

业绩爆发尚需时日

——海油工程（600583）调研简报

要点：

- **10年业绩大幅下滑。**公司全年共运行28个工程项目，与上年同期相比减少19个，其中17个项目已完工。导管架建造完工6个，同比减少71%；FPSO模块完工4块，同比减少83%；钢材加工量6.3万结构吨，同比下降63%；在海上安装完工量方面，导管架安装8座同比减少68%，组块安装11座同比下降63%；海底管线铺设157公里，同比下滑78%。公司去年营业收入和归属于母公司的净利润分别大幅下降了49%和91%。
- **中海油开发投资支出增加带动公司业务增长。**公司近几年收入占比中平均有60%以上来自大股东中海油的项目，中海油的开发投资多少将直接影响到公司业务的增长。中海油提出“十二五”期间建设深海大庆，深海开采的投资一般是浅海投资的3倍以上。中海油发布的2011年投资计划预计全年开发投资50.5亿美元，同比增长72%。荔湾项目的浅水部分，公司有望于7/8月份开始投入建设，项目预计至2013年结束时公司将获取30-35亿的订单收入。
- **积极布局深水项目。**现阶段公司业务范围主要集中在浅海水域，深水项目积极布局：在美国聘请了相关专业技术人员合资成立了科泰公司，主要负责在SPAR、TLP和 FPSO方面的深水项目研发和人才培养；公司3000米深水铺管起重船已顺利出坞，有望于年底前投入使用；珠海深水制造基地项目建设也在有序推进中，未来深水业务将成为公司重要的利润增长点之一。
- **拓展海外市场初见成效。**为全面提升公司竞争力，公司积极开拓海外市场。目前已经获得了澳大利亚Gorgon项目、沙特KJ0项目等海外订单，海外合同新签金额达29亿元，占全年合同额的38%。Gorgon项目是公司首次承建的液化天然气项目，将为公司在此领域的拓展积累经验。公司在生物质能、煤制天然气、风电工程等新能源项目方面有所突破，新签合同及工作意向5.54亿元，增强了公司抗风险能力。
- **给予“推荐”评级。**中海油南海项目目前多处在前期勘探阶段，后续开发建设的高峰期预计将在明后年开始到来，公司业绩的爆发将与其同步。工作量的上升将带来毛利率的提升，公司业绩具备较好的弹性。我们初步估算公司11-13年EPS分别是0.07/0.14/0.31元，对应PE分别为114.3/56.6/24.6倍。综合考虑给予推荐评级。
- **风险提示：**
国际油价大幅下滑带来海洋石油开采盈利空间下降；我国海洋石油开采进程放缓以及突发自然灾害和严重漏油事故的影响。

报告日期： 2011年4月25日

分析师

严福崙

☎ (86-0755) 83515672, ✉ yfy@cgws.com

执业证书编号：S1070511030001

乔培涛

☎ (86-10) 88366060-8781, ✉ qpt@cgws.com

执业证书编号：S1070210050004

投资评级：推荐（首次）

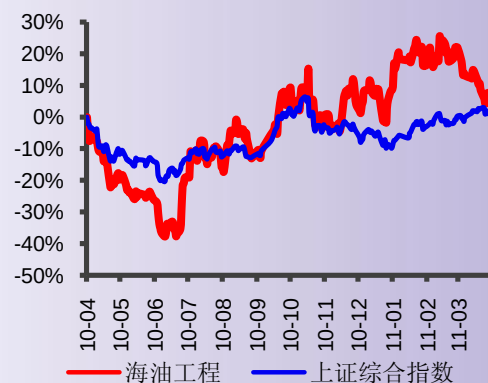
市场数据

总市值(亿元)	301
流通市值(亿元)	290
总股本(亿股)	38.9
流通股本(亿股)	37.5
12个月最高/最低(元)	9.66/4.58
十大流通股占比(%)	57.92%
大股东	中国海洋石油总公司

公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E
营业收入(亿元)	71.4	78.5	106.4
(+/-%)	-48.87%	9.97%	35.59%
净利润(亿元)	0.8	2.6	5.3
(+/-%)	-91.42%	211.81%	101.96%
摊薄 EPS(元)	0.02	0.07	0.14
市盈率(倍)	356.5	114.3	56.6

公司股价表现



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

盈利预测

模型更新时间 2011-4-25

利润表（万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	713771	784923	1064243	1711327	成长性				
营业总成本	700041	752756	999814	1562442	营业收入增长	-48.9%	10.0%	35.6%	60.8%
营业成本	636312	691924	920180	1438985	营业成本增长	-47.9%	8.7%	33.0%	56.4%
财务费用	20761	22763	29320	44790	营业利润增长	-88.4%	129.8%	98.7%	130.0%
销售费用	147	175	256	445	利润总额增长	-86.6%	114.6%	93.2%	125.7%
管理费用	20564	21193	27670	42783	净利润增长	-91.4%	211.8%	102.0%	130.4%
投资净收益	640	691	747	806	盈利能力				
营业利润	14241	32720	65026	149529	毛利率	10.9%	11.8%	13.5%	15.9%
营业外收支	2024	2186	2405	2645	销售净利率	1.2%	3.3%	5.0%	7.1%
利润总额	16265	34906	67430	152174	ROE	0.9%	2.8%	5.4%	10.9%
所得税	7005	6632	11531	24721	ROIC	1.5%	3.3%	6.1%	12.9%
少数股东损益	827	1979	2795	5098	营运效率				
净利润	8433	26295	53105	122356	销售费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表（万元）					管理费用/营业收入	9.7%	2.9%	2.7%	2.6%
货币资金	75893	305008	557073	887756	投资收益/营业利润	4.5%	2.1%	1.1%	0.5%
应收帐款	221025	219778	268189	388129	所得税/利润总额	43.1%	19.0%	17.1%	16.2%
应收票据	1250	1375	1958	3305	应收帐款周转率	2.90	3.56	4.36	5.21
存货	88650	106037	155120	266835	存货周转率	6.70	7.11	7.05	6.82
流动资产合计	571999	681890	1049075	1651899	流动资产周转率	1.32	1.25	1.23	1.27
固定资产	1083654	1062901	1028495	996695	总资产周转率	0.42	0.42	0.50	0.65
资产总计	1792070	1946271	2338648	2963805	偿债能力				
短期借款	82939	114767	149777	188288	资产负债率	49.4%	51.9%	57.6%	62.2%
应付款项	195291	193739	278263	469961	流动比率	1.54	1.40	1.46	1.50
流动负债合计	370442	487937	718301	1104586	速动比率	1.30	1.18	1.24	1.25
长期借款	233246	233246	324883	421103	每股指标（元）				
负债合计	884767	1010694	1347171	1844875	摊薄 EPS	0.02	0.07	0.14	0.31
股本	388944	388944	388944	388944	每股净资产	2.33	2.41	2.55	2.88
留存收益	512384	538679	591783	714139	每股经营现金流	0.16	0.65	0.44	0.64
少数股东权益	5975	7954	10749	15847	每股经营现金/EPS	7.3	9.7	3.2	2.0
权益合计	907303	935577	991477	1118930	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
负债和股东权益总计	1792070	1946271	2338648	2963805	PE	356.5	114.3	56.6	24.6
现金流量表（万元）					PEG	0.82	2.48	0.99	0.43
经营活动现金流	61340	254424	172551	249207	PB	3.3	3.2	3.0	2.7
其中营运资本减少	-170905	126861	2207	-2390	EV/EBITDA	32.92	24.83	19.43	12.95
投资活动现金流	-156242	-57137	-47134	-53255	EV/SALES	5.05	4.64	3.56	2.30
其中资本支出	-298474	-57102	-47095	-53212	EV/IC	2.46	2.79	2.98	3.13
融资活动现金流	100333	31828	126648	134731	ROIC/WACC	0.16	0.36	0.67	1.42
净现金总变化	5217	229115	252065	330683	REP	15.01	7.74	4.44	2.20

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：wind、长城证券研究所

研究员介绍:

严福崑: 武汉大学硕士, 2007 年加入长城证券, 现任机械行业分析师。

乔培涛: 清华大学硕士, 2008 年加入长城证券, 任机械军工行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>