

袁孝锋 CFA
021-68407559
qjuxf@cmschina.com.cn

2010年3月15日

海油工程(600583.SH)/10.13元

乘风破浪会有时!

能源·石油石化

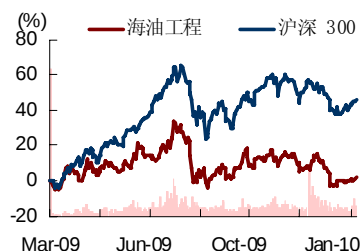
审慎推荐-A (维持)

基础数据

上证综指	3013
总股本(万股)	324120
已上市流通股(万股)	312420
总市值(亿元)	349
流通市值(亿元)	337
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	13.7
资产负债率	46.0%
主要股东	中国海洋石油总公司
主要股东持股比例	48.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	6	5
相对表现	3	-3	-51



相关报告

我们调研了海油工程,本篇报告是公司调研情况和本人对海工思考的一个结合。建立了一个分析海工的框架,以此展开,认为 2011 年的海工就像 2002 年的海工,将经历新一轮的高增长。

- **海工的分析框架** 海油工程核心的就是两个:第一个是制造,它的增长主要来自场地的建设,场地越大越多,其制造业务的收入增长也比较快;第二个是船舶(含安装和铺管),船舶业务相对复杂一些,其内部要分成三类:首先是核心船舶,所谓核心船舶就是拿总包业务的根本,这些船只对于公司业务的带动是乘数效应,除了本身的日费率很高意外,还能带动总包业务的增长,看一个海洋工程公司的实力,首看核心设备;其次是辅助船舶,一艘船,一年工作多少天,每天挣多少钱,其对业绩的影响比较好测算;最后是外租船舶。从毛利率角度讲,制造业务的毛利率会低于船舶的毛利率。
- **2010 年业绩低于预期** 此前市场预期 2010 年公司的收入增长 20-25%,毛利率能够有一定的回升,从而业绩在 0.6 元左右,但根据我们的估计,2010 年收入增长仅在 5%左右。毛利率能够上来 2 个点。
- **公司已经初步完成深水业务的准备** 公司已经在技术、设备和场地上做好深水项目的准备。中海油公司第一个真正深水项目荔湾 3-1 目前正在进行招投标工作,公司计划与一家外资合作共同竞标。
- **对比 2011 和 2002 年的海工,你会发现惊人的相似** 2002 年的海油工程,配备了蓝疆号,从而可以大规模的接浅水的总包项目,带来收入的快速增长,虽然中间有一两年有个磨合,导致毛利率波动;但之后经过两年的磨合,刚好碰上原油价格上升期,带来收入和毛利率的快速增长,形成持续几年的高增长。而 2011 年的海工,随着深水大型设备的投产,以及深水制造基地的完成,刚好碰上原油价格进入新一轮的上升,母公司进入深水业务,将带来收入的大幅增长,而经过一两年深水业务的磨合,其收入和毛利率又将快速增长。2011 将是新一轮增长的起点!
- **投资建议:** 由于 2010 年的业绩低于市场预期,预计公司的股价要等下半年市场开始关注 2011 年及以后的增长,才会有所表现,但当前的股价,相对于公司 2011 年以后的增长,仍然便宜,建议长期投资者逐步买入。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	6030	9595	13433	14104	17630
同比增长	21%	59%	40%	5%	25%
营业利润(百万元)	1073	1377	1403	1790	2431
同比增长	13%	28%	2%	28%	36%
净利润(百万元)	1076	1194	1189	1517	2060
同比增长	45%	11%	0%	28%	36%
每股收益(元)	0.33	0.37	0.37	0.47	0.64
PE	30.5	27.5	27.6	21.6	15.9
PB	8.2	4.0	3.6	3.2	2.7

资料来源:招商证券

正文目录

分析框架的建立	3
一、2001，起步	3
二、2002-2003，磨合	4
三、2004-2007，快乐的增长	4
四、2008-2010，停滞	6
五、2011 以后，重回增长	8

图表目录

图 1: 2001-2003 海工收入和毛利率	4
图 2: 中海油资本支出和原油价格	5
图 3: 2004-2007 年海工收入和毛利率	5
图 4: 2008-2010 年海工收入和毛利率	6
表 1、海油工程上市之初的装备	3
表 2、2004-2005 年的设备投入	6
表 3、2008-2010 年的设备投入	7
表 4、公司制造能力	9
附：财务预测表	10

分析框架的建立

我们调研了海油工程，本篇报告是公司调研情况和本人对海工思考的一个结合。在展开对海工的具体分析之前，我们先阐述一下我们对于海工的一个分析框架。

海油工程是国内唯一一家承揽海洋油气田开发工程建设的总承包公司，其业务范围包括海洋油气田开发工程的设计、制造、安装、铺管等业务。其实如果简而论之的话，海油工程核心的就是两个：第一个是制造，它的增长主要来自场地的建设，场地越大越多，其制造业务的收入增长也比较快，一般来说，制造业务的毛利率比船舶的毛利率低很多；第二个是船舶（含安装和铺管），船舶业务相对复杂一些，其内部要分成三类：首先是核心船舶，所谓核心船舶就是拿总包业务的根本，以海工而言，包括蓝疆号、蓝鲸号以及两艘大型的深浅水铺管船，这些船只对于公司业务的带动是乘数效应，除了本身的日费率很高意外，还能带动总包业务的增长，看一个海洋工程公司的实力，首看核心设备；其次是辅助船舶，如大马力拖轮、驳船、运输船等，一般来说，这些船舶数目的增长，其带来的效应一般是加数效应，也就是一艘船，一年工作多少天，每天挣多少钱，其对业绩的影响比较好测算；最后是外租船舶，外租船舶管理的好，能够弥补公司作业能力的短板，增强公司应对订单波动的能力，管理的不好，反而会影响公司的利润。从毛利率角度讲，制造业务的毛利率会低于船舶的毛利率。

我们尝试着从这两个核心能力的增长去回顾历史，预测未来。

一、2001，起步

2001 年海工上市时作业能力相当有限 海油工程上市之初装备极其有限，总共拥有 9 艘船，其中 3 艘起重铺管船，2 艘起重船，三艘工程驳船，一艘 6000 马力三用拖轮，最大起重能力仅为 900 吨，并且船舶年龄已经相当老化，基本上都在 25 年左右。制造场地也就青岛塘沽，面积 18 万平方米，钢结构加工能力 5 万吨。公司年营业收入不足 10 亿元。

表 1、海油工程上市之初的装备

船名	类型	建造年份	最大起（载）重量（吨）
滨海 109	起重铺管船	1976	318
滨海 106	起重铺管船	1974	200
滨海 108	起重铺管船	1979	900
滨海 105	起重船	1974	200
滨海 102	起重船	1974	500
滨海 306	工程驳船	1976	15,500
滨海 307	工程驳船	1975	2,000
滨海 308	工程驳船	1975	2,000
滨海 261	6000 马力三用拖轮	1979	

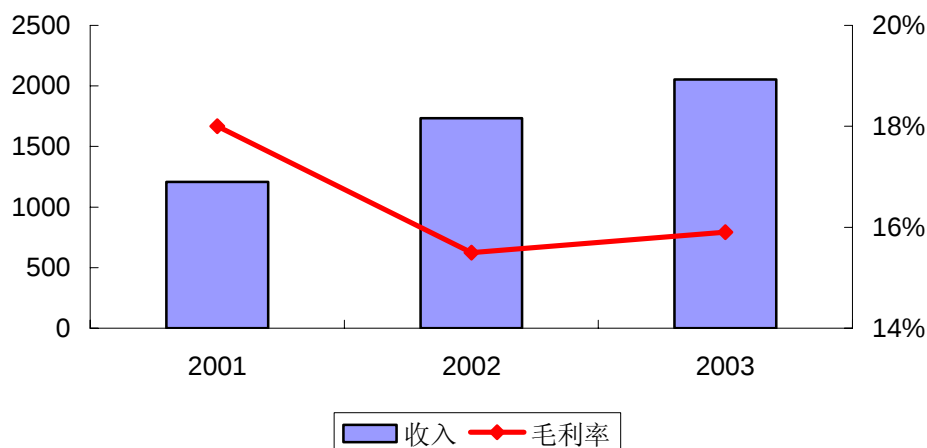
资料来源：公司招股说明书

购置蓝疆号是个重大决策 公司已经意识到公司船舶装备能力的不足，在公司年收入不足 10 亿元的情况下，投资 10 个亿（主要是借款，用融资款偿还了借款）购置了蓝疆号，这是海工的一个重大转折点。

二、2002-2003，磨合

核心设备蓝疆号的投入带动了公司收入的大幅增长 “蓝疆号”是亚洲地区等水深条件下作业能力最大的起重铺管船，作业水深 8-150 米，全回旋起重能力 2500 吨，有限回旋起重能力 3800 吨，并可铺设外径 4.5-48 英寸各类单、双层管道。核心装备“蓝疆号”的投入使用使得公司的装备水平跃上一个新台阶，主营收入从 2001 年的 12 亿跃至 2003 年的 20.5 亿，这个收入的带动，除了蓝疆号本身每天的作业带来一笔收入以外，更主要的是核心设备投入带来的乘数效应，有了蓝疆号，公司能够拿到总包项目。但是从毛利率的数据来看，当时蓝疆号的投入，公司还是经历了两年的磨合期，2001 年公司毛利率在 18%，而 2002、2003 年的毛利率在 15.5%，毛利率反而下降了 2.5 个百分点，这跟船舶投入带来的毛利率上升相悖，这个主要原因还是在于大型设备的投入，达到一个比较好的使用状态，它需要一个磨合期，过了磨合期，优势就显示出来了。

图1：2001-2003海工收入和毛利率

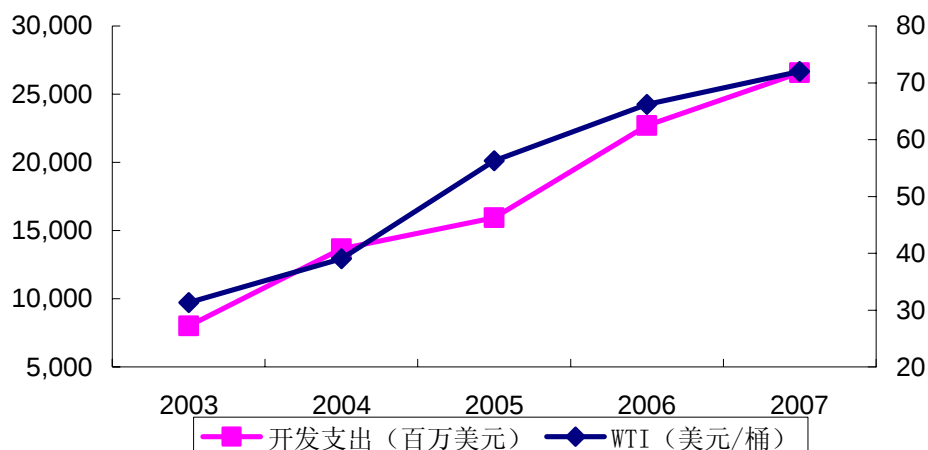


资料来源：招商证券

三、2004-2007，快乐的增长

2004-2007，有利的外部环境 2004-2007 年这四年，外部环境对石油服务行业极其有利。第一，国际原油价格在此期间大幅上涨，原油价格从 04 年的 39 美元/桶上升到了 07 年的 72 美元/桶，接近翻番；第二，中海油是海油工程的主要客户，在这个期间，其开发的资本支出从 03 年的 80 亿美元增长到了 07 年的 266 亿美元，中间美元虽然经历了贬值，即使以人民币衡量，其开发支出增长了 200%。

图2：中海油资本支出和原油价格

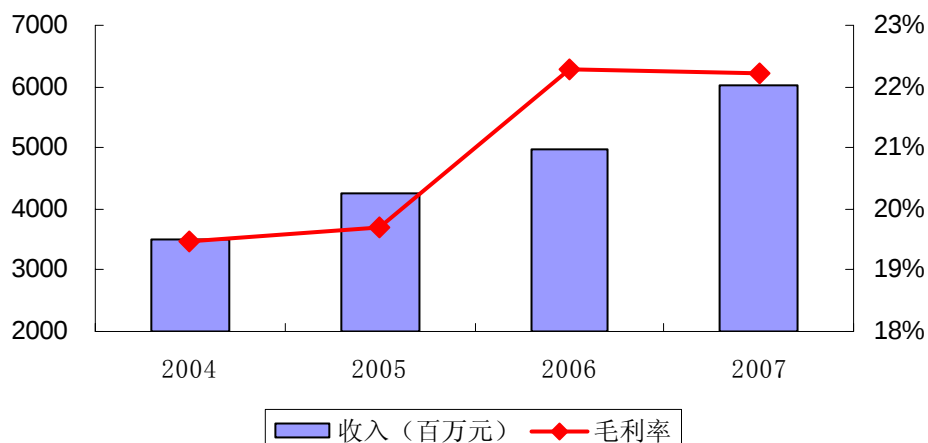


资料来源：招商证券

磨合好的蓝疆号和辅助设备的投入催生快乐增长 经过2年的磨合期,蓝疆号的使用效率大幅提升。在公司2004年的年报中提到:以“蓝疆”号工作计划为主线,及时调整计划,实现了“蓝疆”号无间隙调度,提高海上安装效率。2004年船舶营运率平均为87%,与2003年同期相比,增长了12%;船舶在航率平均为94%,与2003年同期相比增长了2.4%,为完成安装工程建设任务提供了有力的保证。此外,公司还购买了一些辅助设备,如下水驳船和动力定位船。8000吨下水驳船“海洋石油221”号以及动力定位船“海洋石油299号”的投入丰富了公司的安装方法,使用使得“蓝疆号”的效率进一步提高。在2005年,首次运用Floatover(浮托法)成功安装南堡35-2油田CEP组块,标志着公司海上安装能力已经从单一的吊装发展到吊装、滑移下水和Floatover并举的时期,丰富了海上安装方法,为海上安装大型平台闯出一条新路。

2004-2007,快乐的增长 2004-2007年,在有利外部环境和公司能力大幅提升的情况下,海工的收入、毛利率和利润均出现了大幅的增长,收入从03年的20个亿增长到了07年的60个亿,毛利率从03年的15.5%提升到了22%左右,净利润从03年的2个亿增长到了07年的11个亿。这段时间是海工的黄金时间,公司的市值快速增长。

图3：2004-2007年海工收入和毛利率



资料来源：招商证券

增长之中有隐忧 公司塘沽基地的钢材加工能力仅为 5 万吨，公司 05 年的钢材加工量已经达到了 8.3 万吨，公司注意到了制造能力的不足，于 2005 年启动了青岛制造基地的建设。2007 年年底，公司投资将近 20 个亿完成了青岛一、二期工程，其钢材加工能力达到了 18 万吨。但从利润贡献来看，直到 09 年，青岛基地收入达到将近 25 亿元，才出现明显的利润贡献。船舶的投入严重不足，其实公司在 04、05 年已经常年外租 7、8 条船作业，在 05 年的年报中，就已经提到“报告期内，面对海上安装工程量继续增长的趋势，在船舶资源相对短缺的情况下，通过合理调配，挖掘潜力，充分利用外部资源”。当时没有及时启动融资，进行核心设备和辅助设备的购置，是海工在 08-10 年增长停滞的一个重要原因。

表 2、2004-2005 年的设备投入

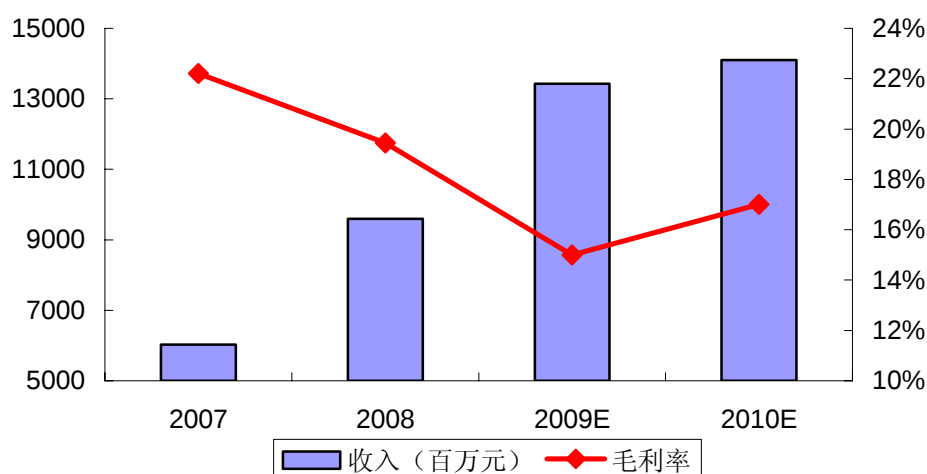
船名	类型	起(载)重量(吨)	投产日期	投入(亿元)
蓝疆	起重铺管船	3000	2002.02	10
海洋石油 221	8000T 导管架下水驳船	29000	2004.06	0.9
海洋石油 222	工程驳船	7000	2005.07	0.43
海洋石油 223	工程驳船	7000	2005.10	0.43
海洋石油 299	二级动力定位船		2004.10	0.73

资料来源：招商证券 注：蓝疆号之所以放在这里是因为已经磨合好

四、2008-2010，停滞

2008-2010 年，停滞 中海油在十一五计划中提出，油气产量在 2010 年要达到 5000 万方，其中主要增量来自渤海湾，要把渤海湾从 08 年的 1600 万方增长到 2010 年的 3000 万方。所以在 09、10 年公司的工作量很饱满，尤其是 09 年，增速最为明显。收入在 07 年仅为 60 个亿，到 09 年公司收入达到 135 个亿，在两年内翻番。但是公司收入的快速增长，并没有反应到公司的业绩上来，07 年公司利润在 11 个亿，预计在 09 年 12 个亿左右，10 年收入基本没有增长，毛利率会有所回升提升净利润到 15 个亿。08-10 年这三年是海油工程的停顿期，从业绩角度来讲。主要原因如下：

图4：2008-2010年海工收入和毛利率



资料来源：招商证券

第一，公司的作业能力没有跟上，导致外租船舶资源大幅增加。公司在 07 年的年报中就已经提到：公司目前自有资源不足。2007 年公司外租起重铺管船数量占全年投入起重铺管船总数的 58.8%，外租驳船数量占全年投入驳船总数的 79%，分包完成的钢材加工量占全年钢材总加工量的 37.2%。当时公司的收入仅为 60 亿元，而 09 年已经达到了 135 个亿，和但是公司相应的设备投入没有增加，主要依靠外租船舶。从表 3 可以看出，公司主要的设备投入都在 09 年年末以后，在 08 年仅投入了蓝鲸号、一个拖轮和一个 3 万吨的导管架下水驳船。由于工程量在 09、10 年，尤其是 09 年过于饱满，在外租船舶大幅增加的情况下，一方面第三方的要价会提高；另外一方面管理不当导致船期延长的话，反而会导致公司利润的减少。还有一点的话，外租船舶的话价格是随行就市，在 04-08 年这一轮牛市中，日费率已经出现了显著的上升，而中海油给海工的定额预算中并没有较多的反映。

表 3、2008-2010 年的设备投入

船名	类型	起（载）重量	作业水深	投产日期	投入
核心设备		吨			亿元
海洋石油 201	深水起重铺管船	4000	15-3000	2010.08	23.8
海洋石油 202	浅水铺管船	1200	15-300	2009.07	11.72
蓝鲸	起重船	7500	15-300	2008.07	14.31
辅助船舶					
待定	半潜式自航工程船	50000		2011.06	10
海洋石油 226	甲板运输船	16800		2010.02	5.05
海洋石油 225	甲板运输船	16800		2009.11	5.05
海洋石油 697	12240 马力三用拖轮	-		2009.11	3
海洋石油 698	12240 马力三用拖轮	-		2009.12	3
海洋石油 699	15000 马力三用拖轮			2008.05	3.34
海洋石油 229	3 万吨 导管架下水驳船	60000		2008.02	5.27

资料来源：招商证券

第二，外部有利的环境有所变化。国际原油价格在 08 年下半年快速下滑，从最高的 147 美元/桶跌到了最低的 30 多美元/桶，原油价格的大幅回落，给中海油带来了沉重的压力，在这样的情况下，海油工程的毛利率受到了一定的压制。

第三，高价钢材库存的因素。由于 09 年工程特别满，公司在 08 年底储备了大批的钢材，达到了 9 亿元，而钢架在 08 年四季度和 09 年一季度出现了大的调整。

2010 年的说明 此前市场预期 2010 年公司的收入增长 20-25%，毛利率能够有一定的回升，从而业绩在 0.6 元左右，但根据我们的估计，预计 2010 年国内来自中海油的这一块收入要下来，所以整体的收入增长相当有限，预计仅在 5% 左右。不过毛利率能够上来 2 个点，主要是公司船舶资源的增加，在 10 年能够投入使用的包括一条浅水铺管船，2 条甲板运输船，2 条大马力三用拖轮。另外由于中海油的量要下来，所以工期不用再那么赶，有助于公司项目的管理和资源的调配。

五、2011 以后，重回增长

有利的原油价格环境 经历 08 年下半年和 09 年上半年原油价格的巨幅调整，目前原油价格已经回到了 70-80 美元/桶的价格区间。从目前市场的预期来看，原油市场在 2011 年以后供应增长还是存在问题，将促使原油价格在目前水平上再上一个台阶。原油价格的上升有助于增强对海洋工程行业的需求，并且增加了石油公司的支付能力，为海油工程的进一步发展提供了有力的环境。

母公司大力发展深水再次提供了战略机会 经过 09、10 年中海油在渤海湾的大力投入，渤海湾的产能从 08 年的 1600 万方增加到了 2010 年的 300 万方，预计后续中海油的战略重点将放在南海的深水业务，通过实施深水战略来让公司再上一个台阶，如母公司规划至 2020 年在南海深水的勘探开发投资将达到 2000 亿元，以实现 400-500 亿方的天然气产量目标，年平均投资在 200 亿元，较 09 年的收入高 50%。截止目前，中海油的外资合作方在南海累计有三个发现，包括荔湾 3-1、流花 34-2 和流花 29-1。这些区块均位于在南海东部海域珠江口盆地 29/26 区块。预计荔湾 3-1 在 2013 年投产。

公司已经初步完成深水业务的准备 技术上，一是准备跟休斯顿公司成立合资深水设计公司；二是公司 2007 年成功修复作业水深超过 300 米的流花 11-1 油田，积累了深水工程维修业务经验；三是公司 09 年 10 月与挪威工程公司 Aker Solutions 签署合作协议，计划引进其深水浮体生产系统 EPCI 业务技术。设备上，首先核心设深水起重铺管船将在 2011 年初投产，其作业水深可达 3000 米，最大起重量 4000 吨，最大载重 5 万吨的半潜自航工程船也将于 2011 年 6 月投产；配套设备上，深水的 ROV，大马力拖轮和甲板运输船，以及液压打桩锤已经购置完毕。生产设施上，青岛基地三期于 2009 年年底已经建成，2010 年底公司珠海深水工程基地首期也将建成，配合母公司南海深水油气开发规划，主要用于导管架、FPSO、导管架平台、FPSO、半潜式钻井平台/船/模块等海上油气田设施建造。中海油公司第一个真正深水项目荔湾 3-1 目前正在进行招标投标工作，公司计划与一家外资合作共同竞标。

海外业务或有大突破 公司之前也承接了不少海外项目，既有加工业务，如 MODEC 公司的 FPSO 模块（2007 年签署的 5 年战略合作协议，共 5 个模块，已交付 3 个）、必和必拓的 17 万吨级 FPSO、Koniombo 镍冶炼厂的主体模块等；也有安装业务，如 KODECO 海上油田安装、韩国三星 VED 海上安装项目、AL SHAHEEN 海上平台安装项目等，但占公司的收入比重一般在 10%左右。目前公司在跟伊朗谈判一个金额达数十亿的项目，海外业务或有大突破。从公司的竞争优势来看，海外项目拿到的将以制造业务为主，安装业务估计只是一小部分，这跟中国人工、材料的竞争优势特点有关。

对比 2011 和 2002 年的海工，你会发现惊人的相似，2002 年的海油工程，配备了蓝疆号，从而可以大规模的接浅水的总包项目，带来收入的快速增长，虽然中间有一两年有个磨合，导致毛利率波动；但之后经过两年的磨合，之后经过一两年的磨合，刚好碰上原油价格上升期，带来收入和毛利率的快速增长，形成持续几年的高增长。

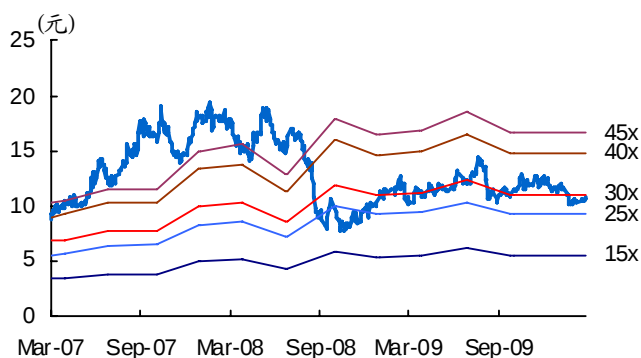
而 2011 年的海工，随着深水大型设备的投产，以及深水制造基地的完成，刚好碰上原油价格进入新一轮的上升，母公司进入深水业务，将带来收入的大幅增长，而经过一两年深水业务的磨合，其收入和毛利率又将快速增长。2011 将是新一轮增长的起点！

表 4、公司制造能力

	面积	加工能力	明细
塘沽	18	5	1 条 8,000 吨滑道(前方 78.14 米)4,000 吨滑道(后方 135.12 米);1 条 4,000 吨滑道,长 150 米;1 条 2,000 吨滑道,长 115 米;1 条 1,800 吨滑道,长 138 米
青岛	120	18	1 条 30,000 吨滑道,长 340 米;1 条 12,000 吨滑道,长 300 米;1 条 8,000 吨滑道,长 300 米;1 条 4,000 吨滑道,长 300 米
惠州	2.4		服务炼化、LNG 等下游市场开发
临港	150	60	导管架、海洋石油钻井平台、FPSO 的组块、撬块的生产和安装、维修
珠海	295		导管架、FPSO、导管架平台、FPSO、半潜式钻井平台/船/模块等海上油气田设施

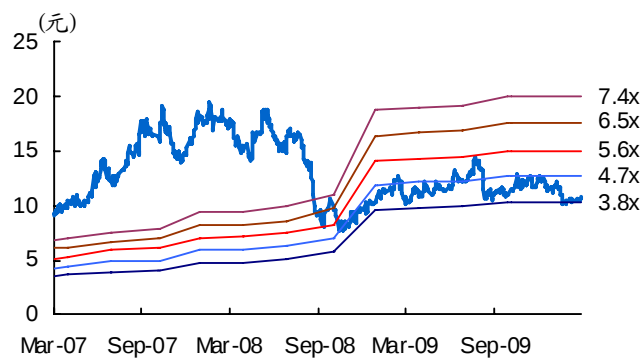
资料来源：招商证券

图 5：海油工程历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 6：海油工程历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3444	8035	6575	6776	8312
现金	1029	3546	500	500	500
交易性投资	16	2	0	0	0
应收票据	7	4	0	0	0
应收款项	534	1223	1746	1834	2292
其它应收款	34	253	134	141	176
存货	1710	2724	4053	4156	5163
其他	113	284	141	145	181
非流动资产	4619	8031	12450	12638	12698
长期股权投资	25	55	55	55	55
固定资产	2865	5208	8683	11476	11540
无形资产	37	51	46	42	37
其他	1691	2717	3666	1066	1066
资产总计	8062	16066	19025	19414	21011
流动负债	2784	6550	8639	7809	7752
短期借款	8	2432	3121	2396	1118
应付账款	1597	1872	2740	2810	3491
预收账款	762	1183	1713	1756	2182
其他	416	1063	1065	848	962
长期负债	1285	1284	1200	1200	1200
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1285	1284	1200	1200	1200
负债合计	4069	7834	9839	9009	8952
股本	950	2161	2161	2161	2161
资本公积金	565	2815	2815	2815	2815
留存收益	2468	3212	4163	5376	7025
少数股东权益	10	44	48	52	58
母公司所有者权益	3983	8188	9139	10352	12000
负债及权益合计	8062	16066	19025	19414	21011

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	889	953	1770	2242	2827
净利润		1194	1189	1517	2060
折旧摊销		0	630	912	1040
财务费用		0	167	139	62
投资收益		0	(25)	(25)	(25)
营运资金变动		0	(174)	(305)	(316)
其它		(241)	(16)	5	6
投资活动现金流	(1657)	(3645)	(5098)	(1100)	(1100)
资本支出		0	(5100)	(1100)	(1100)
其他投资		(3645)	2	0	0
筹资活动现金流	1108	5215	281	(1142)	(1727)
借款变动		0	688	(725)	(1278)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(238)	(303)	(412)
其他		5215	(169)	(114)	(37)
现金净增加额	340	2523	(3046)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6030	9595	13433	14104	17630
营业成本	4691	7729	11418	11706	14545
营业税金及附加	148	171	242	254	317
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	125	165	228	240	300
财务费用	14	153	167	139	62
资产减值损失	(1)	14	0	0	0
公允价值变动收益	7	(10)	0	0	0
投资收益	13	24	25	25	25
营业利润	1073	1377	1403	1790	2431
营业外收入	166	4	0	0	0
营业外支出	1	10	0	0	0
利润总额	1239	1372	1403	1790	2431
所得税	162	172	210	269	365
净利润	1077	1199	1192	1522	2066
少数股东损益	1	6	4	5	6
母公司所有者净利润	1076	1194	1189	1517	2060
EPS (元)	0.33	0.37	0.37	0.47	0.64

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	21%	59%	40%	5%	25%
营业利润	13%	28%	2%	28%	36%
净利润	45%	11%	0%	28%	36%
获利能力					
毛利率	22.2%	19.4%	15.0%	17.0%	17.5%
净利率	17.8%	12.4%	8.8%	10.8%	11.7%
ROE	27.0%	14.6%	13.0%	14.7%	17.2%
ROIC	23.6%	12.5%	10.8%	12.8%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	50.5%	48.8%	51.7%	46.4%	42.6%
净负债比率	0.1%	15.1%	16.4%	12.3%	5.3%
流动比率	1.2	1.2	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.6	0.8	0.3	0.3	0.4
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.5	3.5	3.4	2.9	3.1
应收帐款周转率	14.6	10.9	9.0	7.9	8.5
应付帐款周转率	3.5	4.5	5.0	4.2	4.6
每股资料(元)					
每股收益	0.33	0.37	0.37	0.47	0.64
每股经营现金	0.27	0.29	0.55	0.69	0.87
每股净资产	1.23	2.53	2.82	3.20	3.70
每股股利	0.06	0.10	0.07	0.09	0.13
估值比率					
PE	30.5	27.5	27.6	21.6	15.9
PB	8.2	4.0	3.6	3.2	2.7
EV/EBITDA	12.0	8.5	7.2	5.6	4.5

分析师简介

袁孝锋，复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2009、2008、2007 年最佳分析师石油化工第二名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和人士均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。