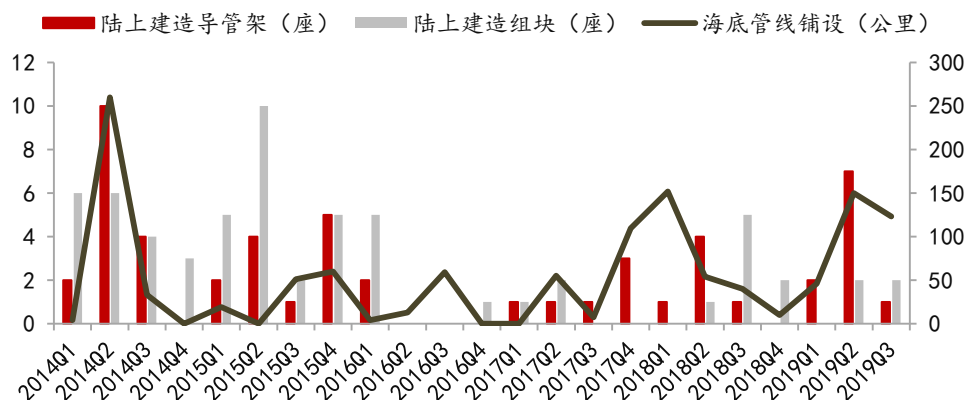
2.3 海底管道

公司具备深水海底管道的施工能力，有效保障了国内浅水及深水的油气田工程

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

建设。

图 13：导管架及陆地组块



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.4 LNG 设备

图 14：亚马尔 LNG 组块



资料来源：公司公告，川财证券研究所

近些年，随着中国等亚洲国家对天然气需求的快速增长，海外 LNG 出口国也由过去的 10 个左右快速增长超过 20 个国家，海上 LNG 出口设施的建设也在快速增长中，并且近两年的增速仍在加快。公司自亚马尔 LNG 建造项目以来，掌握了 LNG 核心工艺模块建造集成技术及经验，并且订单规模也伴随行业逐渐增长，而且未来 LNG 项目的毛利率也有望实现增长。

因过去几年油价下跌导致全球平台建设减少，而近几年全球的 LNG 项目增长

则相当于替代了过去的平台建造安装项目，但行业毛利率仍然维持在不高的水平。因我国能源安全的要求，使得国内海上业务率先于全球恢复，将导致国内平台建设和全球 LNG 设施建设共同景气，国内毛利率有望率先于全球市场实现增长。

表格3：近年来公司 LNG 项目

LNG 项目名称	项目进度
浙江宁波 LNG 二期项目	44%
福建漳州 LNG 接收站及储罐项目	28%
俄罗斯 Yamal LNG 模块化建造项目	/
澳洲 Ichthys LNG 模块化建造项目	/
巴西 FPSO 工程总包项目	/
澳大利亚 Gorgon LNG 模块化建造项目	/

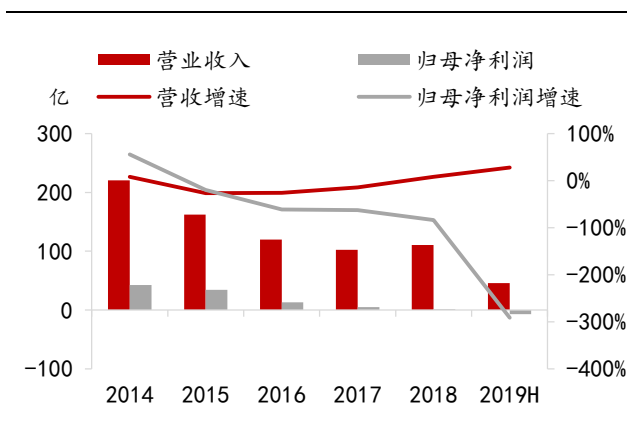
资料来源：公司公告，川财证券研究所

从 2018 年开始，公司国内业务的营业规模快速增长，海外业务的订单因 LNG 项目的火热也开始增长。预计未来一段时间公司将以国内平台建设安装和海外 LNG 项目建造双轮驱动，并在海外业务寻求更高毛利率的 LNG 项目。

二、财务情况：业绩下滑趋势有望扭转

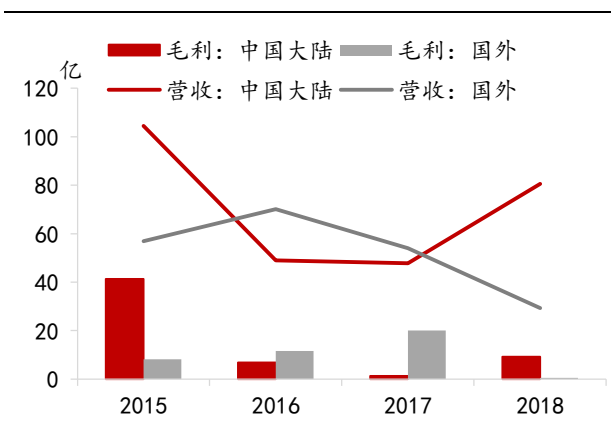
1. 经营情况：营业规模触底后增长

图 15：营业收入及净利润



资料来源：公司年报，川财证券研究所

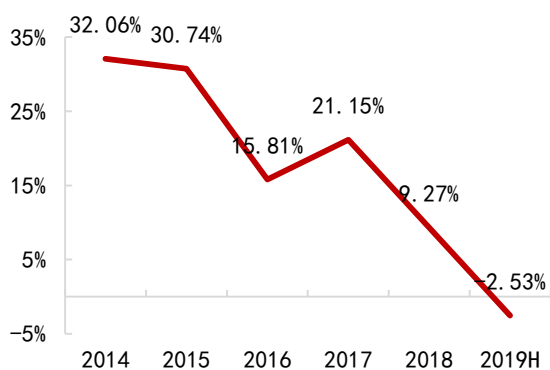
图 16：国内、国外业务的营收及毛利



资料来源：公司年报，川财证券研究所

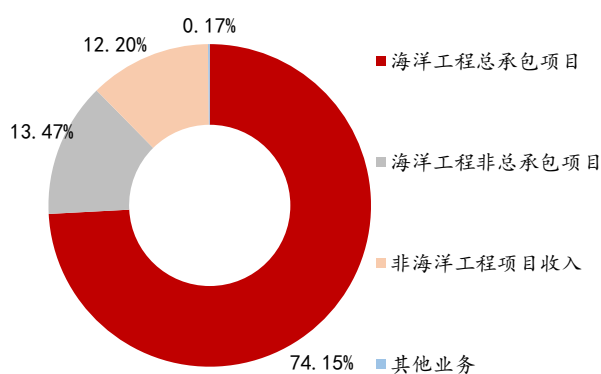
公司自 2014 年起整体毛利率锐减，主要由于 15 年以来海上承包项目受原油市场变化而减少。目前国内油田服务市场开始复苏，海上油气工程服务等的需求增加，公司传统业务工作量出现增长。

图 17：毛利率年变化情况



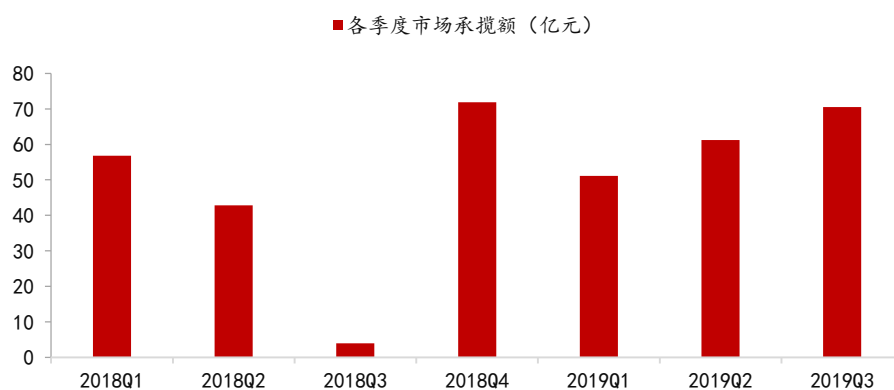
资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 18：2018 年营业收入来源



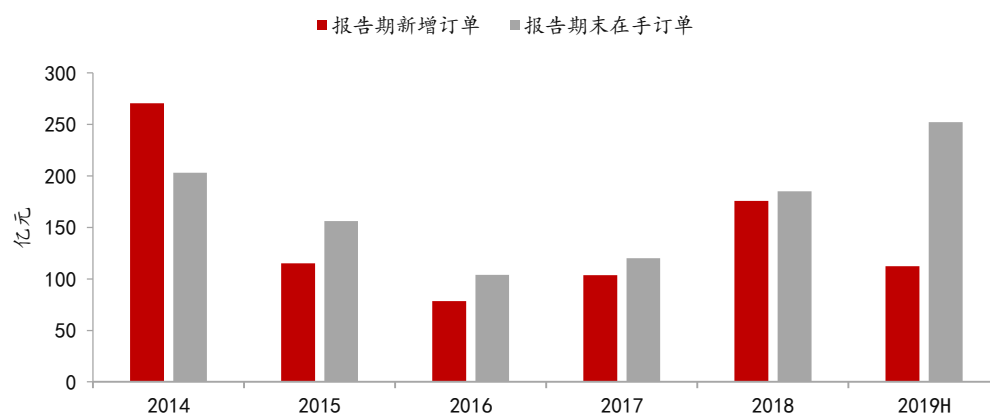
资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 19：平台的安装



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 20：订单情况彰显预期好转



资料来源：公司年报，川财证券研究所

2019 年上半年公司的在手订单量达到 252 亿元，创 2014 年来的新高；新增订单量超过了 2017 年全年的订单量。

表格4： 中标的国际项目

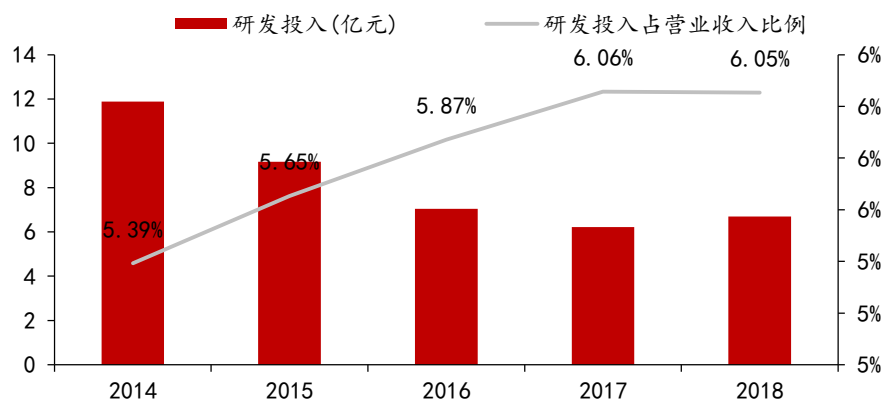
国际业务中标项目	项目金额（亿美元）	时间
沙特市场钻井项目	6.3	2015
阿尔及利亚市场钻井业务中标和签约10台钻机项目	4.5	2015
沙特市场新签、续签15台钻机项目	3.8	2016
科威特市场新签8台钻机、续签18台钻修井机项目	6.9	2016
阿尔及利亚市场签约8台钻机项目	3.5	2016
厄瓜多尔市场签约ITT(一期)40口井钻完井大包项目	2.1	2016
沙特市场新签、续签19部钻机项目	4.7	2017
科威特市场续签26部钻(修)井机项目	2.0	2017
尼日利亚市场签约2个海洋钻井平台日费项目	1.5	2017
厄瓜多尔市场续约ITT钻井大包项目	1.5	2017
土耳其地热发电钻井项目	0.85	2017
科威特市场，科威特国家石油公司(KOC)20台钻修机项目	10.6	2018
沙特市场新（续）签32部钻机	10.6	2019
沙特阿美石油公司三维地震采集项目	1.7	2019
沙特阿美石油公司管道项目	2.7	2019

资料来源：公司公告，川财证券研究所整理

2. 财务情况：业内高比例研发投入

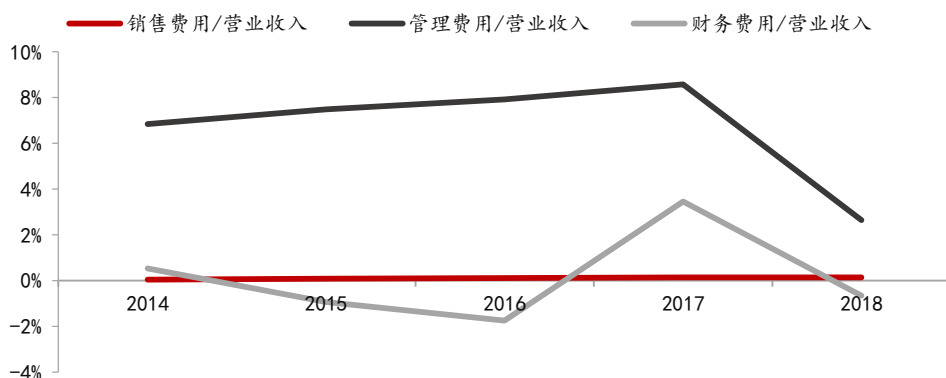
公司在业绩低谷期维持了行业内较高的研发费用支出，2018 年研发费用占比达 6.05%，但在市场恢复阶段适当的减少了研发费用，作为加大市场投入的补充，体现出公司战略对行业变化的敏感性。2018 年公司研发投入达到营业收入的 6%，远高于行业 3.2% 的平均水平。

图 21：研发费用占营业收入的比重



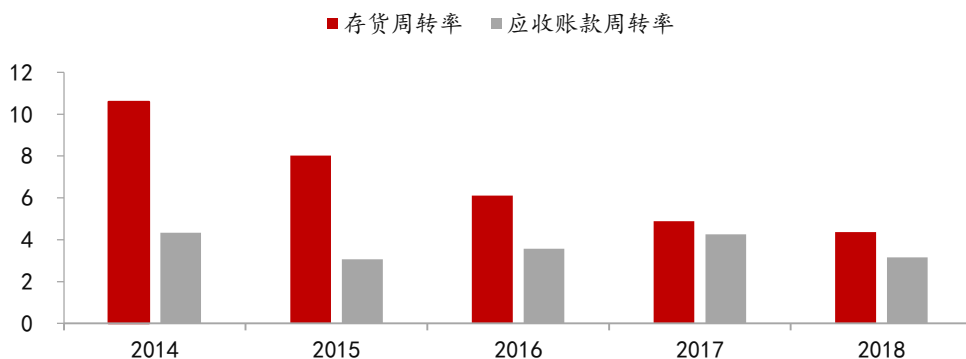
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22：三费占营业总收入的比重



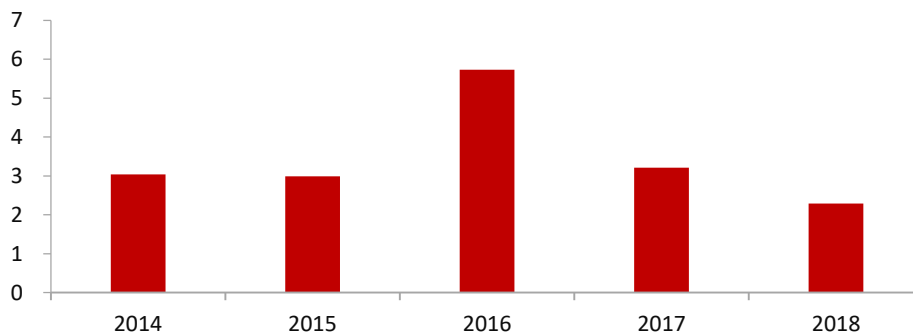
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23: 应收账款周转率和存货周转率



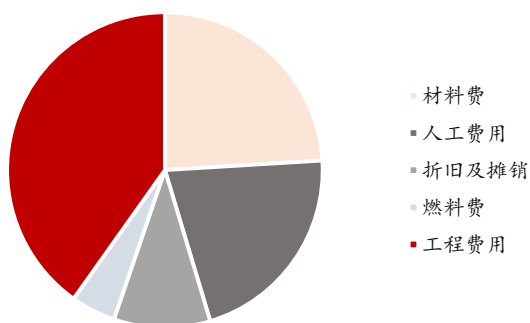
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 24: 非经常性损益 (亿元)



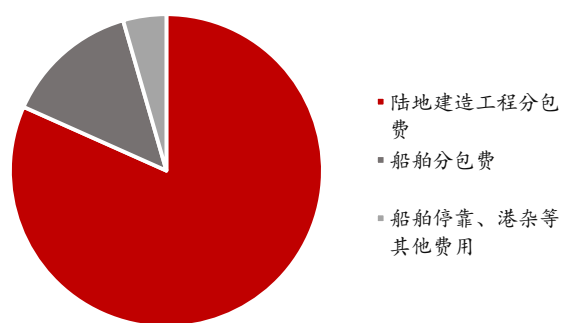
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 25: 油气工程成本明细



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 26: 工程费用明细



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

公司的成本构成中工程费用和材料费用占比较大, 工程费用中分包费用占比最

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

大。

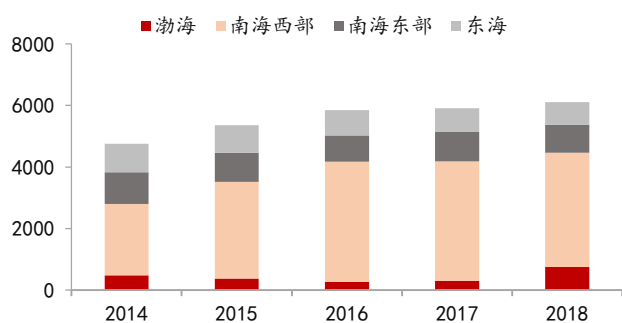
三、投资看点

1. 保障国内能源安全，上游投资超预期增长

1.1 海上油气开采潜力大

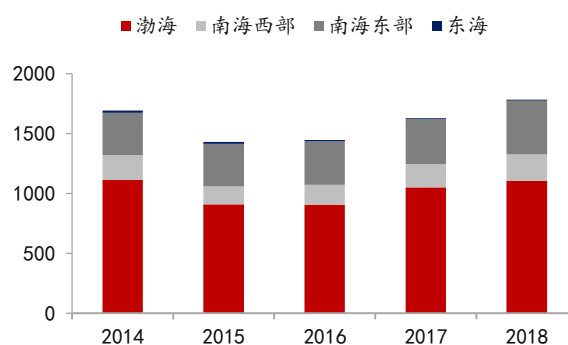
我国证实天然气及石油液体在渤海、南海西部、南海东部的储量规模较大，占全国储量的很大一部分。其中渤海、南海东部主要为原油储量的富集地；南海西部为天然气储量的富集地。

图 27：国内证实天然气可探储量（十亿立方英尺）



资料来源：中海油公告，川财证券研究所

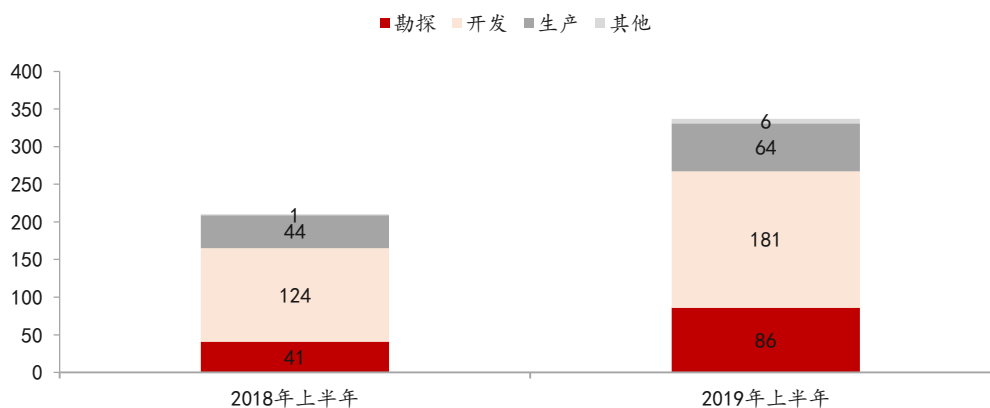
图 28：国内证实石油液体可探储量（百万桶）



资料来源：中海油公告，川财证券研究所

中海油资本支出在保障国家能源安全的号召下，今年上半年同比大幅增长，其中以勘探和开发板块的增长量最大。

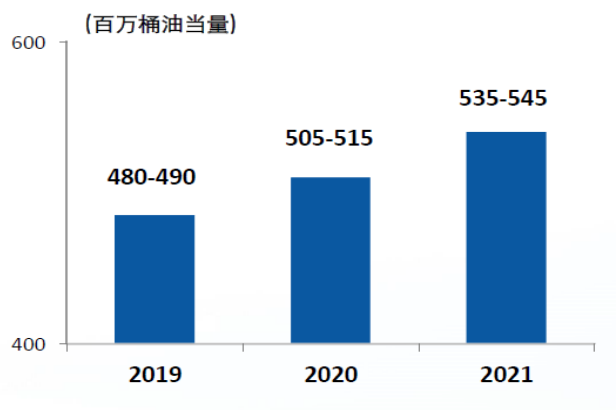
图 29：中海油资本支出



资料来源：中海油公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 30：中海油未来三年产量目标

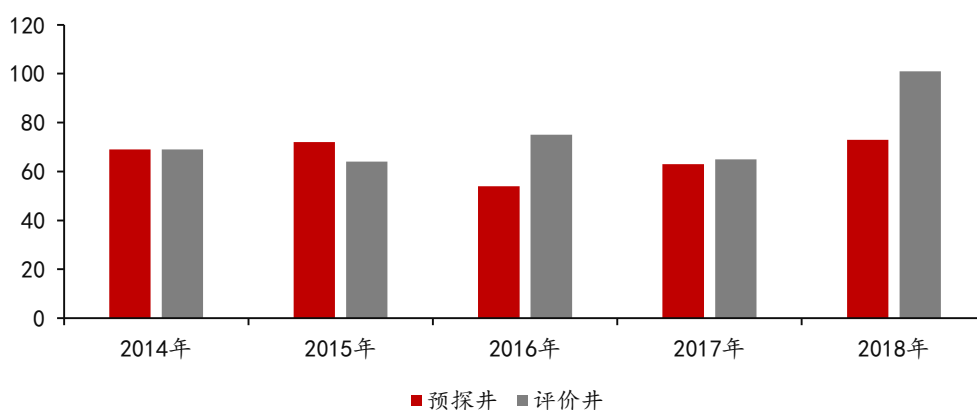


资料来源：公司推介材料，川财证券研究所

1.2 平台数量正比于钻井数量增长

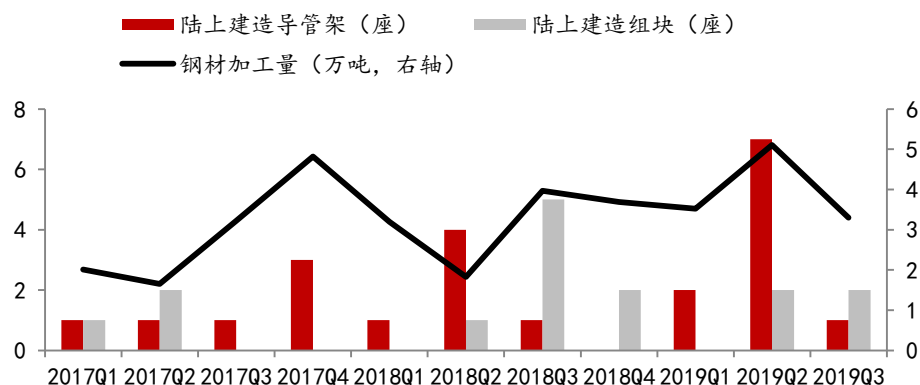
海上钻井平台的建设和安装的数量主要和海上钻井数量成正比，其中一部分井外接水下管道运输，另一部分井在其上面安装海上生产平台。考虑到最近 2 年我国海上钻井数量大幅增长，相应的生产平台的建设和安装也将增长。

图 31：中海油预探井及评价井数量增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

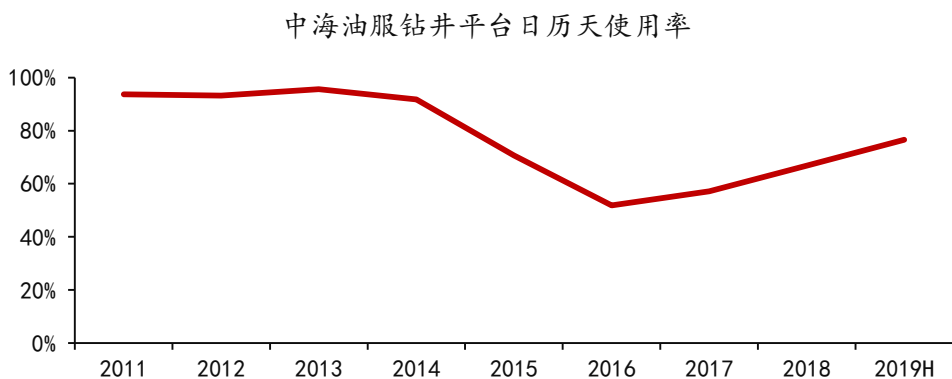
图 32：导管架及钢结构数量



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2019 年上半年中海油服不仅租赁了 13 个钻井平台，其海上钻井平台的利用率也持续提高，日历天使用率连续 3 年增长，达到 77%。钻井平台数量和利用率的增长预示未来海上钻井数量的快速增长，平台建设和安装也将快速增长。

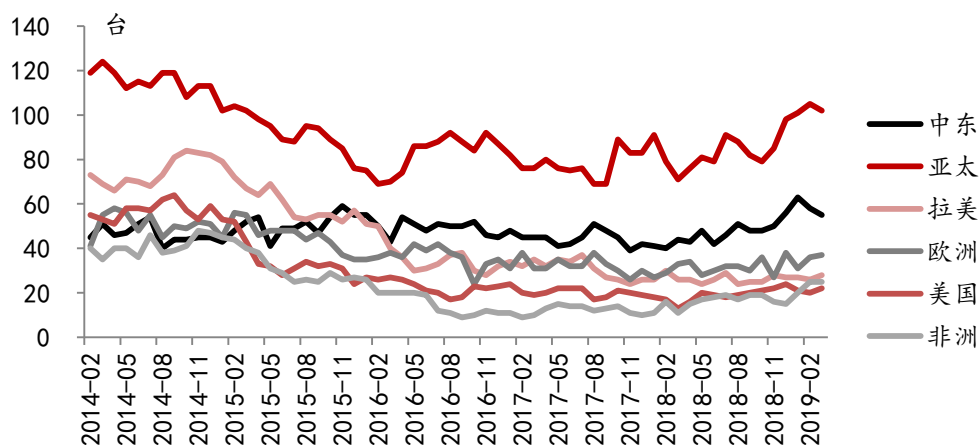
图 33：中海油服钻井平台利用率提高



资料来源：公司公告，川财证券研究所

最近 20 年，亚太地区的海上钻井平台的数量是最多的，2008 年 6 月最高达到 132 部，2010 年和 2014 年也曾超过 120 部，2016 年达到谷底 69 部，之后逐步恢复，2019 年 2 月快速增长到 105 部，预计今年全年仍然保持快速增长。

图 34：国际海上钻机数量恢复

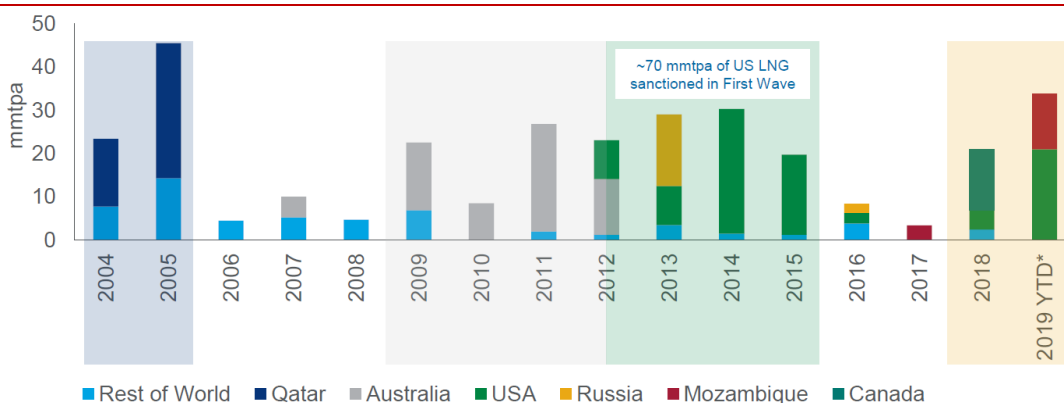


资料来源：Wind，川财证券研究所

1.3 LNG 设备需求持续高速增长

据相关机构预测，2030 年我国 LNG 进口将达到 2000-2500 亿方，2050 年将达到 3000-3500 亿方。2018 年我国天然气的进口增量占到全球的一半以上，中国的天然气需求也是全球 LNG 供给的最大推动力，明显推动了全球 LNG 出口项目的建设，同时母公司中海油有中国一半的 LNG 接收站，也有利于公司拓展全球 LNG 业务。

图 35：每年获得 FID 的 LNG 项目出口规模



资料来源：Wood Mackenzie，川财证券研究所

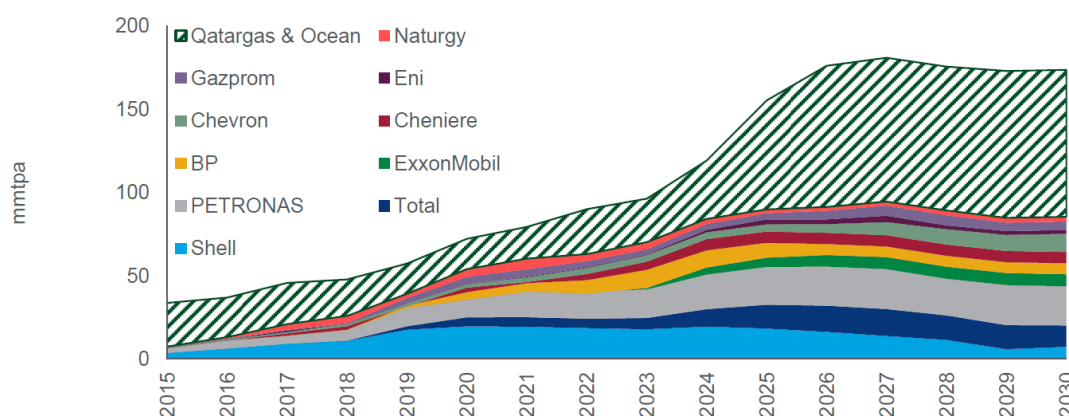
最近三年获得 FID 的 LNG 出口项目明显增多，也给公司带来很多海外业务量，公司实施了澳大利亚 Gorgon LNG 模块化建造项目、澳大利亚 Ichthys LNG 模

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

块化建造项目以及俄罗斯 Yamal LNG 模块化建造项目。国内也有天津、广西和最近新承揽的福建漳州 LNG 项目。

FLNG（浮式液化天然气装置）：可以使得海上天然气生产更灵活，通过 FLNG 本身在海上顺利完成液化的过程，并将成品 LNG 运回陆地。Yamal LNG 项目的 FLNG 就是公司做的。沿海天然气需求大的城市因岸线资源紧张及航运安全等原因，需要建设浮式 LNG 设备，比如公司建设的天津浮式 LNG 接收站。公司在行业低谷期掌握了建设 LNG 项目的重要经验，并在国内外不断获得类似的项目，其营业收入也占到了公司海外市场收入的大部分。因国际 LNG 工程市场的需求正在景气向上阶段，因此公司海外 LNG 订单有望继续增长，并且有望提高毛利率。

图 36：浮式项目的 LNG 产量有望增长 3 倍



资料来源：Wood Mackenzie，川财证券研究所

国际市场上，今年 6 月莫桑比克 LNG 项目获得最终投资决定（FID），为年内第二个。这项耗资达到 200 亿美元的 LNG 项目，是撒哈拉以南非洲最大的石油天然气项目。其水深达到 2000 多米，两条生产线的生产能力达到 1500 万吨/年。2019 年的北极 LNG-2 项目设计三条线共计年产量 1980 万吨。

2. 全球深水项目有望恢复活跃，

公司目前正在实施的流花 16-2、流花 29-1 和陵水 17-2 项目是国内首批真正意义上的大型深水工程。通过这些项目，公司有望掌握深水开采平台的主要设计建造等经验，开启国际深水市场的大门。若美国页岩油产量在未来几年持续增速减慢或下滑，全球原油供给的增量将来自海上原油开采，有利于公司发展

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

深水市场。

今年莫桑比克 LNG 项目获得最终投资决定 (FID)，为年内第二个。这项耗资达到 200 亿美元的 LNG 项目，是撒哈拉以南非洲最大的石油天然气项目。其水深达到 2000 多米，两条生产线的生产能力达到 1500 万吨/年。2019 年 10 月 28 日，BP 在毛里塔尼亚发现了今年全球迄今获得的最大深水气田，总水深达 5266 米，钻井过程中钻遇了 36 米厚纯产气层。2019 年 11 月，BP 投资 27 亿美元开发埃及两大气田。

四、估值评级

公司在国内市占率高，海外市场也具有较大竞争力，在保障国家能源安全及满足天然气基础设施建设的政策背景下，国内业务量将持续增加、降低摊销，并具有深水市场的较高成长性；海外市场上有全球最大天然气需求增量市场的优势，公司更易于获得 LNG 新增出口设施的订单。预计 2019-2021 年营业收入分别为 142、160、180 亿元，实现 EPS 分别为-0.09、0.14、0.20 元/股，对应 PE 分别为-66、45、31 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表格5：海油工程可比公司

代码	简称	收盘价 20191104 (原始币种：元)	总市值 20191104 (原始币种：亿元)	ROE-2019 三季报 (%)	PE20191104 (TTM) (倍)
600583.SH	海油工程	6.11	270.14	-2.83	-65
600339.SH	中油工程	3.60	201.00	1.75	24
603727.SH	博迈科	15.86	37.14	0.98	62
FTI.N	Technip FMC	20.51	-	1.35	-4
OII.N	Oceaneering	14.65	-	-	-8

资料来源：Wind, 川财证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	13908	16685	18715	20046
现金	1944	3804	4610	4956
应收账款	4186	4888	5692	6334
其他应收款	99	150	160	184
预付账款	119	212	59	68
存货	2898	3633	3975	4358
其他流动资产	4661	3999	4218	4145
非流动资产	16242	15728	15013	14247
长期投资	2227	2196	2206	2203
固定资产	9565	10044	9686	8992
无形资产	1157	1349	1583	1803
其他非流动资产	3293	2140	1539	1250
资产总计	30149	32413	33728	34293
流动负债	6717	9413	9119	9997
短期借款	0	1007	0	0
应付账款	3941	5808	6020	6721
其他流动负债	2776	2598	3098	3276
非流动负债	528	662	777	896
长期借款	220	337	458	577
其他非流动负债	308	326	320	318
负债合计	7245	10075	9896	10892
少数股东权益	11	12	12	11
股本	4421	4421	4421	4421
资本公积	4248	4248	4248	4248
留存收益	13694	13586	15033	14547
归属母公司股东权益	22893	22326	23821	23390
负债和股东权益	30149	32413	33728	34293

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	376	1173	1072	1771
净利润	80	-416	616	902
折旧摊销	1021	918	993	1031
财务费用	-71	-84	-129	-169
投资损失	47	72	63	66
营运资金变动	-792	442	-465	-198
其他经营现金流	92	242	-7	138
投资活动现金	-2962	-300	-339	-326
资本支出	912	0	0	0
长期投资	2103	-4	1	-0
其他投资现金流	53	-304	-337	-326
筹资活动现金	-92	987	74	-1100
短期借款	0	1007	-1007	0
长期借款	130	117	121	120
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-222	-137	960	-1219
现金净增加额	-2685	1860	807	346

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11052	14200	16000	18000
营业成本	10028	13900	14700	16300
营业税金及附加	96	141	152	174
营业费用	16	20	22	25
管理费用	293	282	285	284
财务费用	-71	-84	-129	-169
资产减值损失	52	600	50	50
公允价值变动收益	0	71	47	55
投资净收益	-47	-72	-63	-66
营业利润	104	-660	902	1325
营业外收入	35	50	45	47
营业外支出	10	8	9	8
利润总额	129	-617	939	1363
所得税	49	-201	323	461
净利润	80	-416	616	902
少数股东损益	0	0	-0	-0
归属母公司净利润	80	-416	616	903
EBITDA	1054	174	1767	2187
EPS (元)	0.02	-0.09	0.14	0.20

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	7.8%	28.5%	12.7%	12.5%
营业利润	-81.0%	-732.8%	236.8%	46.9%
归属于母公司净利	-83.8%	-621.7%	247.9%	46.6%
获利能力				
毛利率(%)	9.3%	2.1%	8.1%	9.4%
净利率(%)	2.2%	0.7%	-2.9%	3.8%
ROE(%)	0.3%	-1.9%	2.6%	3.9%
ROIC(%)	0.1%	-2.9%	3.0%	4.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	24.0%	31.1%	29.3%	31.8%
净负债比率(%)	3.04%	13.34%	4.63%	5.30%
流动比率	2.07	1.77	2.05	2.01
速动比率	1.61	1.33	1.57	1.51
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.45	0.48	0.53
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	2.60	2.85	2.49	2.56
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.02	-0.09	0.14	0.20
每股经营现金流(最	0.09	0.27	0.24	0.40
每股净资产(最新摊	5.18	5.05	5.39	5.29
估值比率				
P/E	346.38	-66.40	44.88	30.61
P/B	1.21	1.24	1.16	1.18
EV/EBITDA	22	135	13	11

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

风险提示

保障能源安全未得到实质落实

国内保障能源安全的要求使得中海油加大力度进行勘探开发投资，若落实力度差，将导致行业投资不及预期，影响行业总体工作量。

美国页岩油气增产远超预期

美国页岩油是最近几年国际原油市场上的最大增量，对最近几年的国际油价的变化起到了至关重要的影响。如果页岩油气增产远超预期将大幅提高美国原油库存，导致全球海上原油开采投资下滑。

国际成品油需求大幅下滑

国际原油的最大需求来自于成品油，如果需求大幅下滑，将导致成品油过剩，减少对国际原油的需求。国际油价大幅下挫。

我国沿海台风影响施工工程进度

国内沿海的台风多在 2、3 季度，同时也是公司海上安装的高峰期，若台风规模及频率高于常年可能影响公司海上工程进度。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。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意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004