

买入

2014年8月28日

业绩基本符合预期，下半年运营有望改善

- **2014 上半年业绩基本符合预期：**公司在 2014 上半年实现销售收入 10.56 亿人民币，同比上升 21.5%；净利润为 0.81 亿人民币，同比减少 16.2%，主要是由于去年哈萨克坚戈贬值等一次性突发因素所带来的影响，预计下半年会有所改善。
- **下半年订单状况良好，收入保持增长：**公司目前在手的订单额约为 20 亿，预计 90%的订单将在年内完成，基本符合公司全年收入的增长目标。其中钻井、完井、油藏业务在手订单额的比例约为 4:3:3。
- **净利率有望得到改善：**去年哈萨克坚戈对人民币大幅贬值 20.2%，导致公司上半年汇兑亏损 1800 万人民币，除去汇兑亏损，华油上半年的净利润仍有 1.8%的增长，而大部分汇兑亏损已在上半年体现。加上由往年惯例来看，因季节性因素，下半年的收入往往大幅度高于上半年，汇兑损失影响较小，预计下半年的净利率将得到改善，全年净利润有望增长。
- **行业增长放缓，公司仍有增长动力：**由于中石油内部调整、行业增长放缓等因素，且国内大部分民营企业都依附于“三大油”，今年上半年大部分的民营油服公司收入都有所放缓。然而华油收入、经营性利润仍有一定的增长，且在高端钻完井、油藏等业务上有着创纪录的高效进展，体现了公司较高的技术壁垒与地域性的优势。
- **调整目标价 4.98 港元，维持买入评级：**由于华油的表现优于大部分同行业公司，我们给予公司 2014 年高于行业平均水平的 20 倍市盈率作为公司的估值参考，得到公司 12 个月内目标价为 4.98 港元。该目标价较现价 3.99 港元有 24.9%的上升空间，维持买入评级。

★ 1 港元=0.80 港元

蓝宇

+ 852-25321954

yu.lan@firstshanghai.com.hk

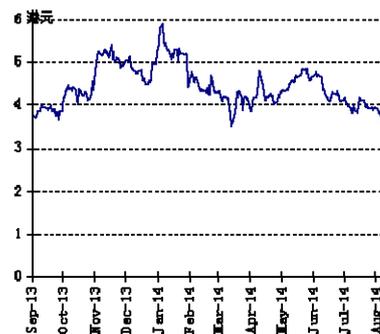
主要数据

| | |
|---------|--|
| 行业 | 油气设备及服务 |
| 股价 | 3.99 港元 |
| 目标价 | 4.98 港元 (+24.9%) |
| 股票代码 | 1251.HK |
| 已发行股本 | 15.3 亿股 |
| 市值 | 61.2 亿港元 |
| 52 周高/低 | 5.91 港元/3.50 港元 |
| 每股净现值 | 1.17 人民币 |
| 主要股东 | Credit Suisse Trust LTD 49.76% Truepath LTD31.88% |

盈利摘要

| 截止12月31日 | 2012年实际 | 2013年实际 | 2014年预测 | 2015年预测 | 2016年预测 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业额(人民币千元) | 1,821,661 | 2,402,767 | 2,960,625 | 3,577,372 | 4,403,280 |
| 变动(%) | 37.9 | 31.9 | 23.2 | 20.8 | 23.1 |
| 净利润(人民币千元) | 247,703 | 300,377 | 319,870 | 432,642 | 533,602 |
| 每股盈余(人民币) | 0.18 | 0.19 | 0.20 | 0.27 | 0.33 |
| 变动(%) | 0.0 | 3.1 | 6.2 | 35.3 | 23.3 |
| 市盈率@3.99港元(倍) | 17.5 | 17.0 | 16.0 | 11.8 | 9.6 |
| 每股股息(港元) | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.07 | 0.09 |
| 股息现价比率(%) | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.4 | 1.8 |

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

估值和投资建议

同类公司估值比较

行业在 2014 年和 2015 年的平均预测市盈率为 16.8 倍和 13.2 倍，2013 年和 2014 年的平均预测市净率为 2.6 倍和 2.3 倍。华油的估值水平低于同行平均水平。

图表 1：相关公司估值比较

| 简称 | 代码 | 币种 | 价格 | 市值 (m) | PE (12) | PE (13) | PE (14) | PE (15) | PE (16) | PB (12) | PB (13) | PB (14) | PB (15) | PB (16) |
|-------|------------------|-----|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 斯伦贝谢 | SLB US Equity | USD | 111 | 143,956 | 27.1 | 22.0 | 19.5 | 16.2 | 14.0 | 4.2 | 3.7 | 3.4 | 3.1 | 2.7 |
| 哈里伯顿 | HAL US Equity | USD | 68.48 | 58,244 | 24.1 | 29.0 | 16.9 | 12.8 | 10.9 | 4.0 | 4.3 | 3.7 | 3.1 | 2.4 |
| 贝克休斯 | BHI US Equity | USD | 69.45 | 30,214 | 23.4 | 28.1 | 16.5 | 12.4 | 10.5 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.3 |
| 海隆控股 | 1623 HK Equity | HKD | 4.21 | 7,142 | 15.8 | 16.2 | 12.9 | 10.6 | 9.1 | 2.5 | 2.1 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| 中海油田服 | 2883 HK Equity | HKD | 21.85 | 112,058 | 17.5 | 11.6 | 10.2 | 9.6 | 8.9 | 2.5 | 2.1 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| 百勤油服 | 2178 HK Equity | HKD | 2.26 | 2,442 | 9.8 | 11.3 | 12.7 | 11.1 | 9.3 | N/A | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| 安东油田服 | 3337 HK Equity | HKD | 3.4 | 7,521 | 19.7 | 15.5 | 17.3 | 13.1 | 10.5 | 3.0 | 2.5 | 2.4 | 2.1 | 1.8 |
| 宏华集团 | 196 HK Equity | HKD | 2.06 | 6,676 | 10.1 | 9.7 | 8.7 | 7.4 | 6.6 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| TSC集团 | 206 HK Equity | HKD | 3.6 | 2,507 | 42.6 | 22.4 | N/A | N/A | N/A | 1.8 | 1.6 | N/A | N/A | N/A |
| 杰瑞股份 | 002353 CH Equity | CNY | 60.15 | 37,503 | 83.8 | 54.7 | 36.3 | 25.8 | 18.6 | 17.1 | 13.5 | 7.1 | 6.3 | 5.1 |
| 平均值 | | | | | 27.4 | 22.1 | 16.8 | 13.2 | 10.9 | 4.2 | 3.4 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |
| 华油能源 | 1251 HK Equity | HKD | 3.99 | 6,120 | 17.5 | 17.0 | 16.0 | 11.8 | 9.6 | 3.4 | 3.4 | 3.0 | 2.6 | 2.2 |

资料来源：Bloomberg，第一上海

投资建议

目标价 4.98 港元，维持买入评级 由于华油的表现优于大部分同行业公司，我们给予公司 2014 年高于行业平均水平的 20 倍市盈率作为公司的估值参考，得到公司 12 个月内目标价为 4.98 港元。该目标价较现价 3.99 港元有 24.9% 的上升空间，维持买入评级。

附录 1: 主要财务报表

损益表

千元人民币, 财务年度截至12月31日

| | 2012年 实际 | 2013年 实际 | 2014年 预测 | 2015年 预测 | 2016年 预测 |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| 收入 | 1,821,661 | 2,402,767 | 2,960,625 | 3,577,372 | 4,403,280 |
| 材料费用 | (460,223.0) | (539,764.0) | (771,496.0) | (932,211.2) | (1,147,430.8) |
| 销售费用 | (414,764.0) | (544,254.0) | (669,101.3) | (808,486.0) | (995,141.2) |
| 管理费用 | (352,967.0) | (669,677.0) | (740,809.0) | (895,131.6) | (1,101,790.6) |
| 其他收入 | (264,852.0) | (363,390.0) | (460,223.0) | (539,764.0) | (771,496.0) |
| 经营利润 | 362,069.0 | 414,128.0 | 450,393.0 | 580,040.4 | 713,350.1 |
| 融资收入 | 2,331.0 | 6,672.0 | 6,805.4 | 6,941.5 | 7,080.4 |
| 融资成本 | (25,128.0) | (31,310.0) | (40,239.4) | (23,021.4) | (24,866.6) |
| 税前盈利 | 339,272.0 | 389,490.0 | 416,959.1 | 563,960.5 | 695,563.9 |
| 所得税 | (84,334.0) | (81,093.0) | (88,548.4) | (119,766.7) | (147,714.9) |
| 少数股东应占利润 | 7,235.0 | 8,020.0 | 8,540.5 | 11,551.5 | 14,247.1 |
| 净利润 | 247,703.0 | 300,377.0 | 319,870.2 | 432,642.4 | 533,602.0 |
| 折旧及摊销 | (57,372.0) | (70,706.0) | (90,415.0) | (109,894.3) | (131,321.6) |
| EBITDA | 419,441.0 | 484,834.0 | 540,808.0 | 689,934.7 | 844,671.7 |
| EPS (港元) | 0.18 | 0.19 | 0.20 | 0.27 | 0.33 |
| 增长 | | | | | |
| 总收入 (%) | 37.9% | 31.9% | 23.2% | 20.8% | 23.1% |
| EBITDA (%) | 31.4% | 15.6% | 11.5% | 27.6% | 22.4% |
| 每股收益 (%) | 0.0% | 3.1% | 6.2% | 35.3% | 23.3% |

资产负债表

千元人民币, 财务年度截至12月31日

| | 2012年 实际 | 2013年 实际 | 2014年 预测 | 2015年 预测 | 2016年 预测 |
|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 现金 | 658,713.0 | 635,954.0 | 552,081.1 | 647,167.1 | 737,446.5 |
| 应收账款 | 1,118,389.0 | 1,362,183.0 | 1,595,526.9 | 1,831,769.6 | 2,139,146.9 |
| 存货 | 315,309.0 | 484,947.0 | 693,144.9 | 837,538.3 | 1,030,900.8 |
| 其他流动资产 | 13,785.0 | 24,840.0 | 2,170.0 | 2,170.0 | 2,170.0 |
| 总流动资产 | 2,106,196.0 | 2,507,924.0 | 2,842,922.9 | 3,318,644.9 | 3,909,664.2 |
| 固定资产 | 277,497.0 | 372,721.0 | 465,901.3 | 559,081.5 | 670,897.8 |
| 投资性资产 | 33,525.0 | 58,847.0 | 56,089.0 | 53,331.0 | 50,573.0 |
| 其他固定资产 | 77,827.0 | 112,704.0 | 224,595.0 | 224,595.0 | 224,595.0 |
| 总资产 | 2,495,045.0 | 3,052,196.0 | 3,589,508.2 | 4,155,652.4 | 4,855,730.0 |
| 应付帐款 | 487,550.0 | 868,777.0 | 1,013,129.8 | 1,187,551.4 | 1,417,780.9 |
| 短期银行贷款 | 194,189.0 | 142,000.0 | 262,000.0 | 288,200.0 | 317,020.0 |
| 其他短期负债 | 33,738.0 | 103,364.0 | 123,179.0 | 123,179.0 | 123,179.0 |
| 总短期负债 | 715,477.0 | 1,114,141.0 | 1,398,308.8 | 1,598,930.4 | 1,857,979.9 |
| 长期银行贷款 | 125,730.0 | 84,772.0 | 86,467.4 | 88,196.8 | 89,960.7 |
| 其他负债 | 25,664.0 | 22,089.0 | 21,647.2 | 21,214.3 | 20,790.0 |
| 总负债 | 866,871.0 | 1,221,002.0 | 1,506,423.4 | 1,708,341.4 | 1,968,730.6 |
| 少数股东权益 | 46,527.0 | 47,134.0 | 55,674.5 | 67,225.9 | 81,473.0 |
| 股东权益 | 1,581,647.0 | 1,784,060.0 | 2,027,410.2 | 2,380,085.1 | 2,805,526.5 |
| 每股账面值(元) | 1.18 | 1.17 | 1.32 | 1.55 | 1.83 |
| 营运资金 | 1,390,719.0 | 1,393,783.0 | 1,444,614.1 | 1,719,714.6 | 2,051,684.4 |

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务分析

| | 2012年 实际 | 2013年 实际 | 2014年 预测 | 2015年 预测 | 2016年 预测 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 经营利率 | 19.9% | 17.2% | 15.2% | 16.2% | 16.2% |
| EBITDA 利率 | 23.0% | 20.2% | 18.3% | 19.3% | 19.2% |
| 净利率 | 13.6% | 12.5% | 10.8% | 12.1% | 12.1% |
| ROE | 19.6% | 17.4% | 16.3% | 19.1% | 20.0% |
| 营运表现 | | | | | |
| SG&A/收入 (%) | 42.1% | 50.5% | 47.6% | 47.6% | 47.6% |
| 实际税率 (%) | 24.9% | 20.8% | 21.2% | 21.2% | 21.2% |
| 股息支付率 (%) | 24.6% | 25.5% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 库存周转天数 | 222.2 | 270.6 | 278.7 | 299.7 | 297.2 |
| 应付账款天数 | 208.3 | 341.2 | 346.7 | 338.0 | 335.2 |
| 应收账款天数 | 162.3 | 174.6 | 168.0 | 161.1 | 151.7 |
| 财务状况 | | | | | |
| 净负债/股本 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 收入/总资产 | 0.73 | 0.79 | 0.82 | 0.86 | 0.91 |
| 总资产/股本 | 1.58 | 1.71 | 1.77 | 1.75 | 1.73 |
| 盈利对利息倍数 | 14.4 | 13.2 | 11.2 | 25.2 | 28.7 |

现金流量表

千元人民币, 财务年度截至12月31日

| | 2012年 实际 | 2013年 实际 | 2014年 预测 | 2015年 预测 | 2016年 预测 |
|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBITDA | 419,441.0 | 484,834.0 | 540,808.0 | 689,934.7 | 844,671.7 |
| 融资成本 | 25,128.0 | 31,310.0 | 40,239.4 | 23,021.4 | 24,866.6 |
| 营运资金变化 | (376,988.0) | (183,795.0) | (297,189.0) | (206,214.5) | (270,510.4) |
| 所得税 | (112,063.0) | (81,149.0) | (116,071.1) | (136,279.5) | (165,925.4) |
| 其他营运活动 | (13,407.0) | 2,202.0 | (17,569.4) | (23,021.4) | (24,866.6) |
| 营运现金流 | (57,889.0) | 253,402.0 | 150,217.9 | 347,440.8 | 408,236.0 |
| 资本开支 | (136,454.0) | (154,887.0) | (180,837.2) | (200,316.6) | (240,379.9) |
| 其他投资活动 | (6,754.0) | 0.0 | (100,000.0) | 0.0 | 0.0 |
| 投资活动现金流 | (143,208.0) | (154,887.0) | (280,837.2) | (200,316.6) | (240,379.9) |
| 负债变化 | 37,454.0 | (49,014.0) | 123,266.4 | 27,929.3 | 30,583.9 |
| 股本变化 | 535,153.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股息 | (13,350.0) | (61,158.0) | (76,520.0) | (79,967.6) | (108,160.6) |
| 其他融资活动 | 0.0 | (5,964.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 融资活动现金流 | 559,257.0 | (116,136.0) | 46,746.4 | (52,038.2) | (77,576.7) |
| 现金变化 | 358,160.0 | (17,621.0) | (83,872.9) | 95,086.0 | 90,279.4 |
| 期初持有现金 | 301,340.0 | 658,713.0 | 635,954.0 | 552,081.1 | 647,167.1 |
| 汇率变动影响 | (787.0) | (5,138.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 期末持有现金 | 658,713.0 | 635,954.0 | 552,081.1 | 647,167.1 | 737,446.5 |

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。