

公司研究/首次覆盖

2017年03月01日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 8.07
合理价格区间(元): 9.00~10.08

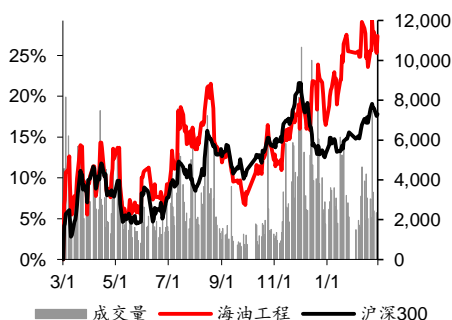
鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

积极布局海外/深海, 估值修复可期 海油工程(600583)

国内唯一大型海油工程公司, 拓展海外业务摆脱对客户高度依赖

公司是亚太最大、国内唯一的海油工程和液化天然气工程总承包商, 拥有海油工程专业承包一级资质及行业内多个业务的许可证书, 还拥有青岛、珠海两个世界级的制造基地及数十艘专业船舶。公司过往对大股东中海油业务依赖严重, 2014年最高时营收的89.1%均来自中海油, 在油价下行中海油投资放缓, 公司业绩受到影响的情况下, 公司积极拓展非海油业务和海外业务, 2016H1 营收中来自中海油的部分已不足50%, 海外营收规模达到26.4亿元, 同比增长182.5%, 占比52%, 经营风险大大下降。

油价回升利好公司主业, 深海开发壁垒确立公司行业地位

2016年下半年油价开始进入上行通道, 2017年初OPEC开始执行减产协议, 油价大概率维持上升态势。国内海油工程投资与油价成高度正相关, 我们认为国内海油开发投资有望进入新一轮增长周期, 目前中海油2017年资本开支计划600-700亿元, 较2016年同比增长约30%。海洋油气资源将是未来储量和油田数量的主要增长点, 我国也已确立了南海深海油气开发战略。深海油气开发属技术密集型行业, 专业壁垒高, 公司在珠海拥有世界级建造基地和数十艘舰船, 技术和设备能力领跑亚太, 我们认为高技术壁垒进一步确立了公司在行业内的地位, 公司将成最大受益者。

公司财务指标显著好于行业水平, 超低估值修复预期大

与国内同行相比, 公司净利率、净资产回报率和总资产周转率等经营指标均处于行业第一阶梯, 对客户依赖严重等可能影响估值的不利因素正在消除, 而公司2017年PE22倍, PB1.67倍, 均大幅低于行业中位数30.95和3.42。与海外公司相比, 虽然公司估值并不显著低于行业平均, 但考虑到公司市值和营收均远小于可比公司, 估值实际尚未反映行业整体改善为公司带来的业绩弹性。历史数据也表明, 公司PB与油价呈现高度正相关关系。基于上述考虑, 我们认为随着油价进入上升周期, 未来公司估值水平回到高于行业平均水平是大概率事件。

看好油价回升带来的业绩改善和估值修复, 首次覆盖“增持”评级

油价回升后公司国内主要客户中海油将提升资本开支, 2017年预计完成额增速超20%, 此外与福陆合作共建珠海基地后, 也将充分合作开拓国际市场。目前公司估值大幅低于A股上市可比公司, 预计公司16-18年EPS分别为0.30/0.36/0.54元, 根据可比公司估值水平和公司行业地位, 认可给予公司17年25x-28xPE估值(相当于1.8-2.1xPB)水平, 对应合理价格区间9.00-10.08元, 首次覆盖给予增持评级。

风险提示: 油价大幅下跌, 海外新签订单未能持续增长, 非海洋工程项目拓展低于预期, 汇率风险等。

公司基本资料

总股本(百万股)	4,421
流通A股(百万股)	4,421
52周内股价区间(元)	6.56-8.19
总市值(百万元)	35,680
总资产(百万元)	29,578
每股净资产(元)	5.20

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	22,031	16,202	12,663	15,029	18,397
+/-%	8.32	(26.46)	(21.84)	18.69	22.41
净利润(百万元)	4,267	3,410	1,346	1,609	2,374
+/-%	55.48	(20.08)	(60.52)	19.49	47.56
EPS(元)	0.97	0.77	0.30	0.36	0.54
PE(倍)	8.23	10.30	26.08	21.82	14.79

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

国内唯一海油工程公司，受益油价回升弹性高	4
国内唯一海洋油气开发工程公司，专业技术实力强	4
中海油集中控股 58%，积极开拓海外和非海洋工程	5
受益油价反弹与海洋开发前景，业务拐点可期	7
受益油价反弹，上游资本开支上升	7
深海开发前景广阔，壁垒明显	9
国内国际业务同趋好，估值修复可期	12
中海油资本开支预计上升，2017 有望迎来增长拐点	12
国际业务持续拓展，承接海外项目能力快速增强	13
财务指标领先国内同行，估值低于行业水平	14
盈利能力处于国际第一梯队，估值提升空间大	15
盈利预测与估值	17
关键假设	17
盈利预测和投资建议	17
风险提示	18

图表目录

图表 1：海油工程核心竞争力	1
图表 2：2016 年第三季度公司重点工程项目实施进度	1
图表 3：海油工程股权结构（截止 2016 年 2 月 20 日）	1
图表 4：2010-2016 年公司营业收入及增速	1
图表 5：2010-2016 年公司净利润及增速	1
图表 6：2016H1 公司分行业营收占比	1
图表 7：2016H1 公司分地区营收占比	1
图表 8：会计估计变更影响	1
图表 9：石油现货价平均价格指数	1
图表 10：全球石油供需变化	1
图表 11：2009-2015 年全球石油产量增长	1
图表 12：2009-2015 年美国石油产量增长	1
图表 13：2009-2015 年全球与美国石油产量增量	1
图表 14：2009-2015 年美国石油产量占全球石油产量比例	1
图表 15：油价与公司估值关系—PB	1
图表 16：2002-10 年油价与公司估值关系—PB	1
图表 17：2013-16 年油价与公司估值关系—PB	1
图表 18：2002-10 年油价与公司估值关系—PE	1
图表 19：2013-16 年油价与公司估值关系—PE	1

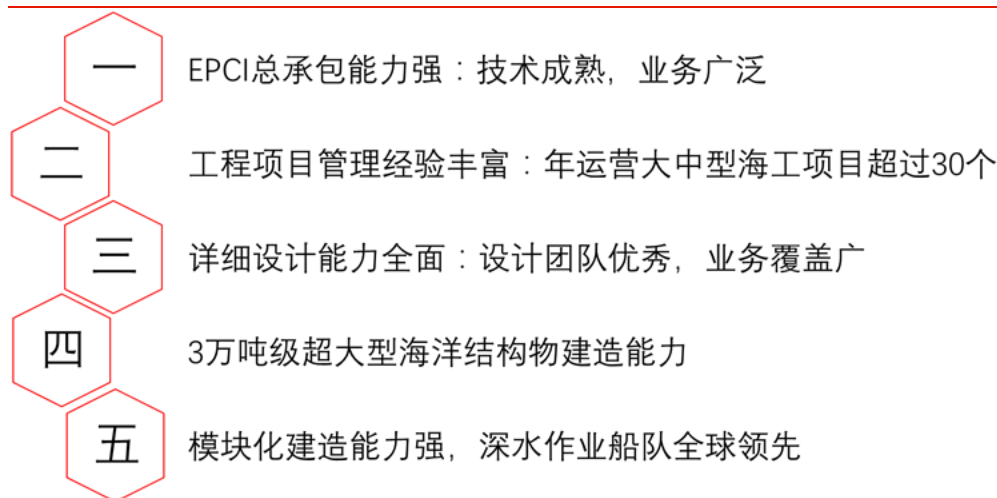
图表 20: 全球尚未探明石油储量分布	1
图表 21: 2007-2015 年全球新增大型油气田储量分布	1
图表 22: 我国油气资源地区分布	1
图表 23: 南海油气资源分布	1
图表 24: 南海石油储量与国内已勘探剩余可采储量对比	1
图表 25: 南海天然气储量与国内已勘探剩余可采储量对比	1
图表 26: 公司珠海基地近况	1
图表 27: 2016 年上半年公司前五关联方销售收入占比 (%)	1
图表 28: 2010-2015 年公司关联交易占比情况	1
图表 29: 2012-2016 年中海油有限的资本支出情况	1
图表 30: 2016 年中海油有限的资本支出预算结构	1
图表 31: 中海油海油工程业务销售额及占比	1
图表 32: 2016 年上半年公司订单分布	1
图表 33: 2011-2016 年海外营收规模	1
图表 34: 石油行业及油气钻采服务业 2016Q3 毛利率 (%)	1
图表 35: 石油行业及油气钻采服务业 2016Q3 净利率 (%)	1
图表 36: 石油行业及油气钻采服务业 2016Q3ROE (%)	1
图表 37: 石油行业及油气钻采服务业最新总市值 (亿元)	1
图表 38: 石油行业及油气钻采服务业 2016Q3 资产负债率 (%)	1
图表 39: 石油行业及油气钻采服务业 2016Q3 总资产周转率 (%)	1
图表 40: 可比公司市盈率情况 (截止 2017 年 2 月 20 日收盘)	1
图表 41: 可比公司市净率情况 (截止 2017 年 2 月 20 日收盘)	1
图表 42: 国际油气钻采服务行业业绩情况	1
图表 43: 国际油气钻采服务行业估值情况	1
图表 44: 相关上市企业估值比较	1
图表 45: 海油工程历史 PE-Bands	1
图表 46: 海油工程历史 PB-Bands	1

国内唯一海油工程公司，受益油价回升弹性高

国内唯一海洋油气开发工程公司，专业技术实力强

公司是亚太最大、国内唯一的海油工程和液化天然气工程总承包商。海洋石油工程股份有限公司是亚太地区最大的海洋石油工程 EPCI（设计、采办、建造、安装）总承包商之一，也是国内唯一能够同时承揽海洋石油、天然气开发和液化工程的设计、陆地制造和海上安装、调试、维修的大型工程总承包公司，主营业务包括海上油气田开发工程及其陆地终端的设计与建造、各类码头钢结构物的建造与安装、各种类型的海底管道与电缆的铺设、海上油气田平台导管架和组块的装船、运输、安装与调试，以及海洋工程及陆上设施的检测与维修等业务。公司拥有海油工程专业承包一级资质及行业内多个业务的许可证书，目前拥有青岛、珠海两个世界级制造基地和由 20 余艘深水、浅水工程船舶组成的海上安装作业船队，总承包能力和深水作业能力亚洲领先。

图表1：海油工程核心竞争力



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司项目经验丰富，执行能力强，业务范围涵盖全球主要产油区域。截止 2016 年第三季度，公司共有海油平台陆上建造和海上安装等 18 个项目正在稳步推进，其中埕北油田设备设施整体升级改造项目是我国首次大规模海上平台改造升级工程，作业难度和工作量创我国之最，涠洲 12-2 二期项目提前一周完成了导管架的海上安装工作。公司正在实施俄罗斯 Yamal、巴西 FPSO 等 7 个海外项目，卡塔尔 NFA 总包项目和壳牌荷兰 SDA 陆上 LNG 模块项目新开工。Yamal 项目第一列 12 个核心模块已全部交付，完成了该项目实施过程中的一个重要里程碑，为剩余两列模块的顺利交付奠定了坚实基础。

图表2：2016年第三季度公司重点工程项目实施进度

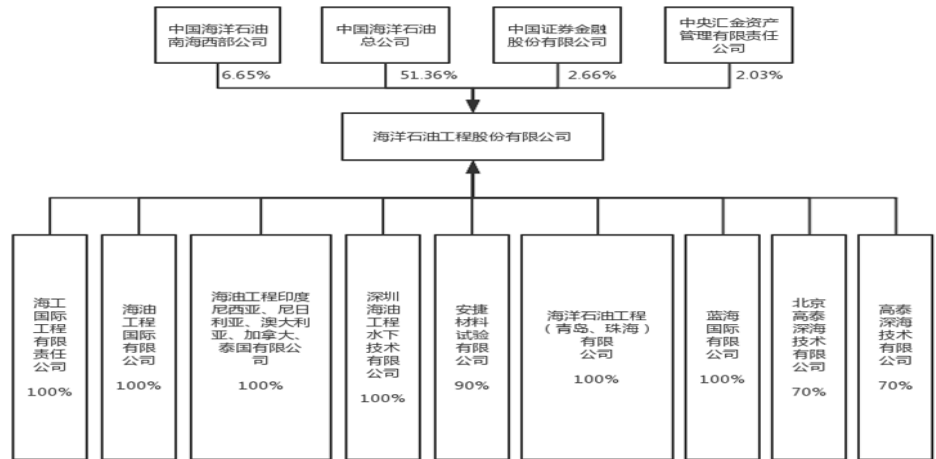
序号	项目名称	实际进度
1	壳牌 SDA 项目	1%
2	卡塔尔 NFA 项目	1%
3	荔湾 3-1 一期后期项目	27%
4	巴西 FPSO 模块项目	29%
5	文昌 9-2/9-3 项目	30%
6	天津替代工程 16 万方储罐项目	31%
7	涠洲 12-2 油田二期开发工程项目	56%
8	埕北油田设备设施整体升级改造项目	66%
9	俄罗斯 Yamal 项目	75%
10	印尼 BD 项目	92%
11	蓬莱 19-9 油田综合调整项目	96%
12	旅大 10-1 项目	100%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

中海油集中控股 58%，积极开拓海外和非海洋工程

中海油对公司拥有绝对控股权。截止2017年2月20日，公司总市值351.94亿元，总股本44.2亿；流通市值351.94亿元，流通股本44.2亿。公司控股股东中国海洋石油有限公司（中海油）直接控股51.36%，通过子公司中国海洋石油南海西部公司持股6.65%。公司现有青岛和珠海两个海洋工程总装场地，9个境外公司，在多个国家和地区成立了常设机构，业务覆盖我国主要海域和22个国家及地区。

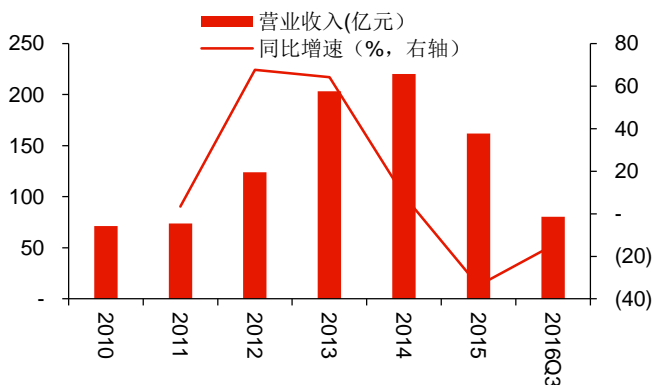
图表3：海油工程股权结构（截止2016年2月20日）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

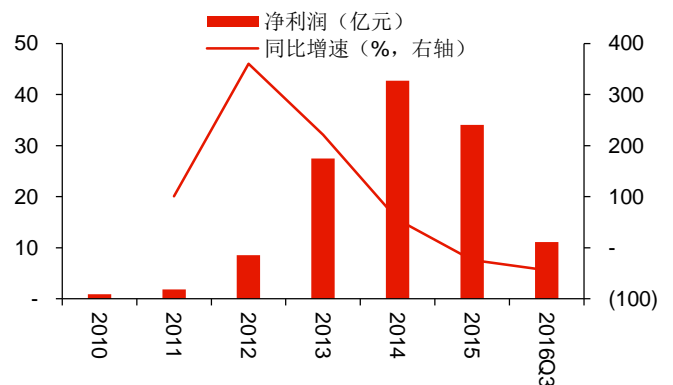
受国际油价低迷拖累，公司2013年以来营收和利润增速放缓。公司2015年实现营收162.02亿元，归母净利润34.1亿元，同比分别下降26.46%和20.17%，2016年前三季度营收80.54亿元，同比下滑20.57%，归母净利润11.18亿元，同比下滑43.8%，虽然营收下降增速略有放缓，但油价低迷致使工作量大幅降低，固定成本对利润的影响通过经营杠杆放大，导致公司归母净利润下降速度有所扩大。我们预计随着油价企稳，公司收入利润将迎来较为确定的拐点。

图表4：2010-2016年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

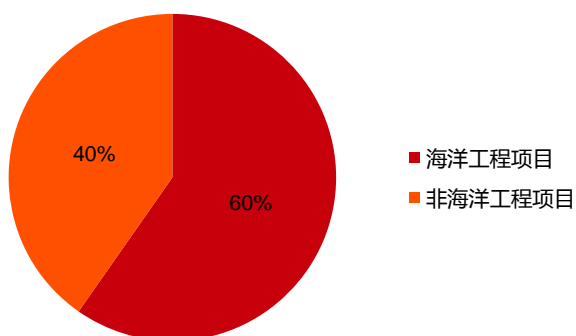
图表5：2010-2016年公司净利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

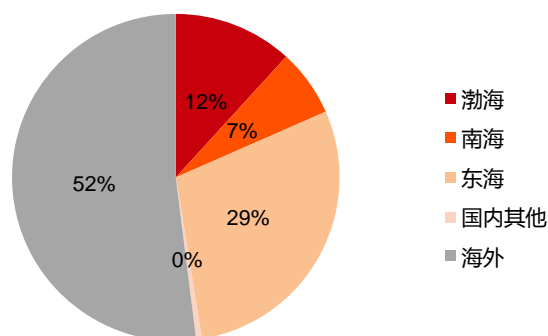
业务领域拓展迅速，非海洋工程项目和海外项目占比提高。公司2016年上半年非海洋工程项目收入20.46亿元，占营收比达到40%，非海洋项目主要包括大型模块化陆上建造国际项目的实施，其中包括ICHTHYS项目、YAMAL项目贡献了较多收入；2016年上半年公司海外业务实现营收26.4亿元，占比达到52%。非海洋工程业务和海外业务的拓展一定程度上对冲了低油价下中海油资本支出下降、新增项目减少对公司营收的负面影响。

图表6: 2016H1 公司分行业营收占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 2016H1 公司分地区营收占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

积极开拓深水业务, 会计适时变更反映真实成本状况。近年公司加快深水战略, 打造深水舰队, 新增多艘高端深水船舶, 购置成本较高。国际上船舶使用年限一般在 30 年以上, 而之前公司折旧年限为 10-15 年, 2016 年公司按实际使用情况调整了不同类型船只的折旧年限, 将最长折旧年限调整为 20 年, 2016 年折旧费用预计将减少 2 亿元。我们认为新的折旧会计估计更能反映公司的实际成本状况。

图表8: 会计估计变更影响

船舶类别	调整前折旧年限	调整后折旧年限
铺管船	10-15 年	10-20 年
起重船	15 年	15-20 年
多功能船	15 年	20 年
工程驳船	10-15 年	15 年
三用工作船	15 年	15 年

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

受益油价反弹与海洋开发前景，业务拐点可期

受益油价反弹，上游资本开支上升

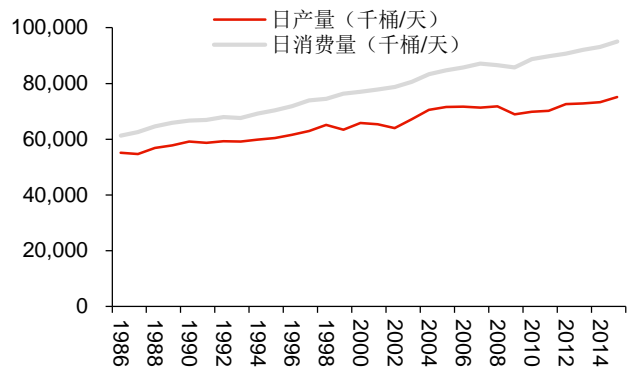
OPEC 限产协议达成，油价或迎来上升周期。过去三年中，油价从2014年7月开始至2016年1月进行了深度调整，目前已在触底反弹过程之中，加之 OPEC 年初达成限产协议，油价可能重新进入上行通道。从历史上看，全球原油需求增长相对稳定，主要受宏观经济增长和周期的影响；中短期油价波动往往受供给端影响，由于原油钻井勘探、开发和生产所需投资大，耗时较长，原油供给和油价波动具有一定滞后性。2015 年全球石油供给约为 9167 万桶，年增速 3.38%，略低于历史长期增长率均值。

图表9：石油现货价平均价格指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

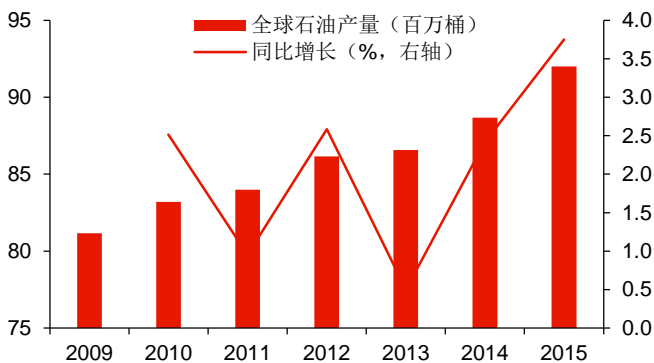
图表10：全球石油供需变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

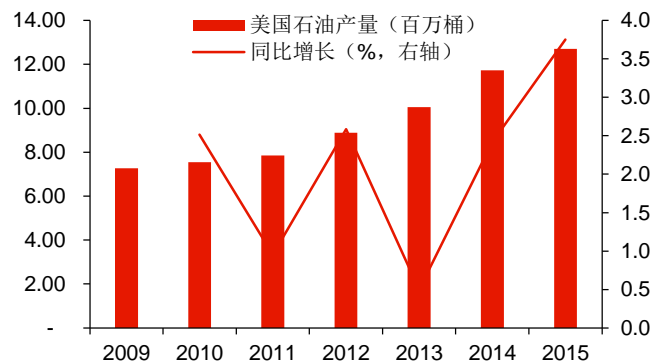
2009-15 年油价下行主要受美国页岩油供给增加影响，2015 年以来页岩油增长缓慢。2008 年经济危机后全球石油年产量从 8,115 万桶增长至 8,867 万桶，年复合增长 1.8%；与此相对，美国石油产量从 726 万桶增长至 1,565 万桶，年复合增长 9.9%。美国石油产量占全球石油产量比例迅速上升，从 2009 年的 9.0% 升至 2014 年的 13.1%。5 年期间全球石油年产量累计增长 752 万桶，其中美国石油产量累计增长 438 万桶，美国石油产量增量占全球石油增量的 58.3%；2015 年以来，受油价持续走低影响，美国页岩油的增量放缓，带动油价回归长期均衡水平。尽管 2016 年下半年以来油价有所回升，带动部分页岩油生产供给增加，但从页岩油的成本区间 65-70 美元来看，目前油价对供给增加的影响仍然较弱。

图表11：2009-2015 年全球石油产量增长



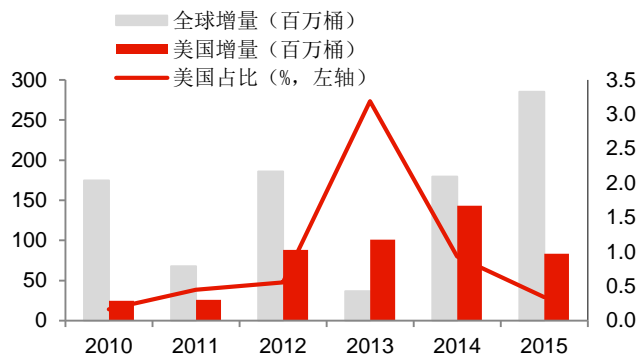
资料来源：BP 全球能源统计年鉴 2016，华泰证券研究所

图表12：2009-2015 年美国石油产量增长



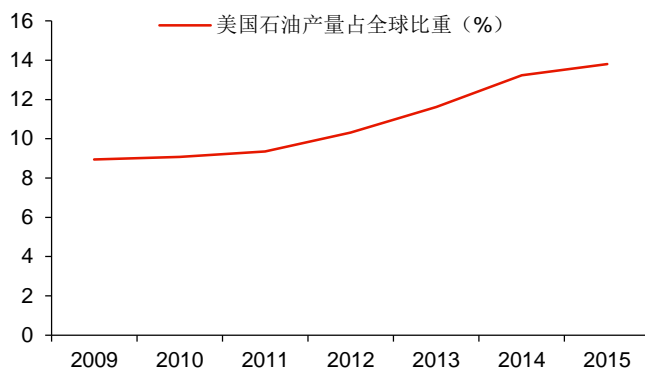
资料来源：BP 全球能源统计年鉴 2016，华泰证券研究所

图表13: 2009-2015年全球与美国石油产量增量



资料来源: BP 全球能源统计年鉴 2016, 华泰证券研究所

图表14: 2009-2015年美国石油产量占全球石油产量比例

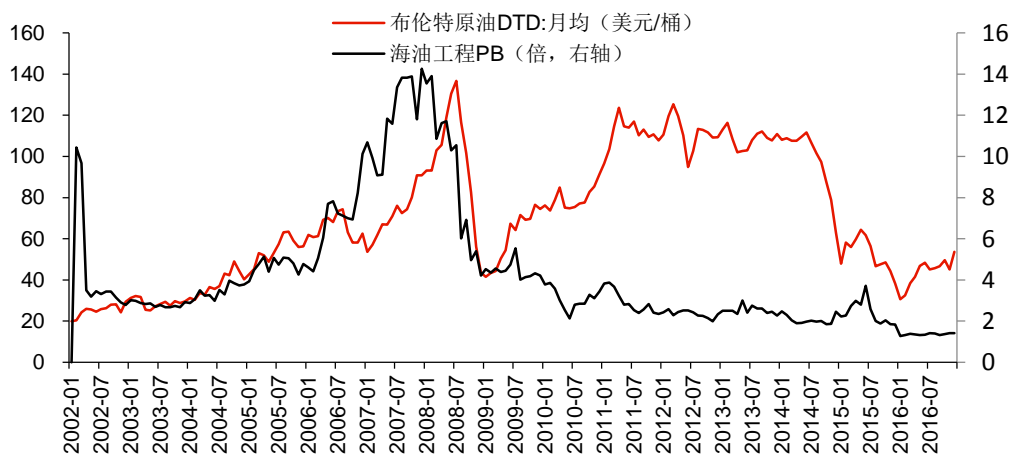


资料来源: BP 全球能源统计年鉴 2016, 华泰证券研究所

供给端收缩已验证, 供需改善仍需时日。从2016年1月起, 全球石油钻机的数量相对过去三年平均水平下降近50%, 包括高成本原油在内的全球产能正在收缩。从产销平衡值来看, 2016年全球原油供给过剩量处于130万桶/天的规模, 相对于2015年年初供给高点下降了40%。美国页岩油地区钻井数量出现跳水式下滑, 从2014年10月开始, 美国页岩油钻井数量下滑幅度达到70%。随着油价低位徘徊的延续, 新建产能的缩减和钻机的减少为供给端收缩带来了可能。如果供给收缩继续持续, 供需关系有望回归平衡状态, 油价有望回归历史均值。

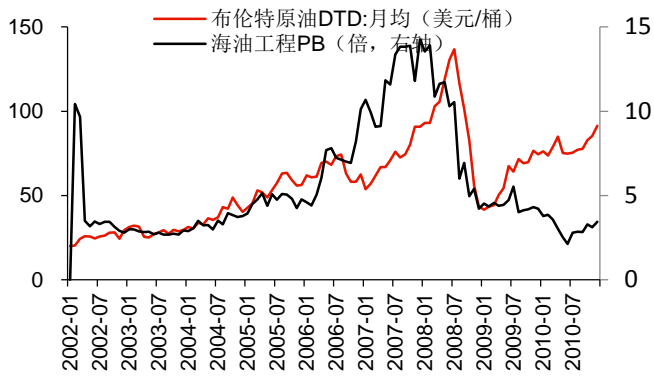
去除2011年和2012年由于公司业绩大幅缩水导致的估值异常外, 公司PB与原油价格呈正相关关系。长期来看, 公司PB与国际原油价格呈正相关关系, 而PE估值与油价关系要弱很多。在需求端自然增长、供给端产量降低的预期下, 油价具有从历史低点回归长期历史均值的趋势, 相应公司业绩和PB也将有所提高。公司股价将受益油价反弹, 随油价回归长期均值而回归合理价格区间。

图表15: 油价与公司估值关系—PB



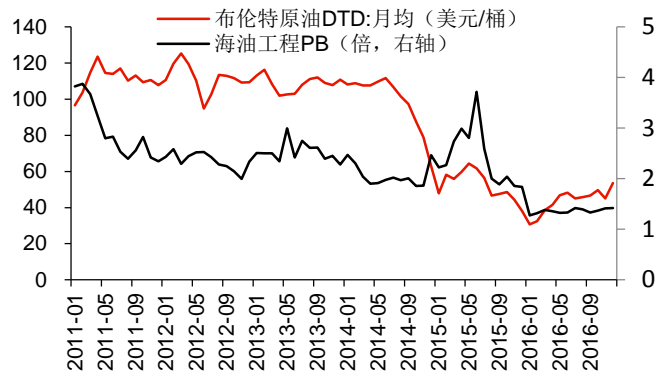
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 2002-10年油价与公司估值关系—PB



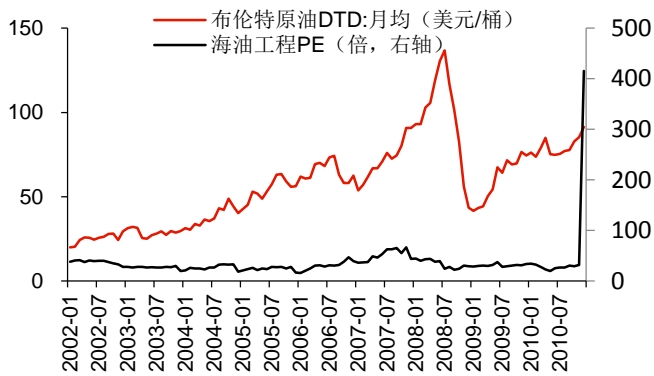
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: 2013-16年油价与公司估值关系—PB



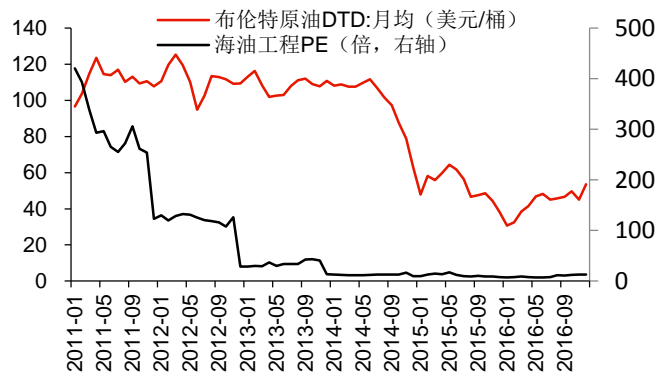
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 2002-10年油价与公司估值关系—PE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 2013-16年油价与公司估值关系—PE

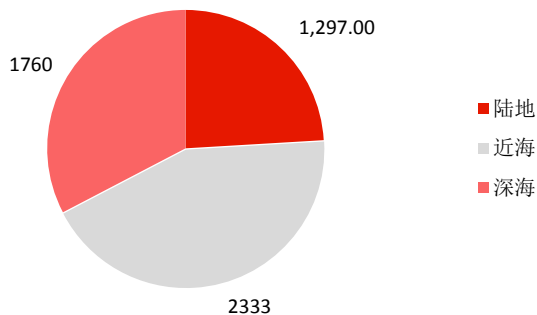


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

深海开发前景广阔，壁垒明显

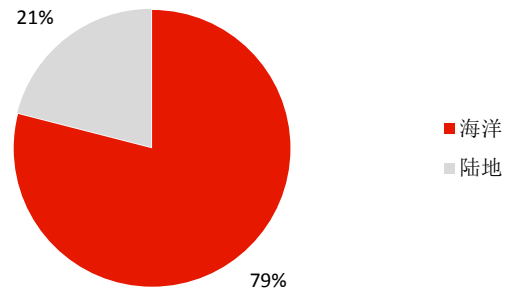
海洋石油将是未来全球石油储量增长重要源动力，积极开发海洋油气田已成为全球共识。全球海洋石油储量非常丰富，根据美国地质局测算，全球尚未探明的油气储量约为 5,390 亿桶，其中陆地油田约有 1,297 亿桶，仅占 24%，近海和深海分别为 2,333 亿桶和 1,760 亿桶，总计占比 76%。2007-2014 年间，新增大型油气田中按数量计 54.1% 处于海洋，海洋贡献了 79.0% 的新增储量。海洋油气田数目多、平均储量更大，是未来石油产量增长的主要动力。

图表20: 全球尚未探明石油储量分布



资料来源: 美国地质局, 华泰证券研究所

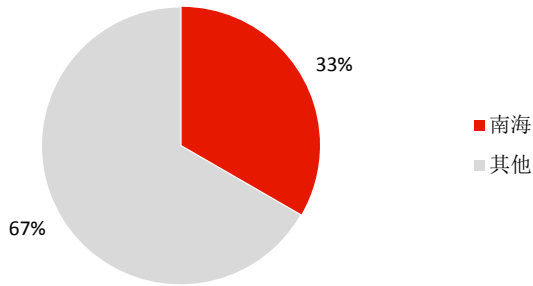
图表21: 2007-2015 年全球新增大型油气田储量分布



资料来源: 中石油经济技术研究院, 华泰证券研究所

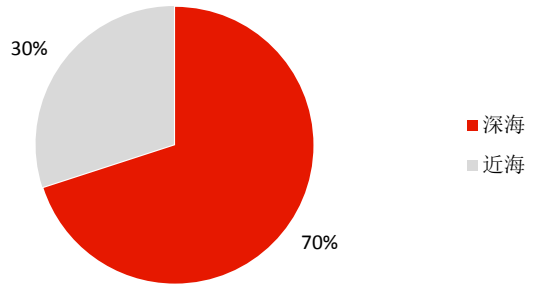
深海开发战略上升到国家层面，我国深海资源主要集中在南海，开发潜力大。2016年2月26日，第十二届全国人大常委会第十九次会议通过了《深海海底区域资源勘探开发法》，将海洋开发战略上升到国家层面。我国目前油气开发主要集中在渤海、黄海和南海珠江口等近海海域，南海的近海海域油气田开发也已具有一定规模，但深海海域没有被真正开发。南海是我国面积最大、深度最深的海域，油气资源丰富，是仅次于波斯湾、北海和墨西哥湾，位列世界第四大的海洋油气聚集中心，油气资源约占我国油气总资源量的三分之一，但其中70%聚集在深海区域。南海深海是我国海洋油气开发的重点之一，潜力大。

图表22：我国油气资源地区分布



资料来源：中石油经济技术研究院，华泰证券研究所

图表23：南海油气资源分布

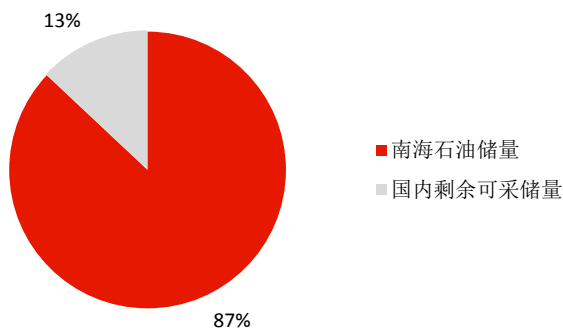


资料来源：中石油经济技术研究院，华泰证券研究所

海洋油气开发产业链要求高，技术壁垒明显，公司在行业竞争占有绝对优势。海上油气开采涉及流体力学、结构工程、机电工程、海洋环境、海洋土木工程等多种学科，需要多专业、多技术的配合，进入壁垒较高。目前海油工程是我国唯一一家承揽海上油气开发工程设计的大型工程总承包公司，背靠中海油海上油气开采全产业链，潜在竞争者难以抗衡。公司的高精尖人才技术和一体化工作能力保证了在该领域的竞争力，是海上油气开采服务业的龙头企业，也将是南海石油开发的最大受益者。

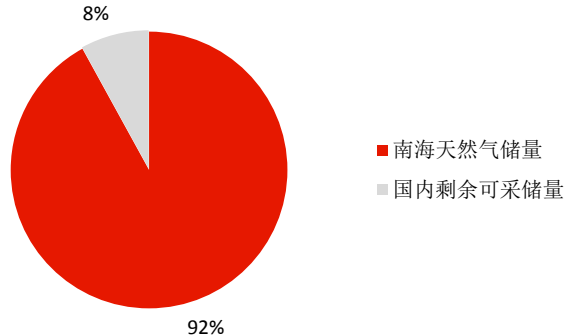
我国海洋开发未来重心在南海，公司的珠海基地将给公司深度参与南海开发提供有力支撑。据国土资源部报告显示，南海石油资源量约在230-300亿桶，相当于全球石油总储量的12%。据中科院统计，南海已探明200多个含油气构造和180个油气田，多处于水深在500-2000米的深水区，储量大。公司珠海基地计划占地总面积超过200万平方米，定位于深水海洋工程装备制造，地理位置具有优势，能够覆盖整个南海和东南亚地区。公司两艘3000米深水多功能工程船“海洋石油286船”、“海洋石油291船”已投入使用，具备深海大型采油平台吊装、水下结构物精准安装、海底管道及海底电缆铺设及深海装备制造等作业能力。精良的装备和基地将为公司参与南海开发提供充足保证。

图表24：南海石油储量与国内已勘探剩余可采储量对比



资料来源：中科院南海海洋研究所，华泰证券研究所

图表25：南海天然气储量与国内已勘探剩余可采储量对比



资料来源：中科院南海海洋研究所，华泰证券研究所

图表26： 公司珠海基地近况



资料来源：中国海洋石油报，华泰证券研究所

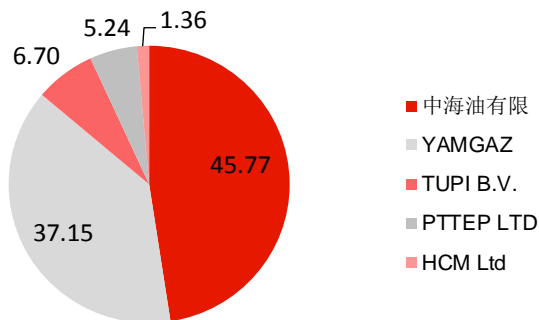
公司海工作业能力强，具有技术和施工能力上的竞争优势。公司拥有世界首艘同时具备3000米级深水铺管能力、4000吨级重型起重能力和DP-3级动力定位能力的深水铺管起重船--“海洋石油201”、世界第一单吊7500吨起重船“蓝鲸”、5万吨半潜式自航船、作业水深可达3000米的多功能水下工程船、深水多功能安装船、深水挖沟船等各类工程作业船舶20艘，具备3万吨级超大型海洋结构物海上运输、安装能力，拥有吊装、DP动力定位浮托安装、锚系浮托安装、滑移下水等多种安装技术，能够安装的单个导管架和组块最重达3.2万吨，铺设海管水深最深为1409米，单船海底管线铺设速度突破6公里/天。

国内国际业务同趋好，估值修复可期

中海油资本开支预计上升，2017有望迎来增长拐点

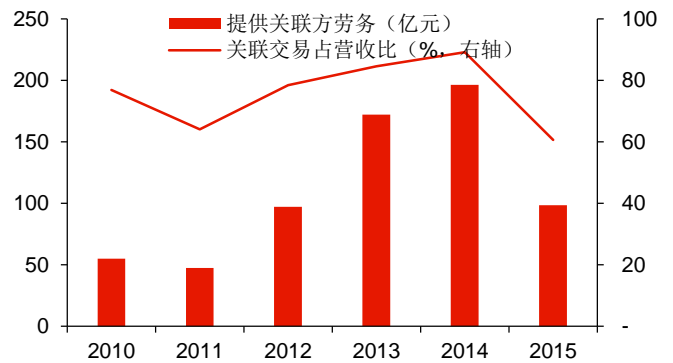
公司对中海油业务依赖度较高，正逐步拓展业务能力，降低大客户订单风险。2010-14年公司从中海油区的营收比重逐年提高，为降低过于依赖大客户所产生的风险，从2013年起，公司大力增强业务拓展能力和营销能力，获得集团外订单合同额和所占比例有所提升。2015年，公司从中海油及其子公司获得的收入占营业收入的比重从2014年的89.1%降至60.65%，2016年进一步下降至45.77%，其中为中国海洋石油有限公司提供劳务获得收入96.13亿，占当年提供关联方劳务总额的97.83%。

图表27：2016年上半年公司前五关联方销售收入占比（%）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

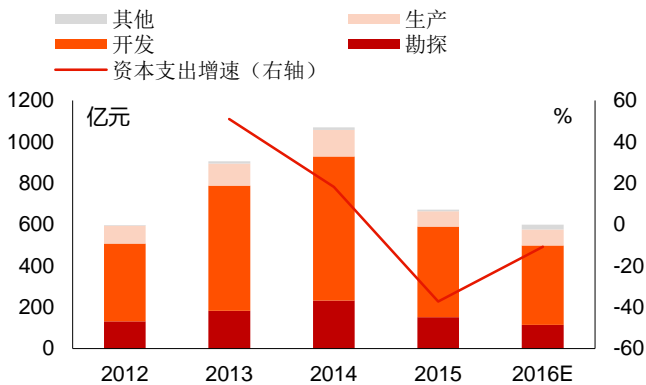
图表28：2010-2015年公司关联交易占比情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

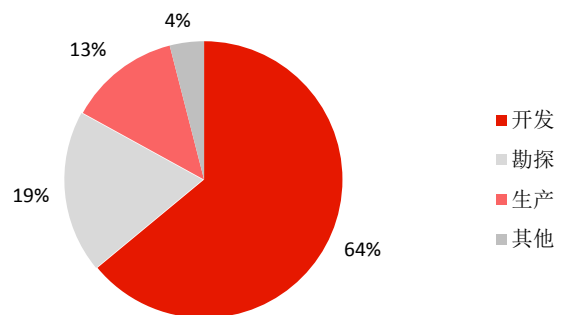
公司国内营收与中海油有限的资本支出高度相关，目前中海油2017年资本支出计划已上调，我们预计公司国内业务将恢复增长。虽然公司从集团外获取项目所占比例逐渐上升，但由于之前从中海油处获得合同额所占比例和体量大，短期内仍对中海油的资本支出有一定依赖性。2016年中海油的资本支出计划为600亿元，其中用于油气田开发金额约为380亿元，占比64%，与2015年持平，因此我们预计公司的国内业务将相应保持现有水平。根据中海油官方数据，2017年资本支出计划为600-700亿元人民币，按中位数计算，较2016年预计完成规模（503亿元）增长29.2%，资本支出有望开启新一轮增长周期，我们预计公司的国内营收也会因此恢复增长。

图表29：2012-2016年中海油有限的资本支出情况



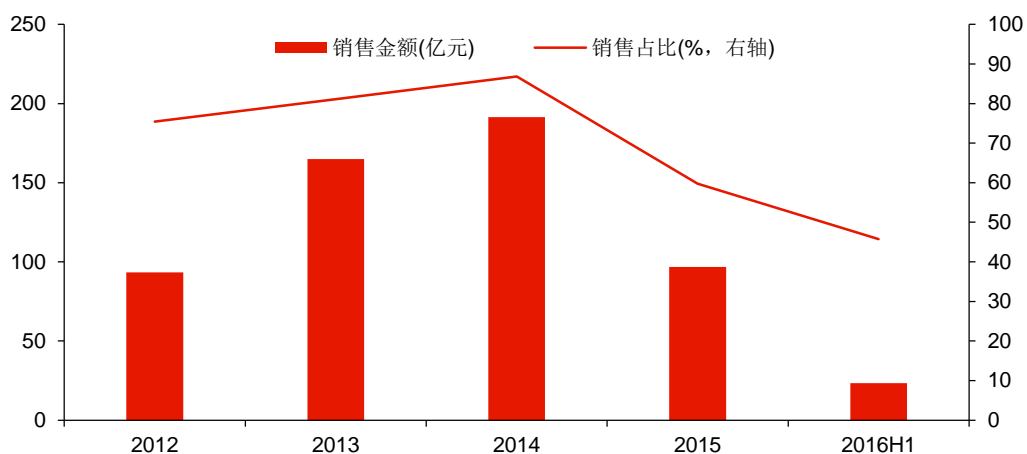
资料来源：中海油有限战略展望，华泰证券研究所

图表30：2016年中海油有限的资本支出预算结构



资料来源：中海油有限战略展望，华泰证券研究所

图表31：中海油海油工程业务销售额及占比



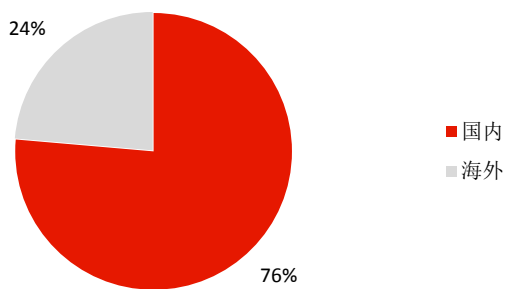
资料来源：Wind，华泰证券研究所

国际业务持续拓展，承接海外项目能力快速增强

公司海外订单规模持续扩大，营收规模占比过半。公司海外订单规模不断扩大，2016年上半年，公司在海外新签合同和中标金额规模已达8.89亿元，占全部订单比重达到23.6%；海外营收规模达到26.4亿元，YOY182.5%，占比超过一半，达到51.99%。根据订单情况，我们预计公司2016年年报海外营收将持续高速增长，占比有望超过50%。

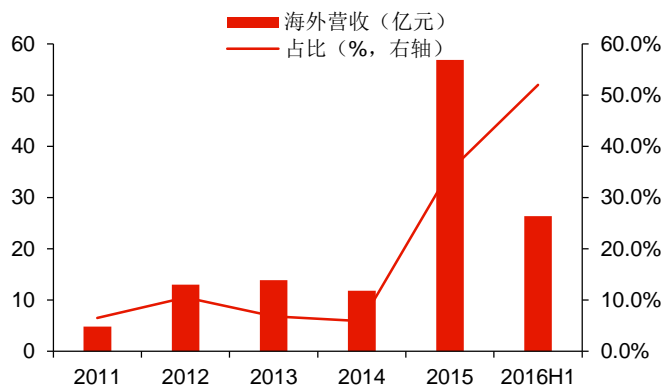
公司海外业务覆盖全球主要产油区，目前已深度跟踪的项目超过50个。公司海外业务覆盖东南亚、中东、澳大利亚、非洲及欧美五大区域22个国家，已经设立11家境外分支机构。截至2016H1，公司正在跟踪和投标的国际项目超过50个，主要集中在中东、东南亚、巴西，以及加拿大、非洲、墨西哥、俄罗斯等区域。

图表32：2016年上半年公司订单分布



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表33：2011-2016年海外营收规模



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

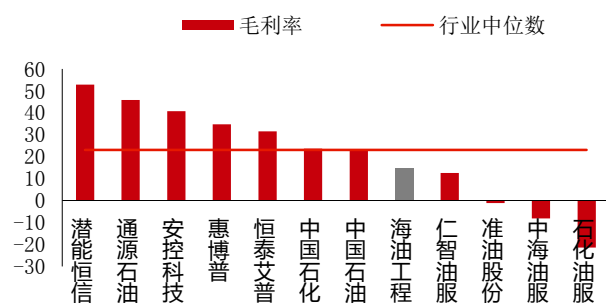
与美国福陆合作建设珠海基地，提高国际化运营和深水业务能力。公司出资5.1亿美元，与美国福陆成立合资公司，持股51%，共同建设、运营、管理珠海场地，并将珠海场地全面推向国际工程市场。珠海基地项目基地一期、二期已完工投入使用，三期建设正在规划中。珠海场地位于南海之滨，充分保障公司深度参与南海油气田建设的能力，福陆在中东、西欧和非洲西海岸海洋油田建设市场资源广泛，与福陆的合作将带动公司进一步国际化。

公司在亚太地区综合实力最强，与国际市场领先企业相比具备成本优势。国际竞争力方面，公司在浅水海工和深水海工能力方面共同推进。公司的工程能力亚太地区最强，和国际主要竞争者相比公司技术水平相近，具有成本优势。公司在300米以内已经达到国际水平，最深可进行3,000米水下作业。目前公司业务集中于常规水域，具有1,500米水深的海底管道铺设能力。随着珠海场地建成，公司的深海工程建设能力将继续得到加强。

财务指标领先国内同行，估值低于行业水平

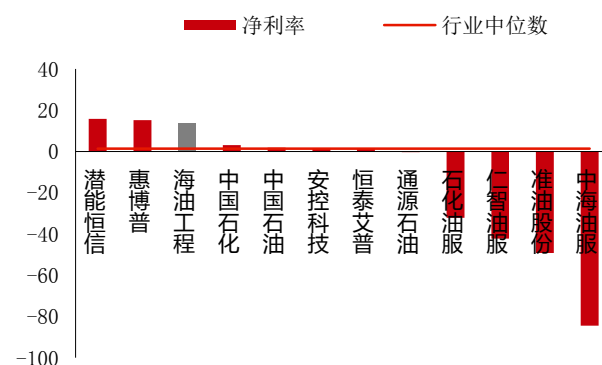
毛利率略低于行业均值，净利率处于行业第一梯队，盈利能力较强。公司2016年前三季度毛利率为14.79%，略低于行业中位数23.12%；净利率13.95%，远高于行业中位数1.32%。公司盈利能力强于行业内大部分其他公司。

图表34：石油行业及油气钻采服务业2016Q3毛利率(%)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表35：石油行业及油气钻采服务业2016Q3净利率(%)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

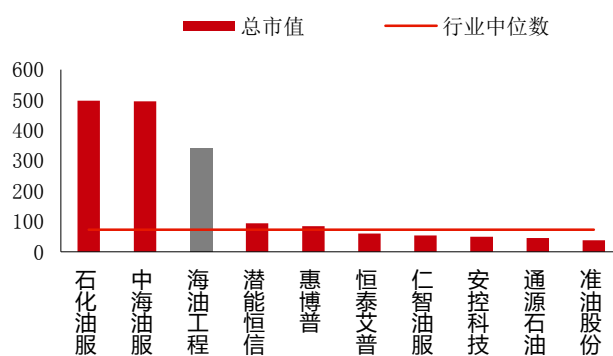
净资产回报率业内次高，市值规模较大，投资风险较小。相对于其他公司，公司2016年前三季度ROE达到行业内次高，达4.86%，高于行业中位数0.39%；截止2017年2月20日收盘，公司市值为350亿元。公司从回报和规模来看，均好于行业平均情况。

图表36：石油行业及油气钻采服务业2016Q3ROE(%)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

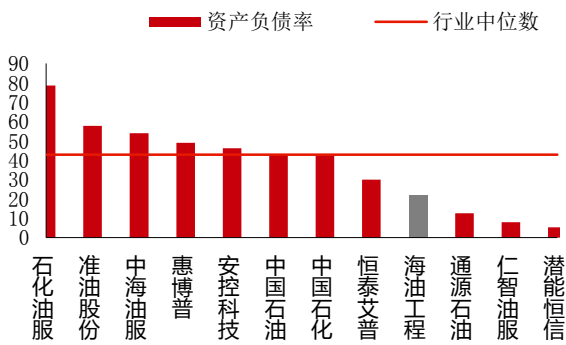
图表37：石油行业及油气钻采服务业最新总市值(亿元)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

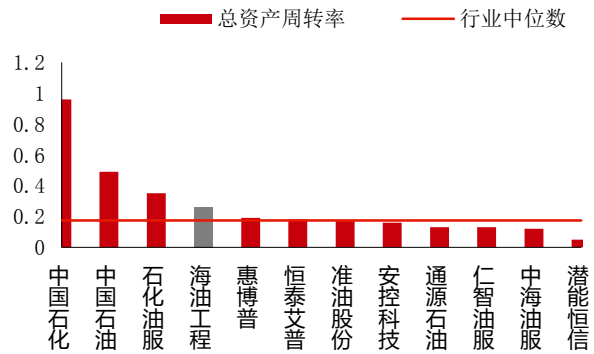
公司资产负债率低于行业均值，总资产周转率高于行业均值。公司2016年前三季度资产负债率为22.25%，同期总资产周转率0.26，均好于石油开采及油气钻采服务行业平均水平，显示出较强的资产管理能力。

图表38: 石油行业及油气钻采服务业 2016Q3 资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

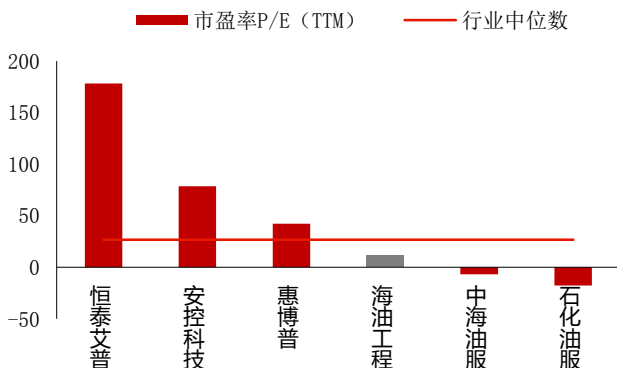
图表39: 石油行业及油气钻采服务业 2016Q3 总资产周转率 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

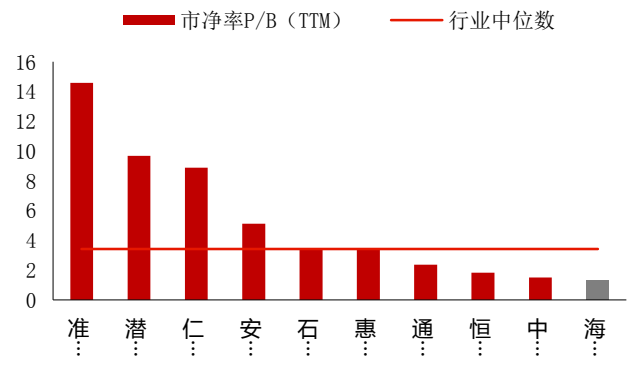
估值明显低于行业水平, 未能反映公司海工能力和海洋开发资质的独特性。对比其他油气钻采服务公司, 公司盈利能力较强, 投资回报率较高, 规模较大, 资产质量较好, 风险较低, 但相对估值较低, 低于行业市净率和市盈率的中位数, 未能完全反映公司行业相对位置、国家海洋开发预期和公司海外业务拓展预期, 我们预期未来公司受益于油价回暖, 估值有望回归甚至高于行业平均水平。

图表40: 可比公司市盈率情况 (截止 2017 年 2 月 20 日收盘)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表41: 可比公司市净率情况 (截止 2017 年 2 月 20 日收盘)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利能力处于国际第一梯队, 估值提升空间大

公司在世界范围内的主要竞争者包括哈里伯顿 (阿联酋, Halliburton, HAL)、贝克休斯 (美国, Baker Hughes, BHI)、塞班 (意大利, Saipem, SPM)、麦克德莫特 (美国, McDermott, MDR)、阿克解决方案 (挪威, Aker Solutions, AKSO)、Subsea 7 (挪威, SUBC)、德希尼布 (法国, Technip, TEC) 等, 其中哈里伯顿、贝克休斯和塞班的深水能力较强。受到国际油价缓慢抬升影响, 2016 年国际油气钻采服务行业业绩相较于去年有所改善, 除哈里伯顿和贝克休斯业绩出现较严重亏损外, 其他海外公司均有不同程度的盈利。海油工程 2016 年前三季度总体盈利能力好于国际平均水平, PE 估值低于国际平均水平, PB 与行业平均水平相近略高。我们认为与国际同行相比, 公司总市值和营收仍然很小, 公司的估值并未体现出我国南海深海战略可能为公司带来的业绩弹性。

图表42： 国际油气钻采服务行业业绩情况

公司	代码	营业收入 (\$, 亿)	净利润 (\$, 亿)	净利率 (%)
Halliburton	HAL	118.70	-56.14	-47.30%
Baker Hughes	BHI	74.30	-23.21	-31.24%
Saipem	SPM	78.85	2.00	2.54%
McDermott	MDR	19.95	0.35	1.75%
Aker Solutions	AKSO	256.48	2.98	1.16%
Subsea 7	SUBC	26.35	4.34	16.47%
Technip	TEC	94.90	4.71	4.96%
中位数		78.85	2.00	1.75%
海油工程		11.78	1.63	13.85%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：财务数据取 2016Q3 值。

图表43： 国际油气钻采服务行业估值情况

公司	代码	市值 (\$, 亿)	PE(TTM)	PE(NTM)	PB
Halliburton	HAL	471.5	N/A	52.0	3.73
Baker Hughes	BHI	257.6	N/A	108.4	1.74
Saipem	SPM	49.5	N/A	24.9	0.86
McDermott	MDR	18.3	71.2	45.2	1.16
Aker Solutions	AKSO	114.1	36.2	77.8	1.06
Subsea 7	SUBC	42.0	9.3	26.7	0.74
Technip	TEC	85.1	15.5	18.9	1.76
中位数		85.1	25.8	45.2	1.16
海油工程		50.04	11.1	N/A	1.32

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：财务数据取 2016Q3 值，市值取 2017 年 2 月 18 日值。

盈利预测与估值

关键假设

结合行业和公司的发展规划，我们对公司的盈利预测主要基于以下几点核心假设：

- (1) 国际油价进入上行周期，油价未来两年不会跌破 50 美元/桶，乐观预计减产协议延长执行期限，2017-18 年油价或上涨至 60 美元/桶；
- (2) 公司未来两年海内外业务收入比例整体维持均衡，随着俄罗斯 Yamal、缅甸 Zawtika、巴西 FPSO 等海外项目的相继完工，海外业务收入占比预计将由 2016 年的 60% 下降至 50% 左右，未来公司将利用“一带一路”战略机会，继续加强向东南亚、中东等区域能源公司的业务联系，海外业务整体维持平衡；
- (3) 国内业务方面，根据中海油 2017 年资本开支计划，我们预计未来两年将保持稳定的资本开支增长比例，2017-18 年海洋工程总承包业务分别增长 18%、20%；
- (4) 公司所处行业属于重资产行业，设备使用效率对公司毛利率影响大。我们预计随着海上工程开工的增加，船舶使用率将逐渐提高，2017-2018 年毛利率分别为 20%、22%；
- (5) 销售费用率、实际税率等指标维持现有水平，保持基本稳定；管理费用率随着降本增效的推进趋于降低。

盈利预测和投资建议

我们预测公司 2016-18 年 EPS 为 0.30/0.36/0.54 元，YoY-60.5%/19.5%/47.6%，未来两年净利润 CAGR 32.79%。可比国内上市公司 2017 年平均 PE 为 26x，国际可比上市公司 BHI、TEC 的对应 2017 年 PB 为 1.75x，而公司目前股价（2017 年 2 月 27 日收盘）对应 17 年估值仅 11xPE，1.67xPB。我们认为公司海外订单和非海洋工程业务受益于油价上行周期将继续增加，2016 年新签订单与 2015 年基本相当，且将在 2017 年逐步开工，确认收入，同时大股东中海油已出台增加资本开支计划，公司 2017 年业绩止跌回升确定性高，因此可给予 17 年 25x-28xPE 估值（相当于 1.8-2.1xPB）水平，对应合理价格区间 9.00-10.08 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

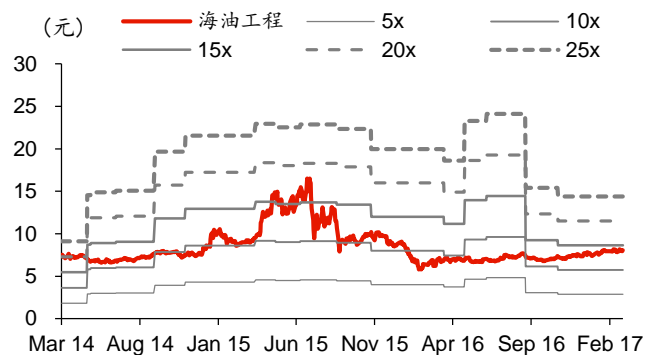
图表44：相关上市企业估值比较

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)			PE (x)		
				2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
601117.SH	中国化学	387.73	7.86	0.58	0.48	0.6	13.55	16.38	13.10
002542.SZ	中化岩土	143.10	7.95	0.22	0.2	0.26	36.14	39.75	30.58
600068.SH	葛洲坝	498.70	10.83	0.58	0.75	0.98	18.67	14.44	11.05
002140.SZ	东华科技	66.91	15.00	0.4	0.27	0.25	37.50	55.56	60.00
600248.SH	延长化建	47.11	7.65	0.26	0.28	0.3	29.42	27.32	25.50
601618.SH	中国中冶	980.22	5.06	0.24	0.3	0.36	21.08	16.87	14.06
均值							26.06	28.38	25.71
600583.SH	海油工程	351.06	7.94	0.77	0.3	0.36	10.31	26.47	22.06

资料来源：Wind，华泰证券研究所

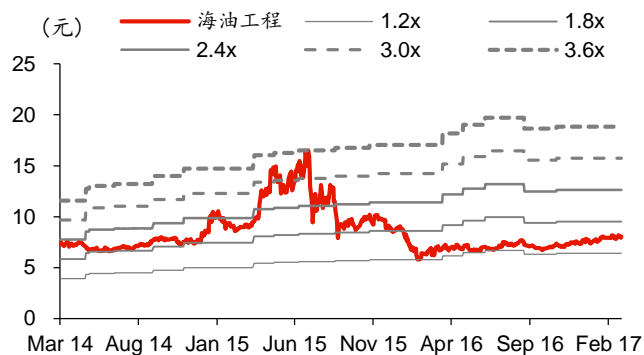
注：表中市值及价格为 2017 年 2 月 27 日收盘价。

图表45: 海油工程历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表46: 海油工程历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

油价大幅下跌,海外新签订单未能持续增长,非海洋工程项目拓展低于预期,汇率风险等。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	13,818	13,758	12,317	14,529	18,083
现金	3,282	4,869	4,869	6,189	8,523
应收账款	5,843	4,713	3,683	4,372	5,352
其他应收账款	238.70	171.55	134.23	159.22	194.96
预付账款	246.10	120.28	113.96	129.61	153.42
存货	1,109	1,690	1,342	1,500	1,671
其他流动资产	3,100	2,193	2,174	2,180	2,188
非流动资产	17,330	17,685	16,581	15,281	13,967
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	12,972	14,309	13,758	12,787	11,681
无形资产	1,803	1,798	1,676	1,565	1,468
其他非流动资产	2,554	1,579	1,147	929.04	817.62
资产总计	31,148	31,443	28,898	29,809	32,049
流动负债	7,547	6,167	6,070	6,503	7,492
短期借款	0.00	0.00	220.22	0.00	0.00
应付账款	5,001	4,714	4,466	5,079	6,012
其他流动负债	2,545	1,453	1,383	1,424	1,479
非流动负债	3,029	2,284	2,352	2,327	2,309
长期借款	56.17	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2,973	2,284	2,352	2,327	2,309
负债合计	10,576	8,451	8,422	8,829	9,801
少数股东权益	14.46	15.09	15.22	15.37	15.60
股本	4,421	4,421	4,421	4,421	4,421
资本公积	4,248	4,248	1,492	1,492	1,492
留存公积	11,183	13,576	14,548	15,051	16,320
归属母公司股	20,557	22,976	20,461	20,965	22,233
负债和股东权益	31,148	31,443	28,898	29,809	32,049

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	4,351	3,626	4,179	2,586	3,358
净利润	4,272	3,410	1,346	1,609	2,374
折旧摊销	1,098	1,278	1,350	1,391	1,418
财务费用	117.34	(151.56)	(41.35)	(53.22)	(90.51)
投资损失	(182.05)	(192.83)	300.00	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(1,098)	(821.30)	1,336	(241.68)	(233.54)
其他经营现金	143.30	102.68	(110.64)	(18.93)	(9.76)
投资活动现金	(638.59)	(517.25)	(373.07)	5.66	(8.53)
资本支出	2,177	1,803	150.00	150.00	150.00
长期投资	(1,050)	(901.14)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	488.27	384.66	(223.07)	155.66	141.47
筹资活动现金	(2,209)	(1,733)	(3,806)	(1,272)	(1,015)
短期借款	0.00	0.00	220.22	(220.22)	0.00
长期借款	(76.01)	(56.17)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	(2,756)	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,133)	(1,677)	(1,271)	(1,052)	(1,015)
现金净增加额	1,502	1,528	0.00	1,319	2,335

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	22,031	16,202	12,663	15,029	18,397
营业成本	14,967	11,220	10,631	12,090	14,312
营业税金及附加	516.44	226.47	177.01	210.08	257.16
营业费用	11.17	12.67	9.91	11.76	14.39
管理费用	1,506	1,212	952.24	1,127	1,361
财务费用	117.34	(151.56)	(41.35)	(53.22)	(90.51)
资产减值损失	160.08	45.66	40.00	40.00	40.00
公允价值变动收益	(110.99)	(129.74)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	182.05	192.83	(300.00)	100.00	100.00
营业利润	4,824	3,699	594.03	1,703	2,603
营业外收入	296.05	315.20	1,000	200.00	200.00
营业外支出	7.42	2.01	10.00	10.00	10.00
利润总额	5,113	4,012	1,584	1,893	2,793
所得税	840.66	602.16	237.72	284.06	419.16
净利润	4,272	3,410	1,346	1,609	2,374
少数股东损益	5.00	0.32	0.13	0.15	0.23
归属母公司净利润	4,267	3,410	1,346	1,609	2,374
EBITDA (倍)	6,040	4,826	1,902	3,041	3,931
EPS (元)	0.97	0.77	0.30	0.36	0.54

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	8.32	(26.46)	(21.84)	18.69	22.41
营业利润	56.28	(23.31)	(83.94)	186.65	52.87
归属母公司净利润	55.48	(20.08)	(60.52)	19.49	47.56
获利能力 (%)					
毛利率	32.06	30.74	16.05	19.55	22.21
净利率	19.37	21.05	10.63	10.70	12.90
ROE	20.76	14.84	6.58	7.67	10.68
ROIC	21.72	15.19	2.67	8.48	13.83
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.95	26.88	29.14	29.62	30.58
净负债比率 (%)	1.34	0	2.61	0	0
流动比率	1.83	2.23	2.03	2.23	2.41
速动比率	1.68	1.95	1.80	2.00	2.18
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.52	0.42	0.51	0.59
应收账款周转率	4.32	3.06	3.01	3.72	3.77
应付账款周转率	2.81	2.31	2.32	2.53	2.58
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	0.77	0.30	0.36	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.82	0.95	0.58	0.76
每股净资产(最新摊薄)	4.65	5.20	4.63	4.74	5.03
估值比率					
PE (倍)	8.23	10.30	26.08	21.82	14.79
PB (倍)	1.71	1.53	1.72	1.67	1.58
EV_EBITDA (倍)	5.19	6.49	16.47	10.30	7.97

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com