

惠博普(002554)/采掘服务 终止增发影响有限；海外订单预期乐观，业绩高增长
评级：买入(维持)
市场价格：7.78
目标价格：10—11
分析师：王华君
执业证书编号：S0740517020002
电话：010-59013814
Email: wanghj@r.qlzq.com.cn
公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1381.42	1359.05	1821	2204	2622
增长率 yoy%	45.20%	-1.62%	34%	21%	19%
净利润	155.72	161.50	139	420	600
增长率 yoy%	51.22%	3.71%	-14%	202%	43%
每股收益(元)	0.34	0.32	0.13	0.39	0.56
每股现金流量	0.10	0.01	0.06	0.04	0.05
净资产收益率	10.31%	7.62%	8.96%	8.29%	8.63%
P/E	31	43	5	20	14
PEG	0.61	11.62	-	0.10	0.32
P/B	3.37	3.34	3.3	3.2	3.1

备注：

投资要点

■ **事件：公司终止 2016 年度非公开发行 A 股股票并撤回申请文件。**鉴于在申报过程中，国内资本市场环境、监管政策等发生了较大变化，为维护广大投资者的利益，公司综合考虑融资环境、融资时机以及公司经营需要等多种因素，决定终止 2016 年度非公开发行事项，并向中国证监会申请撤回相关申报文件。

■ **安东股权收购已完成，定增撤回对公司影响有限。**鉴于公司此前已公告完成了对安东油服伊拉克子公司（以下简称“DMCC”）40%股权收购的交割工作，对今年对赌承诺的业绩（惠博普 40%的权益有望获得 1.36 亿元以上净利润）不影响。本次终止非公开发行造成的直接影响是公司考虑债务融资支付剩余支付款，适当增加了公司的财务费用，但避免了中小股东股权的稀释。

■ **看好公司海外市场开拓，海外 EPC 订单预期乐观。**目前公司订单主要集中在海外 EPC 项目，主要来自于伊拉克、哈萨克斯坦和巴基斯坦，公司今年还在努力开辟非洲市场，我们预计在中东、中亚、南亚、非洲市场上订单预期乐观。

■ **公司 2017 年一季度业绩有望高速增长，我们预计 2017-2019 年业绩进入快车道**

(1) 一季度业绩同比预计高速增长：考虑到 2016 年业绩预告中提到的延后的巴基斯坦项目收入、并表的安东油服伊拉克业务等，我们判断一季报的业绩同比高速增长。

(2) EPC 业务：公司之前公告巴基斯坦项目 1.48 亿美元订单，判断其中 2/3 约 6.5 亿人民币预计在 2017 年确认收入；年初公告的哈萨克斯坦 2.7 亿人民币订单预计在 2017 年确认收入，此两项累计 9 亿元左右。

(3) 2017 年新增订单趋势乐观：我们认为 2017 年全年 EPC 业务确认 12 亿元收入概率较大。EPC 项目净利率接近 20%，利润贡献预计 2-2.5 亿元。

(4) 收购安东油服伊拉克业务：根据业绩承诺 1.36 亿元，我们判断仍有可能超预期。

(5) 环保业务：订单预期乐观，业绩有望超预期。

(6) 管道业务：通过收购啄木鸟公司强化管道业务。

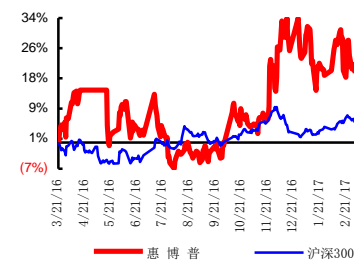
■ **近期油价有所调整，我们认为油气装备行业从油价上涨的主题性投资开始迈向基本面投资。**油气装备的周期拐点非常明确，我们持续看好中长期投资机会。油气装备领域我们特别看好海外业绩占比高，业绩高增长、估值比较低的惠博普。

■ 我们认为惠博普是本轮油气装备的龙头，公司与安东油服的战略合作，创新了业务模式，公司未来海外 EPC 订单会持续高速增长。目前公司的市值 80 多亿，今年 PE 在 20 倍左右，持续推荐！

■ **风险提示：**控股股东减持风险、国际油价持续下滑、海外订单落地进展低于预期、汇率波动风险、环保及管道检测维保业务发展低于预期。风险提示事件：国际油价持续下滑、海外项目进展低于预期、汇率波动风险、环保及管道检测维保业务发展低于预期。

基本状况

总股本(百万股)	1,071
流通股本(百万股)	624
市价(元)	7.78
市值(百万元)	8,331
流通市值(百万元)	4,852

■ 股价与行业-市场走势对比

相关报告

《公司点评—惠博普(002554)：中标哈萨克斯坦约 2.7 亿元 EP 项目海外订单乐观，明后年业绩将持续高速增长》2016.12.27

《公司点评—惠博普(002554)：拟购买安东集团不超过 5% 股权，协同发展共同打造一体化油服龙头》2016.12.2

《公司深度——惠博普(002554)：油气装备海外 EPC 保增长，环保及管道业务促成长》2016.01.11

内容目录

一、 终止非公开发行对公司影响有限	- 3 -
(1) 安东股权收购已完成，定增撤回对公司影响有限	- 3 -
(2) 证监会“18个月新规”对公司未来资本运作没有负面影响	- 3 -
二、 海外 EPC 订单保障公司业绩稳步增长	- 3 -
(1) 公司海外 EPC 业务性价比优势明显，市场竞争力强	- 3 -
(2) 加强与安东集团合作，未来协同开拓海外市场	- 3 -
(3) 与安东油田服务、洲际油气等打造油气产业联盟，提升市场影响力 ..	- 4 -
三、 从油田环保迈向市政通用环保领域，预计今年有望突破	- 4 -
四、 管道自动化及检测维保业务有望成为新的业绩增长点	- 5 -
五、 未来油价稳定促使行业持续好转	- 5 -
六、 投资建议	- 5 -
风险提示	- 5 -
附录 1：安东油服 DMCC 公司	- 5 -
附录 2：惠博普估值在油气设备行业中具备优势	- 7 -

一、 终止非公开发行对公司影响有限

(1) 安东股权收购已完成，定增撤回对公司影响有限

- 鉴于公司此前已公告完成了对安东油服伊拉克子公司（以下简称“DMCC”）40%股权收购的交割工作，对今年承诺的业绩（惠博普 40% 权益有望获得 1.36 亿元以上净利润）不影响。
- 本次终止非公开发行造成的直接影响是公司考虑债务融资支付剩余支付款，适当增加了公司的财务费用。
- 本次终止增发避免了中小股东股权的稀释。

(2) 证监会“18 个月新规”对公司未来资本运作没有负面影响

- 目前距离公司最近一次融资的资金到位时间已经 2 年多了，满足证监会“18 个月新规”的要求。公司依照证监会近期融资意见主动撤回，我们认为未来不排除找到新的项目去重新启动一轮新的融资。

二、 海外 EPC 订单保障公司业绩稳步增长

(1) 公司海外 EPC 业务性价比优势明显，市场竞争力强

- 中油价格局下，公司海外 EPC 业务性价比优势明显，竞争力强。中油价格局下，海外油公司也精打细算，挑选质优价廉的供应商。以惠博普、安东油田服务为代表的中国优秀民营企业海外 EPC 业务性价比优势明显，市场竞争力强。
- 公司 2014 年实现了向 EPC 工程总承包商的转型，与国外竞争对手相比，公司有较大成本优势，在全球油气公司削减资本支出环境下，公司因产品性价比高中标概率明显提升。2015 年 11 月，公司与巴基斯坦 OGDCL 公司签订巴基斯坦 Nashpa 油田天然气处理及液化石油气回收项目的《工程总承包合同》，合同金额为 1.48 亿美元。我们判断公司海外客户数量将持续增加，品牌影响力不断增强，未来海外订单预期乐观，公司营收将持续稳步增长。此外，公司业绩还受益于原材料价格下降及人民币贬值等因素。
- 公司 2015 年新签合同额 15.3 亿元，较 2014 年增长 30%；2015 年末在手合同金额 11.2 亿元，较 2014 年增长 83%。我们认为公司在手合同较多，为 2016 年营收和业绩增长奠定坚实的基础；2016 年公司海外 EPC 有望继续凭借产品性价比高优势获得较多合同，2017 年公司业绩有望持续保持快速增长。

(2) 加强与安东集团合作，未来协同开拓海外市场

- 安东集团是中国领先的独立一体化油田工程技术服务供货商，产品和服务覆盖油气田开发全生命周期，形成了钻井服务、完井工具、增产技术、采油服务、检测服务、一体化总包及产量管理服务六大产业模块，具有完善的产品线及一体化的服务能力，能够为油公司解决油气田增产、提速、降本及安全环保等难题。

- 近年来安东集团的海外业务不断取得新的进展和突破,尤其在中东地区,业务规模持续增长,盈利能力良好,在手订单充足。此前公司已公告完成了对安东油服伊拉克子公司(以下简称“DMCC”)40%股权收购的交割工作。我们认为,通过本次投资,公司将强化与安东集团的战略合作关系,进一步促进双方在油服业务领域的资源共享和优势互补,共同打造油气田开发一体化总包服务能力、开拓国际服务市场,提升公司的持续盈利和应对市场波动的能力。

(3) 与安东油田服务、洲际油气等打造油气产业联盟,提升市场影响力

- 根据公司公告,公司与安东油田服务集团、洲际油气三方将长期目标确立为建立以油气资源业务为核心业务,以工程技术为支持性业务,以“一带一路”地区为重点的全球产业布局,具备使油气资源价值最大化的核心竞争力和较强的风险防范能力的油气产业联盟。
- 三方业务发展均聚焦在于中国公司具有优势的全球市场,在各自优势市场相互帮助形成互补,各方共享市场资源和信息,制定协同一致的长期市场规划,市场开拓协同力量一致行动,提升市场影响力。
- 此外,三方将共享人才和技术信息、共享研究系统和专家顾问;致力于采用新技术、新工艺及服务模式变革的方式来整体提高油气资源开采效率和经济价值,积极探讨由洲际油气进行资源收购和管理,由安东和惠博普提供开发环节的一体化工程总包服务及配套投资的简单有效的服务模式。
- 根据业务经营需求,三方可探讨采用各种资本合作形式,包括成立联合体、合资公司及油气产业基金,开展油气综合业务,开展行业并购和大型投资工程一体化业务。
- 我们认为,与国际石油公司及油服公司相比,中国公司优势在中亚、非洲及伊拉克等中东部分国家,这些国家的共同特点是具有丰富的石油资源,但本国石油开发力量较弱,同时希望能降低开发成本。公司产品服务性价比高,与安东石油服务集团、洲际油气组成油气联盟将提高三方的市场影响力和竞争力,有助于公司获得更多国际订单。

三、从油田环保迈向市政通用环保领域,预计今年有望突破

- 环保板块公司此前主要业务集中在油田环保,包括油田污泥处理等。2015年环保业务由油田环保向石化、炼化、通用环保业务领域突破。其中在石化环保业务方面,公司技术在国内处于领先地位。随着环保法越来越严格,石化炼化的老化油、渣油及稠油等处理有迫切需求。2015年公司等多家企业进行了技术交流和实验,都得到了良好的认可。公司围绕炼化、老化油处理,移动设备从10套扩展到15套,目前已取得环保处理资格认证,未来业务有望持证上岗快速壮大。
- 公司2015年投资2亿元在天津成立环境工程公司,对环保业务进行专业化管理,形成核心团队,未来主营业务包括土壤修复、重金属处理,河流领域的治理、生物废弃物的综合利用、市政垃圾及污水处理等。公司目前在河北、河南、湖北、四川等有多个项目在跟踪,2016出台的《土十条》将促进土壤修复蓝海市场的高速增长,公司通用环保板块有望充分受益。根据目前订单趋势判断,环保领域有望今年落地大的PPP

项目，湖泊治理、土壤修复业务 2 个多亿项目有望马上落地，业绩有望超预期。

四、管道自动化及检测维保业务有望成为新的业绩增长点

- 目前国内油气长输管道总里程达到 12 万公里，每年检测市场需求近 20 亿元，维保市场更大，且技术门槛较高，毛利率高。
- 公司 2015 年使用自有资金 1.19 亿元，收购控股子公司潍坊凯特 8 名自然人股东所持 33.123% 股权。收购完成后，公司对潍坊凯特的持股比例由 51% 增至 84.123%。潍坊凯特主业为管道自动化、数字化等，和公司优势互补、协同效应显著，2012-2014 年净利润复合增长率达 150%，我们判断 2016 年将持续增长。
- 2015 年公司成立惠博普管道技术有限公司，并进行了智能内检测技术的储备和开发，2016 年将逐步推向市场。惠博普管道技术有限公司定位为“管道医院”，按照完整性管理的理念打造管道一体化服务能力，预计产品及服务毛利率超 50%，未来有望成为公司新的业绩增长点。
- 公司通过收购啄木鸟进入管道业务，2017 年预计 3000-4000 万利润。2016 年收入一般，但是订单量不错，2017 年预计较好。

五、未来油价稳定促使行业持续好转

- 我们判断油价在未来一段时间预计在 50 美元左右波动，主要的采油国都会维持正常的投资水平，特别在产能建设的环节下可以按照既定的计划有条不紊的进行。由于两年投资低谷，很多油公司的产能持续性出现了问题。在 2015 年、2016 年这两年大幅缩减的产能投资的背景之下，2017 年年初市场明显好转。

六、投资建议

- 预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.13/0.39/0.56，PE 为 59/20/14 倍。公司为小市值、低估值、高增长的优质标的，市场预期差较大，未来与安东油服深度合作将助力公司业绩进一步增长，持续推荐。

风险提示

- 国际油价持续下滑、海外项目进展低于预期、汇率波动风险、环保及管道检测维保业务发展低于预期。

附录 1：安东油服 DMCC 公司

- 公司以及公司全资子公司香港惠华环球科技有限公司（以下简称“香港惠华”）与安东油田服务集团（以下简称“安东集团”）、安东油田服务国际有限公司（以下简称“安东国际”）及安东油田服务 DMCC 公司（以下简称“DMCC 公司”）于 2016 年 5 月 16 日签署了《关于安东油田服务 DMCC 公司（Anton Oilfield Services DMCC）的股权转让协议》（以下简称“《股权转让协议》”），香港惠华将以现金方式收购安东国际持有

的 DMCC 公司 40% 股权。

- 安东油田服务 DMCC 公司成立于 2010 年 8 月，安东国际此前持有其 100% 股份。同时，安东国际是安东石油国际 FZE 公司全部已发行股本的 100% 的合法及受益所有人及控制人。安东国际将根据本次《股权转让协议》的约定在 2016 年 6 月 30 日前，将其持有的 FZE 公司 100% 股权以 1 美元的价格转让给 DMCC 公司，使得 DMCC 公司成为 FZE 公司全部已发行股本的 100% 的合法及受益所有人及控制人（DMCC 和 FZE 以下合称“伊拉克业务公司”）。
- 安东集团伊拉克业务公司在伊拉克境内经营的相关油服业务经营情况稳定，服务内容包括钻井技术服务（定向井技术服务、钻机服务）、完井技术服务（连续油管技术服务、酸化压裂技术服务、完井工具销售）、采油技术服务（采油运行管理、地面工程总承包 EPC）。其中采油技术服务业务主要是地面工程总承包及其建成后对相关设施运行的管理和维护服务，与公司的油田系统地面工程建设有较强的相关性和互补性，钻井及完井服务则处于油服产业链的上游环节。
- 安东集团伊拉克业务公司作业主要分布在伊拉克中部地区、米桑地区和南部地区，主要服务的油田项目包括中石油哈法亚油田、绿洲石油阿哈代布油田、中海油米桑油田和卢克石油西古尔纳油田等。相关业务发展迅速，盈利情况良好，在手订单及后续签约情况良好，并且与国内大客户建立长期稳定的合作关系，未来业绩的成长性有较好保证。

图表 1：2015 年度 DMCC 公司主要财务数据（未经审计）

项目	单位：万元
资产总额（2015 年 12 月 31 日）	123,460
负债总额（2015 年 12 月 31 日）	43,210
所有者权益总额（2015 年 12 月 31 日）	80,250
营收	56,328
净利润	18,269

来源：公司公告，中泰证券研究所整理

- 安东集团、安东国际及罗林（安东集团实际控制人）承诺 DMCC 公司仅就其伊拉克业务 2016 业绩不低于 2.6 亿，2017 年 DMCC 公司的合计净利润增长率原则上不低于 2016 年的 30%；2018 年 DMCC 公司的合计净利润增长率原则上不低于 2016 年的 60%；即 2017 年标的公司合计净利润不低于人民币 3.38 亿元，2018 年标的公司合计净利润不低于人民币 4.16 亿元。

图表 2：DMCC 公司 2016-2018 年业绩承诺不低于 2.6、3.38、4.16 亿元

业绩承诺	单位：亿元
2016	2.6
2017	3.38
2018	4.16

来源：公司公告，中泰证券研究所整理

附录 2：惠博普估值在油气设备行业中具备优势

■ 公司在行业内成长性好，估值具备优势，持续推荐。

图表 3：预计公司 2017-2019 年净利润

上市公司	代码	股价（元）	EPS（元）				PE			
			2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
惠博普	002554.SZ	7.65	0.15	0.13	0.39	0.56	51	59	20	14
恒泰艾普	300157.SZ	8.86	0.11	0.05	0.13	0.18	84	166	70	48
吉艾科技	300309.SZ	25.08	0.15	-1.22	0.71	1.10	163	-	35	23
杰瑞股份	002353.SZ	21.81	0.15	0.16	0.44	0.67	144	138	50	32
海默科技	300084.SZ	12.51	0.03	0.06	0.17	0.25	462	219	72	49
行业平均估值							181	146	49	33

来源：公司公告，中泰证券研究所整理（股价截止 2017 年 3 月 20 日）

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。