

分析师：符彩霞

执业证书编号：S0050510120007

Tel: 010-59355977

Email: qiqs@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)



建筑建材

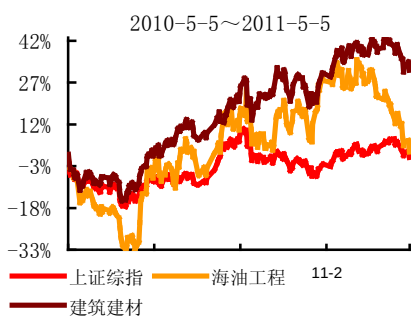
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	11

市场数据

市价(元)	7.09
上市的流通 A 股(亿股)	37.49
总股本(亿股)	38.89
52 周股价最高最低(元)	4.58-9.66
上证指数/深证成指	2866.02/12070.40
2010 年股息率	0.73%

52 周相对市场表现



相关研究

海油工程 (600583. SH)

业务量有望在下半年回升

投资要点

● 公司业务处于“十一五”以来最低潮时期。公司业务开展多依赖于中海油的勘探开发计划，去年以来国内海工作业量出现明显下降。对于国家“十二五”新增 5000 万吨油气产量的目标已经非常明确，目前海洋勘探工作正在铺开，但是公司所覆盖的海洋油气开发下游业务的具体的投资规划还没有出台，预计 2012-2013 年业务量将有大幅增长。

● 综合毛利率下滑已经基本见底。一季报毛利率已经降至-9%，原因主要是公司工程量的减少以及成本费用的增加。未来 5 年之内中海油资本开支的增加将使得公司业务量随之增长，我们判断今年之后最坏的经营环境即将过去，毛利率从 2012 年开始有望回升。

● 资本开支投入致使费用上升。由于公司对生产能力的扩张经营使管理费用同比增长 20%左右，而加息导致借款利息增加，公司财务费用压力也在上升，加之公司营业收入大幅下滑，相关费用占营收比例大幅提高，预计今、明两年公司费用占营收比例仍将有所上升。

● 公司正在为下轮海洋油气开发高潮作好准备。目前公司船舶总数增加至 24 艘，单吊起重能力由 3800 吨提升至 7500 吨。青岛制造场地逐步投产，使建造产能增长超过一倍，珠海高栏港的扩张为进军深水领域做了有利铺垫。深水业务是我们长期看好公司的重要理由之一，公司依托于自身作业能力的提升和国家海洋石油战略，有希望在未来 5 年之内复制 02-07 年的高速增长。预计公司 2011-2013 年，0.13、0.27、0.34 元，“增持”评级。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7137.71	9635.90	13972.06	16766.47
增长率(%)	-48.87	35.00	45.00	20.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	84.33	499.30	1059.22	1335.05
增长率(%)	-91.42	492.08	112.14	26.04
毛利率(%)	10.85	19.98	20.46	20.46
净资产收益率(%)	0.93	5.39	10.36	11.68
EPS(元)	0.02	0.13	0.27	0.34
P/E(倍)	327.00	55.23	26.03	20.66
P/B(倍)	3.06	2.89	2.62	2.34

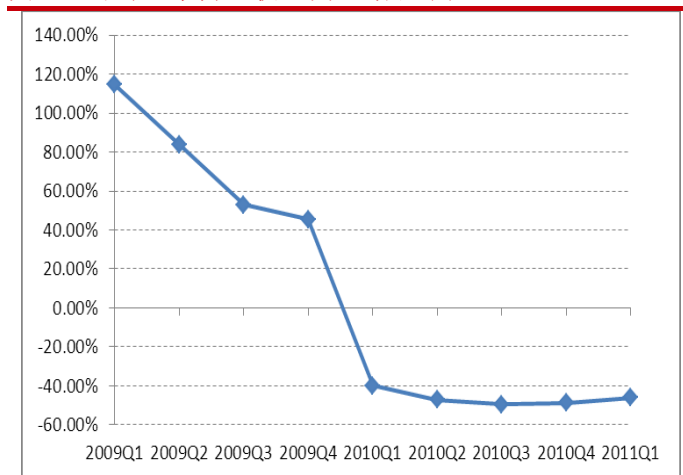
来源：公司年报、民族证券

一、公司业务处于“十二五”以来最低潮时期

公司业务包括海上油气田开发的设计与建造，海底管道与电缆的铺设，海上油气田平台导管架和组块的安装与调试。业务结构以海洋工程为主，占据主营业务收入的 94%；目前其中渤海业务占比 70%，南海业务占比 20%，随着南海海域的油气勘探开发进入高潮，公司南海业务将会有大幅度的增长。

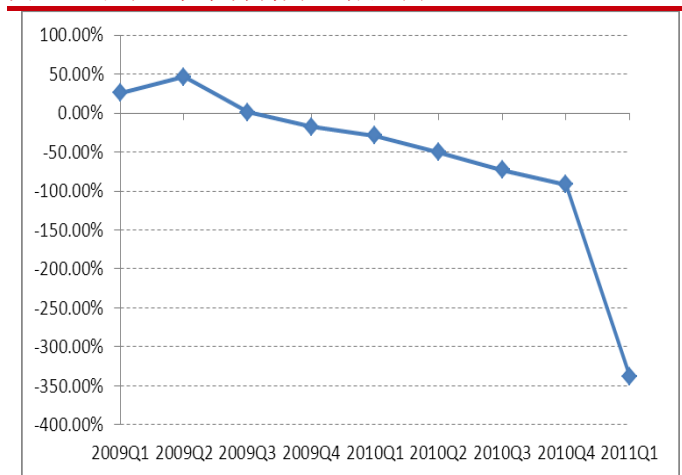
公司的主要客户为母公司中海油总公司，公司业务开展多依靠于中海油的勘探开发计划，按照我国海上油气田整体开发计划，“十一五”5000 万吨产量目标相应的工程大部分在已经在 09 至 10 年完成，去年以来国内海工作量出现明显下降。而作为工程类公司其利润增长驱动因素主要来源于营收的增长，使得公司净利润同比下滑更为严重。2011 年一季报营业收入 8.36 亿元，较去年同期减少 46%，归属母公司净利润-2.09 亿元，较上年同期下滑 338.31%。对于国家“十二五”新增 5000 万吨油气产量的目标已经非常明确，但是目前海洋勘探工作正在铺开，而公司所覆盖的海洋油气开发下游业务的具体的投资规划还没有出台，公司今年仍处于较为困难的时期，但预计 2012-2013 年业务量将有大幅增长。

图 1：公司近年营业收入同比增长(%)



资料来源：民族证券

图 2：公司近年净利润同比增长(%)



资料来源：民族证券

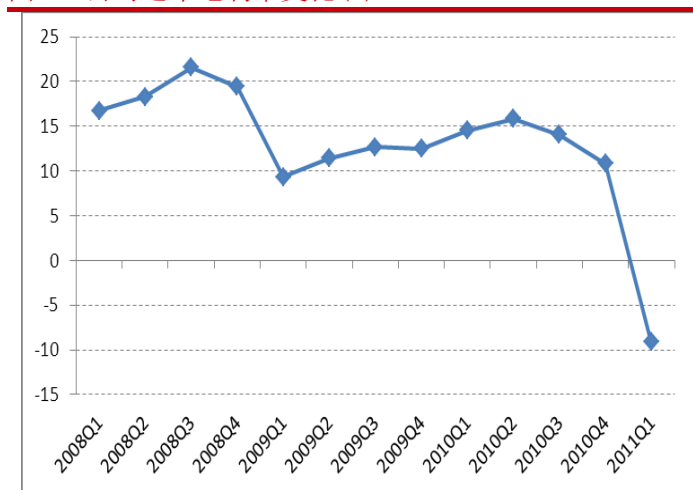
在海洋工程业务下滑较为严重的形势下，短期内可以关注公司加速海外市场的布局，公司主要针对中东、澳大利亚和巴西等相对活跃市场，签订了雪佛龙 Gorgon 项目液化天然气工厂工艺模块建造合同等多项海外订单，2010 年上半年签订的 15.2 亿元海外订单部分会体现在今年的报表里，还有部分订单已达成合作意向，我们预计今年海外业务将有 30%左右的的增长。另外公司常规浅水业务和中下游业务不会再有大幅下滑，渤海地区、印尼周边海域浅海平台还有增量，LNG、平台维修拆卸、石油化工等领域也有拓展。虽然目前非海洋工程占总收入比例较少，但可以在一定程度上缓解海洋工程业务压力。

二、综合毛利率下滑已经基本见底

公司 2001-2009 年海洋工程毛利率在 15%-23%之间，但是 2010 年公司毛利率骤降至 10.85%，2011 年一季报毛利率已经降至-9%，原因主要是公司近年来为深海业务布局，固定资本投入加大，而工程量的减少使得固定资产折旧增加。未来 5 年之内中海油对于海上资本开支的增长，将使得公司业务量随之增加，我们判断今年之后最坏的经营环境即将过去，毛

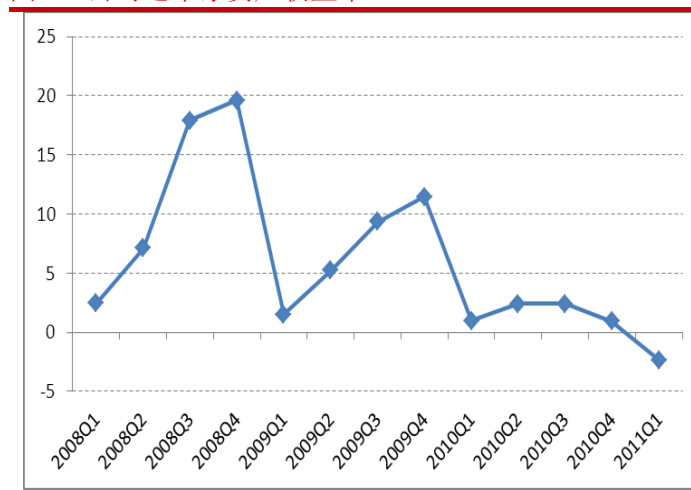
利率从 2012 年开始有望回升，新一轮景气周期即将开启。

图 3：公司近年毛利率变化 (%)



资料来源：民族证券

图 4：公司近年净资产收益率 (%)

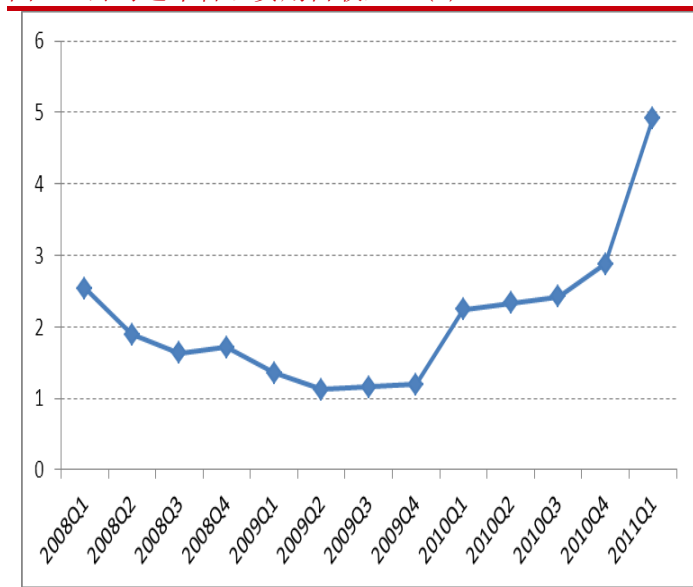


资料来源：民族证券

三、资本开支投入致使费用上升

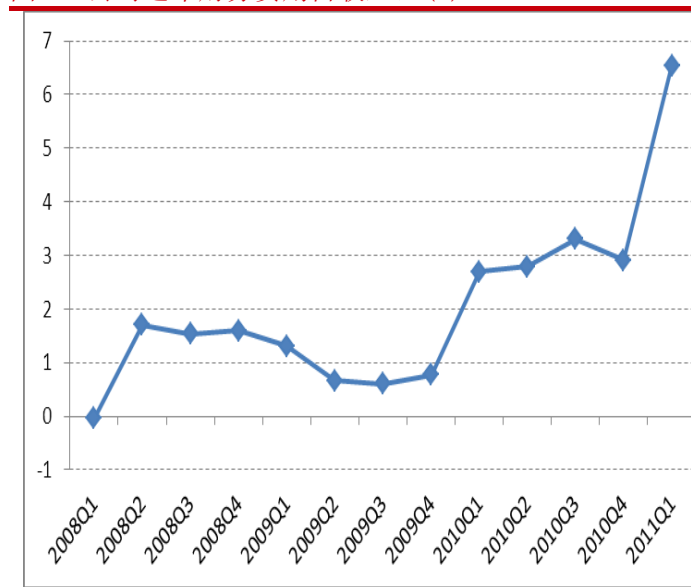
由于对自身生产能力的扩张经营使管理费用同比增长 20%左右，而加息导致借款利息增加，公司财务费用压力也在上升，加之公司营业收入大幅下滑，相关费用占营收比例大幅提高，预计今、明两年公司费用占营收比例仍将有所上升。

图 5：公司近年管理费用占收入比 (%)



资料来源：民族证券

图 6：公司近年财务费用占收入比 (%)



资料来源：民族证券

四、公司正在为下轮海洋油气开发高潮作好准备

目前公司船舶总数增加至 24 艘，单吊起重能力由 3800 吨提升至 7500 吨。青岛制造场地逐步投产，使建造产能增长超过一倍。公司以较低成本在天津临港工业区和珠海高栏港的扩张使得自有场地总面积扩大到 580 余万平米，为进军深水领域做了有利铺垫。

装备设施储备方面：3000 米深水铺管起重船“海洋石油 201”顺利出坞、50000 吨半潜式自航工程船“海洋石油 278”正式开工建造、多功能水下工程船（MPV）建造项目积极推

进，加速了公司深水工程船舶的配套化、系列化建设。上述船舶的综合作业能力在国际同类船舶中处于领先地位，是公司走向深水领域的重要装备，另外公司自主制造的海洋石油 921/922 两条 200 英尺钻井船顺利下水并提升，为制造浮式海洋工程产品积累了经验，只要能够接手订单，公司的作业能力足够充足。

深水业务是我们长期看好公司的重要理由之一，目前公司已经成立了海外深水公司——科泰有限公司，引进的外籍专家在深水平台 SPAR、TLP 和 FPSO 方面具有专业特长，他们正带领公司技术人员开展深水技术研究，公司深水人员、技术的配备将在 2-3 年内初具规模。按照中海油“十二五”规划，油气产量目标为在中国的近海大陆架和大陆坡再建 5000 万吨的生产能力，同时投产 2-3 个深水油气田，总投资将超过 2500-3000 亿元人民币，保守估计海工设备每年市场将超过 250 亿元广阔前景。公司依托于自身作业能力的提升和国家海洋石油战略，有希望在未来 5 年之内复制 02-07 年的高速增长。

五、盈利预测与投资评级

（一）相对估值

附表 1：盈利预测简表：

单位（百万元）	2011E	2012E	2013E
营业总收入	9635.90	13972.06	16766.47
营业成本	7711.13	11113.38	13336.05
营业税金及附加	238.49	343.71	412.46
销售费用	1.93	2.79	3.35
管理费用	192.72	279.44	335.33
财务费用	197.84	212.24	245.16
资产减值损失	4.82	6.99	8.38
投资净收益	8.00	12.00	15.00
营业利润	595.58	1274.68	1609.22
营业外收支	10.00	10.00	10.00
利润总额	605.58	1284.68	1619.22
所得税	90.84	192.70	242.88
净利润	514.74	1091.98	1376.34
少数股东损益	15.44	32.76	41.29
归属母公司的净利润	499.30	1059.22	1335.05
每股收益（元）	0.13	0.27	0.34

数据来源：民族证券研发中心

预计公司 2011-2013 年，0.13、0.27、0.34 元，对应动态市盈率 55、26、20 倍。

（二）绝对估值

1. 估值假设

根据下表假设，得到公司 WACC=8.8%，永续增长率 $g=3.0\%$ 。

表 2：DCF 模型基本假设

永续增长率 g	3.00%	市场风险溢价	5.0%
无风险利率	3.00%	边际税率	30.0%
Beta	1.20	付息债务比重	30%

资料来源：民族证券

表 3：公司自由现金流预测

科 目（百万元）	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
NOPLAT	672	1,260	1,571	2,108	2,534
资产减值损失	5	7	8	10	12
折旧摊销	701	751	832	735	877
资本支出	(832)	(1,378)	(1,673)	(1,745)	(877)
营运资本支出	1,855	(125)	(80)	(96)	(115)
公司自由现金流	2,401	514	658	1,013	2,432

资料来源：民族证券

2. 敏感性分析

对永续增长率 g 在 1.5%~3.5%，WACC 在 6.0%~10.0% 范围内进行敏感性分析，得出估值结果的合理范围为 9.53~13.35 元。

表 4：公司估值敏感性分析

g/wacc	8.50%	9.50%	10.50%	11.50%	12.50%
3.0%	13.78	11.43	9.80	8.62	7.72
3.5%	15.15	12.29	10.39	9.04	8.04
4.0%	16.92	13.35	11.09	9.53	8.39
4.5%	19.28	14.68	11.93	10.10	8.80
5.0%	22.58	16.38	12.95	10.77	9.27

资料来源：民族证券

综合两种估值方法，我们给予公司目标价位 11 元，“增持”评级。

六、风险因素

- 1、原油价格大幅下滑，油气开发活动陷入低潮。
- 2、深海业务进展不利。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5719.99	4485.22	6559.30	7654.79
现金	762.48	1518.55	2268.15	2505.42
应收账款	2222.76	1372.79	1990.54	2388.65
其它应收款	1588.70	184.80	267.96	321.55
预付账款	215.54	211.20	306.24	367.48
存货	886.50	1197.89	1726.41	2071.69
其他	44.02	0.00	0.00	0.00
非流动资产	12200.7	12315.35	12971.68	13839.44
长期投资	65.00	72.60	84.00	99.00
固定资产	10851.64	10981.91	11609.49	12451.08
无形资产	1222.30	1222.30	1222.30	1222.30
其他	61.76	38.54	55.89	67.07
资产总计	17920.70	16800.58	19530.98	21494.23
流动负债	3689.21	3731.92	5578.72	6528.98
短期借款	829.39	90.05	390.05	390.05
应付账款	1952.91	1960.18	2825.04	3390.04
其他	906.91	1681.69	2363.64	2748.89
非流动负债	5143.25	3515.61	3413.15	3183.32
长期借款	3523.22	3226.53	2993.99	2680.33
其他	1620.03	289.08	419.16	502.99
负债合计	8832.46	7247.53	8991.88	9712.30
少数股东权益	59.75	75.19	107.95	149.24
归属母公司股东权益	9028.48	9477.85	10431.15	11632.70
负债和股东权益	17920.70	16800.58	19530.98	21494.23

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流				
净利润	84.33	499.30	1059.22	1335.05
折旧摊销	740.71	701.40	750.83	831.52
财务费用	207.61	197.84	212.24	245.16
投资损失	-6.40	-8.00	-12.00	-15.00
营运资金变动	-1718.17	1854.62	-125.11	-79.66
其它	9.11	4.82	6.99	8.38
投资活动现金流				
资本支出	-1660.16	-831.67	-1378.42	-1673.10
长期投资	5.11	0.40	0.60	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流				
短期借款	829.39	90.05	390.05	390.05
长期借款	3523.22	3226.53	2993.99	2680.33
其他	-15.53	-49.93	-105.92	-15.53
现金净增加额	82.64	756.08	749.60	237.27

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7,137.71	9635.90	13972.0	16766.4
营业成本	6,363.12	7711.13	11113.38	13336.0
营业税金及附加	213.46	238.49	343.71	412.46
营业费用	1.47	1.93	2.79	3.35
管理费用	205.64	192.72	279.44	335.33
财务费用	207.61	197.84	212.24	245.16
资产减值损失	9.11	4.82	6.99	8.38
投资净收益	5.11	8.00	12.00	15.00
营业利润	142.41	595.58	1274.68	1609.22
营业外收支	20.25	10.00	10.00	10.00
利润总额	162.65	605.58	1284.68	1619.22
所得税	70.05	90.84	192.70	242.88
净利润	92.60	514.74	1091.98	1376.34
少数股东损益	8.27	15.44	32.76	41.29
归属母公司净利润	84.33	499.30	1059.22	1335.05
EBITDA	1094.33	1491.64	2232.74	2679.28
EPS（元）	0.02	0.13	0.27	0.34

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	-48.87%	35.00%	45.00%	20.00%
营业利润	-88.40%	318.21%	114.02%	26.25%
归属母公司净利润	-91.42%	492.08%	112.14%	26.04%
获利能力				
毛利率	18.24%	19.98%	20.46%	20.46%
净利率	1.30%	5.34%	7.82%	8.21%
ROE	1.02%	5.39%	10.36%	11.68%
ROIC	2.01%	4.79%	8.11%	9.40%
偿债能力				
资产负债率	49.29%	43.14%	46.04%	45.19%
流动比率	1.55	1.20	1.18	1.17
速动比率	1.31	0.88	0.87	0.86
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.57	0.72	0.78
应收帐款周转率	3.21	7.02	7.02	7.02
应付帐款周转率	2.99	4.06	4.06	4.06
每股指标(元)				
每股收益	0.02	0.13	0.27	0.34
每股经营现金	0.13	0.83	0.49	0.61
每股净资产	2.34	2.46	2.71	3.03
估值比率				
P/E	327.00	55.23	26.03	20.66
P/B	3.03	2.89	2.62	2.34
EV/EBITDA	32.56	22.33	15.36	12.98

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn