

海油工程深度报告

平稳过低谷，迎来新发展

核心观点：

海油工程：综合实力雄厚，具备国际竞争力：公司是国内唯一一家集海洋石油、天然气开发工程设计、陆地制造和海上安装、调试、维修以及液化天然气工程于一体的大型工程总承包公司，是亚太地区规模最大、实力最强的海洋石油工程 EPCI 总承包商之一。公司在浅水作业领域具备较强实力，随着公司在深水作业装备的投资、作业经验的积累，形成了“浅水+深水”较为全面的作业能力，综合实力进一步提升。

下游需求回暖：全球弹性充足+中海油增长确定：公司的需求来自于油公司的资本开支，未来随着资本开支的恢复，公司业绩有望改善。一方面，油公司的资本开支在 2015-2016 年由于持续低油价被大幅削减，随着全球原油市场从底部恢复，资本支具备充足的弹性；另一方面，中海油作为公司的关键客户，已公告 2017 年的资本支出计划为 600~700 亿元，按中位数计算，较 2016 年预计完成规模增长 29.2%，资本支出增长较为确定。

经营保持较高质量，海外市场开拓有效：公司净利润在 2011 年-2013 年以 100%~400% 的速度陡增，2014 年公司全年营业收入达到 220 亿元、净利润 42.72 亿元。虽然在 2015-2016 年行业低谷期，公司业绩有所下滑，但经营表现好于 2010-2011 年下行期，同时优于行业平均水平。另外公司在海外市场的拓展取得了长足进步，2014 年公司海外订单总额达到 132 亿，到 2015 年公司海外收入占比达到了 35.11%，首次超过 30%。未来随着下游需求的回暖，公司业绩具有积极潜力。

盈利预测和投资建议：根据公司订单情况和石油行业资本支出态势，我们预测公司 2016-2018 年分别实现营业收入 12,394、14,290 和 17,949 百万元，EPS 分别为 0.300、0.350 和 0.570 元。公司作业能力提升和国际市场开拓取得持续进展，结合业绩和估值情况，我们继续给予公司“买入”评级。

风险提示：原油价格大幅波动，导致行业景气度变化的风险。

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	22,031.38	16,201.51	12,394.16	14,290.47	17,948.83
增长率(%)	8.32%	-26.46%	-23.50%	15.30%	25.60%
EBITDA(百万元)	6,141.45	4,808.66	1,797.89	2,820.74	4,083.49
净利润(百万元)	4,266.88	3,409.97	1,314.50	1,530.30	2,521.50
增长率(%)	55.50%	-20.10%	-61.50%	16.40%	64.80%
EPS(元/股)	0.970	0.770	0.300	0.350	0.570
市盈率(P/E)	10.91	11.61	27.27	23.41	14.21
市净率(P/B)	2.26	1.72	1.53	1.49	1.39
EV/EBITDA	7.28	7.51	16.65	10.34	6.73

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	8.10 元
前次评级	买入
报告日期	2017-02-26

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	4,421/4,421
流通 A 股市值(百万元)	36,211
每股净资产(元)	5.20
资产负债率(%)	26.88
一年内最高/最低(元)	8.19/6.42

相对市场表现



分析师：罗立波 S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师：刘芷君 S0260514030001



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

相关研究：

海油工程(600583.SH)：行业处于低谷时，更应关注积极潜力 2016-04-27

海油工程(600583.SH)：业绩表现好于同行，经营能力持续提升 2016-03-16

海油工程(600583.SH)：携手美国福陆公司，加快国际市场拓展 2015-08-20

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

公司概况：具有国际竞争力的海洋工程总承包商	4
接轨世界先进设计水平，综合实力雄厚	4
行业下行期，业绩有所下滑	6
市场篇：原油正在恢复平衡，资本支出弹性充足	7
全球原油市场从底部恢复	7
全球资本开支收缩情况有望缓解	8
中海油资本支出计划回升	10
公司篇：综合能力不断提升，经营保持较高质量	12
锤炼中成长，应对更为从容	12
海外市场开拓有效，分享全球机遇	13
盈利预测、投资建议与风险提示	17
盈利预测和投资建议	17
风险提示	17

图表索引

图 1: 2016 年 Q3 重点工程项目实施进度.....	4
图 2: 公司深水船舶.....	5
图 3: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系.....	6
图 4: 公司各业务营业收入与净利润 (亿元)	6
图 5: 每月原油价格波动幅度 (美元/桶)	7
图 6: OPEC 成员国 2017 年 1 月产量相较 2016 年 10 月减少幅度 (万桶/日) ...	8
图 7: 全球的石油产销平衡状况 (百万桶/天)	8
图 8: 石油上游资本支出价格指数.....	9
图 9: 28 家石油公司资本开支情况统计.....	9
图 10: 来自中海油的收入 (百万) 及占比.....	10
图 11: 公司与中海油关联交易金额及占中海油资本开支比例.....	11
图 12: 中海油资本开支及净产量	11
图 13: 公司净利润 (亿元) 及净利率	12
图 14: 公司毛利率情况.....	13
图 15: 2015 年公司成本构成.....	13
图 16: 公司货币资金及资产负债率.....	13
图 17: 公司现金流量净额 (亿元)	13
图 18: 公司新签订单构成 (亿元)	14
图 19: 公司分区域市场收入 (亿元) 及海外收入占比	14
图 20: Saipem 公司收入 (百万欧元)	16
图 21: 中海油、中海油服、海油工程的海外业务收入占比	17
表 1: 公司主要生产基地情况.....	4
表 2: 部分石油公司资本开支情况 (亿美元)	10
表 3: 公司披露的“十二五”期间海外重点项目	15
表 4: 海油工程主要船舶装备	15
表 5: Saipem 公司的主要船舶装备.....	16

公司概况：具有国际竞争力的海洋工程总承包商

接轨世界先进设计水平，综合实力雄厚

海油工程是国内唯一一家集海洋石油、天然气开发工程设计、陆地制造和海上安装、调试、维修以及液化天然气工程于一体的大型工程总承包公司，是亚太地区规模最大、实力最强的海洋石油工程EPCI（设计、采办、建造、安装）总承包商之一。

公司2016年第三季度正在实施的项目16个，包括俄罗斯Yamal、巴西FPSO等7个海外项目。其中俄罗斯Yamal项目是公司目前最大的海外合同，合同金额约16.43亿美元。截止2016Q3，项目第一列12个核心模块全部交付，实际完成进度75%。项目实施中实现了在管线深冷保温、防火漆到涂覆施工等一系列关键核心技术上的重大突破，创造多项建造纪录，推动“海工制造”进入国际高端油气装备市场，为公司稳步实施全球LNG模块化建造目标积累了重要经验。

图1：2016年Q3重点工程项目实施进度



重点工程项目实施进度

序号	项目名称	实际进度	序号	项目名称	实际进度
1	壳牌SDA项目	1%	7	涠洲12-2油田二期开发工程项目	56%
2	卡塔尔NFA项目	1%	8	埕北油田设备设施整体升级改造	66%
3	荔湾3-1一期后期项目	27%	9	俄罗斯Yamal项目	75%
4	巴西FPSO模块项目	29%	10	印尼BD项目	92%
5	文昌9-2/9-3项目	30%	11	蓬莱19-9油田综合调整项目	96%
6	天津替代工程16万方储罐项目	31%	12	旅大10-1项目	100%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

建造基地：公司在天津塘沽、山东青岛、广东珠海等地拥有大型海洋工程制造基地，场地总面积近 350 万平方米，形成了跨越南北、功能互补、覆盖深浅水、面向全世界的场地布局。其中青岛、珠海两个制造基地达到世界级水平。在建的珠海深水海洋工程装备制造基地已建成一期和二期，面积超过约 195 万平方米。其所处的高栏港位于珠江三角洲，交通便利，对内可服务南海，对外可辐射东南亚、中东等地，具有重要战略意义。2015 年珠海子公司与美国福陆成立合资公司，两者合作将有助于将珠海场地推向国际市场。

表1：公司主要生产基地情况

主要生产基地	总面积	年钢材加工能力	码头岸线/水深	滑道数量和最大承重
塘沽建造场地	20 万平方米	6 万吨	400 米/5 米	4 条/8000 吨

青岛建造场地	120 万平方米	20 万吨	1645 米/12.4 米	4 条/30000 吨
惠州建造场地	场地面积 2.4 万， 钢结构加工车间 3069 m ²		主要服务于中下游业务开发，诸如 LNG， 炼化，石化等厂区设施的建造	
珠海建造场地	207 万平方米	深水海洋工程装备制造基地，1 期具备 4 万吨组块建造能力		
湛江建造场地（合作）	18 万平方米	1.5 万吨	260 米/7 米	2 条/4000 吨
深圳建造场地（合作）	17.5 万平方米	1.5 万吨	350 米/5 米	4 条/25400 吨

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

装备：公司拥有 19 艘深水、浅水工程船舶组成的实力较强的海上安装作业船队。自 2010 年以来，投资逾 90 亿元打造了 7 艘深海作业工程船，引进 17 台深海水下作业机器人。2015 年随着具有世界先进作业能力的 3000 米动力定位深水多功能水下工程船“海洋石油 286”和深水挖沟多功能船“海洋石油 291”入列服役，公司的深水舰队基本形成，标志着我国深海水下施工装备能力达到世界先进水平。常规水域是公司的传统优势领域，而随着深水装备的投资和作业经验的积累，深水能力的快速提升进一步强化了公司的综合实力和国际竞争力。

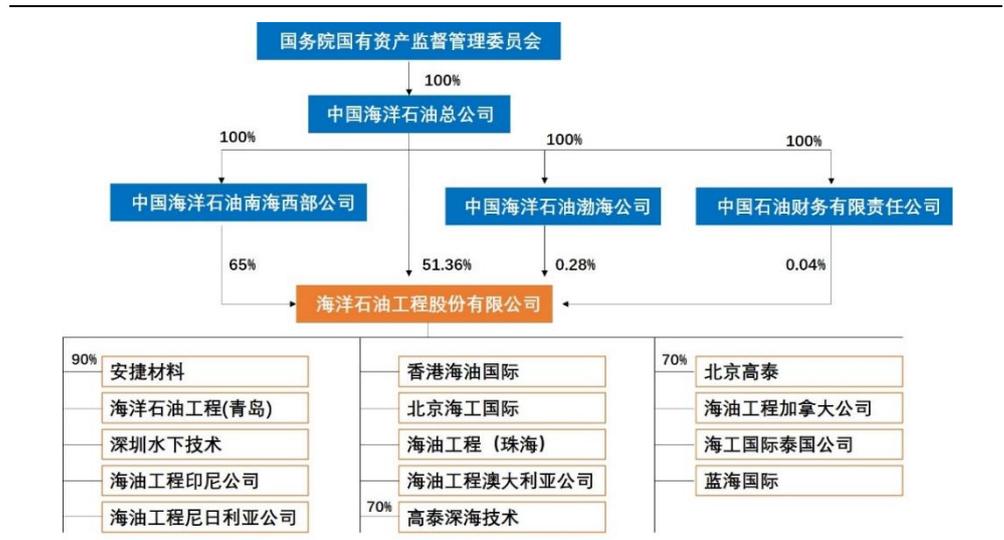
图2：公司深水船舶



数据来源：公司官网和年报整理，广发证券发展研究中心

公司的大股东是国内最大海上油气生厂商的中国海洋石油总公司。公司旗下包含14家子公司。2015年公司设立了文莱和泰国子公司，进一步完善海外布局。截止2015年底，公司共有12家境外公司，在澳大利亚、印尼、沙特、尼日利亚、加拿大、香港、休斯敦等地成立了常设机构，并正在推进墨西哥、巴西等地分子公司的设立。随着公司海外市场窗口的不断扩展和综合服务实力的提升，海外业务增长可期。

图3：公司与实际控制人之间的产权及控制关系

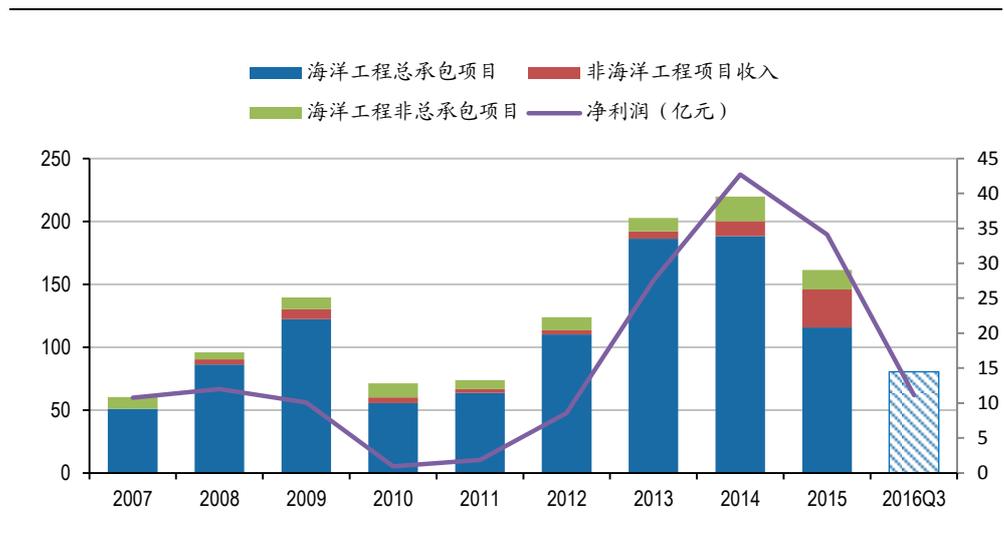


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心（注：未标明均为全资子公司（含间接持股））

行业下行期，业绩有所下滑

近两年持续的低油价迫使全球石油公司大力压缩投资，公司所处的油气工程行业出现较为明显的负增长。截止2016Q3公司实现营业收入80.45亿元、营业利润-0.64亿、净利润11.14亿元。其中由于固定成本影响，公司收入规模下滑导致营业利润率下降，而净利润转正主要是成立合资公司带来资产处置收益。公司公布业绩预告，预计2016年实现归母净利润13.0~13.6亿元，同比下降60%~62%。而随着油价温和回升以及OPEC减产提振信心，全球石油公司的资本开支将得到一定程度恢复；同时中海油的资本支出计划回升，公司业绩有望得到较大改善。

图4：公司各业务营业收入与净利润（亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

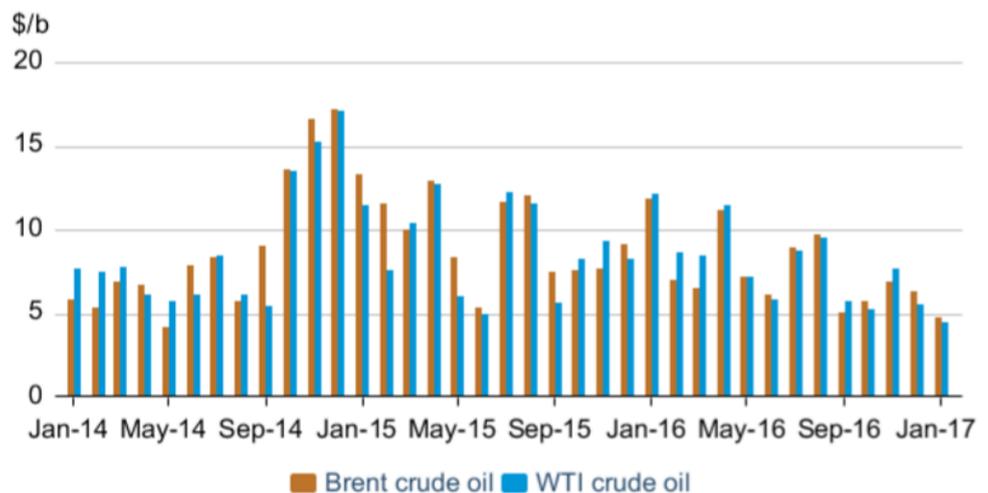
市场篇：原油正在恢复平衡，资本支出弹性充足

全球原油市场从底部恢复

原油价格筑底回升，波动幅度继续收窄。由于全球经济增长放缓、原油供给过剩，国际原油价格自2014年6月直线下挫，中间曾一度跌破30美元/桶。而随着持续低油价逼迫低效产能退出、石油公司主动缩减投资等，原油供给端实现较好收缩。供需的持续改善使得国际油价自2016年初企稳回升，并且伴随OPEC达成减产协议、以及当前减产执行情况良好等事件的支持，原油价格从2016年12月以来反弹至50美元/桶上方并得以稳定。

2017年1月，WTI原油价格在50.8~54.0美元/桶区间，Brent原油价格在53.2~55.9美元/桶区间，较2016年的12月油价区间49.9~54.0美元/桶、51.6~55.0美元/桶波动幅度继续收窄，分别为WTI油价自2016年12月、Brent油价自2014年5月以来波动幅度最小的一月。原油价格的稳定一定程度上反映了市场对于供需关系改善的预期。

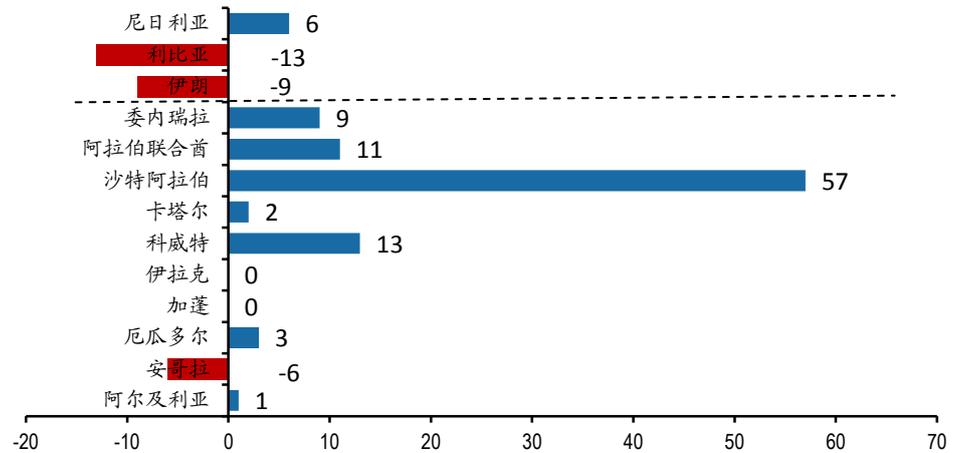
图5：每月原油价格波动幅度（美元/桶）



数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

减产协议执行良好，原油供需恢复平衡。石油输出国组织（OPEC）消息人士在周二（2月22日）减产监督审议会议结束后表示，11个非OPEC成员国减产完成率至少将达到60%，显著高于之前的市场预期。同时，包括国际能源署（IEA）、OPEC、美国能源信息署（EIA）等多方的数据均显示OPEC成员国的减产执行结果良好。以EIA于2月7日公布数据来看，签署减产协议的十个成员国在2017年1月的原油产量较2016年10月基准减少90万桶/日，相比120万桶/日的承诺减产产量减产完成率为75%。OPEC成员国及非OPEC国家的减产对全球原油供需的平衡具有重要意义。

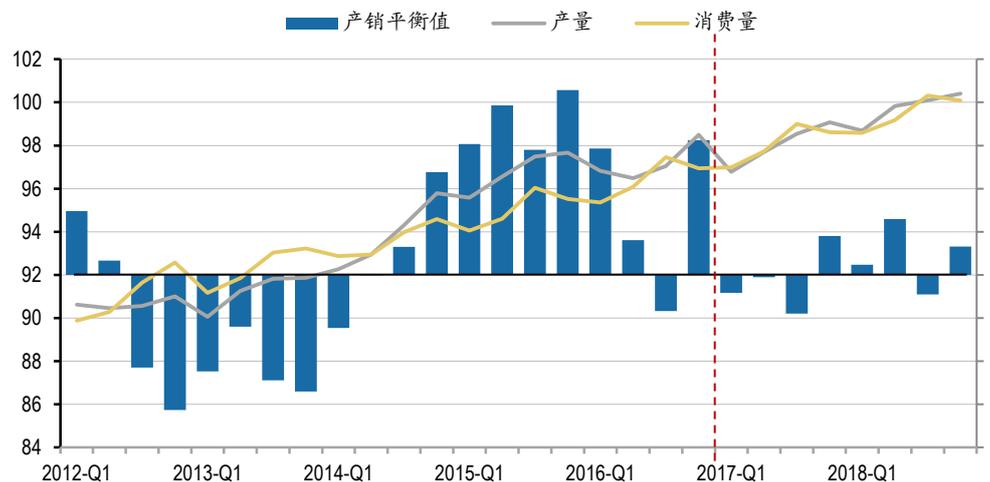
图6: OPEC成员国2017年1月产量相较2016年10月减少幅度(万桶/日)



数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

根据EIA在2017年2月7日发布的最新短期能源展望中预测,2016年Q4供给仍然严重过剩,达156万桶/日,这应该与美国圣诞节放假导致需求下降有关。但2017和2018年显示为供需动态平衡,是从2014年以来的第一次。2017年四季度的产销平衡值分别为-21、-3、-45、45万桶/日。全球原油市场正再次走向供需平衡。EIA预测2017、2018年Brent原油价格分别为55、57美元/桶,未来两年油价仍然温和增长。

图7: 全球的石油产销平衡状况(百万桶/天)



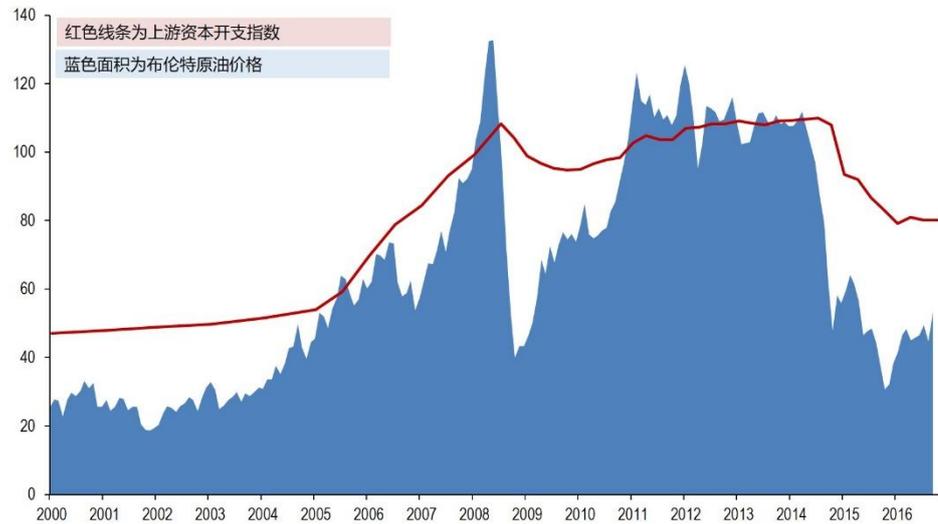
数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

全球资本开支收缩情况有望缓解

由于近两年油价持续低迷,石油公司均大幅削减资本开支以度过寒冬期,导致依托石油公司投资生存的油气工程公司的负增长更为严重。而随着油价恢复至较为舒适的水平,石油公司或将适度放松资本开支的严格控制。根据IHS的石油上游资本支出

价格指数（UCCI），2016年全年上游资本开支价格水平在低位徘徊，一方面对油服公司的经营带来较大考验，但同时也让国内优秀公司的成本优势进一步凸显，成为海外突破的契机。而经过较长时间的行业调整期，未来的价格水平在油价回暖的背景下有比较清晰的恢复基础。

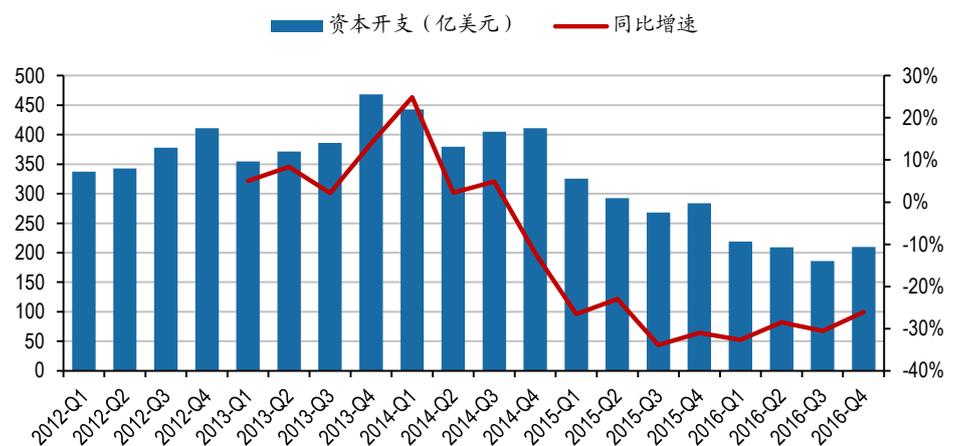
图8：石油上游资本支出价格指数



数据来源：IHS, EIA, 广发证券发展研究中心

我们统计了28家石油公司最新披露的资本开支情况。石油公司的资本开支自2014年直线下滑，并且降幅逐季扩大，从2015Q3~2016Q3同比降幅均在30%左右。但随着2016年底油价显示回暖迹象，2016Q4石油公司资本开支有一定改善，环比增加12.61%，与2016Q1持平，但仍然同比下滑26.12%。

图9：28家石油公司资本开支情况统计



数据来源：Bloomberg, 广发证券发展研究中心

从公司对2017年资本支出计划来看，如埃克森美孚、BP等国际大型石油公司对17年的资本开支预算基本持平，仍然保持较为谨慎的态度，但已经扭转了之前资本开支大幅缩减的态势。其中BP公司预计2017年资本开支160~170亿美元，同比增长

0%~6.25%，资本开支小幅回升。

表2: 部分石油公司资本开支情况 (亿美元)

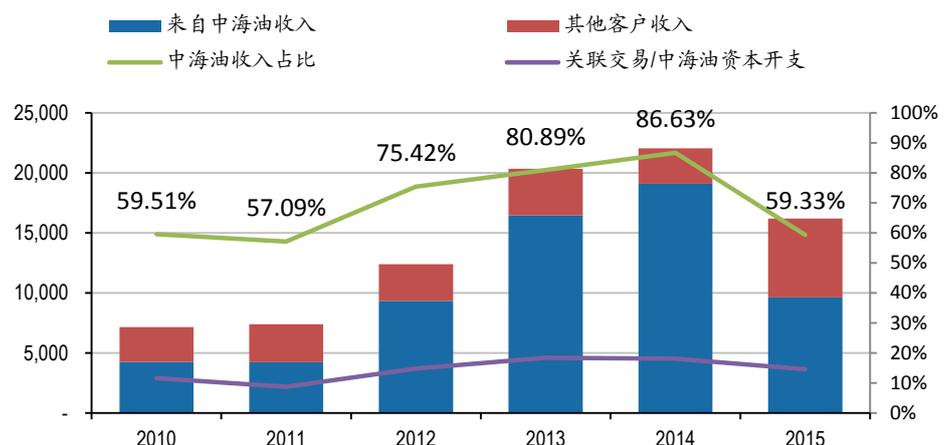
公司名称	2015年	2016年	2016年变动	2017E	2017年变动
Shell (投资总额)	36	27	-25%	25~30	-7.4%~11.1%
英国石油公司	187	16	-14.44%	16~17	0%~6.25%
雪佛龙公司	34	22.4	-34.12%		
埃克森美孚	264.9	193	-27.14%	191	-1.03%
康菲石油	100.50	48.7	-51.54%	50.0	2.67%

数据来源: 各石油公司官网, 广发证券发展研究中心

中海油资本支出计划回升

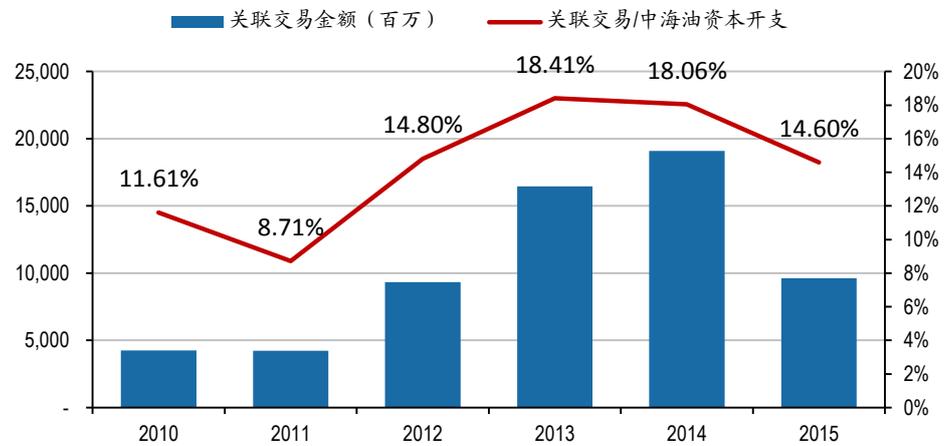
中海油资本开支是公司收入重要来源。公司的大股东是国内最大海上油气生产商的中国海洋石油总公司, 其油气开发业务由子公司中国海洋石油有限公司 (0883.HK, 以下简称“中海油”) 承担, 使得中海油成为国内海洋油气开发的主力军。基于公司与中海油的关系纽带, 中海油的资本开支成为公司收入的关键部分。2014年, 公司收入中有86.63%的收入来自于向中海油销售商品/提供劳务。2015年虽然由于中海油大幅削减资本开支、公司加大海外市场开拓, 来自中海油的收入占公司收入比例有所下降, 但仍然达到了59.33%。而中海油向海油工程购买服务等支出占资本开支的比例近几年提升到15%~20%。

图10: 来自中海油的收入 (百万) 及占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

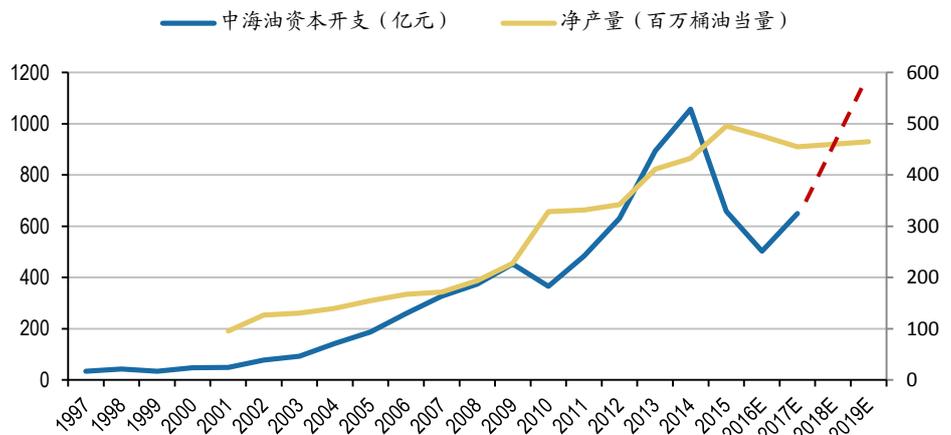
图11: 公司与中海油关联交易金额及占中海油资本开支比例



数据来源: 公司年报, 中海油公司年报, 广发证券发展研究中心

根据中海油公布的2017年战略展望, 中海油提出2017-2019年的产量目标为450-460、455-465、460-460百万桶油当量, 2016年产量预计476百万桶油当量。中海油未来几年的产量目标是在稳定中实现小幅增长。而基于公司2015、2016年资本开支的大幅削减(分别仅为2014年资本开支的62%、48%), 中海油要实现产量的稳定, 预期资本开支将得到补偿性反弹。中海油计划2017年资本支出计划为600-700亿元人民币, 按中位数计算, 较2016年预计完成规模(503亿元)增长29.2%。基于油价筑底回升、并面向中期的产量增长目标, 中海油的资本支出有可能开启了新一轮增长周期, 从而为海油工程等工程服务企业提供良好的需求环境。

图12: 中海油资本开支及净产量



数据来源: 中海油公司年报, 广发证券发展研究中心

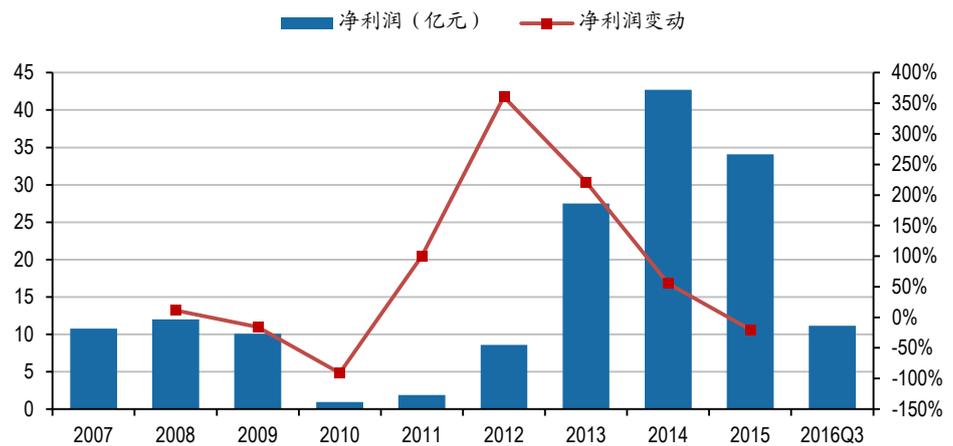
公司篇：综合能力不断提升，经营保持较高质量

锤炼中成长，应对更为从容

近20年油价出现断崖式下跌的情况有两次，一次由金融危机引发的2008-2010年阶段，一次是最近的2014-2016年阶段。但后者因为持续时间长达2年之久，对全球石油行业带来更为严峻的挑战。但从公司的经营情况来看，虽然2015-2016年需求下行，但相比2010-2011年，公司的应对策略更为有效，取得了积极效果，经营表现优于同行平均水平。

成本管控精细化，经营效率提升。在2010-2011年的下行周期中，2011年公司营业收入比2009年下滑49%，而净利润仅为2009年的9.24%。而在之后的几年，公司盈利迅速恢复，净利润在2011年到2013年以100%~400%的速度陡增，2014年公司全年营业收入达到220亿元、净利润42.72亿元。2015年虽然全球原油价格持续下跌，2015年公司营业收入仍然达到162亿、净利润34.10亿，分别同比下滑26.46%、20.18%。2016年Q3公司营业收入80.45亿、净利润11.14亿元。

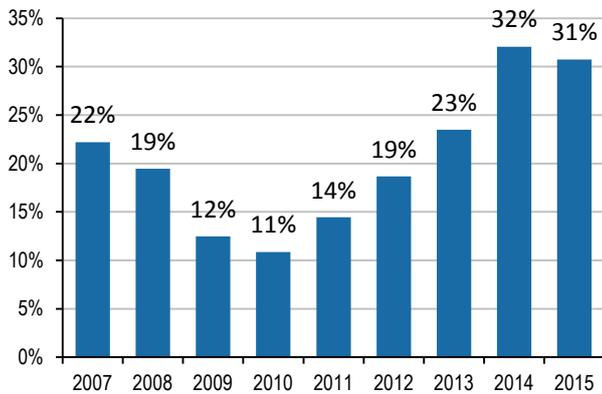
图13：公司净利润（亿元）及净利率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

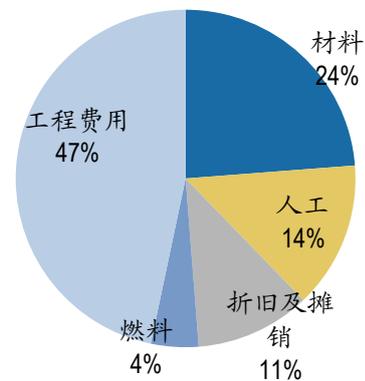
盈利规模提升的同时，公司高度重视成本管理，持续加强对主要生产链条的无缝衔接，合理安排船舶资源等，逐步形成降本增效长效机制。比如2015年渤中28/34项目实现船舶零待机，节约船天20余个，节约成本5000余万元。通过深挖集中采办、协议采办潜力，节约采办成本超过2.3亿元。公司毛利率从2010年的10.86%提升至2015年的30.75%。

图14: 公司毛利率情况



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

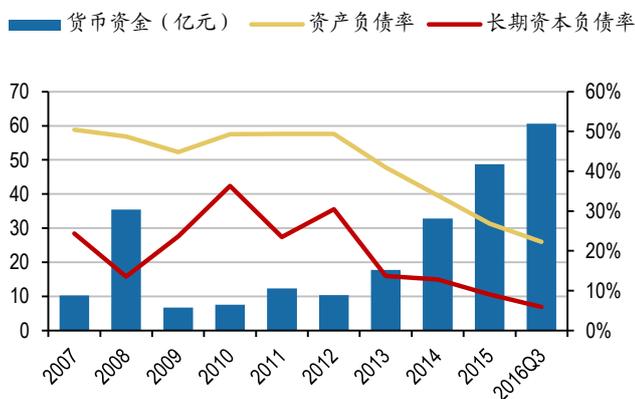
图15: 2015年公司成本构成



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

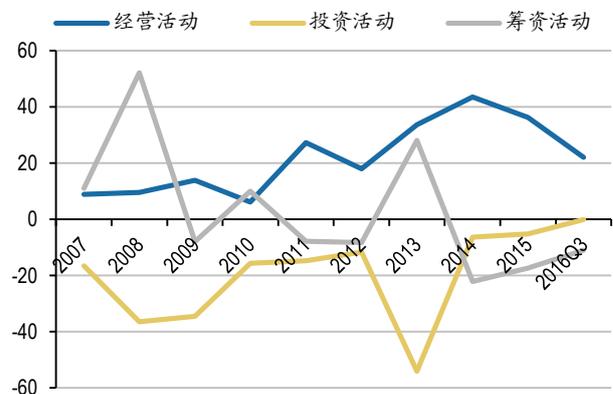
保持良好现金流, 资产状况良好。公司的货币资金从2012年持续快速增长。截止2016Q3, 公司拥有货币资金60.61亿元。同时, 公司的负债率已由2012年的49.38%下降至2016Q3的22.25%, 长期资本负债率仅为5.91%。而公司的经营活动净现金流自2007年一直维持净流入, 2013年~2016Q3经营活动净现金流维持20亿元以上。

图16: 公司货币资金及资产负债率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 公司现金流量净额 (亿元)



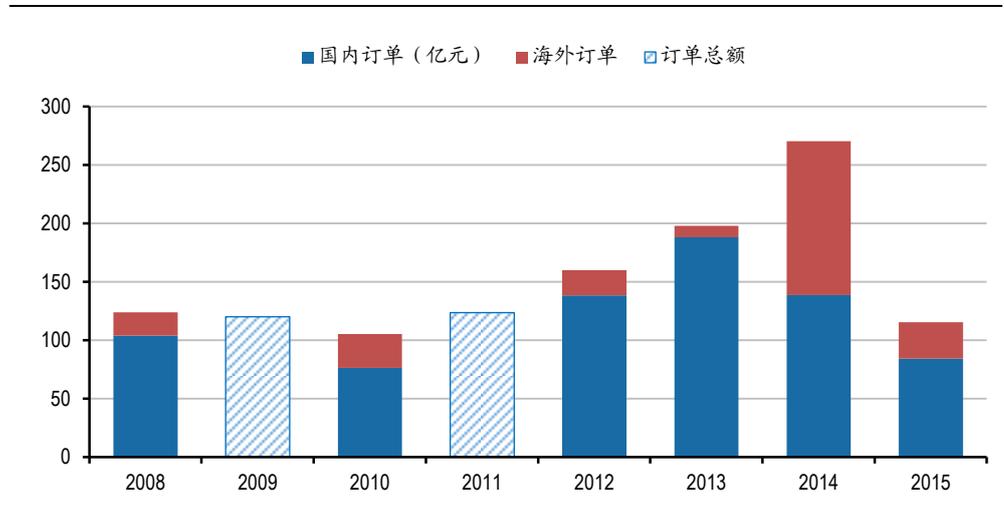
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

海外市场开拓有效, 分享全球机遇

海外市场项目大幅增加。近年来由于公司综合实力增强, 在海外市场的拓展取得了长足进步。“十二五”期间承揽了澳洲Gorgon、Ichthys、俄罗斯Yamal、缅甸Zawtika等一批有影响力的大型海外项目, 海外合同额累计约185亿元, 对有效平滑国内市场周期性波动起到了关键作用。2014年公司海外订单总额达到132亿, 到2015年公司

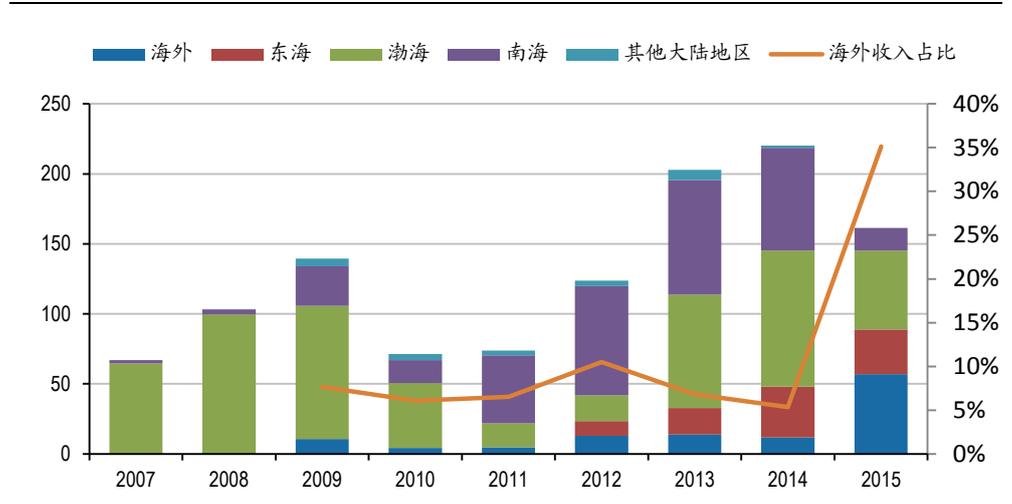
海外收入占比达到了35.11%，首次超过30%。2015年公司设立了文莱分公司和泰国子公司。公司现有12家境外公司，在澳大利亚、印尼、沙特、尼日利亚、加拿大、香港、休斯敦等地成立了常设机构。

图18: 公司新签订单构成 (亿元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图19: 公司分区域市场收入 (亿元) 及海外收入占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2016年公司中标卡塔尔某EPCI项目, 是公司在中东市场首个独立承揽的EPCI总包项目; 公司中标壳牌在荷兰某炼油厂扩建项目, 是公司继2015年成功交付Nyhamna和BSP项目后, 与壳牌公司合作的第三个项目。这些项目的中标都显示了公司国际竞争力的提高, 而项目的良好执行进一步扩大了公司的品牌效应和影响力。目前公司正在重点跟踪印尼、北海、中东和非洲相关项目。未来公司将利用“一带一路”战略下国家提供的相关政策, 继续加强向东南亚、中东等区域能源公司的业务联系, 结合低油价下能源公司的需求, 拓展新的业务合作模式。

表3: 公司披露的“十二五”期间海外重点项目

项目名称	合同金额	业主	签约时间	项目进度
缅甸Zawtika项目	3.67亿美元	泰国国家石油公司	2014年10月	2016年4月完工
俄罗斯亚马尔项目	16.43亿美元	Yamgaz公司	2014年7月	2014年9月开工, 截止2016Q3完成75%
澳洲 ICHTHYS ONSHORE LNG	3.05亿美元	日本JKC公司等	2012年1月	2012年启动, 预计2015年3月完工
沙特KJO项目	1.1亿美元	Technip沙特	2010年	2011年启动, 2013年4月完工。
澳洲Gorgon LNG	1.8亿美元	雪佛龙澳洲	2010年4月	2011年1月开工, 完工

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

逐步缩小与国际公司差距。公司的主要竞争对手是Saipem公司、McDermott公司等大型跨国海洋油气工程总包企业集团。公司具有低成本总包竞争优势, 而随着公司在模块化建造、深水与水下工程等方面的进一步培育, 公司总体设计水平已与世界先进的设计水平接轨。公司具备有全球竞争力的模块化建造能力, 实施了澳大利亚Gorgon LNG、澳大利亚Ichthys LNG等一批大型的模块化建造项目。2015年“海洋石油286”“海洋石油291”两艘世界先进深水作业能力的船舶入列服役, 使公司具备了深海大型采油平台吊装、水下结构物精准安装、海底管道及海底电缆铺设等主要作业能力, 为公司开拓国内外深水业务提供了良好支持。

表4: 海油工程主要船舶装备

现有设备	类型	开始建造时间	投入使用时间	最大起(载)重量(吨)	投资(亿元)	铺管直径	满载吃水(米)	作业水深(米)
滨海105	非自航铺管起重船	1974		200		4-30英寸	2.5	渤海浅水
滨海106	非自航起重铺管船	1974		200		4-60英寸	4.4	渤海浅水
滨海108	非自航起重船	1979		900			3.6	80米
滨海109	非自航起重铺管船	1976		318		4.5-60英寸	4.4	40米
蓝疆号	自航起重铺管船	2001	2002	3,800	10.0	4.5-48英寸	8.0	150米
蓝鲸号	自航起重船	2008	2008	7,500	14.4		13.4	300米
海洋石油299	二级动力定位船	1984		1,938	0.7		6.9	
海洋石油222	非自航工程驳船	2005		7,000	0.4		2.0	
海洋石油223	非自航工程驳船	2005		7,000	0.4		2.0	
海洋石油229	30000T导管架下水驳船	2008	2008	60,000	5.3		11.8	
海洋石油202	非自航浅水铺管船	2007	2009	1,200	5.1	4-60英寸		300米以内
海洋石油697/698	12240马力三用工作船	2009	2009	系柱拖力150吨	4.9			
海洋石油225	甲板运输船	2009	2009/2010	16,800	4.9			
海洋石油278	半潜式自航工程船	2009	2012	50,000	11.6		26.8	3000米
海洋石油201	深水起重铺管船	2007	2012	4,000	27.3	6-60英寸		3000米
海洋石油291	深水挖沟多功能工程船		2015	系柱拖力361吨	14.2		7.8	3000米
海洋石油289	深水动力定位工程船		2014	单绳250吨				3000米
海洋石油286	多功能水下工程船	2010	2015	11,228	13.76		5.8	3000米

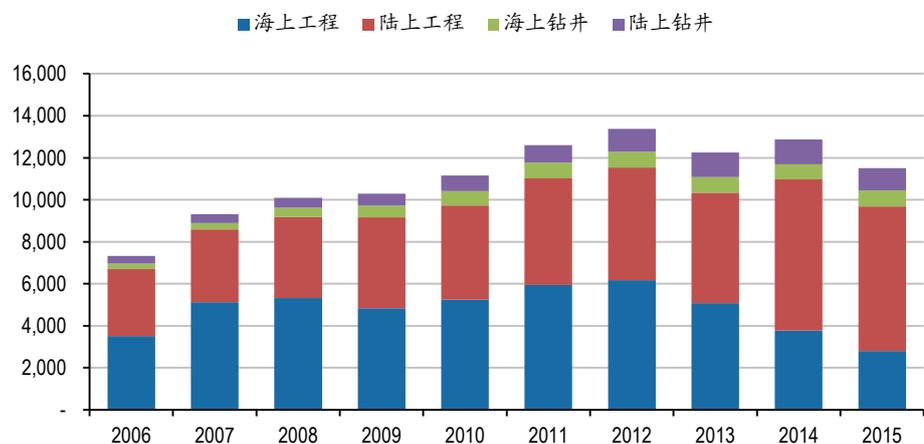
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

表5: Saipem公司的主要船舶装备

现有设备	类型	工作水深(米)	最大起(载)重量(吨)	船体空间量	产能	铺管直径
Saipem 7000	半潜式、动态定位起重机和铺管船	3000	14000			
Saipem FDS	多功能单体动态定位起重机和铺管船	3000	600			22英寸J型
Saipem FDS 2	动力定位铺管船	3000	1000			36英寸J/S型
Castoro Sei	半潜式铺管船	1000	600			
Castorone	半潜式、动态定位铺管船					60英寸
Castoro Otto	单体井架铺管船		2200			60英寸
Saipem 3000	单体, 动力定位井架起重机船		2200			
Bar Protector	动态定位潜水支援船					
Castoro II	井架铺管船		1000			60英寸
Castoro 10	浅沟铺管船	浅滩				60英寸
Castoro 12	浅海铺管船	1.4				40英寸
Castoro 16	后开沟回填充驳船	1.4				40英寸
Ersai 1	重型起重驳船		1800			
Ersai 2	工作驳船		200			
Ersai 3	自航车间(存储)驳船/支援船			50人		
Ersai 4	自航车间(存储)驳船/支援船			150人		
Ersai 400	工程驳船			400人		
Castoro XI	重型货物驳船					
Castoro 14	运货驳船					
Castoro 15	运货驳船					
S42	运货驳船					
S43	运货驳船					
S44	导管架下水驳船		30000			
S45	导管架下水驳船		20000			
S46	运货驳船					
S47	运货驳船					
Bos 600	导管架下水驳船		30000			
FPSO-Cidade de	生产平台				100,000桶/天	
FPSO-Gimbo	生产平台				60,000桶/天	

数据来源: Saipem公司官网, 广发证券发展研究中心

图20: Saipem公司收入(百万欧元)

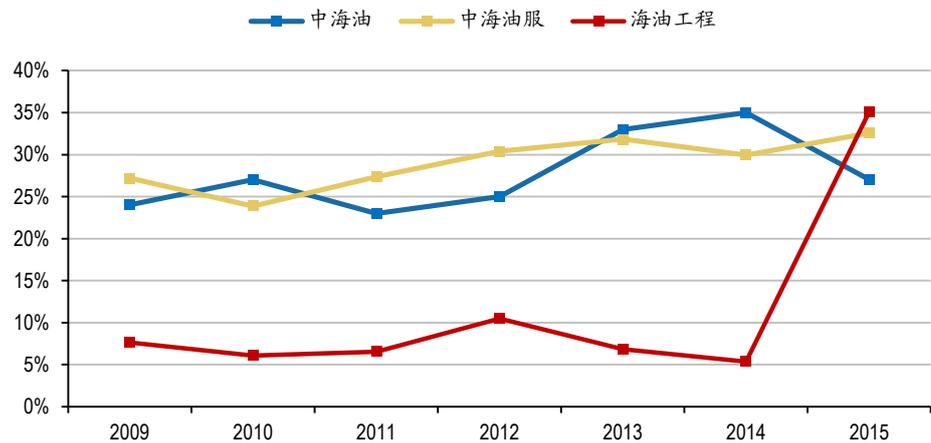


数据来源: Saipem公司年报, 广发证券发展研究中心

中海油系统的国际化稳步推进, 海外业务占比仍有提升空间。由于国际市场具有的广阔潜力, 中海油不断加大对国际市场的开发。经过多年海外发展, 中海油已基本完成全球的资产布局, 海外资产占公司总资产的50%以上。目前, 公司主要在印度尼西亚、澳大利亚、尼日利亚、乌干达、阿根廷、美国、加拿大、英国和巴西等国家的油气区块持有权益。中海油海外业务收入占比从2011年的23%提升至2014年的35%, 但2015年这一比例下滑至27%, 海外业务占比仍有提升空间。

中海油服、海油工程同作为中国海洋石油总公司的子公司, 中海油均是其关键客户。从中海油服的情况来看, 其海外业务收入占比从2010年的23.88%稳步提升至2015年的32.55%。而海油工程的海外收入占比除了2015年陡增至35%以外, 之前一直徘徊在5%~10%。未来如果公司的海外收入占比能保持稳定, 将会对公司业绩形成良好支撑。同时, 中海油在国际市场的发展也将有助于推动公司海外业务。

图21: 中海油、中海油服、海油工程的海外业务收入占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

盈利预测、投资建议与风险提示

盈利预测和投资建议

盈利预测和投资建议: 根据公司订单情况和石油行业资本支出态势, 我们预测公司2016-2018年分别实现营业收入12,394、14,290和17,949百万元, EPS分别为0.300、0.350和0.570元。公司作业能力提升和国际市场开拓取得持续进展, 结合业绩和估值情况, 我们继续给予公司“买入”评级。

风险提示

原油价格大幅波动, 导致行业景气度变化的风险。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	13818	13758	13325	14933	17994
货币资金	3282	4869	7081	7849	9535
应收及预付	6328	5045	4908	5637	6812
存货	1109	1690	1335	1447	1647
其他流动资产	3099	2154	1	0	0
非流动资产	17330	17685	17191	16720	16051
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	12972	14309	14188	13753	13118
在建工程	1721	906	906	906	906
无形资产	1868	1860	1762	1726	1692
其他长期资产	769	610	335	335	335
资产总计	31149	31442	30515	31654	34045
流动负债	7547	6167	5894	6383	7132
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	7332	5892	5894	6383	7132
其他流动负债	215	275	0	0	0
非流动负债	3029	2284	1197	1197	1197
长期借款	56	0	0	0	0
应付债券	1196	1197	1197	1197	1197
其他非流动负债	1777	1087	0	0	0
负债合计	10576	8451	7091	7580	8330
股本	4421	4421	4421	4421	4421
资本公积	4248	4248	4248	4248	4248
留存收益	11183	13576	14006	14652	16290
归属母公司股东权	20559	22976	23406	24052	25689
少数股东权益	14	15	18	21	26
负债和股东权益	31149	31442	30515	31654	34045

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	22031	16202	12394	14290	17949
营业成本	14967	11220	10368	11239	13363
营业税金及附加	516	226	248	286	359
销售费用	11	13	12	14	18
管理费用	1506	1212	1425	1501	1795
财务费用	117	-152	-45	-67	-87
资产减值损失	160	46	27	4	19
公允价值变动收益	-111	-130	0	0	0
投资净收益	182	193	200	200	200
营业利润	4824	3699	560	1514	2682
营业外收入	296	315	1000	300	300
营业外支出	7	2	10	10	10
利润总额	5113	4012	1550	1804	2972
所得税	841	602	232	271	446
净利润	4272	3410	1317	1533	2527
少数股东损益	5	0	3	3	5
归属母公司净利润	4267	3410	1315	1530	2522
EBITDA	6141	4809	1798	2821	4083
EPS (元)	0.97	0.77	0.30	0.35	0.57

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	4351	3626	3517	2262	3081
净利润	4272	3410	1317	1533	2527
折旧摊销	1111	1278	1457	1570	1669
营运资金变动	-1098	-791	1667	-356	-644
其它	66	-271	-924	-485	-471
投资活动现金流	-639	-517	-47	-610	-510
资本支出	-2135	-1622	-247	-810	-710
投资变动	1291	1105	200	200	200
其他	205	0	0	0	0
筹资活动现金流	-2210	-1581	-1258	-884	-884
银行借款	900	0	0	0	0
债券融资	-2456	-56	-1258	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-654	-1525	0	-884	-884
现金净增加额	1502	1528	2212	768	1686
期初现金余额	1780	3282	4869	7081	7849
期末现金余额	3282	4809	7081	7849	9535

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	8.3	-26.5	-23.5	15.3	25.6
营业利润增长	56.3	-23.3	-84.9	170.6	77.2
归属母公司净利润增长	55.5	-20.1	-61.5	16.4	64.8
获利能力(%)					
毛利率	32.1	30.7	16.4	21.4	25.6
净利率	19.4	21.1	10.6	10.7	14.1
ROE	20.8	14.8	5.6	6.4	9.8
ROIC	23.3	15.8	1.7	6.2	12.0
偿债能力					
资产负债率(%)	34.0	26.9	23.2	23.9	24.5
净负债比率	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
流动比率	1.83	2.23	2.26	2.34	2.52
速动比率	1.65	1.94	1.98	2.06	2.24
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.52	0.40	0.46	0.55
应收账款周转率	4.33	3.07	2.81	2.81	2.92
存货周转率	10.61	8.02	7.77	7.77	8.11
每股指标(元)					
每股收益	0.97	0.77	0.30	0.35	0.57
每股经营现金流	0.98	0.82	0.80	0.51	0.70
每股净资产	4.65	5.20	5.29	5.44	5.81
估值比率					
P/E	10.9	11.6	27.0	23.1	14.2
P/B	2.3	1.7	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.3	7.5	16.7	10.3	6.7

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，6年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。