

建筑施工

李 凡

0755-82026745

罗泽兵

0755-82026743

luozebing@cjis.cn

6-12 个月目标价: 17.5 元

当前股价: 10.73 元

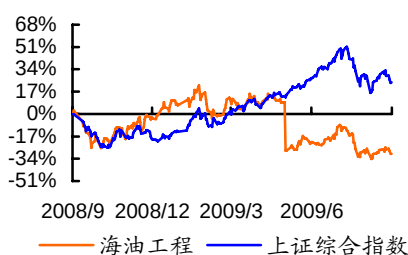
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2853.55
总股本(百万)	3241
流通股本(百万)	2851
流通市值(亿)	306
EPS (TTM)	0.41
每股净资产(元)	2.54
资产负债率	48.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海油工程	-3.68	-11.18	-5.01
上证综合指数	-4.67	-2.35	22.03



相关报告

《海油工程-工作量持续饱满, 合同变更将在下半年完成》 2009-8-19

《海油工程-公司仍将长期保持在国内海洋工程领域的主导地位》 2009-6-10

《海油工程-公司工作量将处于持续饱满状态》 2009-4-27

海油工程

600583

强烈推荐

定价机制逐步明晰, 3 季度开始毛利率将加速回归

事件:

近日媒体报道公司 9 月中旬与中海油签署了《战略合作框架协议》, 我们就相关内容与公司进行了交流。

投资要点:

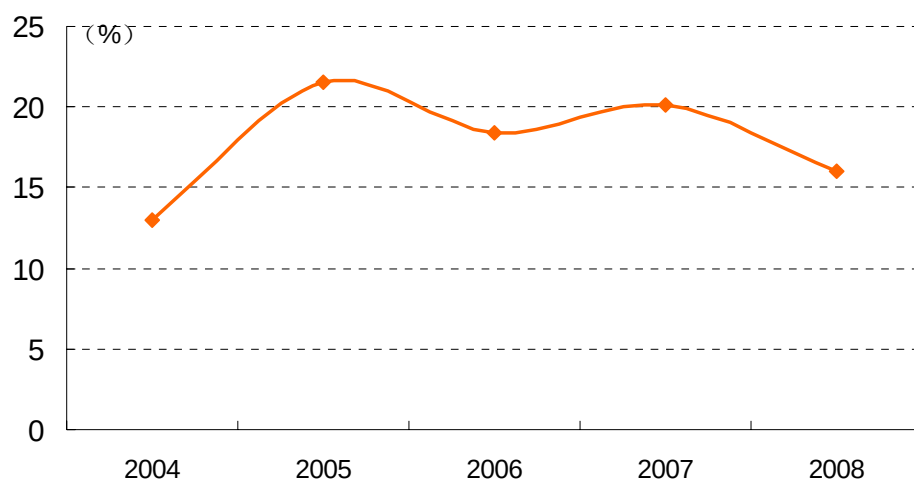
- 公司将参照国际等效可比价格向中海油提供服务, 定价机制明晰将使公司中长期毛利率回归至 20% 左右的行业正常水平。与以前公司与中海油一年一议的关联交易方案不同的是, 此次签署的框架协议对定价机制作出了明确的说明, 海工将根据国际等效可比价格制定优惠价格。根据我们对海油工程的海外同行业公司如美国 Mcdermott、韩国现代重工的毛利率跟踪, 这些海外公司 2004 年以来的毛利率水平基本稳定在 16-20% 之间。考虑到海油工程相对国外公司较低的人员及场地成本, 我们认为即使公司对中海油的服务价格有所优惠, 在采用国际等效可比价格的参照系下, 公司中长期的毛利率水平将回归至 20% 左右。
- 09 年既有项目调价工作进度加快, 3 季度开始将得到较大体现。在 09 年工作量大幅增加而之前定价机制未理顺的情况下, 公司 09 年 1、2 季度的毛利率分别只有为 9.3%、13.0%。进入 3 季度, 公司和业主方就上半年的部分交易价格和项目合同变更的谈判工作进度加快, 这些项目的调价成果在 3 季度开始将得到较大体现。考虑到海上工程项目合同变更通常 5-10% 的幅度、以及上半年公司外租船舶的成本补偿因素, 我们预计公司 09 年全年的毛利率仍将达到 18% 以上。
- 深海及海外市场将成为 2010 年新的增长领域。公司 09 年业务量的高速成长主要来自渤海。预计从明年开始公司来自渤海等传统浅海区域的收入增速有所放缓, 而深水的收入将快速增长, 一方面是因为国内南海等深水油气田正步入开发阶段(如将于 10 年年中开发的 3000 米深荔湾气田项目), 另一方面随着公司青岛基地及船队规模的完善, 公司 2010 年起在浮式结构物建造和深海作业方面也将提供较大的收入增量。同时, 装备能力的完善也为公司进军海外市场提供了有利条件。
- 维持“强烈推荐”评级。建造场地及船队资源的完善为公司的可持续发展提供了坚实的物质基础, 随着定价机制的明晰, 公司将成为中海油快速扩张的油气开发活动的直接受益者, 公司业绩将迎来明确稳定的快速增长。预计 09-11 年公司的 EPS 分别为 0.53、0.70 和 0.89 元, 维持强烈推荐。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	9595	13577	16552	20224
同比(%)	47%	42%	22%	22%
归属母公司净利润(百万元)	1194	1708	2270	2900
同比(%)	10%	43%	33%	28%
毛利率(%)	19.4%	19.0%	20.0%	20.5%
ROE(%)	14.6%	17.6%	19.0%	19.5%
每股收益(元)	0.37	0.53	0.70	0.89
P/E	29.52	20.63	15.52	12.15
P/B	4.30	3.64	2.95	2.37
EV/EBITDA	19	14	10	8

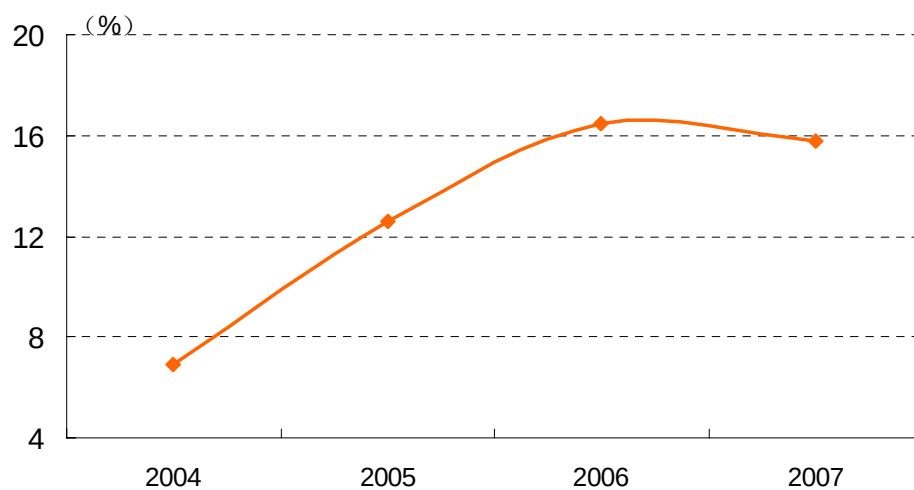
资料来源: 中投证券研究所

图 1 2004-2008 年美国 Mcdermott 毛利率走势



资料来源: bloomberg

图 2 2004-2008 年韩国现代重工毛利率走势



资料来源: bloomberg

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	8035	7915	9399	12300
现金	3546	2037	2689	4216
应收账款	1223	1629	1655	2022
其它应收款	253	339	414	506
预付账款	284	275	265	241
存货	2724	3629	4370	5306
其他	6	5	7	8
非流动资产	8031	10515	12330	13977
长期投资	55	55	55	55
固定资产	5208	7729	9553	11199
无形资产	51	51	51	51
其他	2717	2680	2670	2672
资产总计	16066	18430	21729	26277
流动负债	6550	7412	8433	10071
短期借款	2432	1715	1600	1800
应付账款	1872	2664	3207	3894
其他	2246	3033	3626	4376
非流动负债	1284	1289	1289	1289
长期借款	0	0	0	0
其他	1284	1289	1289	1289
负债合计	7834	8701	9722	11359
少数股东权益	44	50	58	68
股本	2161	3241	3241	3241
资本公积	2815	1951	1951	1951
留存收益	3212	4487	6758	9658
归属母公司股东权益	8188	9679	11950	14850
负债和股东权益	16066	18430	21729	26277

现金流量表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	953	2556	3382	3933
净利润	1199	1714	2278	2910
折旧摊销	358	479	676	854
财务费用	153	159	139	131
投资损失	-24	-25	-25	-25
营运资金变动	-731	205	304	64
其它	-3	24	10	-2
投资活动现金流	-3645	-2973	-2475	-2475
资本支出	3643	3000	2500	2500
长期投资	-27	0	0	0
其他	-29	27	25	25
筹资活动现金流	5215	-1093	-255	69
短期借款	2424	-717	-115	200
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	1210	1080	0	0
资本公积增加	2250	-864	0	0
其他	-670	-592	-139	-131
现金净增加额	2518	-1510	653	1527

利润表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	9595	13577	16552	20224
营业成本	7729	10997	13242	16078
营业税金及附加	171	243	296	361
营业费用	0	0	0	0
管理费用	165	234	281	334
财务费用	153	159	139	131
资产减值损失	14	0	0	0
公允价值变动收益	-10	0	0	0
投资净收益	24	25	25	25
营业利润	1377	1970	2619	3345
营业外收入	4	10	10	10
营业外支出	10	10	10	10
利润总额	1372	1970	2619	3345
所得税	172	256	340	435
净利润	1199	1714	2278	2910
少数股东损益	6	6	8	10
归属母公司净利润	1194	1708	2270	2900
EBITDA	1889	2608	3434	4330
EPS (元)	0.55	0.53	0.70	0.89

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	47.2%	41.5%	21.9%	22.2%
营业利润	27.8%	43.0%	33.0%	27.7%
归属于母公司净利润	10.4%	43.1%	33.0%	27.7%
获利能力				
毛利率	19.4%	19.0%	20.0%	20.5%
净利率	12.4%	12.6%	13.7%	14.3%
ROE	14.6%	17.6%	19.0%	19.5%
ROIC	16.2%	17.5%	19.8%	22.1%
偿债能力				
资产负债率	48.8%	47.2%	44.7%	43.2%
净负债比率	31.05%	19.71%	16.46	15.85%
流动比率	1.23	1.07	1.11	1.22
速动比率	0.81	0.58	0.60	0.69
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.79	0.82	0.84
应收账款周转率	11	10	10	11
应付账款周转率	4.46	4.85	4.51	4.53
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.53	0.70	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.79	1.04	1.21
每股净资产(最新摊薄)	2.53	2.99	3.69	4.58
估值比率				
P/E	29.52	20.63	15.52	12.15
P/B	4.30	3.64	2.95	2.37
EV/EBITDA	19	14	10	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李凡, 中投证券研究所建筑建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 4 年证券行业从业经验。

罗泽兵, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 管理学硕士。3 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、南玻 A、金晶科技、中海油服、海油工程、中国中铁、中国铁建、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434