

油气钻采服务

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人: 王博

S0960112100026

0755-82026754

wangbo3@china-invs.cn

6-12个月目标价: 8.00元

当前股价: 6.47元

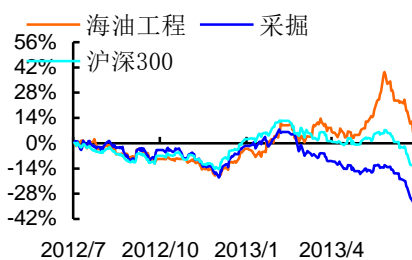
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	1950.01
总股本(百万)	3889
流通股本(百万)	3889
流通市值(亿)	252
EPS	0.07
每股净资产(元)	2.71
资产负债率	48.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海油工程	-23.16%	0.40%	12.58%
采掘	-22.16%	-27.12%	-30.35%
沪深300	-16.88%	-16.37%	-11.61%



相关报告

《海油工程-收入渡过最低谷, 固定成本增加的负面效应将稳步改善》2011-3-30

《海油工程-战略转换期的收入下滑趋近尾声》2010-10-26

《海油工程-渤海工作量暂告段落, 南海和海外业务是未来重点》2010-8-26

海油工程

600583

推荐

重回升势的海工装备总承包商, 挺进深水将是未来看点

海油工程是集海洋石油、天然气开发工程设计、陆地制造、海上安装、调试维修于一体的工程总承包公司。受益于中海油“十二五”期间资本支出高速增长、南海深水开发逐步提速, 公司业绩自2012年开始迅猛回升。在新签订单和业务量饱满的情况下, 未来两年业绩增长值得期待。

投资要点:

- **中海油开发支出决定公司收入, 订单规模和毛利率稳步上升保障业绩持续增长。** 13年中海油资本支出达历史新高120-140亿美元, 开发支出约占总支出70%比例, 根据公司收入占中海油开发支出30%比例来估计, 全年公司收入将有20%以上增长。12年公司新签订单160亿元, 海上安装业务占比提高、完工项目结算变更收入将使毛利率稳步提升, 我们预计今年业绩将达50%的持续增长。
- **订单周期性趋弱, 今年业绩有保障。** 我们认为中海油近两年较高的开发支出是公司维持订单规模的重要保证, 短期来看荔湾项目完工将使公司南海收入减小, 但渤海业务增量将是公司今年下半年和明年业绩得到平稳增长的重要因素。
- **中长期将受益中海油南海开发, 挺进深水领域值得期待。** 南海丰富油气储量是中海油未来能源开发重点, 公司中期有望受益南海招标区块的项目启动。荔湾项目的成功是公司挺进深水领域的里程碑, 随着珠海基地建设的顺利推进, 一旦深水能力得到持续突破, 深水项目有望成为公司新兴业绩增长极。
- **海外收入占比将逐步提升, 2015年有望达到30%。** 公司尽快加速海外市场拓展有平滑业绩波动的客观需要和提升公司全球市场份额的主观需求, 近年公司通过联合竞标获取海外订单已经初显成效, 未来在澳洲、东南亚等地区有望逐步通过由浅水入深水、由分包到总包走向更宽广的国际舞台。
- **盈利预测和投资评级。** 我们预测公司13-15年EPS为0.34、0.41、0.47元, 对应PE为19.3、15.7、13.8。考虑到之前股价基本反应之前利好因素, 我们需等待荔湾项目后中海油新的潜在深水项目开发进展以及公司中报业绩等催化剂, 因此目前给及公司“推荐”的投资评级, 对应合理目标价8元。

风险提示:

- 原油价格导致中海油投资开发波动、海上多变气候阻碍工程进度、南海深水开发进度放缓、海外项目竞标低于预期的风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	12383	15350	16806	18025
收入同比(%)	68%	24%	9%	7%
归属母公司净利润	848	1305	1600	1825
净利润同比(%)	369%	54%	23%	14%
毛利率(%)	18.7%	20.8%	21.7%	21.3%
ROE(%)	8.3%	11.4%	12.3%	12.3%
每股收益(元)	0.22	0.34	0.41	0.47
P/E	29.67	19.29	15.73	13.79
P/B	2.46	2.20	1.93	1.69
EV/EBITDA	14	10	8	7

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、重回升势的中海油麾下最重要海工装备总包商.....	4
1.1 公司业绩回升动力强劲	4
1.2 公司业务与中海油高度相关，中海油开发支出决定公司收入	6
1.3 公司将受益于中海油的“二次跨越”，今年业绩有保障	6
二、船队基地规模不断壮大全面提升公司竞争力	8
2.1 船队规模逐步庞大提升公司海上作业能力	8
2.2 已有建造基地产能利用充分，珠海深水基地项目如期推进	9
2.3 项目饱满，工程进度顺利	10
2.4 维修业务或将持续贡献惊喜	12
三、演绎南海深水故事	12
3.1 南海开发的横向扩张	12
3.2 深水区域的纵向探索	14
3.3 荔湾 3-1 项目是公司挺进深水的里程碑	15
三、海外项目显现公司更大雄心	16
四、投资建议：推荐	17

图表目录

图 1 公司营业收入 2013 年有望创历史新高	4
图 2 公司净利润回升势头强劲	4
图 3 公司新签订单饱满	5
图 4 渤海和南海业务呈现此消彼长趋势	5
图 5 业务量增加带动毛利率上行	5
图 6 公司 2012 年收入主要来源仍在中海油	6
图 7 公司营收与中海油开发支出相关性高	6
图 8 中海油油气产量稳步增长	7
图 9 中海油实现油气价格维持高位	7
图 10 中海油近年的勘探发现和投产项目情况	7
图 11 中海油资本支出增长趋势不改	8
图 12 公司近年来项目运行、完成情况	11
图 13 中海油 2012 年原油产量分布	12
图 14 中海油 2012 年天然气产量分布	12
图 15 中海油 2012 年第一批南海招标区域	13
图 16 中海油 2012 年第二批南海招标区域	13
图 17 中海油海底作业能力稳步提升	14

图 18 荔湾项目示意图.....	15
表 1 公司近三年业务工程量变化情况	4
表 2 公司固定资产和专用设备净值变化情况	8
表 3 公司船队规模情况	9
表 4 公司已有陆地建造场地情况.....	10
表 5 2013Q1 公司重点项目工程进度:	11

一、重回升势的中海油麾下最重要海工装备总包商

1.1 公司业绩回升动力强劲

海油工程是我国目前唯一一家集海洋石油、天然气开发工程设计、陆地制造、海上安装、调试和维修于一体的大型工程总承包公司。公司目前业务主要包括海洋工程总承包、非总包业务和非海洋工程业务，总包业务占公司营业收入绝大比例，近年来平均占比超过 85%，其中陆地建造和海上安装业务大部分来自于中海油的订单，具有高度相关性。

受益于中海油对于海上油气田长远的开发规划，公司在“十一五”期间搭上中海油集中开发渤海常规水域油气田的东风，在 07-09 年经历了一波黄金发展时期，业绩达到 10 亿元规模级别。但随着渤海业务周期性的下滑，公司在 10-11 年呈现业绩低谷。目前，随着中海油“十二五”发展规划逐步进入新油气田的设备制造安装阶段、以及南海深水开发逐步往前推进的预期实现，公司 2012 年业绩开始得到迅猛回升，有望迎来更强劲的发展高峰。

表 1 公司近三年业务工程量变化情况

	设计工时(万)	钢材加工量(万结构吨)	投入船天(万)	铺设海底管线(公里)	维修产值(亿元)
2010	167	6.3	1.15	157	7.15
2011	197	8.1	0.96	125	20.18
2012	287	21.3	1.75	389	24.9

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司目前的业务量较为饱满，体现公司业务景气的设计工时、钢材加工量、投入船天、铺设海底管线在 2012 年分别较 2011 年提高了 46%、163%、82% 和 211%。2013 年一季度公司业务仍同比高速增长，累计完成设计工时 53.89 万，钢材加工量 5.38 万结构吨，铺设海底管线 43.53 公里。

图 1 公司营业收入 2013 年有望创历史新高

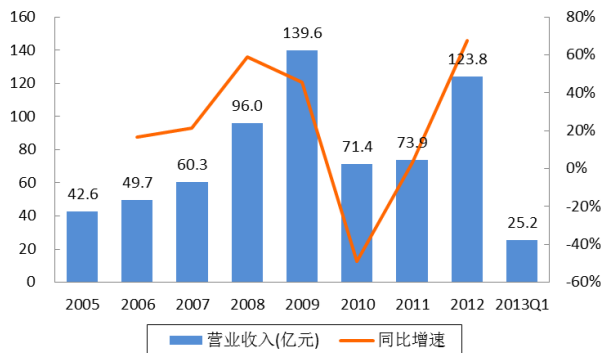
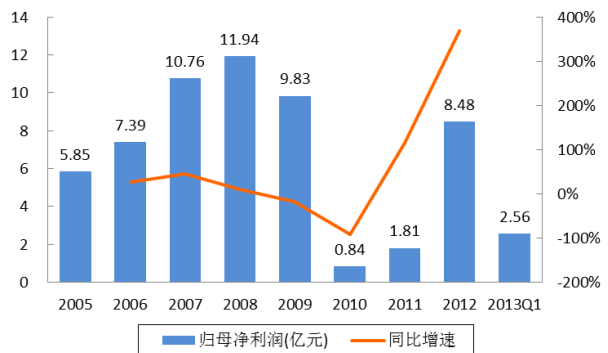


图 2 公司净利润回升势头强劲



资料来源：公司公告、中投证券研究所

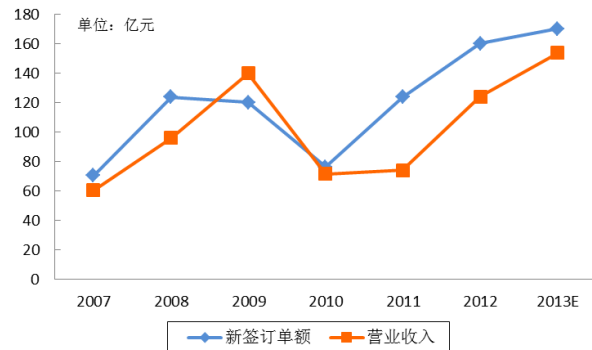
资料来源：公司公告、中投证券研究所

2012 年公司营业收入达 123.8 亿元，归母净利润达 8.48 亿元，同比分别增长 67.7% 和 368.5%。2013 年一季度更是实现销售收入 25.23 亿元，净利润 2.56 亿元，同比增长 93.61% 和 423.01%。公司去年上半年陆地制造业务量较

多，而海上安装业务从下半年开始明显增长；我们预计今年公司各细分业务在全年的时间节点上来看更为均衡，有望在营业收入和净利润上创出历史新高。

公司 2012 年新签订单合同额达到历史高位的 160 亿元，受益于中海油持续增长的资本支出，我们保守估计今年新签订单不会少于去年。而根据 07-09 年公司业绩高峰期来分析，营业收入确认稍晚于公司新签订单的变化情况，因此我们认为公司 12-13 年较为饱满的订单情况将支撑公司 13-14 年的业绩。

图 3 公司新签订单饱满

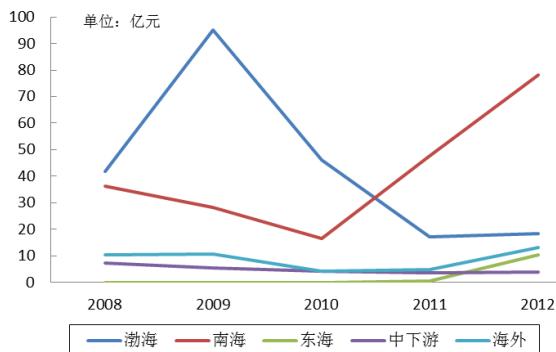


资料来源：公司公告、中投证券研究所

分区域来看，之前公司在渤海和南海的业务量呈现此消彼长的趋势。2009 年渤海业务曾达到 95 亿元，尔后逐渐下降，2011 年南海业务首度超过渤海业务，而 2012 年更是飙升至 78 亿元，我们认为主要是荔湾项目带动了整体南海业务量的上行，但不可否认中海油的南海开发战略仍能在未来几年给公司提供稳定的业务量。此外，公司积极开拓海外市场，海外业务的增长也值得关注。

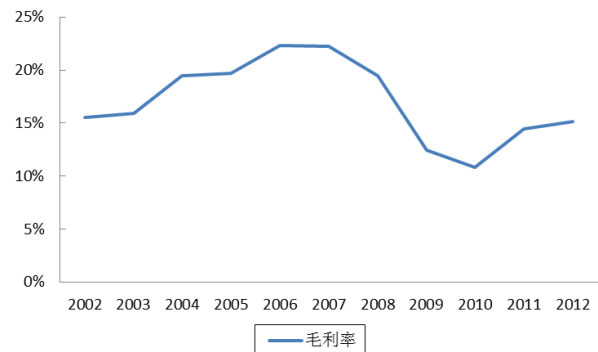
公司于近期进行了会计政策的变更，将原来计入营业成本的研发支出调至管理费用中，为了方便对比，我们仍将研发支出加回到营业成本来分析公司的毛利率变化情况。09 年之前公司毛利率一直稳定在 15-20% 之间，在业务高峰期公司的陆地基地和船舶运营饱和情况下，毛利率能够呈现约 5% 的上行，而业务量低谷时期，公司 2010 年毛利率曾跌至 10% 附近。同时公司近年来投产较多大型船舶和制造基地，增加的固定成本折旧也是影响公司毛利率的因素。

图 4 渤海和南海业务呈现此消彼长趋势



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 业务量增加带动毛利率上行



资料来源：公司公告、中投证券研究所

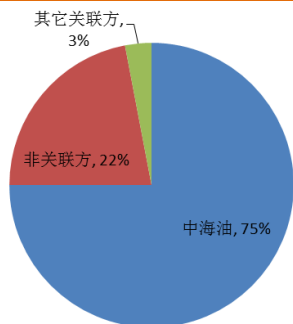
但我们认为，虽然公司近两年仍将有大型船舶转固，但对公司毛利不会产生较大影响，主要原因在于公司 2012 年上半年主要集中陆地建造业务，船舶的待工成本较高，而今年业务将较为平滑；同时公司今年项目结算数量预计要高于去年，加之业务量仍会有一定增长，毛利率稳步提升仍是大概率事件。如

果不考虑研发支出计入营业成本，公司 2013 年一季度毛利率达到 20.3%，全年基本可以超过 20%的毛利率。

1.2 公司业务与中海油高度相关，中海油开发支出决定公司收入

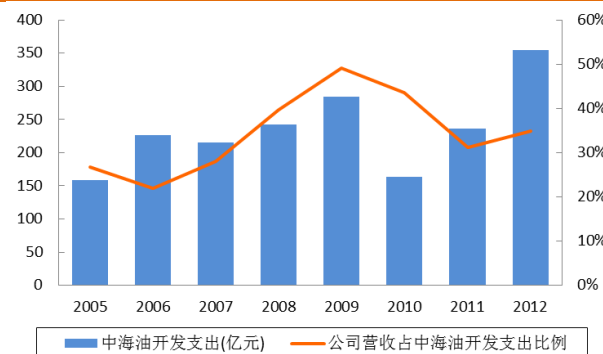
海油工程是中海油的控股子公司，作为中海油旗下最重要的海上油气田大型工程总承包商，公司的绝大部分收入来自于中海油相关企业的订单。2010、2011 年中海油订单占据公司收入约 60%比例，到 2012 年此数据达到 75%。因此中海油在未来经营和油气田开发方面的每一步方针都影响着公司业绩。

图 6 公司 2012 年收入主要来源仍在中海油



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7 公司营收与中海油开发支出相关性高



资料来源：中海油战略展望报告、中投证券研究所

中海油每年的资本支出包括勘探开支、开发支出、生产资本化以及其他支出。其中中海油工程项目订单的主要来源在于中海油的开发支出，近年来公司营业收入占中海油开发支出比例较为稳定，在 30%上下波动。我们认为公司的订单模式短期内难以根本改变，公司营收与中海油开发支出的高度相关性中长期仍将继续。

2013 年中海油预计总资本开支将达到历史新高的 120-140 亿美元，同比增幅达到 31-52%。其中开发支出、勘探开支、生产资本化分别达到 70%、19%、11%的占比，开发开支同比增速更为迅猛。我们取中海油 2013 年战略展望的下限的 120 亿美元资本支出来计算，估计公司收入与中海油开发支出仍约 30%，则 2013 年公司预计的营业收入至少超过 150 亿元。

1.3 公司将受益于中海油的“二次跨越”，今明年业绩有保障

从能源角度来看，中国是世界上能源生产和消费大国。随着中国经济持续增长，以石油、天然气为代表的传统能源需求也保持快速增长的趋势。虽然我国石油储备丰富，但存在分布不均、陆地石油新增储量下降、近年大型油田发现较少等不利因素，造成近年来国内石油天然气自给量远低于需求，能源的依存度节节走高，目前已超过 50%，这一格局已对国家能源安全形成一定威胁。

根据中石油旗下经济技术研究院今年 2 月发布的国内外油气行业发展报告，2013 年中国石油需求增速为 4.8%左右，达到 5.14 亿吨，且中国对外原油依存度或将以每年 2.8%的速度上涨。

由此来看，提高国内石油、天然气产量保障能源安全已经迫在眉睫。由于国内陆上现难有大型油田投产，这一部分的自产增量中长期必须通过海上油气田来实现。而我国海域石油和天然气探明储量仅占总预计储量的 12.3%和

10.9%，大幅低于世界平均水平，一旦经过有效开发，海上油气田对于国家能源的贡献将不可小觑。

图 8 中海油油气产量稳步增长

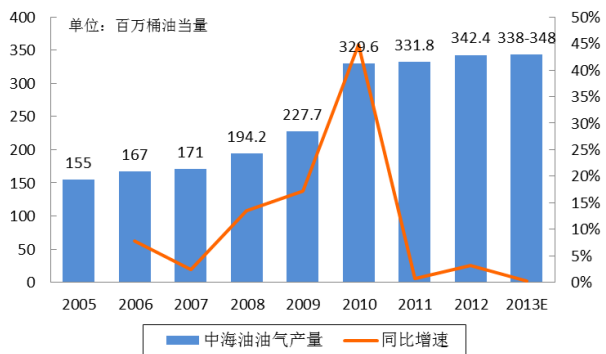
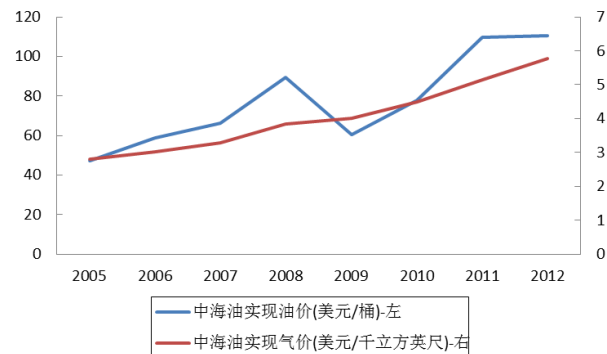


图 9 中海油实现油气价格维持高位



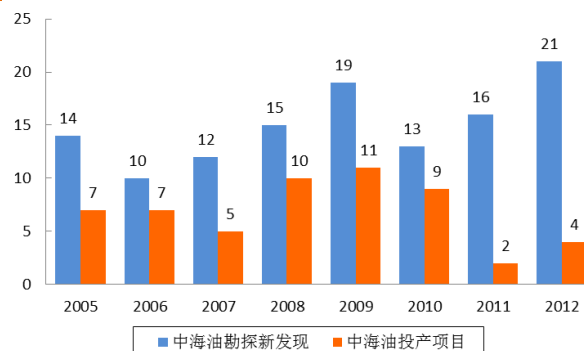
资料来源：中海油年报、中投证券研究所

资料来源：中海油年报、中投证券研究所

中海油正是在这样大背景下开始了新一轮的“二次跨越”发展，在“十一五”期间中海油的油气产量保持着 16.3% 的复合增长。“十二五”规划中海油一直维持 6-10% 的年均产量增速目标不变，2013 年计划达到 338-348 百万桶油当量。相比于 2010 年 329.6 百万桶油当量，中海油前两年的复合增速仅为 2%，这意味着如果要达到既定目标，后三年油气产量将超过 10% 的复合增速。

我们认为中海油会尽力实现这一目标，原因主要在于：1. 目前中海油实现油气价格近两年持续位于高位（2012 年中海油实现油价 110.48 美元/桶；实现气价 5.77 美元/千立方英尺），并且中国对于原油天然气需求仍然旺盛，可替代能源短期内难以形成规模效应，油气价格出现大幅下跌可能性很小，中海油实现油价只要在 100 美元/桶以上，利润驱动将使中海油持续进行海上油气田开发生产，保证产量和资本支出的高位平稳。2. 中海油的经营模式是国家层面五年计划的体现，一个海上油气田从勘探发现、评价、生产建设、投产一个产业链过程中，中海油产量的提升更加可能是在“十二五”期间的后两年。3. 中海油从 2010 年开始又加大了中国海域的勘探力度，2011、2012 年勘探新发现连续两年增长，2012 年达到历史新高的 21 个；同时投产项目却在近两年有所下降，分别为 2 和 4 个。从中海油年报来看，今年预计有 24 个新项目在建，有 10 个新油气田投产，投产油气田今明两年集中释放后，产量增长值得期待。

图 10 中海油近年的勘探发现和投产项目情况

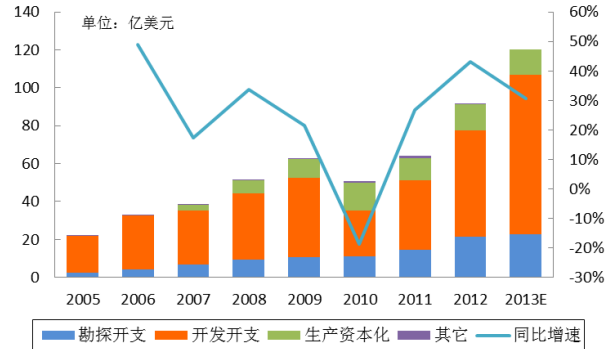


资料来源：中海油战略展望报告、中投证券研究所

根据中海油历史经营情况和资本支出情况分析，资本支出的持续增长伴随着中海油之后产量的增长，而且资本支出的增速接近产量增速的两倍，尤其开发支出近两年增速超过 50%。在之前我们认为中海油的油气产量未来两到三年

仍然能够稳步增长，则中海油的开发支出也将得到有力保证，从而给海油工程在近两年再次经历发展的黄金时期创造优异的条件。因此，公司近两年不会遇到 10、11 年低谷的情况，今年业绩仍将维持增长。

图 11 中海油资本支出增长趋势不改



资料来源：中海油战略展望报告、中投证券研究所

二、船队基地规模不断壮大全面提升公司竞争力

2.1 船队规模逐步庞大提升公司海上作业能力

公司的经营模式主要通过进行前期项目设计、中期基地的陆地模块建造和海上安装、后期的维修来实现项目的总包。其中陆地建造和海上安装占据项目金额近 70% 的比例，这部分工程需要公司拥有设施条件齐备的场地优势和庞大的海上施工船队来支撑。

表 2 公司固定资产和专用设备净值变化情况

年份	固定资产净值(亿元)	其中专用设备净值(亿元)
2006	21.79	9.82
2007	28.65	9.09
2008	52.08	30.87
2009	69.73	43.73
2010	78.80	45.32
2011	78.81	43.71
2012	83.57	45.72

资料来源：公司公告、中投证券研究所

从过往历史来看，公司持续致力于固定资产投资来提升船队的规模，从而提高整体的海上作业能力。2006 年公司固定资产净值仅为 21.79 亿元，而 2013 年一季度已上升至 110.72 亿元。这部分固定资产除去青岛基地的建设之外，主要来自于大型船舶的转固。从主要体现公司船队规模的专用设备净值来看，增幅较固定资产净值增速更为显著，2006 到 2012 年末已从 9.82 亿元增加到 45.72 亿元，这还不包括“海洋石油 201”今年上半年近 30 亿元的转固。

公司成立初期船舶自有化程度较低，海上业务主要通过租赁船只来完成。而目前公司已基本实现主力船舶的自有化，辅助船舶协同作业的庞大项目团队。公司的主力船舶在上市前仅有 9 艘，2005 年达到 14 艘，目前已经超过 20 艘。其中具备 3000 米级深水铺管能力、4000 吨级重型起重能力和 3 级动力定位能力的“海洋石油 201”深水铺管起重船和世界首艘具有 2 级动力定位能力的 5 万吨半潜式自航工程船“海洋石油 278”在 2012 年相继投产。加上多功能水下工程船“海洋石油 286”和 18000 吨导管架下水驳船“海洋石油 228”处于建造阶段，我们预计公司未来两年工程船舶拥有量有望超过 25 艘。

表 3 公司船队规模情况

船名	类型	备注
海洋石油 201	起重铺管船(深水)	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
海洋石油 202	起重铺管船(浅水)	1299 吨最大起重量
蓝疆号	起重铺管船(浅水)	3800 吨最大起重量
滨海 106/109	起重铺管船(浅水)	318/200 吨最大起重量
蓝鲸号	起重船	7500 吨最大起重量
滨海 102/105/108	起重船	500/200/900 吨最大起重量
滨海 306/307	工程驳船	2000 吨载重量
海洋石油 222/223	工程驳船	7000 吨载重量
滨海 308	半潜式驳船	15550 吨载重量
海洋石油 225/226	甲板运输船	16800 吨载重量
海洋石油 221	8000T 导管架下水驳船	29000 吨载重量
海洋石油 229	30000T 导管架下水驳船	60000 吨载重量
海洋石油 278	5 万吨半潜式自航工程船	世界首艘 2 级动力定位能力
滨海 261	三用工作船	6000 马力，承担物料供给、拖带、起抛锚任务
海洋石油 299	二级动力定位船	持有 CCS 和 NDV 船级
海洋石油 697/698	三用工作船	12240 马力，配备二级动力定位系统

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司在业务量饱满情况下，基本可以实现 20 多艘主力船舶海上作业，同时近百艘租赁的辅助补给船舶跟随的壮大工程船舶团队。而且随着近年来公司的大型深浅水船舶逐步完善，装备和技术逐步成熟化，海上作业能力也得到实质性提高。目前公司起重船已达到 7000 吨量级，铺管船已可以在 3000 米水深下实施铺管作业。因此船队规模的扩大以及船舶作业能力提升给公司实施大型海上安装项目、同步进行多个项目提供了有力保障。

2.2 已有建造基地产能利用充分，珠海深水基地项目如期推进

全球范围同类海工装备企业来看，公司在陆地建造上拥有一定优势，这主要在于公司塘沽和青岛基地的大型加工能力。目前塘沽、青岛两大基地共计有 26 万吨的钢加工能力，场地总面积达到 140 万平米，产能利用率超过 90%。在公司实行设计采办建造一体化的总体方针中，为了合理调用场地和机械资

源，公司基地主要建造大中型模块，而小型模块部分外协给基地周围的小型加工厂建造，以达到精细化成本管理的要求。

塘沽基地是公司的起步场所，目前基本服务于渤海地区的建造业务。在公司项目较多的情况下，塘沽基地由于仅有 20 万平方米面积和 6 万吨钢加工能力，因此产能通常处于饱和状态。加之此基地周围已没有大型扩产空间，我们预计塘沽的业务增量将较为有限。

青岛基地是公司在第一波发展高峰时的新生力量，主要分为三期项目，分别于 2006、2007、2010 年完工投产。整个基地总投资达 39 亿元，设计年产值 60 亿元，是目前亚洲最大的海工装备陆地建造基地。青岛基地前两期主要是浅水项目的陆地建造，三期项目主要针对深水浮式项目的建造，荔湾 3-1 项目的组块均出自于青岛三期基地。我们认为今年公司业务需求仍然非常饱满的情形下，青岛基地作为公司的主力制造军，仍将保持较高的业务规模。

表 4 公司已有陆地建造场地情况

陆地建造场地	码头岸线	码头水深	钢加工能力	总面积(万平方米)	滑道
塘沽	400M	5M	6 万吨	20	4 条
青岛	1645M	10-12.4M	20 万吨	120	4 条
惠州	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				
湛江(合作)	260M	7M	1.5 万吨	18	2 条
深圳(合作)	350M	5M	1.5 万吨	17.5	4 条
蓬莱(合作)	700M	10.9M	12 万吨	52.5	4 条

资料来源：公司网站、中投证券研究所

虽然塘沽和青岛基地已经符合大型国际海工陆地制造基地的要求，但随着中海油“二次跨越”的到来，日益增加的业务量、南海开发的区位效应以及中海油进军深水的决心，公司在南海区域建立新基地的需求已经呼之欲出。2012 年下半年公司公布定增预案，拟非公开发行 6.4 亿股，募集资金不超过 35 亿元建立珠海深水基地项目，今年上半年预案已通过股东大会。

珠海基地位于珠海高栏港经济区，总面积达 207 万平方米，项目分五期进行，总投资约 101 亿元。我们认为场地面积大、码头长度长(1349 米)、距离南海油气田区近是珠海基地的主要优点。同时中海油位于南海油气田的海底管线多在珠海登上陆地，石油勘探开采的产业链均在珠海也有利于上下游产业的协同。

目前基地前两期工程已在建设之中，预计 2014 年完工，而且公司采取边建造边做项目的模式，因此今年下半年珠海基地的前期工程也可以缓解青岛、塘沽基地的建造压力而贡献小部分业绩；后三期工程目前处于前期设计规划之中，目标是发展成公司最重要的深水浮式海工装备制造基地，为中海油深水技术研发、南海开发、海工制造走向国际化贡献主要力量。

2.3 项目饱满，工程进度顺利

一般情况下，公司的项目计划是通过项目管理中心来制定，包括基地场地的使用、大型船舶的船期、外协加工进度等等。在年初时，项目管理中心根据公司在手订单的进度情况进行排工，同时留下一定余量来提供年中的新签项目。

2012 年是公司业绩重回升势的一年，先后运行 23 个大中型项目，其中 11 个位于南海、7 个位于渤海、2 个位于东海、3 个位于海外。在此期间流花 4-1 海管、番禺 4-2/5-1 调整、曹妃甸单点改造三个项目顺利完工。同时 2013 年公司的订单项目将更为饱满，全年计划运行 26 个项目，6 个潜在项目有望年内开工。

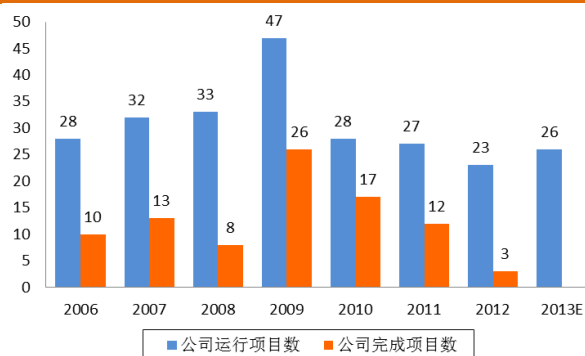
表 5 2013Q1 公司重点项目工程进度：

项目	海域	实际进度
涠洲 12-8W/6-12 项目	南海	100%
GORGON 项目	澳大利亚	96%
丽水 36-1 项目	东海	92%
荔湾 3-1 项目	南海	91%
绥中 36-1 二期调整项目	渤海	87%
歧口 18-1 综合调整项目	渤海	75%
陆丰 7-2 项目	南海	69%
KJO 项目	沙特	62%
番禺 34-1 项目	南海	54%
垦利 3-2 项目	渤海	35%
番禺 35-1/35-2	南海	19%
秦皇岛 32-6 项目	渤海	13%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

相比起公司 2007-2009 年的高峰时期，公司近两年项目数稍少，但项目工程质量较高，单体工程项目合同额更大。根据近五年来的公司项目运行和完成情况来看，公司去年完成项目较少，意味着将有多数在建项目将于今年完工。一季度涠洲 12-8W/6-12 项目顺利完工，我们预计二季度 GORGON、丽水 36-1、荔湾 3-1 项目都将完工结算，其余项目也在按计划建设当中。

图 12 公司近年来项目运行、完成情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

去年公司业绩大幅回升，荔湾 3-1 深水项目可谓是居功至伟。而随着流花、番禺、荔湾项目的逐步完工，公司在南海海域的大型项目短期内将会出现一个阶段性的结束，今年下半年公司收入将主要依靠绥中、垦利等渤海项目来支撑，渤海的业务量或将在今年重新超过南海，这表明渤海的海工装备领域仍有潜力

可以挖掘；而同时中长期我们仍然非常看好南海领域的业务增量，下节我们将重点加以阐述。

2.4 维修业务或将持续贡献惊喜

公司目前项目涉及设计、制造、安装、维修等多领域业务，其中设计环节毛利率最高，但收入占比很低，对于公司整体业绩影响有限；陆地制造的毛利率最低，海上安装毛利率高于陆地制造约 10 个百分点，这两部分业务占据公司整体营收的 70-80%；而维修业务毛利率仅次于设计，大约在 25%左右，近两年维修在公司收入占比也逐步提升。由于中海油旗下的海上油气田平台数量稳步提升，考虑到更新和维护需求，公司的维修业务有其客观的增长动力。

公司 2010 年维修产值仅为 7.15 亿元，而 2012 年已经达到 24.9 亿元。主要从事维修的深圳海油工程水下技术有限公司 2012 年实现营收 18.81 亿元，净利润达到 3.57 亿元，同比增长 29%和 113%。我们认为公司维修业务受中海油油气田开发项目周期性的影响较小，中长期将处于一个上升通道中，在公司业务比例中仍将继续扩大，给公司业绩提供稳定的增量贡献。

三、演绎南海深水故事

3.1 南海开发的横向扩张

中海油目前 69%的证实储量和 78%的油气产量位于国内海域。从产量分布来看，原油产量 55%来自于渤海，27%来自于南海；而天然气产量分布则有所不同，渤海仅占 11.2%，南海达到 46.2%占比。从储量分布来看，渤海原油储量为 10.67 亿桶，南海为 5.78 亿桶；天然气渤海储量 5925 亿立方英尺，南海储量 35606 亿立方英尺。

图 13 中海油 2012 年原油产量分布

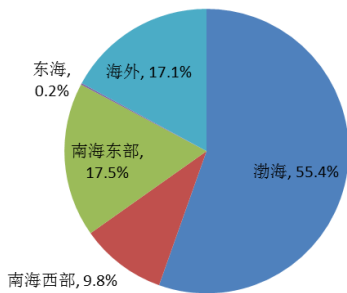
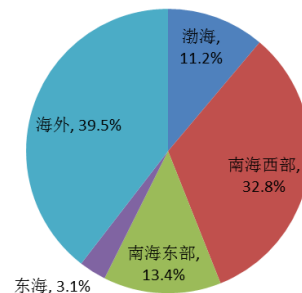


图 14 中海油 2012 年天然气产量分布



资料来源：中海油年报、中投证券研究所

资料来源：中海油年报、中投证券研究所

相比于渤海浅海区域勘探较为成熟详尽，南海仍有大部分区域油气田并没有实际探明。中国南海海域达到 300 万平方公里，九段线内大约 200 万平方公里。根据美国能源信息署 2013 年 2 月初公布的中国南海油气资源评估报告，显示南海石油储量约为 110 亿桶，天然气储量约为 190 万亿立方英尺，这些评估储量相当于中国陆地储量的三分之一。同时，南海资源分布也不甚均匀，中南部资源相当于北部资源的 2.6 倍，大部分位于深水区域，而中海油的勘探开发目前只局限于面积 20 万平方公里的南海北部。因此中长远来看，南海油气

田实际储量要远大于现今我们的探明程度，未来的开发将是中海油甚至是中国能源开发的最主要潜力所在。

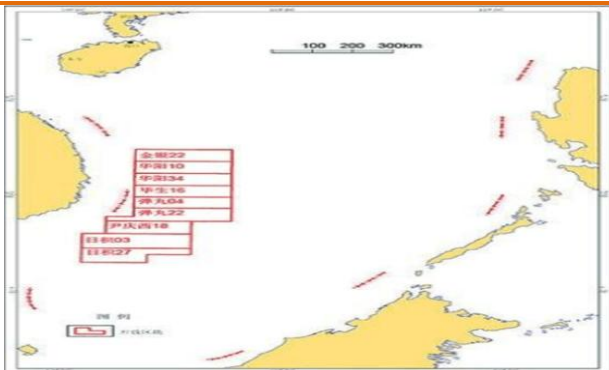
同时南海南部富产油，而南海接近中国的北部则富产天然气。目前我国正在扩大天然气使用量，并计划到 2020 年将天然气在国家能源结构中的份额从当前的 3% 提高到 10%。我们认为考虑到南海开发中政治和地缘因素，再契合天然气需求的提速，南海北部的天然气主产区必然是中海油南海开发战略的先行目标。

根据中海油的发展规划，目前对南海定位是“2020 年建成另一个深水大庆”，中海油将持续投资 2000 亿元，届时南海深水区将建成年产 4000-5000 万吨桶油当量能力。

近年来中海油也年年公开发布中国海域油气田开发招标区块，我们发现其招标区块分布已经越来越往南海集中，尤其 2012 年中海油分别于 6 月和 8 月两次公布招标区域。第一批 9 个海上区块靠近越南海岸线，水深在 300-4000 米之间，总面积 16 万平方公里，其中 7 个区块位于中建南盆地，2 个位于万安盆地与南薇西盆地部分区域，上述区块均属于南海深水区域，目前部分东南亚国家的相关企业表示对此次招标感兴趣。

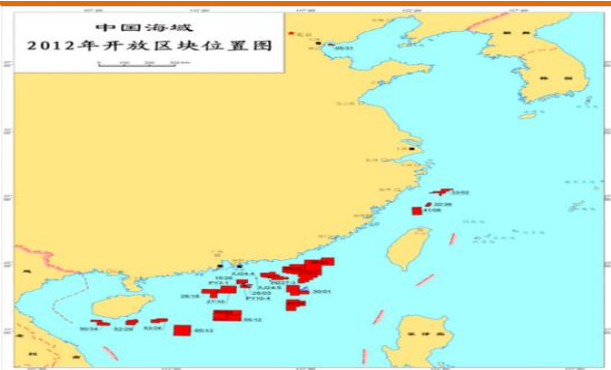
紧随其后启动的第二轮招标，包括 26 个区块，面积 7.3 万平方公里。相比起第一轮招标毗邻越南，且更具象征意义的招标不同，此轮招标南海北部区块共计 22 个，其中深水区块 3 个，占据了招标区块的大部分，实际开发的可能性更大，也更容易尽早实现。

图 15 中海油 2012 年第一批南海招标区域



资料来源：中海油官方网站、中投证券研究所

图 16 中海油 2012 年第二批南海招标区域



资料来源：中海油官方网站、中投证券研究所

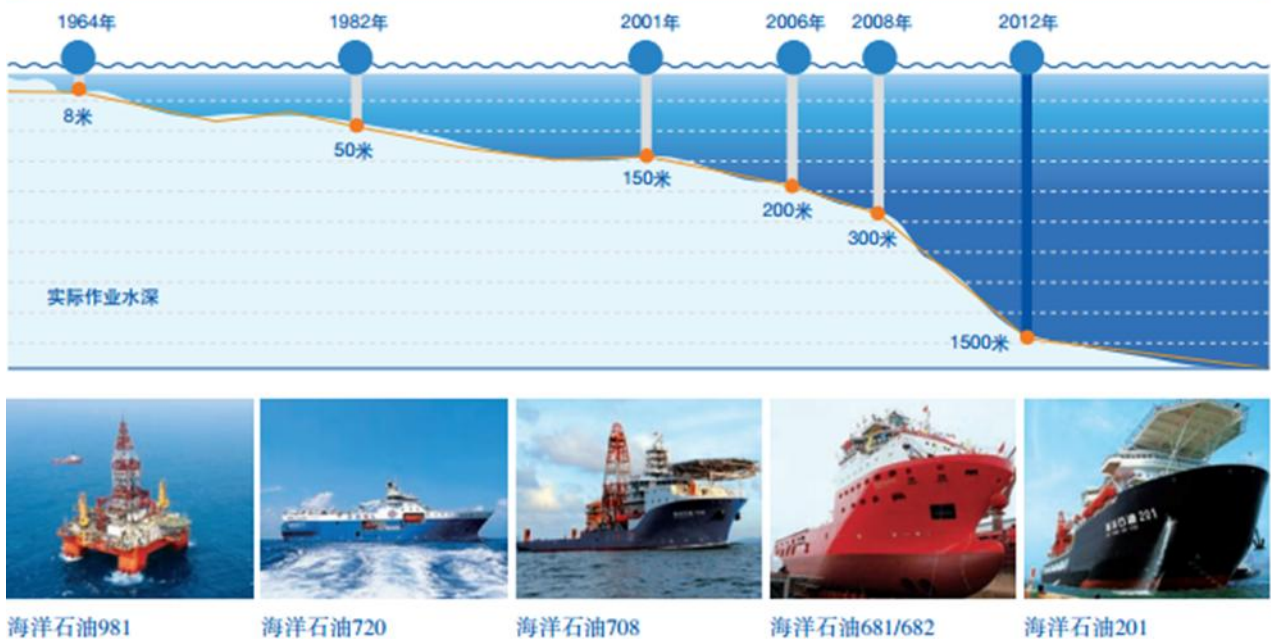
根据中海油招标区块来分析，我们最为看好南海珠江口盆地 29/26 区块的前景。此区块距香港以南 300 公里，是中海油合作方哈斯基发现荔湾 3-1、流花 34-2 和流花 29-1 大型气田的所在地。目前荔湾 3-1 工程安装项目基本已经完工，预计年底即可投产。流花项目已经处于实施阶段，根据 upstream 在 2012 年 10 月报道，哈斯基已经准备邀请承包商投标，旨在为开发流花 29-1 气田提供工程设计、采购建造和安装服务。我们预计此次项目公司可能不会被作为一个独立的竞标者接受，但可能会被要求与其中一家大型竞标者合作，同时该项目将与荔湾项目连接起来，公司参与此次项目，一方面将获得大项目带来的业绩贡献，同时更重要的是将会继荔湾项目之后又一次与国际油服巨头合作学习深水技术和开发经验。

此外，同样根据 upstream 今年 6 月报道，预计英国石油公司与中海油不久将就南海珠江口盆地的 54/11 深水区块达成产量分成合同，目前两公司已就合同模式达成一致，不久将签署一份正式协议。此区块由中海油采集了 5158 公里的二维地震数据，但尚未钻井。同时英国石油已经持有南海 43/11、42/05

区块 40.82% 的开采权益，作业者分别是中海油和美国巨头雪佛龙。我们认为近期可以紧密跟踪英国石油与中海油项目的合作动态，一旦对勘探油气田进行成功评价，相关海上平台装备的建设安装项目也将随之启动，这对于海油工程来说将是业绩持续保持增长的催化剂和机会。

3.2 深水区域的纵向探索

图 17 中海油海底作业能力稳步提升



资料来源：中海油官方网站、中投证券研究所

目前全球深水油气资源的开发已经成为全球油气开采的发展趋势，而且过去十年内世界新增石油后备储量以及新发现的大型油田绝大多数来自海上，其中大部分来自深海地区。因此全球石油巨头近年不断加强深水油气资源勘探开发力度，深水作业装备需求的高峰也将持续。据 Douglas-Westwood 统计，2011-2015 年，深水开采作业装备开支预计增长 52%，总计达 720 亿美元。

就中国情况而言，与渤海全是水深在 300 米以内的常规浅水区域相比，南海平均水深超过 1200 米，最深处超过 5000 米。除了靠近我国领土的北部湾、珠江口、海南岛附近等区域的水深在 300 米以内，其余大部分区域均属深水地区。因此南海开发战略也即是挺进深水战略。

早在 1996 年，中海油曾和阿莫科、科麦奇两家石油公司共同开发流花 11-1 区块，其作业水深已经达到 310 米，其中采用了当时国际领先的设计和技术装备。尽管中海油当时全程参与到了“准深水”项目的前期设计和后期施工，但并没有从中学习到太多东西。

转眼间近二十年过去，由于南海地缘政治的复杂性，恶劣的台风气候给钻机的系统配置、可靠性、自动化程度等方面提出了苛刻的要求，加上深水油气勘探的高成本(深水一口钻井费用在 3000-6000 万美元之间，如果钻井船处于磨合期，费用还将上升至 6000-12000 万美元之间)，中海油在南海深水区域的突破仍然寥寥，直到与加拿大斯基合作的荔湾 3-1 项目成功实现 1500 米水深作业的突破。我们认为在荔湾突破以后，中海油对于南海深水油气田开发的经验和自信都将提升一个台阶，勘探开发有望进一步加速，从而在海工装备

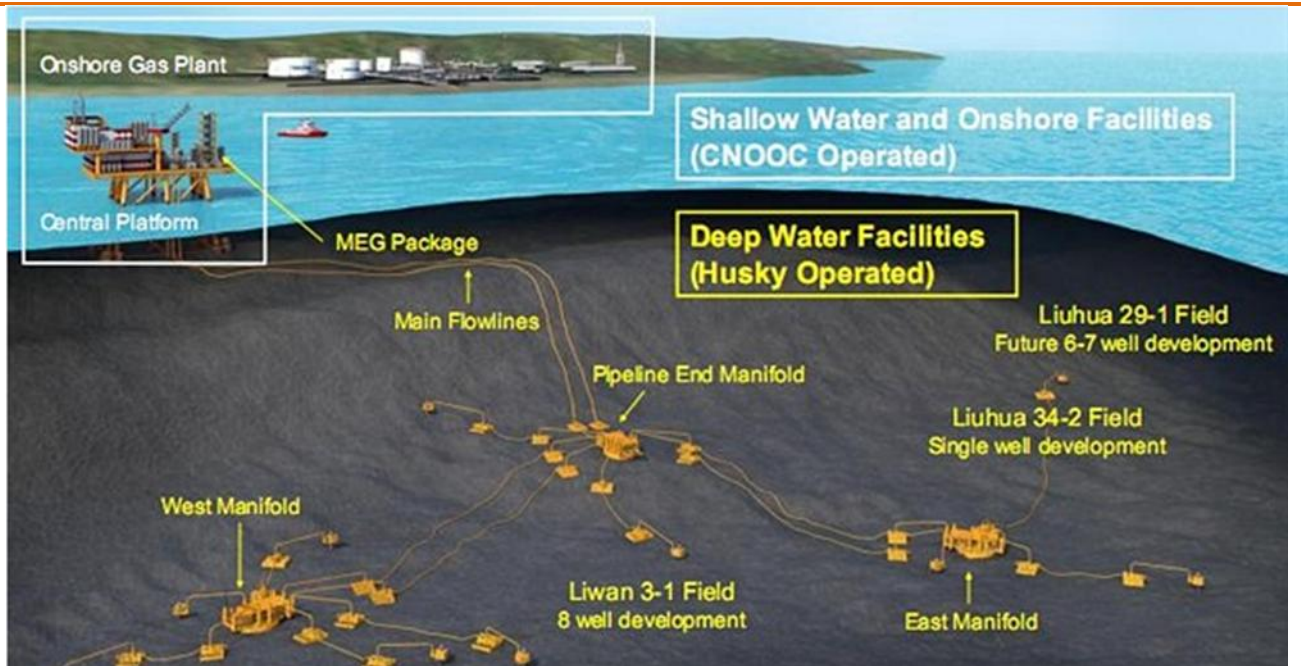
制造和安装领域提供潜在的深水订单给公司，一旦公司深水能力能够持续突破，在近两年中海油保障常规海域现有业务量基础上，深水项目将会成为公司新兴业绩增长极。

此外在深水装备方面，“十一五”以来，中海油大力推动深水发展战略还包括打造五种型号、六艘可在水深 3000 米海域工作的深海工程装备，分别担负从地球物理勘探、地质勘查、钻井作业、海底铺管、物资保障等不同职能。这六艘船分别为：“海洋石油 720” 12 缆深水物探船、“海洋石油 708” 深水地质勘察船、“海洋石油 981” 深水半潜式钻进平台、“海洋石油 201” 深水铺管起重船、两艘深水大马力三用工作船。这六艘我国自主研发的深海油气开发的“联合舰队”将逐步使我国具备深海油气开发所需要的硬件能力。

3.3 荔湾 3-1 项目是公司挺进深水的里程碑

荔湾 3-1 气田是中国在南海第一个正式投入开发建设的大型深水项目，这个项目起源于 2006 年，位于南海珠江口盆地 29/26 区块，由加拿大哈斯基能源投资勘探并担任作业者，中海油持有该气田 51% 的权益。荔湾 3-1 项目的开发工程主要由深水部分、浅水部分以及位于珠海高栏港的天然气加工厂和码头三个部分组成。深水部分由哈斯基负责建设，浅水及陆上终端由中海油负责。

图 18 荔湾项目示意图



资料来源：百度文库、中投证券研究所

具体到公司，主要承担的项目有两部分：一是浅水部分的浅水中心平台(导管架、甲板、上部组块)建造安装、浅水平台至陆上终端管道铺设；二是深水区至浅水平台之间的管道铺设工作，这部分工作由“海洋石油 201”来累积深水铺管经验。

2011 年公司便开始了 3 万吨导管架和 3.2 万吨中心平台组块在青岛基地的陆地建造，分别仅仅耗时 19 月和 21 月的国际领先速度。2012 年公司完成了亚洲第一重量的导管架的建造与安装，该导管架为 8 腿 16 裙桩，垂直高度 203 米。

紧接着 2013 年 4 月，浮托重量达 3.2 万吨的中心平台组块也在青岛建造完毕，它是我国从设计、建造到安装全部自主完成，世界第二大深水气田中心平台组块。这个平台除了气与油的分离处理加压装置，还包括四层甲板(直升级甲板、上中下三层工作甲板)、120 人的生活楼、电站等，规模庞大且结构复杂。2013 年 5 月 23 日，中心平台组块在“海洋石油 229”的承载下顺利落在导管架上，表明荔湾 3-1 项目的海上浮托安装项目顺利完工。这一安装工程显示了公司在海上安装能力方面的重大突破，实现了我国海上浮托安装作业水深从 24 到 190 米、重量从 1.2 万吨到 3.2 万吨的巨大跨越。

与此同时，“海洋石油 201”在今年 5 月也完成了荔湾项目的海管铺设，整个工程在与 technip 的合作下，最大水深达到 1409 米，日铺设速度最高纪录达到 3.6 公里。这表明海油工程经历荔湾项目的历练，已经掌握了全套深水海底缆线铺设的工艺和技术。

年底即将正式投产的荔湾 3-1 项目将作为目前南海区域最大的天然气处理平台为我国南部省份进行天然气供给，120 亿立方米/年的产量能够极大缓解广东等地的天然气供需缺口。对于公司而言，荔湾 3-1 项目完工是公司正式挺进深水的里程碑事件，长年深水技术的储备和累积在此刻得到绽放，在世界级难度的陆地模块建造和浮托海上安装过程中，经验的累积将有助于公司在南海深水油气开发中加速前进。

我们认为荔湾项目的成功有助于同位于南海 29/26 区块的流花 34-2、流花 29-1 气田项目的推进，公司的成功经验有望形成催化剂从而获得更多潜在的深水订单。

三、海外项目显现公司更大雄心

近年来公司已经逐步开始注重海外市场的开拓，公司 2012 年新签海外订单达到 21.79 亿元，占全年总新签订单 14% 的占比。在此良好发展势头之下，公司提出 2015 年海外业务收入将在总收入占比达到 30%。

在此之前，中海油于年初完成了一笔中国企业在海外的最大并购，即以 151 亿美元收购了加拿大尼克森公司；更早之前的 2008 年，中海油服以 25 亿美元收购挪威石油钻探公司 AWO。相较于兄弟公司的海外资产并购，海油工程由于业务领域的限制而走在后面，但我们觉得这种落后趋势并不会持续太久，公司作为中海油旗下海工设备建造、安装一体化的总承包商，将以合作竞标方式逐步侵入国际市场。

我们认为公司要尽快加速国际化的步伐有两点考虑：1. 客观需要：国内海工项目受限于中海油五年计划的周期，存在业务量的高峰和低谷，对于公司业绩造成较大波动，而逐步提升海外收入占比将有助于平滑公司业绩。2. 主观需求：海外的海工装备市场竞争激烈，但总体容量也十分巨大，公司在已经具备优异的人工成本、建造成本优势的前提下，同时目前南海深水经验逐步得到加强，公司想要发展更上一个台阶的方法就是要进一步走向海外来提升公司品牌、业绩和影响力，掠取市场份额。

公司海外项目分析：

公司承接的第一个海外项目是 KNS 公司 1.53 亿美元的 KONIAMBO 镍矿冶炼工厂的模块化建造项目，主要包括 18 个模块的设计、加工及建造，模块总重 4 万吨，最大模块 5000 吨，这一项目于 2010 年完工。

第一个海外项目的成功激励了公司进军海外的决心和信心，随后 2010 年公司分别与雪佛龙澳洲和 Technip 沙特签订了 1.8 亿美元、1.1 亿美元的澳洲 Gorgon 项目和沙特 KJO 项目的合同。Gorgon 项目是公司首个 LNG 模块化工厂建造项目，包括 157 个工艺模块的建造，总重量达 3.7 万吨。模块将在青岛基地建造好后运输到澳大利亚西北的 Barrow 岛，预计今年上半年项目能够完工。沙特 KJO 项目是公司首个中东地区项目，包括 5 个海上平台建造、安装和海底电缆铺设，完成这个项目可以说公司便撬开了拥有世界三分之二石油储量的中东市场大门，充分验证了当前公司开发海外项目合同模式的可行性及适用性，开创了一条独具特色、可以成功应对科威特等国油田作业标准的新思路。

去年公司从日本 JKC 公司手上拿到 3.05 亿美元的澳洲 ICHTHYS 项目表明公司能力已经逐步被国外认可，项目为 8 个模块的一体化设计生产建设，是日本 INPEX 公司建造 LNG 加工厂的一部分，总重量达 11 万吨，预计 2015 年完工。

公司海外发展模式分析：

从海外发展的实际操作角度来讲，公司现今的发展模式仍是通过和海外油服巨头进行联合竞标的方式获取海外订单。一方面这是海外业务的开始，可以累积海外项目经历，学习海外项目运营经验，熟悉不同国家海域的操作模式，为以后新接项目的持续打下基础；另一方面也可以在项目合作中学习国际油服巨头的先进技术。

公司目前的优势在于国内优异的陆地建设基地及低廉的人工成本，考虑到国内自身产能的庞大和国外人力、地价的高成本，在海外新建陆地基地不是很现实，而同时公司现有主力船舶的运力也难以满足大型项目模块远距离运输的条件。因此我们分析认为公司目前海外扩张第一步主要还是打通东南亚以及澳洲的市场。

从海工领域的细分行业来看，公司目前主要仍在承接相关项目的陆地模块的建造和海外浅水区域的业务。我们认为在国际油服巨头争相厮杀在一片红海的深水领域的同时，公司现今是绝好的时机去占领其不太重视的海外陆地制造和浅水业务的市场，一旦海外口碑通过项目累积而建立起来，再加上国内中海油给公司南海深水的锻炼机会来提高能力，公司的厚积薄发将使海外发展步入快车道。

因此我们认为海油工程中长远来看具有持续的成长动力，在近两年中海油常规海域的又一次开发高峰的受益下，公司能够维持住现有的订单、业务量、营收利润规模；紧随其后的就是南海海域的深水故事将使公司在 2015 年之后更上一个台阶；而更加长远的则是公司在经过国内海域历练、海外探索之后走向国际化更宽广舞台的另一个高度。

四、投资建议：推荐

盈利预测基本假设：

1. 公司业务与中海油高度相关，中海油开发支出决定公司收入情况，因此中海油在未来经营和油气田开发方面的每一步方针都影响着公司业绩。2013 年中海油资本支出约为 120-140 亿美元，开发支出约占总支出 70% 比例，根据历年来公司收入占中海油开发支出 30% 左右比例来估计，公司 2013 年收入将有 20% 以上增长。

2.公司 2012 年新签订单 160 亿元，根据 2012 年底订单完成情况，公司目前在手订单约 140 亿元左右，加之我们认为今年新签订单仍将维持饱满情况，可以确保公司 2013、2014 年业绩增长。

3.公司 2013 年一季度在淡季情况下仍达到 25.23 亿元的营收和 2.5 亿元的净利润，表明公司目前业务运行情况良好，陆地基地和海上船只工程量饱满，2013 年中报和年报业绩的超预期概率较大。

4.公司在工程量饱满情况下，毛利率将有所上升。考虑到 2012 年上半年海上安装业务较少，船舶待工成本较高，而今年全年业务分配都较为均衡；加之今年高毛利率的海上安装业务占比较高、较多完工项目结算时变更收入改善毛利率等因素，今年公司毛利率将超过 20%。

5.公司近两年在中海油新一轮海上油气田开发的受益下，订单、业务量、营收利润规模均有所保障。荔湾 3-1 深水项目的成功帮助公司大幅提高深水项目的作业能力和经验，为今后挺进南海深水发展打开快车道。同时公司海外业务占比也将逐年上升，国际化舞台将是公司长远的发展方向。

投资建议：

由于公司目前订单饱满，业务量也维持饱和状态。中海油 2013 年资本支出增长明显，达到历史最高水平，这将给公司未来两年业绩带来保障，2013 年全年销售收入将有 20%以上的同比增长，加之公司今年毛利率将进一步提升的情况下，我们预测公司 13-15 年 EPS 为 0.34、0.41、0.47 元，对应 PE 为 19.3、15.7、13.8。考虑到之前股价基本反应之前的利好因素，我们需等待荔湾 3-1 项目后中海油新的深水项目开发进展、以及公司中报业绩等催化剂，因此目前给予公司“推荐”的投资评级，对应合理目标价 8 元。

风险提示：

原油价格导致中海油投资开发波动的风险；

海上多变气候有可能阻碍公司海上安装业务进度的风险；

南海深水开发受制于地缘、政治、技术、合作方式等因素而进度放缓的风险；

海外项目竞标低于预期的风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	5158	6183	8119	11201	营业收入	12383	15350	16806	18025
现金	1034	1075	2448	4081	营业成本	10073	12153	13154	14182
应收账款	2215	3047	3335	4470	营业税金及附加	339	446	485	517
其它应收款	152	195	213	229	营业费用	3	5	5	5
预付账款	297	365	395	425	管理费用	733	923	972	918
存货	1444	1483	1707	1969	财务费用	139	115	86	24
其他	15	19	22	27	资产减值损失	195	165	175	172
非流动资产	15210	16593	16767	16043	公允价值变动收益	3	1	1	1
长期投资	71	71	71	71	投资净收益	2	38	16	17
固定资产	8358	11398	12827	12957	营业利润	907	1582	1945	2225
无形资产	2004	1963	1923	1884	营业外收入	151	50	50	50
其他	4777	3161	1946	1131	营业外支出	9	11	10	10
资产总计	20368	22776	24886	27244	利润总额	1049	1620	1985	2265
流动负债	5571	6794	7286	7802	所得税	192	296	363	414
短期借款	100	100	100	100	净利润	857	1324	1622	1850
应付账款	3327	4223	4602	4904	少数股东损益	9	19	22	25
其他	2143	2471	2584	2798	归属母公司净利润	848	1305	1600	1825
非流动负债	4488	4465	4460	4450	EBITDA	1949	2700	3343	3759
长期借款	1932	1932	1932	1932	EPS (元)	0.22	0.34	0.41	0.47
其他	2556	2533	2528	2518					
负债合计	10058	11259	11746	12252					
少数股东权益	68	87	109	134	主要财务比率				
股本	3889	3889	3889	3889	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	1466	1466	1466	1466	成长能力				
留存收益	4731	5919	7519	9344	营业收入	67.7%	24.0%	9.5%	7.3%
归属母公司股东权益	10242	11429	13030	14856	营业利润	270.7	74.4%	23.0%	14.4%
负债和股东权益	20368	22776	24885	27243	归属于母公司净利润	368.7	53.8%	22.7%	14.0%
					获利能力				
					毛利率	18.7%	20.8%	21.7%	21.3%
					净利率	6.8%	8.5%	9.5%	10.1%
					ROE	8.3%	11.4%	12.3%	12.3%
					ROIC	6.7%	9.9%	11.7%	12.7%
					偿债能力				
					资产负债率	49.4%	49.4%	47.2%	45.0%
					净负债比率	20.20	18.05%	17.30	16.58%
					流动比率	0.93	0.91	1.11	1.44
					速动比率	0.63	0.66	0.84	1.14
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.71	0.71	0.69
					应收账款周转率	6	6	5	5
					应付账款周转率	3.53	3.22	2.98	2.98
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.22	0.34	0.41	0.47
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.67	0.75	0.62
					每股净资产(最新摊薄)	2.63	2.94	3.35	3.82
					估值比率				
					P/E	29.67	19.29	15.73	13.79
					P/B	2.46	2.20	1.93	1.69
					EV/EBITDA	14	10	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2011-3-30	《海油工程-收入渡过最低谷，固定成本增加的负面效应将稳步改善》
2010-10-26	《海油工程-战略转换期的收入下滑趋近尾声》
2010-8-26	《海油工程-渤海工作量暂告段落，南海和海外业务是未来重点》
2010-8-17	《海油工程-短期虽平淡，但行业向好因素稳步蕴育》
2010-4-28	《海油工程-渤海工作量趋弱，海外接单努力初显成效》
2010-4-22	《海油工程-工程建造实力逐步为海外主流石油企业认可》
2010-3-30	《海油工程-下半年深水市场的新战略领地值得期待》
2010-2-3	《海油工程-中海油 2010 年开发支出计划符合预期》
2009-11-25	《海油工程-公司正向深水及海外市场积极进取》
2009-10-29	《海油工程-目前很可能是公司毛利率最低的阶段》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 7 年证券行业从业经验。
王博,中投证券研究总部建筑行业研究员。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434