

投资评级 优于大市 维持

重点项目推进顺利，助力全年业绩释放

股票数据

04月27日收盘价(元)	2.84
52周股价波动(元)	2.25-3.62
总股本/流通A股(百万股)	5583/5583
总市值/流通市值(百万元)	15856/15856

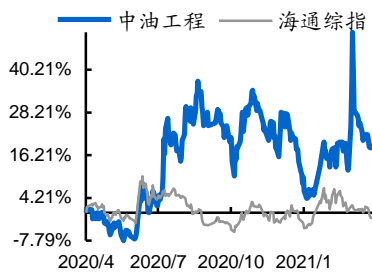
相关研究

《订单落实业绩逐步兑现，汇兑损失影响 Q3 业绩》2020.10.30

《上半年寰球工程净利润同比增加 2.5 亿元，公司新增合同额同比翻倍增长》2020.08.28

《汇兑收益同比减少及资产减值影响 2019 年净利润》2020.04.29

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	4.4	2.5	9.2
相对涨幅 (%)	3.4	7.1	17.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

分析师:朱建军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@htsec.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@htsec.com

证书:S0850519080001

分析师:张璇

Tel:(021)23219411

Email:zx12361@htsec.com

证书:S0850520110001

投资要点:

- **公司发布 2020 年报及 2021 年一季报。**2020 年，公司实现营业收入 706.98 亿元，同比增长 8.68%；实现归母净利润 8.55 亿元，同比+6.38%。公司计划 2020 年派息每股 0.046 元。2020Q1，公司实现营业收入 133.83 亿元，同比增长 38.14%，实现归母净利润 1.33 亿元，同比扭亏为盈。
- **汇兑损失影响 2020 年净利润。**公司 2020 年实现汇兑损失 4.97 亿元，较 2019 年（2.22 亿元收益）减少 7.12 亿元，从而很大程度拖累了全年业绩的增长。此外，公司全年计提了约 2281 万元减值损失，较 2019 年减少 84%，主要由于计提的资产减值准备减少。
- **2020 年整体毛利率基本持平。**2020 年，公司四大主要业务收入 700.63 亿元，同比增长 8.44%，毛利率 7.59%，同比减少 0.06 个百分点，基本持平。其中油气田地面工程收入增长 1.86%，毛利率提升 1.16 个百分点；管道与储运工程收入提升 12.07%，毛利率减少 1.26 个百分点。
- **2020 年新签订单同比增加 1.7%。**2020 年公司全年新签合同额 965.3 亿元，与 2019 年相比增加 1.7%。已中标未签合同 79.3 亿元，已签约未生效合同 103.4 亿元。其中国内合同额 749.2 亿元，境外合同额 216.1 亿元。2020 年，油气田地面工程业务新签合同额 209.2 亿元，占比 21.7%；管道与储运工程业务新签合同额 185.4 亿元，占比 19.2%；炼油与化工工程业务新签合同额 410.9 亿元，占比 42.6%；环境工程、项目管理及其他业务新签合同额 159.8 亿元，占比 16.5%。近年新签项目对公司未来持续经营和盈利提供了有效支撑。2021Q1，公司新签合同额 202.1 亿元，与去年同期相比增加 15.4%。
- **重大项目进展顺利，开始业绩释放。**截止 2020 年末，公司阿穆尔天然气处理厂建设项目（项目金额 174 亿元，下同）完工百分比 71%，广东石化炼化一体化项目（364 亿元）完工百分比 40%，巴布综合设施项目（103 亿元）完工百分比 83%，哈法亚天然气处理厂项目（75 亿元）完工百分比 30%，长庆乙烷制乙烯项目（52 亿元）完工百分比 94%，公司多个重大项目金额大、持续时间长，当前完工率平均已经进入中后期，我们认为公司目前处于业绩释放阶段。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计中油工程 2021~2023 年 EPS 分别为 0.21、0.23、0.25 元。按照 2021 年 BPS 4.62 元以及 0.80-0.90 倍 PB，对应合理价值区间 3.70-4.16 元，维持“优于大市”投资评级。

- **风险提示：**油价大幅下跌、汇率大幅波动、在手订单建设不及预期等。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	65054	70698	75843	80147	83797
(+/-)YoY(%)	9.6%	8.7%	7.3%	5.7%	4.6%
净利润(百万元)	804	855	1179	1287	1414
(+/-)YoY(%)	-16.8%	6.4%	37.9%	9.1%	9.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.14	0.15	0.21	0.23	0.25
毛利率(%)	7.9%	7.9%	7.4%	7.5%	7.6%
净资产收益率(%)	3.4%	3.5%	4.6%	4.7%	5.0%

资料来源：公司年报（2019-2020），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

公司发布 2020 年报及 2021 年一季报。2020 年, 公司实现营业收入 706.98 亿元, 同比增长 8.68%; 实现归母净利润 8.55 亿元, 同比+6.38%。公司计划 2020 年派息每股 0.046 元。2020Q1, 公司实现营业收入 133.83 亿元, 同比增长 38.14%, 实现归母净利润 1.33 亿元, 同比扭亏为盈。

汇兑损失影响 2020 年净利润。公司 2020 年实现汇兑损失 4.97 亿元, 较 2019 年 (2.22 亿元收益) 减少 7.12 亿元, 从而很大程度拖累了全年业绩的增长。此外, 公司全年计提了约 2281 万元减值损失, 较 2019 年减少 84%, 主要由于计提的资产减值准备减少。

2020 年整体毛利率基本持平。2020 年, 公司四大主要业务收入 700.63 亿元, 同比增长 8.44%, 毛利率 7.59%, 同比减少 0.06 个百分点, 基本持平。其中油气田地面工程收入增长 1.86%, 毛利率提升 1.16 个百分点; 管道与储运工程收入提升 12.07%, 毛利率减少 1.26 个百分点。从成员公司来看, 工程建设公司营业收入、利润总额、净利润同比分别+2.6%、-7.8%和-7.7%; 管道局工程公司营业收入、利润总额、净利润同比分别+12.6%、-5.7%和+87.6%; 昆仑工程公司营业收入、利润总额、净利润同比分别+61.5%、-279.5%和-281.9%; 另外, 寰球工程有限公司净利润改善显著, 较 2019 年+298.7%。

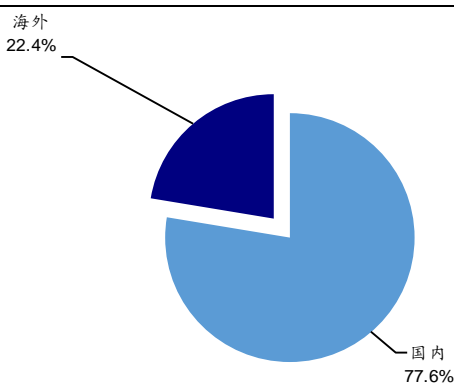
表 1 2020 年公司主要业务收入及毛利率 (亿元)

分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营收同比增速 (%)	毛利率同比变化
油气田地面工程	288.30	265.14	8.08	1.86	增加 1.16 个百分点
管道与储运工程	199.58	187.25	6.17	12.07	减少 1.26 个百分点
炼油与化工工程	174.50	162.18	7.06	18.39	减少 1.23 个百分点
环境工程、项目管理及其他业务	38.25	32.90	13.99	1.74	增加 1.87 个百分点
合计	700.63	647.47	7.59	8.44	减少 0.06 个百分点

资料来源: 公司 2020 年报, 海通证券研究所

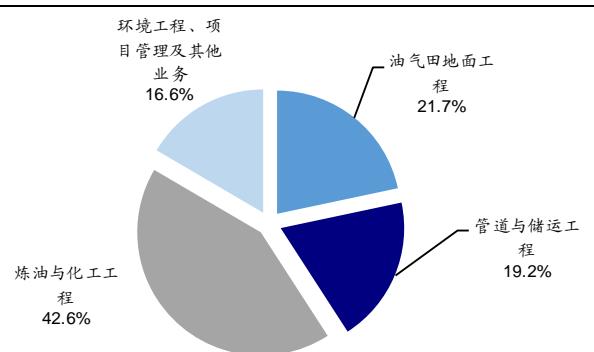
2020 年新签订单同比增加 1.7%。2020 年公司全年新签合同额 965.3 亿元, 与 2019 年相比增加 1.7%。已中标未签合同 79.3 亿元, 已签约未生效合同 103.4 亿元。新签合同额中: 国内合同额 749.2 亿元, 境外合同额 216.1 亿元。2020 年, 油气田地面工程业务新签合同额 209.2 亿元, 占比 21.7%; 管道与储运工程业务新签合同额 185.4 亿元, 占比 19.2%; 炼油与化工工程业务新签合同额 410.9 亿元, 占比 42.6%; 环境工程、项目管理及其他业务新签合同额 159.8 亿元, 占比 16.5%。近年新签项目对公司未来持续经营和盈利提供了有效支撑。2021Q1, 公司新签合同额 202.1 亿元, 与去年同期相比增加 15.4%。

图 1 2020 年新签合同结构 (按国内外金额)



资料来源: 公司 2020 年报, 海通证券研究所

图 2 2020 年新签合同结构 (按业务类型金额)



资料来源: 公司 2020 年报, 海通证券研究所

重大项目进展顺利, 开始业绩释放。截止 2020 年末, 公司阿穆尔天然气处理厂建设项目 (项目金额 174 亿元, 下同) 完工百分比 71%, 广东石化炼化一体化项目 (364 亿元) 完工百分比 40%, 巴布综合设施项目 (103 亿元) 完工百分比 83%, 哈萨亚天然气处理厂项目 (75 亿元) 完工百分比 30%, 长庆乙烷制乙烯项目 (52 亿元) 完工百分比 94%, 公司多个重大项目金额大、持续时间长, 当前完工率平均已经进入中后期, 我们认为公司目前处于业绩释放阶段。

2021 年收入目标 720 亿元。公司 2020 年报提出，2021 年工作目标为新签合同额 805 亿元，营业收入 720 亿元。公司践行新发展理念、融入新发展格局，紧紧围绕中国石油集团建设基业长青世界一流综合性国际能源公司的发展愿景，充分发挥战略支持作用，遵循“四个坚持”兴企方略和“四化”治企准则，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以加强党的建设为保障，以“为客户成长增动力”为价值追求，大力实施“创新、绿色、一体化、国际化”四大战略，巩固传统核心业务，拓展战略新兴业务，持续完善产业链价值链，积极推动数字化转型，着力增强服务保障能力、市场竞争能力和公司治理能力，建设世界一流油气和新能源工程综合服务商，在保障能源安全、促进绿色发展实现股东、客户、合作伙伴价值最大化。推进实施“创新、绿色、一体化、国际化”四大战略。创新战略，主要是大力推进科技创新、管理创新、模式创新，全面实施数字化转型。绿色战略主要是主营业务绿色低碳、交付工程绿色节能、生产过程绿色环保；一体化战略，主要是综合能源一体化、综合服务一体化、陆上海洋一体化、国内国际一体化；国际化战略，主要是市场国际化、管理国际化、资源国际化、品牌国际化。

盈利预测与投资评级。我们预计中油工程 2021~2023 年 EPS 分别为 0.21、0.23、0.25 元。按照 2021 年 BPS 4.62 元以及 0.80-0.90 倍 PB，对应合理价值区间 3.70-4.16 元，维持“优于大市”投资评级。

表 2 中油工程主要业务盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
油气田地面工程					
营业收入 (亿元)	283.04	288.30	308.48	323.90	336.86
营业成本 (亿元)	263.59	265.14	289.09	303.52	315.47
毛利率	6.87%	8.03%	8.00%	8.00%	8.00%
管道及储运工程					
营业收入 (亿元)	178.07	199.58	212.55	226.58	241.98
营业成本 (亿元)	164.85	187.26	198.73	211.62	225.53
毛利率	7.43%	6.17%	6.50%	6.60%	6.80%
炼化及化工工程					
营业收入 (亿元)	147.40	174.50	191.95	203.47	211.61
营业成本 (亿元)	135.18	162.18	176.60	186.18	193.62
毛利率	8.29%	7.66%	8.00%	8.50%	8.50%
环境工程、项目管理等					
营业收入 (亿元)	37.59	38.25	41.45	43.52	43.52
营业成本 (亿元)	33.04	32.90	36.06	37.86	37.86
毛利率	12.12%	13.99%	14.00%	13.80%	13.50%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 可比公司盈利预测与估值

	收盘价 (元)	BPS (元, 2021E)	PB (倍)
中石化炼化工程	4.65 (港元)	6.64 (港元)	0.70
海油工程	4.32	5.29	0.82
杰瑞股份	32.49	13.63	2.38
平均			1.30

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所 (以 2021.04.27 收盘价作为股价)

风险提示: 油价大幅下跌、汇率大幅波动、在手订单建设不及预期等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	70698	75843	80147	83797
每股收益	0.15	0.21	0.23	0.25	营业成本	65103	70248	74118	77449
每股净资产	4.41	4.62	4.85	5.10	毛利率%	7.9%	7.4%	7.5%	7.6%
每股经营现金流	-0.06	-0.85	0.41	1.94	营业税金及附加	223	243	256	268
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	103	114	120	126
P/E	18.54	13.45	12.32	11.21	营业费用率%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	0.64	0.61	0.59	0.56	管理费用	2888	3034	3206	3352
P/S	0.22	0.21	0.20	0.19	管理费用率%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	-4.46	-3.94	-4.46	-8.51	EBIT	1786	1598	1806	1932
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	371	-410	-387	-482
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.6%
毛利率	7.9%	7.4%	7.5%	7.6%	资产减值损失	-23	0	0	0
净利润率	1.2%	1.6%	1.6%	1.7%	投资收益	68	0	0	0
净资产收益率	3.5%	4.6%	4.7%	5.0%	营业利润	1435	2068	2257	2482
资产回报率	0.8%	1.2%	1.3%	1.4%	营业外收支	80	0	0	0
投资回报率	4.0%	3.4%	3.7%	3.8%	利润总额	1515	2068	2257	2482
盈利增长 (%)					EBITDA	2711	2131	2338	2470
营业收入增长率	8.7%	7.3%	5.7%	4.6%	所得税	649	889	971	1067
EBIT 增长率	47.8%	-10.5%	13.0%	7.0%	有效所得税率%	42.8%	43.0%	43.0%	43.0%
净利润增长率	6.4%	37.9%	9.1%	9.9%	少数股东损益	11	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	855	1179	1287	1414
资产负债率	76.8%	74.2%	73.3%	72.1%					
流动比率	1.23	1.27	1.29	1.32	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.59	0.59	0.63	0.79	货币资金	29836	24819	26832	37432
现金比率	0.37	0.34	0.37	0.52	应收账款及应收票据	10698	11428	12077	12627
经营效率指标					存货	8635	8661	9138	9548
应收账款周转天数	55.23	55.00	55.00	55.00	其它流动资产	48941	47499	46030	35437
存货周转天数	48.41	45.00	45.00	45.00	流动资产合计	98110	92407	94076	95045
总资产周转率	0.67	0.76	0.79	0.82	长期股权投资	458	458	458	458
固定资产周转率	13.43	14.85	16.20	17.61	固定资产	5264	5108	4947	4759
					在建工程	102	102	102	102
					无形资产	1823	1730	1644	1544
					非流动资产合计	8201	7929	7681	7394
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	106311	100336	101758	102438
净利润	855	1179	1287	1414	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	11	0	0	0	应付票据及应付账款	40880	35220	37160	38830
非现金支出	1032	533	533	538	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	594	0	0	0	其它流动负债	39013	37519	35714	33310
营运资金变动	-2839	-6468	478	8898	流动负债合计	79893	72740	72874	72141
经营活动现金流	-347	-4755	2298	10850	长期借款	0	0	0	0
资产	-481	-262	-285	-250	其它长期负债	1736	1736	1736	1736
投资	51	0	0	0	非流动负债合计	1736	1736	1736	1736
其他	25	0	0	0	负债总计	81630	74476	74610	73877
投资活动现金流	-405	-262	-285	-250	实收资本	5583	5583	5583	5583
债权募资	1534	0	0	0	归属于母公司所有者权益	24620	25799	27086	28500
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	61	61	61	61
其他	-1787	0	0	0	负债和所有者权益合计	106311	100336	101758	102438
融资活动现金流	-253	0	0	0					
现金净流量	-1375	-5017	2013	10600					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 27 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
刘威 基础化工行业
朱军军 石油化工行业
胡歆 石油化工行业
张璇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 华峰化学,恒力石化,滨化股份,中盐化工,新洋丰,梅花生物,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,山东赫达,龙蟠科技,通源石油,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,三友化工,上海石化,东方盛虹,山东海化,长鸿高科,苏博特,金能科技,桐昆股份,飞凯材料,龙蟒佰利,和邦生物,中石化冠德,光威复材

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。