

海油工程(600583)

二季度毛利率改善并仍有提升空间

估值折价不合理、补涨空间大

✍ 杨伟

☎ 021-38676319

✉ yangwei@gtjas.com

- 公司在2015年以前只要专注于国内市场即足以保证30%的增长率

本报告导读:

投资要点:

- 我们在上周拜会了公司主管采办与投资者关系的副总裁戎平生先生和董秘刘连举先生,就公司发展遇到的问题、公司的对策、未来的市场空间做了沟通。
- 我们认为公司在只有资源不足的背景下外取资源满足海油总公司“5000万方”规划是当前阶段的权益之计。分包比例的扩大尽管降低了整体的毛利率,依然能扩大 EPS 和 ROE。随着自有资源逐步到位,公司将减少对铺管船等设备的外包。与甲方的调价谈判进展顺利。海油总公司的高层已经认可海工调价要求,公司正在一个一个合同确认。这次提价谈判的成功,意味着公司在未来两年左右的时间里不再受到毛利率问题的困扰。由于减少了工程变更合同的谈判需要,季度业绩的确认也会更加容易,季度业绩波动的难题也能得到部分解决。
- 我们提高公司 2009、2010 年盈利预测到 19、25.5 亿元,对应 2009、2010 年 EPS0.59、0.79 元。给予 1 倍 PEG 估值,按照 2009 年 30 倍、2010 年 25 倍市盈率计算,三个月目标价 18 元、六个月目标价 20 元,维持“增持”评级。

评级:

增持

上次评级: 增持

目标价格:

¥ 20.00

上次预测: ¥ 13.25

当前价格:

¥ 14.08

2009.07.28

交易数据

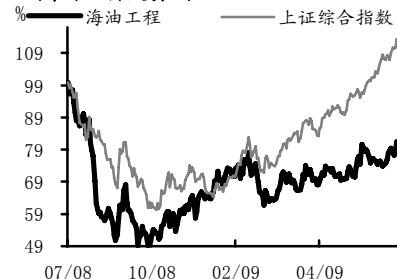
52 周内股价区间 (元)	10.93 ~ 24.50
总市值 (百万元)	44,858
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,241/2,851
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.88
日均成交量 (百万股)	11.6
日均成交值 (百万元)	164.6

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	8,187.55
每股净资产	2.53
市净率	5.6
净负债率	-13.6%

EPS (元)	2008	2009
Q1	0.06	0.04
Q2	0.04	0.16
Q3	0.15	0.17
Q4	0.13	0.22
全年	0.37	0.59

52周内股价走势图



财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	6,518	9,595	13,720	17,754	20,417
(+/-)%	31.2%	47.2%	43.0%	29.4%	15.0%
经营利润 (EBIT)	1,092	1,530	2,331	3,172	3,784
(+/-)%	14.2%	40.1%	52.3%	36.1%	19.3%
净利润	1,081	1,194	1,908	2,548	3,074
(+/-)%	46.2%	10.4%	59.8%	33.5%	20.7%
每股净收益 (元)	0.33	0.37	0.59	0.79	0.95
每股股利 (元)	0.06	0.10	0.06	0.08	0.09

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	16.8%	15.9%	17.0%	17.9%	18.5%
净资产收益率 (%)	27.1%	14.6%	18.9%	20.4%	20.1%
投入资本回报率 (%)	22.9%	16.2%	14.2%	15.1%	16.8%
EV/EBITDA	34.3	24.2	14.7	10.2	8.3
市盈率	42.2	38.2	23.9	17.9	14.8
股息率 (%)	0.4%	0.7%	0.4%	0.6%	0.7%

升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	15.1	28.1	-12.8
相对指数	0.0	-12.1	-30.5

相关报告

公司快速增长可期

(09.06.03)

毛利率下降低于预期,二季度可望挽回

(09.04.26)

2008 年公司工作量突飞猛进,2009 年利润增长依赖毛利率提升

(09.04.15)

模型更新时间: 2009.07.28

股票研究

建筑工程业

土木工程建筑业

海油工程(600583)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥20.00

上次预测: ¥13.25

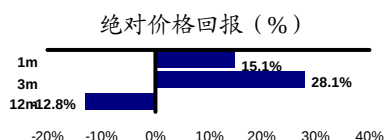
当前价格: ¥14.08

公司网址:

www.cnoocengineering.com

公司简介

公司是中国唯一一家承揽海油石油、天然气开发工程建设项目的总承包公司



52 周价格范围 10.93~24.50
市值 (百万) 44,858

财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
损益表										
营业收入	6,518	9,595	13,720	17,754	20,417	23,480	24,654	25,887	27,181	28,540
营业成本	5,165	7,729	10,952	13,996	15,956	18,349	19,267	20,230	21,242	22,304
税金及附加	158	171	245	317	365	419	440	462	486	510
营业费用	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
管理费用	125	165	226	293	337	387	406	427	448	471
EBIT	1,092	1,530	2,331	3,172	3,784	4,324	4,540	4,767	5,005	5,256
公允价值变动收益	7	-10	10	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	13	24	24	24	24	0	0	0	0	0
财务费用	14	153	149	258	267	183	44	-55	-104	0
营业利润	1,078	1,377	2,182	2,914	3,517	4,141	4,496	4,822	5,109	5,256
所得税	161	172	274	366	442	521	566	606	642	661
少数股东损益	1	6	0	0	0	0	0	0	0	0
净利润	1,081	1,194	1,908	2,548	3,074	3,621	3,934	4,215	4,467	4,595
资产负债表										
货币资金、交易性金融	1,044	3,548	2,231	2,469	2,569	2,479	3,559	8,257	13,323	18,614
其他流动资产	2,400	4,486	5,586	7,384	8,472	9,677	10,189	10,696	11,227	11,791
长期投资	25	55	55	55	55	55	55	55	55	55
固定资产合计	2,865	5,208	12,280	16,382	18,396	19,760	19,478	18,830	17,937	16,858
无形及其他资产	37	51	46	41	35	30	24	19	14	8
资产合计	8,062	16,066	23,081	28,798	31,286	33,407	34,284	38,622	43,213	47,931
流动负债	2,784	6,550	11,668	15,028	14,696	13,504	10,808	11,324	11,871	12,440
长期负债	1,285	1,284	1,283	1,284	1,284	1,284	1,284	1,284	1,284	1,284
股东权益	3,993	8,232	10,149	12,506	15,326	18,639	22,211	26,033	30,078	34,227
投入资本(IC)	4,151	8,275	14,338	18,328	19,689	20,578	19,892	19,016	17,996	16,853
现金流量表										
NOPLAT	950	1,338	2,038	2,773	3,308	3,780	3,969	4,168	4,376	4,595
折旧与摊销	242	358	772	1,324	1,705	2,000	2,220	2,372	2,510	2,642
流动资金增量	223	776	(1,166)	316	66	(112)	31	(7)	(13)	(4)
资本支出	1,619	3,349	8,000	5,000	3,000	3,000	1,500	1,500	1,500	1,500
自由现金流	3,033	5,821	9,644	9,413	8,079	8,668	7,720	8,032	8,373	8,733
经营现金流	1,112	919	3,965	3,797	4,961	5,919	6,169	6,542	6,889	7,243
投资现金流	(1,635)	(3,366)	(7,979)	(4,981)	(2,981)	(3,005)	(1,505)	(1,505)	(1,505)	(1,505)
融资现金流	1,113	5,211	2,698	1,422	(1,880)	(3,004)	(3,585)	(339)	(318)	(447)
现金流净增加额	590	2,764	(1,315)	238	100	(90)	1,080	4,698	5,066	5,291
财务指标										
成长性										
收入增长率	31.2%	47.2%	43.0%	29.4%	15.0%	15.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
EBIT 增长率	14.2%	40.1%	52.3%	36.1%	19.3%	14.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润增长率	46.2%	10.4%	59.8%	33.5%	20.7%	17.8%	8.7%	7.1%	6.0%	2.9%
利润率										
毛利率	20.8%	19.4%	20.2%	21.2%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%
EBIT 率	16.8%	15.9%	17.0%	17.9%	18.5%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%
净利润率	16.6%	12.4%	13.9%	14.3%	15.1%	15.4%	16.0%	16.3%	16.4%	16.1%
收益率										
净资产收益率(ROE)	27.1%	14.6%	18.9%	20.4%	20.1%	19.5%	17.7%	16.2%	14.9%	13.4%
总资产收益率(ROA)	13.4%	7.4%	8.3%	8.8%	9.8%	10.8%	11.5%	10.9%	10.3%	9.6%
投入资本回报率	22.9%	16.2%	14.2%	15.1%	16.8%	18.4%	20.0%	21.9%	24.3%	27.3%
运营能力										
存货周转天数	94	104	104	107	114	114	118	119	119	119
应收账款周转天数	23	33	34	33	36	36	38	38	38	38
总资产周转天数	361	453	514	526	530	496	494	507	542	575
净利润现金含量	1.03	0.77	2.08	1.49	1.61	1.63	1.57	1.55	1.54	1.58
资本支出/收入	24.83%	34.90%	58.31%	28.16%	14.69%	12.78%	6.08%	5.79%	5.52%	5.26%
偿债能力										
资产负债率	50.5%	48.8%	56.1%	56.6%	51.0%	44.2%	35.3%	32.6%	30.4%	28.6%
净负债率	-25.6%	-13.6%	30.2%	37.6%	21.1%	4.3%	-15.6%	-31.4%	-44.0%	-54.2%
估值比率										
PE	42.2	38.2	23.9	17.9	14.8	12.6	11.6	10.8	10.2	9.9
PB	11.5	5.6	4.5	3.7	3.0	2.5	2.1	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	34.3	24.2	14.7	10.2	8.3	7.2	6.8	6.4	6.1	5.8
P/S	2.05	3.17	3.33	2.57	2.24	1.94	1.85	1.76	1.68	1.60
股息率	0.4%	0.7%	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	0.0%

1. 快速发展的海油工程存在的主要问题

1.1. 毛利率还未恢复到历史平均水平

海油工程从 2004 到 2007 年的高速发展过程中，随着公司总包比例的提高，毛利率逐步提高到 22% 左右的位置。2008 年以来，由于南海海域气候等因素的复杂性超出了公司的掌控范围，公司原总包模式的风险暴露，直接造成毛利率下降。另一方面，由于海油总公司 2009、2010 年的需求过大，公司的设备根本无法满足要求，大量外取资源不可避免。由于外部资源本身要求一定的毛利率，公司整体业务的毛利率有所下降。

1.2. 季度业绩波动性大

由于商务处理滞后，公司收入确认与毛利率不匹配。2009 年第一季度收入增长迅速，毛利率却明显下滑。这种季度间的业绩大幅波动，使得投资者可能对公司估值做折价处理。

1.3. 短期来看是落实工程变更合同

为修复第一季度受损的毛利率，短期来看，最有效的办法是落实工程变更合同。公司在一季报中明示：由于材料费同比增加 4 亿元，因工作量增加导致材料费增加 2.92 亿元，价格变化增加材料费 1.18 亿元。我们估计工程变更合同的正式签署有望在上半年给公司增加 1.5 亿元左右的净利润。

1.4. 长期看是提高与甲方的施工合同议价能力

长期来看，解决毛利率下降的问题依赖于公司提高与甲方的议价能力，修改合同定价，覆盖增加的成本。同属海油有限兄弟公司的中海油服自 2005 年至 2008 年持续提价，伴随而来是毛利率提升与业绩快速上升。海油工程的主力设备“蓝疆”号四年来始终没有提价。

从调研信息判断，海油总公司的高层已经认可海工调价要求，公司正在一个一个合同确认。这次提价谈判的成功，意味着公司在未来两年左右的时间里面季报不再受到毛利率问题的困扰。由于减少了工程变更合同的谈判需要，季度业绩的确认也会更加容易，季度业绩波动的难题也能得到部分解决。

2. 公司的发展机遇

2.1. 分包形式的改变

公司需要在总包不变下，分包形式有所改变。对于公司了若指掌的渤海海域，公司仍采用过去的总包模式；对于海况不能掌控的南海海域，公司改用日费的形式。

2.2. 新增设备对外包资源的替代

海油石油 202 铺管起重船即将到位。公司上半年外租了 3 到 4 条铺管船。由于公司对

预计工程变更合同的正式签署有望增加半年报
1.5 亿元净利润

铺管船的分包只根据项目需求决定，预计下半年铺管船的分包费用有所减少。公司先外租了几十条拖轮。目前，公司只能保证主力设备如“蓝鲸”、“蓝疆”号等有固定的拖轮协同作业。随着公司自由资源的逐步到位，协同效应体现，公司的作业效率还有提升空间。

2.3. 2012 年后的工作量来源

公司明年下水的深水铺管船等设备，最佳的工作时间在 2012 年以后，因此，对公司这样的海上施工企业而言，最关键的问题是 3 到 5 年后的作业量在哪里。公司今明两年服务的目标是海油总公司上产 5000 万方。由于老油田本身的递减，即使是维持 5000 万方的产能，海油总公司也需要大量建设新产能。2008 年以来的海油有限巨额资本支出，意味着未来发现新油气田的概率在增加。我们了解到海油总公司的观点是，即使考虑到海油工程在建的设备，2015 年以前海油工程的国内工作量依然是做不完的。这比 2006 年 8 月海油总总经理 傅成玉先生在青岛的表态“海油工程为海油总公司的工作量在 2012 年前是做不完的”又推进了一大步。

2.4. 深水项目、伊朗项目带领海工逐渐壮大，新增产能逐渐明晰

2010 年南海哈斯基荔湾项目开始投资。公司有专人从市场、技术两方面跟踪。深水装备（铺管船）、水下机器人等技术也具备。动力定位船和 4000 吨专用于哈斯基项目。同时，我们了解到伊朗彩虹项目已经启动。根据媒体报道，海油工程将在塘沽基地扩建产能，并在珠海新建基地。

2.5. 贷款利率风险已经化解

海油工程处长资本支出期，财务费用占净利润的比重接近 8%。对于今年的资本开支缺口，公司已经做融资安排，将发行中期票据。海油总公司还通过海油财务公司向海油工程发放了 3 年期 20 亿元无资产抵押贷款，进一步缓解了公司的财务费用压力。

2.6. 盈利预测的基本假设

我们假设 2009、2010 年公司的销售收入达到 137、177 亿元，实现毛利率 20.18%、21.17%，净利润分别为 19、25.5 亿元，对于 2009、2010 年 EPS0.59、0.79 元。

3. 风险仍在中海油资本支出

由于海油工程 80% 的收入来自海油总公司，海油总公司的盈利情况与相应的资本支出计划对公司的收入增长有着直接影响。我们对长期油价持乐观态度，预测 2009 年均价接近 60 美元，2010 年 70 美元。我们认为只要原油均价不连续两年低于 50 美元，中海油削减资本支出的压力并不大。这种情况出现的概率是不高的。

4. 估值

4.1. 与大盘的估值估值折价不合理

从 2.3 节我们可以清楚的看到，海油工程至少到 2015 年的主要业务仍在国内。公司不

根据海油总公司的计划，即使考虑到海油工程在建的设备，2015 年以前海油工程的国内工作量依然是做不完的

我们对油价乐观，认为中海油削减资本支出的压力不大

需要拓展海外市场即可保证 20~30%的增长率。或者说，公司是中国内需拉动的直接受益股，理应享受估值溢价。目前的股价下，公司 2009 年动态市盈率不到 24 倍，2010 年市盈率不到 18 倍，比沪深 300 远超 30 倍市盈率的估值折价 20%以上。我们认为这种折价是不合理的。

4.2. 上海神开上市对公司估值的拉动

即将上市的上海神开石油设备股份有限公司，IPO 价格对应了 2008 年 33 倍市盈率，2009 年 28 倍市盈率，即使预期开盘 30%的涨幅，接近 37 倍的市盈率也远远超过海油工程目前不到 24 倍的估值。而且上海神开未来两年的增长率在 30%左右，并没有高于海油工程的增长率。

4.3. 我们采用的估值方式与目标价

我们认为对于海油工程这样稳定增长的公司，适用于 PEG 估值，即使只给 1 倍的 PEG，公司的 G 在 30%，我们认为给予当年 30 倍市盈率、次年 25 倍市盈率是合理的。从我们预测的 2009、2010 年业绩 0.59、0.79 元出发，我们给予公司三个月目标价 18 元、六个月目标价 20 元，维持“增持”评级。

作者简介:

杨伟: 2000 年 3 月毕业于浙江大学, 工学硕士。先后任职于中石化上海石油化工研究院、华夏证券研究所、中信建投证券研究发展部、国泰君安证券研究所, 现任国泰君安证券销售交易总部石油石化行业分析师。2008 年新财富“石化行业最佳分析师”入围。

免责声明

本报告的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, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com