

建筑工程

2010年1月27日

海油工程(600583) 当前股价: 10.32 目标价: 15

阴霾逐渐散去 前景一片光明

投资要点:

- 框架协议确保毛利率稳步提升: 2009年9月, 公司与中海油签订了《战略合作框架协议》, 此框架协议延续了两家公司对工程项目承包的一贯操作方式, 从签订的时间和背景来看, 原油价格的回暖也给价格谈判提供了空间, 框架协议的签订更加明确了工程报价的依据, 两家公司的工程价格将逐步向市场化接轨, 工程毛利率将从底部回升。
- 海外工程业务占比将逐步提高, 多数正在执行的渤海工程项目将在2010年上半年完工, 公司能够释放更多的产能去承接海外业务, 2009年公司承接新订单约160亿元, 其中约15%的项目为海外业务, 海外业务占比的提高将对公司毛利率形成正面的拉动作用。
- 公司投资了17.5亿元的青岛场地三期工程目前基本已经竣工, 基地的设计标准高, 侧重于高附加值产品的生产, 提升公司的总承包能力, 青岛分公司的收入09年预计在25亿元, 三期产能全部释放以后, 收入还能在此基础上翻番, 将成为公司业绩的增长点。
- 公司是中国海洋石油开发市场的垄断者, 市场对于其垄断地位一直给予较高的估值溢价, 但从目前的估值水平来看, 估值水平偏低, 市场对海工的主要担忧在于关联效益和大规模资本支出短期内对财务的负面影响, 我们认为随着公司毛利率水平的不断回升, 市场的担忧将逐步缓解, 估值有进一步上升的空间, 预计公司2009-2010年的EPS为0.44元、0.60元和0.80元, 我们认为给予2010年25PE的估值较为合理, 目标价位15元。
- 主要风险: 1、原油价格大幅下跌减小谈判空间 2、深水项目开发的工程风险。

研究员: 张平

电话: 025-83290905

E-mail: ustczp5000@yahoo.com.cn

地址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 推荐 (维持)

股价走势图



相关研究

2009/08/19

收入增长超预期 毛利率短期下滑

2008/08/27

多重因素致中期业绩下滑 不改长期成长趋势

公司基本资料

总股本 (万)	324120
流通 A 股 (万)	324120
52 周内股价区间 (元)	10.00-18.85
总市值 (亿)	355.88
总资产 (亿)	163.22
每股净资产 (元)	2.72

主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万)	9595	13912	16695	20034
+/-%	47%	45%	20%	20%
净利润 (百万)	1193.56	1417.96	1944.94	2585.12
+/-%	10.39%	18.80%	37.16%	32.92%
EPS (元)	0.55	0.44	0.60	0.80
P/E	/	24.50	17.86	13.44

一、毛利率最坏的时期已经过去

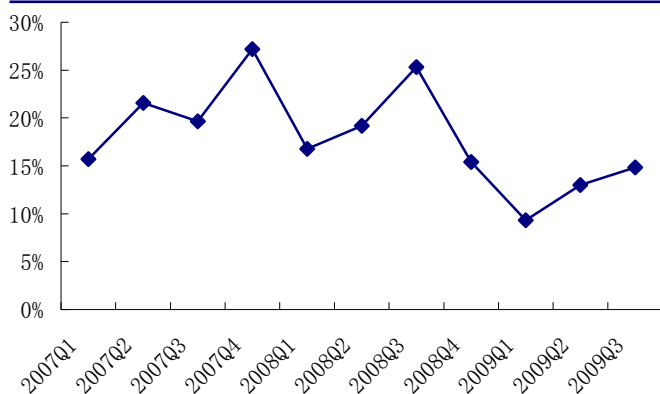
➤ 框架协议确保毛利率稳步提升

中海油十一五规划，到2010年实现5000万方油气产量和渤海“3000万方”油气当量，其中渤海的油气当量比2008年1600万方增长1倍以上，2009年在渤海的工程大幅增加，上半年公司在渤海工程收入同比增长了289%，但是由于工程量集中，海工前三季度外租了150条船舶，租赁成本同比增长了129%，导致毛利率同比大幅下滑。2009年9月份，公司与中海油签订了《战略合作框架协议》协议主要内容，中海石油将支持海工发展EPCI、EPC、EC等多种承包能力，承诺将其一定比例的工作委托海工完成，并将按照规定提供资源需求计划。协议同时规定海工将根据国际等效可比价格制定优惠价格，并向甲方提供优质高效的专业服务。双方同意工程合同文本采用标准合同，并定期进行完善。中海石油将大力支持海工不断更新改造自有和长期租用的施工机具及工程船舶，并逐步完成调价工作。此框架协议延续了两家公司对工程项目承包的一贯操作方式，从签订的时间和背景来看，原油价格的回暖也给价格谈判提供了空间，框架协议的签订更加明确了工程报价的依据，我们认为两家公司的工程价格将逐步向市场化接轨，工程毛利率将从底部回升。

➤ 海外工程业务占比将逐步提高

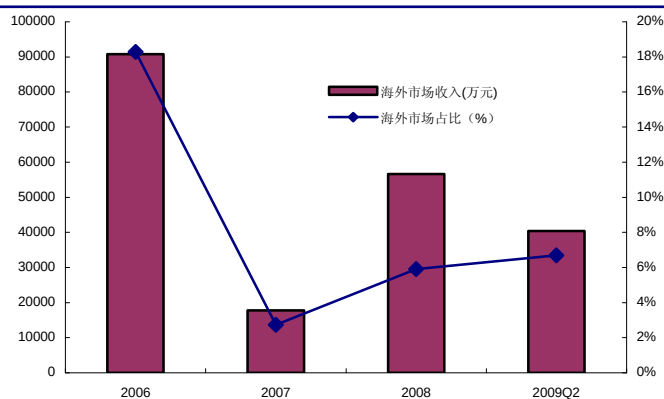
多数正在执行的渤海工程项目将在2010年上半年完工，公司能够释放更多的产能去承接海外业务，2009年公司承接新订单约160亿元，其中约15%的项目为海外业务，海外业务占比的提高将对公司毛利率形成正面的拉动作用。

图 1：毛利率回升的趋势还将延续



数据来源：公司公告、华泰证券研究所

图 2：海外工程占比将逐步提高



数据来源：公司公告、华泰证券研究所

二、大规模的资本支将逐步进入收益期

公司投资了17.5亿元的青岛场地三期工程目前基本已经竣工，基地的设计标准高，侧重于高附加值产品的生产，提升公司的总承包能力，青岛分公司的收入09年预计在25亿元，三期产能全部释放以后，收入还能在此基础上翻番，将成为公司业绩的增长点；2010年是公司深水开发的关键年，中国

海域第一个深水项目，南海荔湾项目将在今年年内动工，预计8月深水铺管船将投入使用。

从公司的发展战略，未来还将投资天津市临港工业区海油工程项目（80亿元）和珠海高栏港区海油工程深水项目（50亿元），公司将参与珠海的一期10亿元的投资，剩下的投资将和中海油共同投资，这两项大规模投资再次进行市场融资的可能性较低。

三、估值偏低 维持“推荐”评级

公司是中国海洋石油开发市场的垄断者，市场对于其垄断地位一直给予较高的估值溢价，但从目前的估值水平来看，估值水平偏低，市场对海工的主要担忧在于关联效益和大规模资本支出短期内对财务的负面影响，我们认为随着公司毛利率水平的不断回升，市场的担忧将逐步缓解，估值有进一步上升的空间，预计公司2009-2010年的EPS为0.44元、0.60元和0.80元，我们认为给予2010年25PE的估值较为合理，目标价位15元。

四、主要风险

1、原油价格大幅下跌减小谈判空间 2、深水项目开发的工程风险。

附表：三表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	8035	10425	11752	13448	营业收入	9595	13912	16695	20034
现金	3546	4000	4200	4500	营业成本	7729	11825	13773	16227
应收账款	1223	1667	2000	2400	营业税金及附加	171	160	200	240
其它应收款	253	278	334	401	营业费用	0	0	0	0
预付账款	284	355	413	487	管理费用	165	167	217	260
存货	2724	4118	4796	5651	财务费用	153	123	258	320
其他	6	8	9	10	资产减值损失	14	0	0	0
非流动资产	8031	11426	14466	17162	公允价值变动收益	-10	0	0	0
长期投资	55	55	55	55	投资净收益	24	0	0	0
固定资产	5208	8926	12122	14891	营业利润	1377	1637	2246	2985
无形资产	51	61	71	81	营业外收入	4	0	0	0
其他	2717	2384	2217	2134	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	16066	21851	26218	30610	利润总额	1372	1637	2246	2985
流动负债	6550	11125	13538	15334	所得税	172	213	292	388
短期借款	2432	5031	6430	6970	净利润	1199	1425	1954	2597
应付账款	1872	2956	3443	4057	少数股东损益	6	7	9	12
其他	2246	3138	3665	4306	归属母公司净利润	1194	1418	1945	2585
非流动负债	1284	1286	1286	1286	EBITDA	1889	2375	3474	4620
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.55	0.44	0.60	0.80
其他	1284	1286	1286	1286	主要财务比率				
负债合计	7834	12411	14824	16619	18.8% 37.2% 32.9%				
少数股东权益	44	51	59	71	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	2161	3241	3241	3241	成长能力				
资本公积	2815	1951	1951	1951	营业收入	47.2%	45.0%	20.0%	20.0%
留存收益	3212	4198	6143	8728	营业利润	27.8%	18.9%	37.2%	32.9%
归属母公司股东权益	8188	9390	11334	13920	归属于母公司净利润	10.4%	18.8%	37.2%	32.9%
负债和股东权益	16066	21851	26218	30610	获利能力				
现金流量表					毛利率	19.4%	15.0%	17.5%	19.0%
单位: 百万元					净利率	12.4%	10.2%	11.7%	12.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	14.6%	15.1%	17.2%	18.6%
经营活动现金流	953	2204	3069	4091	ROIC	16.2%	13.2%	14.7%	16.3%
净利润	1199	1425	1954	2597	偿债能力				
折旧摊销	358	615	970	1314	资产负债率	48.8%	56.8%	56.5%	54.3%
财务费用	153	123	258	320	净负债比率	31.05%	40.53%	43.38%	41.94%
投资损失	-24	0	0	0	流动比率	1.23	0.94	0.87	0.88
营运资金变动	-731	33	-118	-146	速动比率	0.81	0.57	0.51	0.51
其它	-3	8	4	5	营运能力				
投资活动现金流	-3645	-4010	-4010	-4010	总资产周转率	0.80	0.73	0.69	0.71
资本支出	3643	4000	4000	4000	应收账款周转率	11	10	9	9
长期投资	-27	0	0	0	应付账款周转率	4.46	4.90	4.30	4.33
其他	-29	-10	-10	-10	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	5215	2260	1141	219	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.44	0.60	0.80
短期借款	2424	2598	1400	540	每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.68	0.95	1.26
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.53	2.90	3.50	4.29
普通股增加	1210	1080	0	0	估值比率				
资本公积增加	2250	-864	0	0	P/E	19.41	24.50	17.86	13.44
其他	-670	-554	-258	-320	P/B	2.83	3.70	3.07	2.50
现金净增加额	2518	454	200	300	EV/EBITDA	18	15	10	8

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现在一5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。