

2015年01月09日

海油工程 (600583.SH)

业绩超市场预期，受益海外市场加快推进

公告：公司发布2014年度业绩预增公告，预计2014年度归属母公司净利润同比增长50%以上。2013年公司实现归属母公司净利润27.44亿元，据此测算，2014年净利润41.2亿元以上，对应EPS为0.93元以上，业绩超出市场的一致预期（均值0.84元）。

我们的分析与判断：

■ **业绩增长主要由于作业量持续增加的同时，效率提升、成本降低带来毛利率持续上升。**前三季度公司设计工时同比增长10%；完成钢材加工量增长32%。第四季度公司运行24个项目，项目数量比三季度多2个，并有3个新的潜在项目启动。作业效率提升、成本降低带来毛利率提升8.7个百分点。

■ **工程总包能力增强，“一带一路”战略下海外业务加快开拓。**公司相继交付澳洲Gorgon项目和Ichthys项目，在大型模块建造上的管理水平和能力得到国际大型能源公司认可，获得俄罗斯Yamal LNG核心工艺模块建造合同，成功涉足国际LNG产业的核心工艺；缅甸Zawtika总包项目中标是公司最大的海外EPCI总包项目。同时，公司积极推动与壳牌、Technip、Kvaerner等战略合作项目。公司未来重点加大海外业务的开拓，凭借国内成本低效率高加快抢占国际市场，未来海外业务占比计划达到50%以上，我们认为未来海外业务会成为亮点，包括不同地域以及向LNG领域的加快拓展。尤其是珠海基地与国外技术实力强的公司加强合作。

■ **预计15年净利润持平或小幅下降，或业绩低点后迎来拐点。**由于原油价格大幅下挫，预计中海油2015年的原油产量及资本开支可能会有所下降，导致公司国内项目可能同比持平或小幅回落，但公司海外项目在手订单123亿元将于2015年开始分步交付，可以部分抵消国内的下滑；公司对项目管理效率提升，分包等费用减少，盈利能力将持续提升。考虑到2016年开始十三五海上油气新一轮开发趋势走向深海，且公司珠海基地和深水船舶建设大幅提升深水作业能力，明年业绩也许是最低点，之后迎来反弹。

■ **维持“买入-A”投资评级。**预计2014-2016年实现净利润分别为41.2亿元、40.03亿元、43.69亿元，对应EPS为0.93元、0.91元、0.99元，公司总包能力增强，看好未来海外市场开拓，重申“买入-A”评级，6个月目标价12.09元。

■ **风险提示：**原油价格波动导致全球油气开支下降的风险；海外项目运营的风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	12,383.0	20,339.2	25,334.5	24,151.4	26,636.6
净利润	848.1	2,744.2	4,122.3	4,002.6	4,368.6
每股收益(元)	0.19	0.62	0.93	0.91	0.99
每股净资产(元)	2.32	3.75	4.28	4.99	5.73
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	54.1	16.6	11.0	11.3	10.4
市净率(倍)	4.4	2.7	2.4	2.1	1.8
净利润率	6.8%	13.5%	16.3%	16.6%	16.4%
净资产收益率	8.3%	16.6%	22.0%	18.2%	17.3%
股息收益率	0.3%	1.0%	3.2%	2.0%	2.3%
ROIC	7.4%	23.6%	24.0%	22.9%	27.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

油田服务Ⅲ

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

12.09元

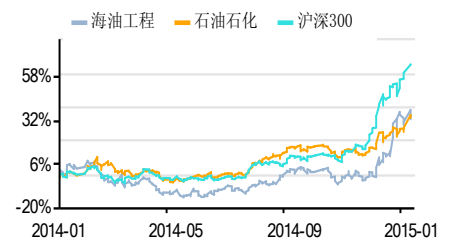
股价(2015-01-08)

10.27元

交易数据

总市值(百万元)	45,407.31
流通市值(百万元)	41,583.38
总股本(百万股)	4,421.35
流通股本(百万股)	4,049.01
12个月价格区间	7.04/11.10元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	7.82	-19.43	-16.91
绝对收益	17.24	24.18	41.85

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-68763578

邹润芳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514040001
zouurf@essence.com.cn
021-68763702

报告联系人

郑爱刚

zhengag@essence.com.cn

朱元骏

021-68765053

zhuyj2@essence.com.cn

相关报告

业绩维持高增长 深水作业能力不断提升	2014-10-30
囊获海外订单，公司独立盈利性增强	2014-10-13
业绩超预期，订单激增 大幅提升	2014-08-31

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月08日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	12,383.0	20,339.2	25,334.5	24,151.4	26,636.6	成长性					
减:营业成本	10,072.9	15,564.1	18,420.7	17,599.1	19,492.7	营业收入增长率	67.7%	64.3%	24.6%	-4.7%	10.3%
营业税费	338.8	514.5	709.4	649.7	711.2	营业利润增长率	270.7%	240.3%	55.2%	-3.5%	9.3%
销售费用	3.2	2.7	5.1	4.8	5.3	净利润增长率	368.6%	223.6%	50.2%	-2.9%	9.1%
管理费用	732.9	1,156.5	1,418.7	1,347.6	1,481.0	EBITDA 增长率	56.8%	118.7%	36.1%	-1.0%	9.3%
财务费用	138.5	186.0	-17.8	-58.4	-92.7	EBIT 增长率	108.8%	213.0%	45.8%	-4.3%	8.7%
资产减值损失	194.8	14.0	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	156.4%	223.7%	46.7%	-4.3%	8.7%
加:公允价值变动收益	3.5	32.1	-20.8	3.3	4.8	投资资本增长率	1.1%	44.4%	0.3%	-10.2%	8.3%
投资和汇兑收益	1.6	153.1	33.0	33.0	33.0	净资产增长率	8.5%	60.9%	14.5%	16.6%	15.1%
营业利润	907.0	3,086.6	4,790.6	4,624.9	5,056.9	利润率					
加:营业外净收支	142.3	170.4	127.0	127.3	127.2	毛利率	18.7%	23.5%	27.3%	27.1%	26.8%
利润总额	1,049.2	3,257.0	4,917.6	4,752.2	5,184.1	营业利润率	7.3%	15.2%	18.9%	19.1%	19.0%
减:所得税	191.9	505.0	737.6	712.8	777.6	净利润率	6.8%	13.5%	16.3%	16.6%	16.4%
净利润	848.1	2,744.2	4,122.3	4,002.6	4,368.6	EBITDA/营业收入	15.7%	21.0%	22.9%	23.8%	23.6%
						EBIT/营业收入	8.4%	16.1%	18.8%	18.9%	18.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	240	176	165	182	169
						流动营业资本周转天数	-24	20	49	34	27
						流动资产周转天数	149	159	213	242	273
						应收账款周转天数	64	62	78	68	69
						存货周转天数	31	28	29	28	28
						总资产周转天数	571	429	434	480	486
						投资资本周转天数	340	254	240	240	214
						投资回报率					
						ROE	8.3%	16.6%	22.0%	18.2%	17.3%
						ROA	4.2%	9.8%	12.7%	12.9%	10.8%
						ROIC	7.4%	23.6%	24.0%	22.9%	27.7%
						费用率					
						销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						管理费用率	5.9%	5.7%	5.6%	5.6%	5.6%
						财务费用率	1.1%	0.9%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
						三费/营业收入	7.1%	6.6%	5.5%	5.4%	5.2%
						偿债能力					
						资产负债率	49.4%	41.0%	42.3%	29.3%	37.4%
						负债权益比	97.6%	69.4%	73.2%	41.4%	59.7%
						流动比率	0.93	1.45	1.50	2.32	1.96
						速动比率	0.67	1.25	1.29	2.12	1.74
						利息保障倍数	7.55	17.59	-268.13	-78.19	-53.55
						分红指标					
						DPS(元)	0.03	0.10	0.33	0.20	0.24
						分红比率	13.8%	16.1%	35.0%	21.6%	24.3%
						股息收益率	0.3%	1.0%	3.2%	2.0%	2.3%
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.19	0.62	0.93	0.91	0.99
						BVPS(元)	2.32	3.75	4.28	4.99	5.73
						PE(X)	54.1	16.6	11.0	11.3	10.4
						PB(X)	4.4	2.7	2.4	2.1	1.8
						P/FCF	256.8	-15.8	12.5	8.3	13.3
						P/S	3.7	2.2	1.8	1.9	1.7
						EV/EBITDA	12.5	8.1	7.5	6.7	5.8
						CAGR(%)	67.6%	17.0%	182.1%	67.6%	17.0%
						PEG	0.8	1.0	0.1	0.2	0.6
						ROIC/WACC	0.8	2.4	2.5	2.4	2.9
						REP	2.7	0.8	1.0	1.1	0.8
						现金流量表					
						净利润	857.3	2,752.0	4,122.3	4,002.6	4,368.6
						加:折旧和摊销	906.3	994.1	1,033.8	1,183.2	1,322.5
						资产减值准备	88.2	14.0	-	-	-
						公允价值变动损失	-3.5	-32.1	-20.8	3.3	4.8
						财务费用	134.9	143.7	-17.8	-58.4	-92.7
						投资损失	-1.6	-153.1	-33.0	-33.0	-33.0
						少数股东损益	9.2	7.8	57.7	36.8	37.9
						营运资金的变动	117.8	-4,304.1	387.7	1,854.3	-1,268.0
						经营活动产生现金流量	1,799.4	3,369.1	5,529.9	6,988.8	4,340.1
						投资活动产生现金流量	-1,165.6	-5,412.4	-1,455.9	-1,261.9	-1,276.2
						融资活动产生现金流量	-828.4	2,808.7	-2,210.8	-1,101.7	-675.3

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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;

■ 分析师声明

王书伟、邹润芳分别声明, 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。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 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

上海市

地址： 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

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

