

**谨慎
买入****12% ↑**

目标价格: 人民币 13.00

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 13.64

002554.CH

价格: 人民币 11.60

目标价格基础: 40倍 2013年市盈率

板块评级: 增持

惠博普

油气分离销售低于预期, 环保设备持续高增长

2013年上半年公司实现营业收入4.32亿元, 同比增长120.86%, 实现归属于母公司所有者净利润4,201万元, 同比增长34.64%, 实现每股收益0.09元, 略低于预期。公司收入大幅提升主要源自去年年底收购天然气运营公司华油科思贡献, 由于该板块5.5%的毛利率显著低于传统业务且不享有所得税优惠, 归属净利润增速低于收入增长。随着中石油海外油田建设的恢复, 预计下半年油气分离设备销售将有所好转。我们下调2013-14年每股收益预测至0.32、0.45、0.60元, 对应40倍2013年市盈率, 下调目标价至13.00元, 下调评级至谨慎买入。

支撑评级的要点

- 油气处理系统设备上半年实现收入8,268万元, 同比下滑18.46%。由于工程进度缓慢、工期长等原因, 产品订单及交货均低于预期, 致使上半年收入出现下滑。随着海外市场的恢复, 油气处理设备有望恢复增长。
- 油田环保系统板块上半年实现收入4,551万元, 同比增长112.38%, 继续保持迅猛增长势头。环保板块主要设备含油污泥处理上半年在长庆、青海、大庆及科威特市场均有斩获, 未来公司将大力推进市场拓展, 将环保系统设备带入更多区域, 以构成公司利润的核心增长点。
- 天然气运营表现强劲, 公司上半年收入主要来自于华油科思在天津武清的项目, 我们预计该项目全年供气约2亿方, 实现收入4亿元。华油科思上半年实现净利润377万元, 净利率2%。按照4亿元预计收入计算, 全年净利润将达到800万元。公司在辽宁营口的项目进展略低于预期, 将于年底投产, 明年开始贡献收入。
- 上半年传统业务新接订单总计1.78亿元, 较去年同期下降3.84%。新接订单的下滑暂不会影响公司下半年原有订单的交付, 但明年上半年业绩承压明显。公司预计1-9月业绩增长30-60%。

评级面临的主要风险

- 油气分离设备新接订单及交付低于预期。
- 天然气终端价格调整速度低于门站价格调整。

估值

- 我们下调2013-15年每股收益预测至0.32、0.45、0.60元, 对应40倍2013年市盈率, 目标价由13.64元下调至13.00元, 下调评级至谨慎买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	404	510	1,169	1,929	2,537
变动(%)	36	26	129	65	32
净利润(人民币 百万)	92	96	148	204	273
全面摊薄每股收益(人民币)	0.202	0.210	0.324	0.447	0.598
变动(%)	1.8	4.2	54.2	38.0	33.8
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.369	0.527	0.702
调整幅度(%)	-	-	(12.2)	(15.2)	(14.8)
核心每股收益(人民币)	0.209	0.219	0.335	0.464	0.618
变动(%)	8.5	4.8	53.2	38.4	33.1
全面摊薄市盈率(倍)	57.5	55.2	35.8	25.9	19.4
核心市盈率(倍)	55.5	53.0	34.6	25.0	18.8
每股现金流量(人民币)	(0.02)	0.18	0.42	0.17	0.50
价格/每股现金流量(倍)	(676.9)	64.4	27.9	66.9	23.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.8	25.5	22.1	16.4	12.2
每股股息(人民币)	0.150	0.050	0.097	0.134	0.179
股息率(%)	1.3	0.4	0.8	1.2	1.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	69	(11)	(17)	52
相对新华富时A50指数	84	(16)	(2)	54

发行股数(百万)	456
流通股(%)	39
流通股市值(人民币 百万)	5,285
3个月日均交易额(人民币 百万)	115
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
黄松	17

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年8月22日收市价为标准中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 机械

许民乐, CFA*

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

*闵琳佳为本报告重要贡献者

2013 年上半年经营业绩分析

2013 年上半年公司实现营业收入 4.32 亿元, 同比增长 120.86%, 实现归属于母公司所有者净利润 4,201 万元, 同比增长 34.64%, 实现每股收益 0.09 元, 略低于预期。公司 2012 年底收购华油科思后进入天然气运营领域, 今年上半年天然气运营板块实现收入 1.86 亿元, 是上半年收入大幅提升的核心因素。扣除天然气分销业务贡献, 公司上半年实现收入 2.46 亿元, 较去年同期增长 25.5%。

由于天然气运营业务本身毛利率就远低于公司原有业务, 且仍处于建设扩张期中, 上半年公司天然气运营板块毛利率仅有 5.49%, 导致公司综合毛利率明显下降, 上半年综合毛利率 28.18%, 较去年同期下降 9.81 个百分点。传统业务除油气田开采系统外因产品结构升级毛利率大幅提升至 57.8% (上升 27.92 个百分点) 外, 其他产品毛利率均较为稳定。

由于综合毛利率的下滑以及新收购公司所得税高于原公司等因素, 上半年归属净利增长明显低于收入增长, 这一特征在下半年仍将持续。

图表 1. 2013 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年上半年	2013 年上半年	同比变动(%)
营业收入	195.95	432.76	120.85
营业成本	121.50	310.80	155.80
营业税金及附加	0.95	1.38	45.26
销售费用	10.17	12.79	25.76
管理费用	31.75	48.61	53.10
财务费用	(6.26)	(0.16)	(97.44)
资产减值损失	3.25	1.24	(61.85)
公允价值变动净收益	0.00	0.00	-
投资净收益	0.00	(0.08)	-
营业利润	34.59	58.02	67.74
营业外收入	2.53	1.07	(57.71)
营业外支出	0.34	0.00	(100.00)
税前利润	36.78	59.09	60.66
所得税	5.58	10.02	79.57
净利润	31.20	49.07	57.28
少数股东损益	0.00	7.06	-
归属于母公司所有者的净利润	31.20	42.01	34.65
主要比率(%)			百分点变动
毛利率	37.99	28.18	(9.81)
净利率	15.92	9.71	(6.21)

资料来源: 公司数据、中银国际研究

油气分离设备下滑, 环保设备持续高速增长

分产品看, 公司核心产品油气处理系统设备上半年实现收入 8,268 万元, 同比下滑 18.46%。公司油气处理系统设备现主要开拓海外市场, 由于工程进度缓慢、工期长等原因, 产品订单及交货均低于预期, 致使上半年收入出现下滑。随着海外市场的恢复, 油气处理设备有望恢复增长。

油田环保系统板块上半年实现收入 4,551 万元, 同比增长 112.38%, 继续保持迅猛增长势头。环保板块主要设备含油污泥处理上半年在长庆、青海、大庆及科威特市场均有斩获, 未来公司将大力推进市场拓展, 将环保系统设备带入更多区域, 以构成公司利润的核心增长点。



油田工程服务板块上半年板块实现收入 4,745 万元, 同比增长 153.54%, 主要贡献来自公司新收购的自动化工程公司潍坊凯特。收购后, 公司自动化工程领域队伍与资质得到明显充实, 在惠博普原有国际化市场的推动下, 相信两者协同效应将逐渐得到显现。

天然气运营表现强劲, 公司上半年收入主要来自于华油科思在天津武清的项目, 我们预计该项目全年供气约 2 亿方, 实现收入 4 亿元。华油科思上半年实现净利润 377 万元, 净利润 2%。按照 4 亿元预计收入计算, 全年净利润将达到 800 万元。公司在辽宁营口的项目进展略低于预期, 将于年底投产, 明年开始贡献收入。预计辽宁营口项目明年供气约 1.5 万方, 贡献利润约 600 万元。

图表 2. 分板块经营状况

	营业收入		毛利率变化	
	(万元)	同比增长 (%)	毛利率 (%)	(百分点)
油气处理系统	8,268	(18.46)	39.21	0.21
油气田开采系统	4,551	8.06	57.8	27.92
油田环保系统	7,160	112.38	40.14	0.37
油田工程技术服务	4,745	153.54	51.24	2.61
天然气运营	18,552	-	5.49	-

资料来源: 公司数据、中银国际研究

新接订单略有下滑, 期待下半年

2013 年上半年除天然气运营外公司新接订单总计 1.78 亿元, 较去年同期下降 3.84%。期末在手订单 4.26 亿元, 较去年同期增长 23.81%, 但较去年年底下降 18.1%。

公司预计 1-9 月业绩增长 30-60%, 新接订单的下滑暂不会影响公司下半年原有订单的交付, 明年上半年业绩承压明显。我们期待随着中石油海外油气开采建设的恢复好转, 下半年订单情况能够有所好转。

估值

公司在油田环保业务已成为业绩增长的核心支撑, 随着潍坊凯特和华油科思的加入, 油气工程技术服务和天然气运营业务同时迅速扩张。由于油气设备销售低于预期, 我们下调 2013-15 年盈利预测至每股收益 0.32、0.45、0.60 元, 对应 40 倍 2013 年市盈率, 下调目标价至 13.00 元, 下调评级至**谨慎买入**。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	404	510	1,169	1,929	2,537
销售成本	(230)	(305)	(807)	(1,385)	(1,814)
经营费用	(73)	(87)	(145)	(248)	(330)
息税折旧前利润	101	118	216	297	394
折旧及摊销	(5)	(9)	(27)	(35)	(45)
经营利润(息税前利润)	97	109	189	261	349
净利息收入/(费用)	11	10	8	5	2
其他收益/(损失)	(4)	(5)	(3)	0	0
税前利润	104	114	195	266	352
所得税	(12)	(18)	(33)	(45)	(60)
少数股东权益	0	0	(14)	(17)	(20)
净利润	92	96	148	204	273
核心净利润	95	100	153	212	281
每股收益(人民币)	0.202	0.210	0.324	0.447	0.598
核心每股收益(人民币)	0.209	0.219	0.335	0.464	0.618
每股股息(人民币)	0.150	0.050	0.097	0.134	0.179
收入增长(%)	36	26	129	65	32
息税前利润增长(%)	21	12	74	38	34
息税折旧前利润增长(%)	21	16	84	37	33
每股收益增长(%)	2	4	54	38	34
核心每股收益增长(%)	9	5	53	38	33

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	104	114	195	266	352
折旧与摊销	5	9	27	35	45
净利息费用	(11)	(10)	(8)	(5)	(2)
运营资本变动	(97)	(22)	1	(177)	(109)
税金	0	0	0	0	1
其他经营现金流	(9)	(9)	(26)	(40)	(57)
经营活动产生的现金流	(8)	82	189	79	229
购买固定资产净值	(186)	(139)	(192)	(102)	(102)
投资减少/增加	0	(41)	0	0	0
其他投资现金流	(6)	(23)	(175)	9	11
投资活动产生的现金流	(192)	(203)	(367)	(93)	(91)
净增权益	832	0	0	0	0
净增债务	(37)	22	30	50	50
支付股息	(27)	(30)	(15)	(44)	(61)
其他融资现金流	(4)	15	8	5	2
融资活动产生的现金流	764	7	23	11	(9)
现金变动	564	(114)	(155)	(3)	129
期初现金	114	677	562	407	404
公司自由现金流	(199)	(121)	(178)	(14)	138
权益自由现金流	(225)	(89)	(140)	41	190

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	677	562	407	404	533
应收帐款	260	344	445	734	965
库存	75	84	96	165	216
其他流动资产	78	56	61	92	115
流动资产总计	1,090	1,046	1,010	1,395	1,830
固定资产	221	345	497	548	589
无形资产	15	154	156	158	160
其他长期资产	4	28	206	206	206
长期资产总计	240	527	860	912	955
总资产	1,330	1,573	1,869	2,307	2,784
应付帐款	109	148	171	292	383
短期债务	28	50	80	130	180
其他流动负债	31	142	238	329	434
流动负债总计	168	340	489	751	998
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	203	304	456	456	456
储备	959	922	903	1,062	1,273
股东权益	1,162	1,226	1,358	1,518	1,728
少数股东权益	0	7	21	38	58
总负债及权益	1,330	1,573	1,869	2,307	2,784
每股帐面价值(人民币)	5.74	4.04	2.98	3.33	3.79
每股有形资产(人民币)	5.66	3.53	2.64	2.98	3.44
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.20)	(1.69)	(0.72)	(0.60)	(0.78)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	25.1	23.1	18.5	15.4	15.5
息税前利润率(%)	23.9	21.3	16.2	13.5	13.8
税前利润率(%)	25.8	22.3	16.7	13.8	13.9
净利率(%)	22.7	18.8	12.6	10.6	10.7
流动性					
流动比率(倍)	6.5	3.1	2.1	1.9	1.8
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	6.0	2.8	1.9	1.6	1.6
估值					
市盈率(倍)	57.5	55.2	35.8	25.9	19.4
核心业务市盈率(倍)	55.5	53.0	34.6	25.0	18.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	62.2	59.4	38.8	28.0	21.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.0	2.9	3.9	3.5	3.1
价格/现金流(倍)	(676.9)	64.4	27.9	66.9	23.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.8	25.5	22.1	16.4	12.2
周转率					
存货周转天数	92.3	95.2	40.8	34.5	38.4
应收帐款周转天数	202.7	216.3	123.1	111.5	122.2
应付帐款周转天数	92.5	91.9	49.8	43.9	48.6
回报率					
股息支付率(%)	33.1	15.9	30.0	30.0	29.9
净资产收益率(%)	12.8	8.0	11.4	14.2	16.8
资产收益率(%)	9.5	6.3	9.1	10.4	11.4
已运用资本收益率(%)	12.6	8.8	13.8	16.6	19.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前, 就该投资产品的适合性, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料, 中银国际集团未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的, 纯粹为了阁下的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 可随时更改, 毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371