

下游需求回升，业绩逐步复苏

海油工程动态点评

报告关键点:

- 订单及作业量增加导致营业收入和毛利率恢复性增长
- 第三季度已经实现扭亏，预计全年微利
- 合理股价6.65元，维持“增持-A”投资评级

报告摘要:

- 从下游需求看，2011年前三季度中海油有限公司的勘探、开发投资分别为65.96、144.95亿元人民币，分别增加22%、32.8%。第三季度增幅则分别为23.5%、73%。由于中海油勘探和开发投资的全年预算为66亿美元，2011年上半年仅完成19亿美元，71%作业将在下半年完成。
- 公司订单恢复性增长。2011年1-9月份新签订单77.33亿元，累计市场承揽额97.95亿元，较上年同期增长79%。订单增加为公司的业绩复苏奠定了基础。
- 公司作业量开始增加。三季度完成钢材加工量2.1万结构吨，与上半年累计完成的钢材加工量相当，环比明显增长。今年前三季度公司共运行项目17个，完成钢材加工量4.3万结构吨。第四季度公司计划同步运行11个大中型工程项目，预计陆地钢材加工量较第三季度环比继续保持增加态势，下半年钢材加工量预计将超过5万结构吨。估计全年钢材加工量将达到7万吨左右。
- 2011年前3个季度实现营业务收入分别为8.35、15.86、18.39亿元，2011年1-9月份公司实现主营收入43.15亿元，一般4季度营业收入高于3季度，我们估计2011年全年营业收入大约为72亿元，与2010年基本持平。
- 盈利能力有所改善，毛利率明显提升。公司1、2、3季度毛利率分别为-9.14%、7.75%、17.8%，由于1-9月份毛利率为8.89%，估计全年毛利率可望在9%左右。
- 公司2011年1、2季度归属于母公司的净利润分别为-2.09、-0.51亿元，3季度为1.69亿元，实现扭亏，我们估计全年有望实现微利。
- 我们预测2011-2013年营业收入分别为72.8、92.9、119.5亿元，净利润分别为0.98、5.17、10.34亿元，每股收益0.03、0.13、0.27元，较之先前的预测值分别调整-50%、44%、40%。
- 我们认为公司业绩底部回升趋势明显，看好公司“十二五”的发展前景，按照2011年50倍的PE估值，合理价位6.65元，11月11日收盘价6.36元，维持“增持-A”投资评级。
- 风险提示：行业及公司基本面变化导致盈利预测未达预期。

石油天然气设备与服务/石油与天然气

 评级: **增持-A**

上次评级: 增持-A

 目标价格: **6.65 元**

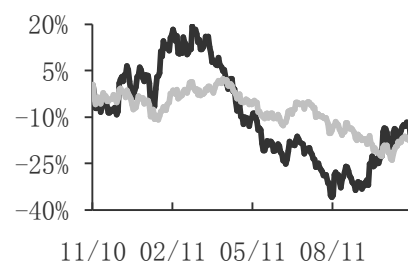
期限: 6个月 上次预测: 8.50元

现价(2011年11月14日): 6.47元

 报告日期: **2011-11-14**

总市值(百万元)	24,736.84
流通市值(百万元)	23,843.89
总股本(百万股)	3,889.44
流通股本(百万股)	3,749.04
12个月最低/最高	4.86/9.66元
十大流通股东(%)	59.45%
股东户数	263,746

12个月股价表现



— 海油工程 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.88)	19.64	(0.95)
绝对收益	(6.33)	13.37	(19.08)

 张仲杰
 021-68767839
 执业证书编号

 高级行业分析师
 zhangzj@essence.com.cn
 S1450511020002

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13,960.6	7,137.7	7,281.8	9,296.6	11,953.6
Growth(%)	45.5%	-48.9%	2.0%	27.7%	28.6%
净利润	983.0	84.3	97.9	517.1	1,034.5
Growth(%)	-17.6%	-91.4%	16.1%	428.3%	100.1%
毛利率(%)	12.5%	10.9%	8.8%	12.5%	15.9%
净利润率(%)	7.0%	1.2%	1.3%	5.6%	8.7%
每股收益(元)	0.25	0.02	0.03	0.13	0.27
每股净资产(元)	2.30	2.32	2.42	2.48	2.74
市盈率	25.2	293.3	252.7	47.8	23.9
市净率	2.8	2.7	2.6	2.6	2.3
净资产收益率(%)	11.2%	1.0%	1.0%	5.4%	9.7%
ROIC(%)	13.4%	2.6%	1.6%	5.2%	9.0%
EV/EBITDA	21.5	32.2	36.1	22.1	13.8
股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

海油工程: 底部盘整等待全面复苏

2011-04-06

海油工程: 偶然性事件不影响公司长期发展

2010-11-30

海油工程: 业绩趋于底部，关注未来发展

2010-11-01

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-11-11		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E		
利润表						成长性							
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	45.5%	-48.9%	2.0%	27.7%	28.6%		
减: 营业成本	12,128.6	6,363.1	6,640.2	8,134.2	10,048.3	营业利润增长率	-10.8%	-88.4%			109.6%		
营业税费	216.8	213.5	182.0	232.4	298.8	净利润增长率	-17.6%	-91.4%			100.1%		
销售费用	-	1.5	3.6	3.7	3.6	EBITDA 增长率	-2.8%	-40.6%	-31.1%	67.4%	57.8%		
管理费用	166.9	205.6	233.0	278.9	334.7	EBIT 增长率	-12.7%	-73.8%	-19.9%	135.3%	94.6%		
财务费用	107.3	207.6	164.9	103.8	118.8	NOPLAT 增长率	-17.6%	-73.1%	-34.1%	208.6%	87.7%		
资产减值损失	32.3	9.1	-47.3	-	-	投资资本增长率	38.7%	10.1%	-7.0%	7.5%	4.4%		
加: 公允价值变动收益	2.4	-1.3	-0.0	-	-	净资产增长率	9.7%	0.7%	4.0%	2.6%	10.8%		
投资和汇兑收益	7.1	6.4	10.0	12.0	15.0								
营业利润	1,228.1	142.4	115.3	555.5	1,164.4	利润率							
加: 营业外净收支	-17.0	20.2	49.5	59.0	65.0	毛利率	12.5%	10.9%	8.8%	12.5%	15.9%		
利润总额	1,211.2	162.7	164.8	614.5	1,229.4	营业利润率	8.8%	2.0%	1.6%	6.0%	9.7%		
减: 所得税	204.1	70.1	65.9	92.2	184.4	净利润率	7.0%	1.2%	1.3%	5.6%	8.7%		
净利润	983.0	84.3	97.9	517.1	1,034.5	EBITDA/营业收入	13.1%	15.3%	10.3%	13.5%	16.6%		
资产负债表						EBIT/营业收入	9.6%	4.9%	3.8%	7.1%	10.7%		
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率							
交易性金融资产	675.0	758.9	1,610.9	1,245.6	1,632.2	固定资产周转天数	157	375	386	329	296		
应收账款	4.8	3.5	3.5	3.5	3.5	流动营业资本周转天数	10	63	51	21	40		
应收票据	3,140.4	2,425.8	798.0	1,273.5	1,637.5	流动资产周转天数	169	273	255	197	187		
预付款项	0.1	12.5	12.0	7.6	9.8	应收账款周转天数	51	124	69	31	35		
存货	261.5	1,588.7	1,688.3	1,851.0	2,051.9	存货周转天数	49	50	34	30	40		
其他流动资产	1,013.3	886.5	454.8	1,114.3	1,514.1	总资产周转天数	418	865	897	720	589		
可供出售金融资产	-0.0	44.0	44.0	44.0	44.0	投资资本周转天数	256	610	605	474	390		
持有至到期投资	-	-	280.0	-	-	投资回报率							
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	11.2%	1.0%	1.0%	5.4%	9.7%		
投资性房地产	65.0	65.0	30.0	40.0	50.0	ROA	6.2%	0.5%	0.5%	2.8%	5.1%		
固定资产	-	-	-	-	-	ROIC	13.4%	2.6%	1.6%	5.2%	9.0%		
在建工程	6,972.6	7,880.1	7,723.6	9,289.4	10,353.1	费用率							
无形资产	3,606.4	2,956.4	4,518.6	2,831.2	1,938.7	销售费用率	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%		
其他非流动资产	561.1	1,222.3	1,140.8	1,064.8	993.8	管理费用率	1.2%	2.9%	3.2%	3.0%	2.8%		
资产总额	68.4	76.9	67.0	67.0	67.0	财务费用率	0.8%	2.9%	2.3%	1.1%	1.0%		
短期债务	16,368.6	17,920.7	18,371.5	18,831.9	20,295.8	三费/营业收入	2.0%	5.8%	5.5%	4.2%	3.8%		
应付账款	540.0	829.4	600.0	700.0	800.0	偿债能力							
应付票据	2,326.2	2,045.7	2,492.3	2,562.8	2,835.5	资产负债率	44.9%	49.3%	48.5%	48.5%	47.1%		
其他流动负债	711.5	31.4	-	22.3	137.6	负债权益比	81.3%	97.2%	94.3%	94.2%	89.0%		
长期借款	976.4	757.6	496.9	582.7	708.3	流动比率	1.12	1.55	0.79	0.94	1.13		
其他非流动负债	1,442.8	2,332.5	332.5	432.5	632.5	速动比率	0.88	1.30	0.71	0.75	0.88		
负债总额	1,332.4	2,810.8	2,770.9	2,811.4	2,818.0	利息保障倍数	12.44	1.69	1.70	6.35	10.80		
少数股东权益	7,341.8	8,832.5	8,917.6	9,135.6	9,554.5	分红指标							
股本	67.1	59.8	60.7	66.0	76.4	DPS(元)	0.06	-	-	-	-		
留存收益	3,241.2	3,889.4	3,889.4	3,889.4	3,889.4	分红比率	22.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
股东权益	5,704.2	5,125.9	5,503.8	5,740.9	6,775.4	股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
现金流量表	9,026.7	9,088.2	9,453.9	9,696.3	10,741.3	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E		
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.25	0.02	0.03	0.13	0.27		
加: 折旧和摊销	1,007.0	92.6	97.9	517.1	1,034.5	BVPS(元)	2.30	2.32	2.42	2.48	2.74		
资产减值准备	500.5	740.7	470.9	597.6	699.7	PE(X)	25.2	293.3	252.7	47.8	23.9		
公允价值变动损失	32.3	9.1	-47.3	-	-	PB(X)	2.8	2.7	2.6	2.6	2.3		
财务费用	-2.4	1.3	-0.0	-	-	P/S	-9.2	233.0	28.7	-66.8	65.7		
投资收益	135.0	98.5	166.8	164.9	103.8	EV/EBITDA	1.8	3.5	3.4	2.7	2.1		
少数股东损益	-7.1	-6.4	-10.0	-12.0	-15.0	CAGR(%)	21.5	32.2	36.1	22.1	13.8		
营运资金的变动	24.0	8.3	1.0	5.2	10.4	PEG	-19.7%	124.3%	165.2%	87.9%	76.6%		
经营活动产生现金流量	-216.0	1,043.4	2,214.8	-1,075.3	-448.0	ROIC/WACC	-1.3	2.4	1.5	0.5	0.3		
投资活动产生现金流量	1,384.8	613.4	2,892.1	136.4	1,400.5	REP	1.5	0.3	0.2	0.6	1.0		
融资活动产生现金流量	-3,456.5	-1,562.4	-2,035.0	-118.0	-795.0		2.3	9.6	13.3	3.8	2.1		
融资产生现金流量	-798.5	1,003.3	-5.1	-383.8	-218.8								

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥

021-68765913

凌洁

021-68765237

梁涛

021-68766067

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

胡珍

0755-82558073

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034