

海油工程 (600583)

推荐

行业：油气钻采服务

行业迎来寒冬，中长期依旧看好

海油工程短期业绩受行业景气度下行和中海油资本开支削减的影响将会出现下滑。中长期来看，海外市场的拓展将平滑业绩的波动，国内深水油气开发将带来新的增长点。

投资要点：

- ◆ **2014年与2015年上半年海工市场规模大幅萎缩，2015-2016年将是行业的寒冬。**短期来看，我们预计2015年海工装备市场规模将会在90亿美元-110亿美元之间，浅水市场约占72亿-88亿美元；海工建设市场规模大约在130亿美元。中长期来看，随着油价企稳，我们预计海工建设市场将会在3-5年内稳定在230亿美元以上的规模，浅水海工市场规模将稳定在180亿美元以上。
- ◆ **低价局面对我国海工企业既是挑战也是机遇。**参考我国海工装备企业市场份额快速上升(从2012年的12%到2014年的41%)的趋势，由于低成本优势以及我国海工建设行业在国际市场上尚处于起步阶段，我们判断海工建设市场份额有望迅速提升，订单总额将从2015年的12亿美元增加至80亿美元左右的规模。
- ◆ **国际浅水市场份额增加将平滑国内浅水市场下滑带来的业绩波动，进军国外深水市场和国内深水市场的开发为长期业绩爆发打下坚实基础。**随着公司在国际市场上影响力的扩大，我们预计3-5年内公司收入有望上升至420亿元左右的规模。其中国内浅水市场收入从2014年200亿元的程度下滑至170亿元，深水市场收入随着国家海洋战略的展开上升至30亿元；国外浅水市场将大幅增长至176亿元，国外深水市场增长至44亿元；弥补国内浅水市场的波动。
- ◆ **盈利预测与评级。**我们按照目前公司在手订单和海工装备及海洋工程建设行业的市场情况，预计2015-2017年EPS分别为0.62元、0.51元、1.17元。基于未来公司海工业务将在立足浅海及陆地市场的同时，通过合作等方式储备深水技术，进军深水领域，扩大国际市场份额，我们给予2016年25倍PE，目标价12.75元，给予“推荐”评级。
- ◆ **风险提示：**原油价格企稳慢于预期导致中海油投资开发波动的风险；深水开发受制于地缘、政治、技术等因素而进度放缓或出现重大事故的风险；国际市场份额拓展低于预期的风险；汇率波动对项目运营产生影响的风险。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	22031	14695	14071	24742
收入同比(%)	8%	-33%	-4%	76%
归属母公司净利润	4267	2728	2271	5183
净利润同比(%)	55%	-36%	-17%	128%
毛利率(%)	32.1%	35.4%	32.5%	33.0%
ROE(%)	20.8%	12.3%	9.3%	17.5%
每股收益(元)	0.97	0.62	0.51	1.17
P/E	10.10	15.80	18.98	8.32
P/B	2.10	1.94	1.76	1.46
EV/EBITDA	7	10	11	6

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：孙羲昱

S0960115080027

0755-88323286

sunxiyu@china-invs.cn

6-12个月目标价：12.75

当前股价：9.75

基本资料

总股本(百万股)	4,421
流通股本(百万股)	4,049
总市值(亿元)	592
流通市值(亿元)	543
成交量(百万股)	121.13
成交额(百万元)	1,643.83

股价表现



《海油工程-业绩持续高歌猛进》

2014-10-29

《海油工程-缅甸 EPCI 大单终落定, 公司成长稳健中长期看好》2014-10-13

《海油工程-业绩大超市场预期, 大蓝筹也能持续高成长》2014-08-31

目 录

一、海工市场短期承压，深水依然是未来的发展方向	5
1. 油价接近底部，油服板块业绩将承压疲软.....	5
1.1 页岩气革命与需求疲软造成的供求失衡等原因导致了油价下跌.....	5
1.2 油价处于底部，短期仍有下行空间；中长期看将缓慢企稳.....	6
2. 低油价迫使油公司削减深水等大型项目开支.....	8
3. 低油价局面下国际钻井市场变化.....	9
4. 低油价局面下海工装备及海工建设市场规模回顾与展望.....	12
5. 未来海工市场的发展方向.....	14
二、国际浅水市场份额等扩大平滑公司国内业绩波动，国际和国内深水市场开发为未来业绩增长打下坚实基础	16
1. 公司业绩 14 年增长强劲，15 年上半年受行业影响有所下滑.....	16
2. 公司收入与中海油的资本支出计划密切相关.....	21
3. 油价企稳后国内浅水市场收入将大幅回升.....	21
4. 国际浅水市场收入将随着国际市场份额的提升而大幅增加.....	22
5. 打造珠海深水基地，引入国际资本提升进军国际深水市场能力.....	23
6. 深水油气开发符合国家海洋战略，国内深水市场未来工作量可期.....	25
三、盈利预测与估值	27

图目录

图 1 全球各区域原油增产率.....	5
图 2 全球原油增产数量对比 单位：千桶/日	5
图 3 各国财政盈亏平衡油价	7
图 4 全球各区域盈亏平衡油价	7
图 5 被推迟的大型项目储量油当量占比	8
图 6 美国海上钻井数与墨西哥湾钻井数变化	9
图 7 墨西哥湾浅水与深水钻探许可数变化	9
图 8 海洋油气开发装备体系概况.....	10
图 9 浮式平台日费率	11
图 10 自升式平台日费率	11
图 11 钻井平台退役高峰仍将持续	12
图 12 往年油价与海工装备市场订单变化.....	12
图 13 油田服务市场规模变化	13
图 14 浅水与深水钻井相关服务支出变化.....	14
图 15 深水支出展望	14
图 16 陆地，浅，深水油田单位可采储量比较.....	15
图 17 陆地，浅，深水大型油田数量占比.....	15
图 18 世界深海石油产量比	16
图 19 世界陆地、浅水与深水油气产量对比.....	16
图 20 营业收入及增速历年变化.....	17
图 21 归母净利润及增速历年变化.....	17
图 22 各区域收入占比	18
图 23 公司资产利用效率变化	19
图 24 新签订单额及营业收入历年变化.....	19
图 25 毛利率历年变化	19
图 26 重点项目工程进度表	20
图 27 公司项目运行及完成情况.....	20
图 28 来自中海油的收入营收占比.....	21
图 29 中海油历年开发支出与公司营收关系	21
图 30 国内浅水市场收入与油价变动密切相关.....	22
图 31 全球海工市场份额变化.....	23
图 32 中国、韩国、新加坡海工市场份额变化.....	23
图 33 中国与世界海洋油气探明率.....	26

表目录

表格 1 全球钻机数变化	6
--------------------	---

表格 2 2016 年各大钻井承包商获得合同比例预期展望.....	11
表格 3 重大油气田发现	15
表格 4 公司工程量变化	16
表格 5 国际重点项目	18
表格 6 福陆公司 ENR 近年排名表.....	24
表格 7 公司主要建造基地概况	24
表格 8 国家政策支持	26

一、海工市场短期承压，深水依然是未来的发展方向

1. 油价接近底部，油服板块业绩将承压疲软

1.1 页岩气革命与需求疲软造成的供求失衡等原因导致了油价下跌

由于页岩气革命的影响，以美国为中心的北美地区原油产量大幅度地增长，2014年的增产幅度更是达到了10%以上，与世界其他地区的产量增长速度形成了鲜明的对比。近几年来全球原油的增长份额也基本来自于北美地区。受惠于页岩气革命带来的技术进步和增产，传统的世界能源市场的局面悄悄发生了改变。美国在全球原油市场中所扮演的角色，也从一个原油的进口大国转变成了能够做到自给自足的国家。

图 1 全球各区域原油增产率

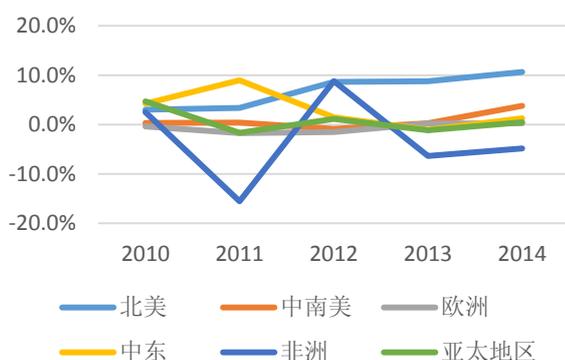


图 2 全球原油增产数量对比 单位：千桶/日



资料来源：BP 世界能源统计年鉴(2015 年)、中国中投证券研究总部

资料来源：BP 世界能源统计年鉴(2015 年)、中国中投证券研究总部

在原油的产量大幅增长的同时，由于全球进口需求增长乏力，贸易保护主义有所抬头；以及大宗商品价格大跌，乌克兰危机等地缘政治学因素，世界经济在 2014 年中增长缓慢。代表着经济需求的 PMI 指数显示，美国，欧盟，日本和中国等几大世界经济体的需求都出现了不同程度的下滑，尤其是中国和日本更是一度触及 50 的荣枯线。考虑到经济增长放缓以及俄罗斯及其他原油出口国的燃料消费量将会下降的影响，国际能源署 IEA 和美国能源信息署 EIA 也分别下调了全球原油需求前景预期。原油市场由此形成了严重的供过于求的局面。

同时，为了打击高成本页岩油所抢占的市场份额，OPEC 组织宣布不会减产，更是进一步加剧了供求过剩的状况。除此之外，由于石油是以美元计价的大宗商品，随着美联储在 2014 年 11 月退出量化宽松以及在 2015 年中加息预期的不断增强，走强的美元也在一定程度上影响了石油价格的下行走势。

近来由于市场对希腊退欧会使脆弱的欧元区经济再度陷入低迷的担忧，伊拉克石油

产量的连续增长以及伊朗核谈判的全面协议的达成，进入 2015 年后有所反弹的原油价格又出现了一轮下跌。作为世界上第四大的石油生产大国，在解除了经济制裁和原油出口禁令的伊朗在国际原油市场的回归给油价的上行带来了压力。然而由于伊朗石油生产的基础设施仍在复建之中，制裁的解除也分为时间阶段，预期出口量的大幅增长还需时间。

1.2 油价处于底部，短期仍有下行空间；中长期看将缓慢企稳

由于 OPEC 的不减产以及伊拉克伊朗等将来原油出口增长的预期，短期内供过于求的格局难以改变，原油价格仍然可能会有下行空间，然而从中长期来看，我们判断油价已经接近底部区域，将会在未来 3-5 年之后企稳回升。

从过去的历史来看，2009 年 5 月中全球钻井总数下探到了最低点的 1983 口，距离油价到达最低点的 2 月份滞后了大约 3 个月。在那之后，由于全球经济开始逐渐恢复，对能源的需求开始增加，同时钻机数的减少也在一定程度上带来了产能的下降，改善了之前的供过于求的局面。油价开始企稳回升，油公司也开始增加了资本支出；钻机数开始逐渐增加，伴随着 2014 年中油价到达了顶部，钻机数的数量也到达了顶部。由此可以看出，油价与钻机数之间有着一定程度的关联性，而且钻机数的变化与油价的变化之间存在着几个月的滞后关系。

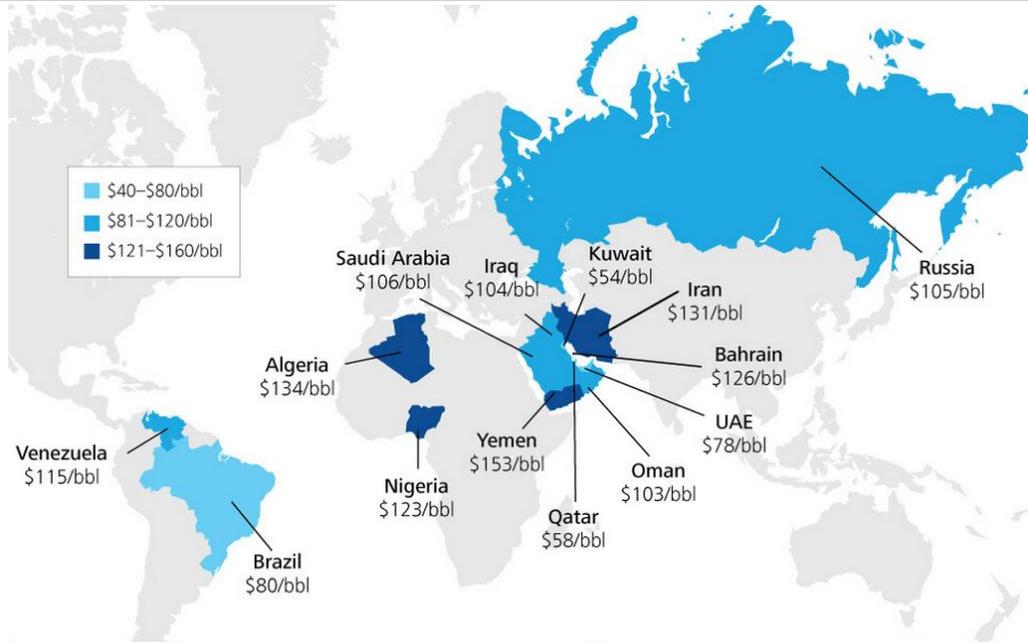
表格 1 全球钻机数变化

单位：个数	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*
拉丁美洲	316	324	355	384	356	383	424	423	419	397	337
欧洲	70	77	78	98	84	94	118	119	135	145	124
非洲	50	58	66	65	62	83	78	96	125	134	119
中东	248	238	265	280	252	265	291	356	372	406	408
亚太	225	228	241	252	243	269	256	241	246	254	228
加拿大	458	470	344	379	221	351	423	365	355	380	204
美国	1380	1648	1767	1878	1086	1541	1875	1919	1761	1862	1145
全球合计	2746	3043	3116	3336	2304	2985	3465	3518	3412	3578	2564

资料来源：贝克休斯、中国中投证券研究总部

与 2009 年不同的是，这一轮油价下跌中，我国作为重要的能源消费国经济增速放缓，需求增长出现疲软。然而我们认为过去的油价变化仍然具有参考意义。油价若是长时间在低位区域持续震荡，我们判断一些成本较高的区域将会被击穿盈亏平衡点，减少生产勘探方面的投资以及生产产能，导致这一部分原油生产商将会被低油价市场所淘汰。同时，从中东，俄罗斯等主要产油国家的财政盈亏平衡油价来看，除去拥有大量外汇储备的沙特，仅有科威特等少数国家可以在 50 美元/桶左右的低油价局面下维持良好的财政状态。过剩的产能在数年的低油价环境中被清洗，也意味着目前严重供过于求的原油市场格局将会逐渐改善；从而使得油价缓慢企稳。

图 3 各国财政盈亏平衡油价



资料来源：巴克莱、IMF、APIC、Wells Fargo Securities、Deloitte University Press

图 4 全球各区域盈亏平衡油价



资料来源：摩根大通、国家石油和化工网、中国中投证券研究总部

除此之外,地缘政治学因素仍然在持续发酵。由于宗教等意识形态方面存在着对立,

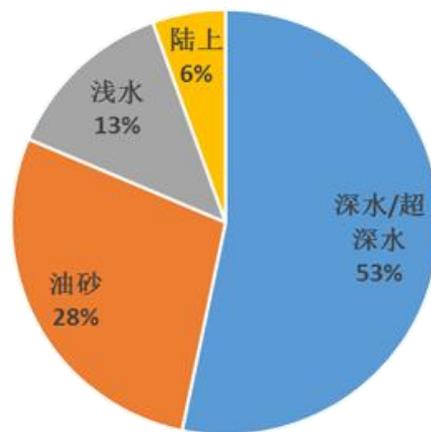
中东各国以及美国在打击伊斯兰极端主义势力上一一直存在着分歧。叙利亚以及也门的混乱局势更是提供给了伊斯兰极端主义势力发展壮大机会,使得伊斯兰国武装势力难以在短时期内被遏制。不稳定的地缘政治因素也使得中东地区稳定的原油生产供应增添了一丝悬念。

2. 低油价迫使油公司削减深水等大型项目开支

毫无疑问低油价给油公司带来了控制成本和削减资本支出的要求,为了保证股息以及在资本支出上拥有更好的灵活性,那些开发困难并且成本过高的大型项目就成了首先要被推迟的投资。据挪威 Rystad Energy 咨询公司称,低油价情况下 2015 年油气项目支出预算约有 1500 亿美元难获批准,全球多个非常规油气项目将被取消。尤其是加拿大的油砂、LNG 项目,北极、北海和墨西哥湾的部分项目等。

Wood Mackenzie 近日发表的行业新闻则表示,到 2015 年中为止,由于 2014 年中开始的原油价格暴跌以及今年第二轮油价下跌的影响,大型石油公司为了保证股息而进行了一轮紧急的资本支出削减。总计约有 2000 亿美元,储量 200 亿桶油当量的大型开发项目被暂时搁置。其中约 50%是深水以及超深水项目,另有 30%是加拿大的油砂项目。Wood Mackenzie 预计,这些项目的重新启动时间可能将在 2019 年到 2023 年之间。

图 5 被推迟的大型项目储量油当量占比



资料来源: Wood Mackenzie、中国中投证券研究总部

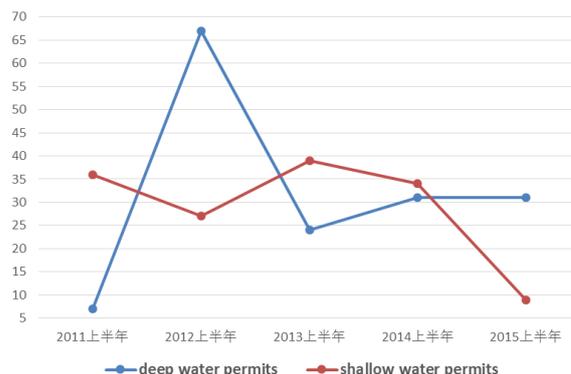
进入 2015 年以来,由于低油价的影响,美国海洋钻井数从高位开始下滑,与去年同期相比下滑了接近 50%。墨西哥湾的天然气以及石油钻井数也出现了同样的下滑趋势。美国安全暨环境执法局把 500 英尺以上的水深定义为深水,从深浅水区域的发展来看,墨西哥湾浅水区域的钻探许可数出现了大幅的下滑。这主要是因为墨西哥湾靠近大陆架的原油已经大量被勘探和开采,浅水区域钻探的目的更多的是为了发现天然气田。天然气价格的下滑促使浅水区域投资的减少而转向陆上的气田勘探开采。另一方面,深水区域新的钻探许可数则和一年前相比更少地受到了油价的影响。

图 6 美国海上钻井数与墨西哥湾钻井数变化



资料来源：贝克休斯、中国中投证券研究总部

图 7 墨西哥湾浅水与深水钻探许可数变化



资料来源：U.S. Bureau of Safety and Environmental Enforcement、Bloomberg、中国中投证券研究总部

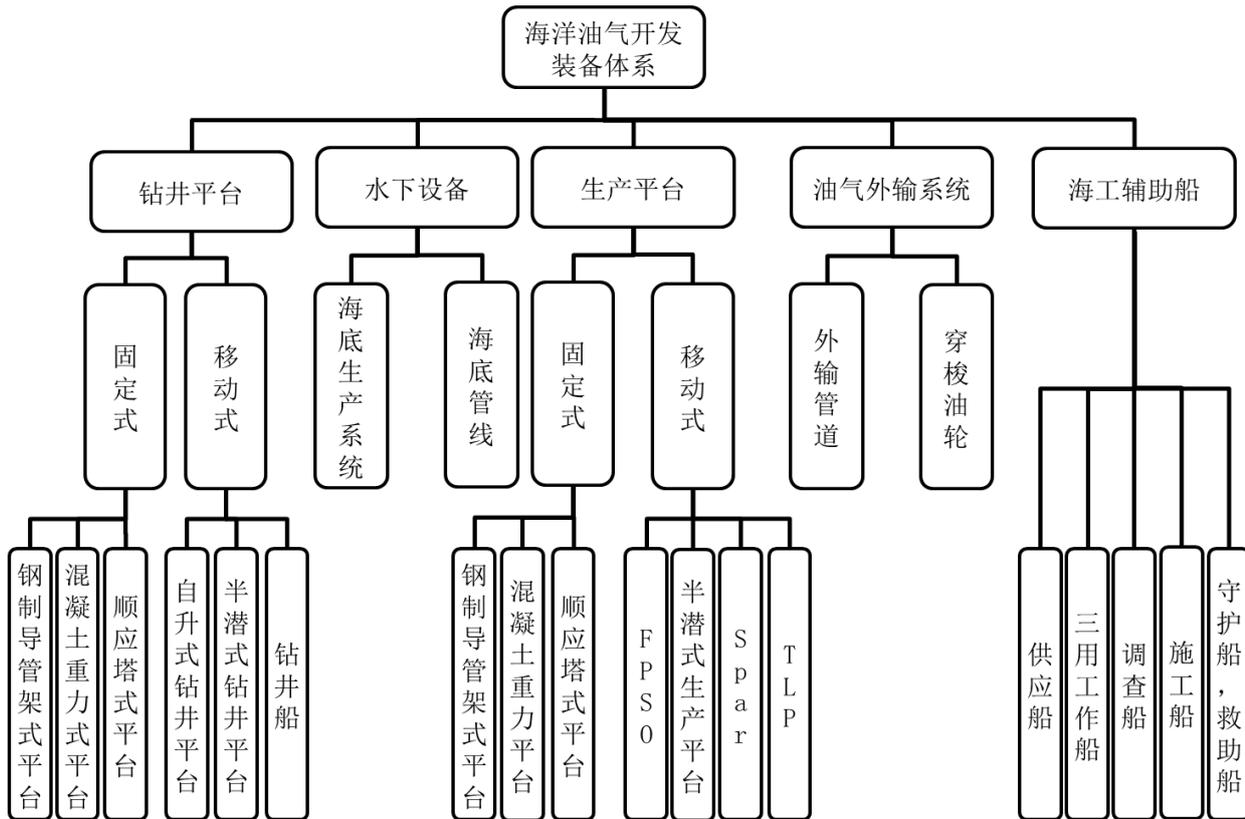
英国能源咨询公司 Douglas-Westwood 在《深水市场 5 年预测》(2015-2019 年)提及，尽管油价的暴跌已经导致运营商推迟高成本项目，未来 2 年，资本开支仍将触及最低点；然而基于 2019 年油价企稳并回升的假设，受到拉美、西非海上油田及东非新的天然气项目开发的推动，未来 5 年的深水项目投资预测较上次预测(2014-2018 年)将大幅上调 69%。

事实上，陆上非常规油气田项目产量低并且衰减，公司通常需要不断追加投资才能够维持产能。岸上许多成熟盆地及浅水区域的常规油气项目的产量也开始逐渐下滑。另一方面，深海油气田虽然初始的投资额较高，开发周期也较长，但是普遍的产量也更高更稳定。由于这一特点，深海油气田的开发对国际石油巨头依然属于战略性的中长期投资课题。除去北极，北海等一些成本尤其高昂和开发难度巨大的深水项目，为了获取将来关键的油气资源储备和生产量，当油价开始企稳回升后，深水项目的勘探开发从长期来看依旧对国际石油巨头们有着足够的吸引力。对于这些巨头企业来说，中长期战略依然是保持稳定的生产量以及战略储备，发展深海以及非常规油气等战略在低油价的局面下也不会被完全否定。除非油价长期维持在低位运行的状态，否则我们更加倾向于认为削减资本开支和资产剥离瘦身等策略是低油价局面下暂时性的局部调整。

3. 低油价局面下国际钻井市场变化

海洋工程装备主要指开发利用海洋资源的设备，包括钻井平台，水下设备，生产平台，油气外输系统以及海工辅助船等几个部分，其中钻井平台，生产平台以及海工辅助船是最主要的几个部分。我们通常所说的移动式钻井平台，主要包括了自升式钻井平台，半潜式钻井平台以及钻井船三个部分。

图 8 海洋油气开发装备体系概况



资料来源：中国船舶工业市场研究中心、中国中投证券研究总部

目前国际原油价格的暴跌导致各大油公司削减勘探开发支出，海工市场规模也相应萎缩。在低油价的局面下，油公司会把成本转移到承包商和油田服务商身上，这也迫使油服板块企业面临着降低成本的压力。在油价暴跌的情况下，比预期更加复杂的实际地质构造，长时间的建造海上钻井平台所需周期，平台竣工之前所垫付的货款等等都可能成为压垮高成本海工企业的最后一根稻草。从全球各大钻井承包服务商龙头企业的2016年前景展望来看，预计能够获得合同的比例较低。如 Transocean 的各项业务获得合同的比例预计不会超过 40%，Hercules Offshore 更是只有 11% 的自升式钻井平台预计可以获得租赁合同。各细分市场均出现了较大幅度的下滑。

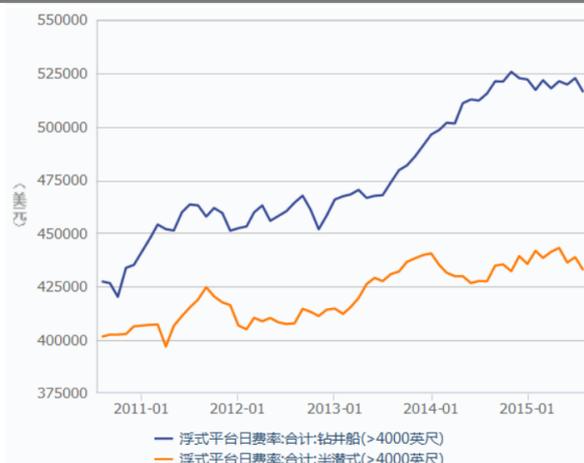
另外，从 2014 年的四季度开始，钻井平台的日费率也开始逐渐下降。这也反映了油公司削减资本开支，并且把一部分成本削减的压力转嫁给了各大钻井承包商。

表格 2 2016 年各大钻井承包商获得合同比例预期展望

公司	自升式钻井平台	半潜式钻井平台	钻井船	合计
Seadrill	37%	55%	71%	50%
Transocean	28%	27%	40%	32%
ENSCO	39%	38%	50%	41%
Noble Drilling	63%	11%	100%	60%
Diamond Offshore	13%	30%	65%	32%
Rowan	34%	N/A	100%	41%
Atwood Oceanics	17%	53%	50%	38%
Pacific Drilling	N/A	N/A	46%	46%
Hercules Offshore	11%	N/A	N/A	11%

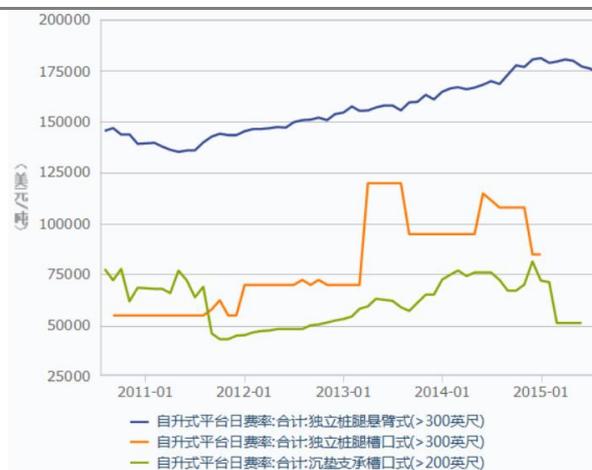
资料来源：Bloomberg、中国中投证券研究总部

图 9 浮式平台日费率



资料来源：wind 资讯、中国中投证券研究总部

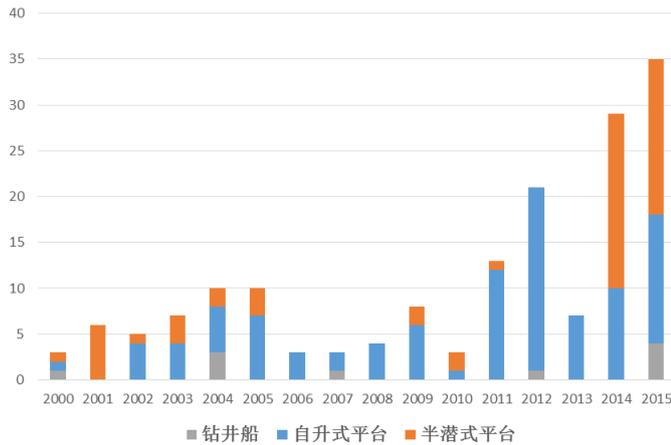
图 10 自升式平台日费率



资料来源：wind 资讯、中国中投证券研究总部

不过，据彭博社报道，浮式钻井平台的平均退役年限将从 2014 年的 37 年下降到 2015 年的 30 年。目前服役的不少海上钻井平台已经接近退役年龄，在油价的影响下，2015 年将迎来一波钻井平台退役的高峰期。尽管海上钻井平台市场的需求依然疲软并且可能仍未触及低点，但是随着新式钻井平台的投入使用，钻井平台的更新换代的需求以及钻井平台的拆解退役；将会在一定程度上缓解需求疲软等带来的供过于求的状况。

图 11 钻井平台退役高峰仍将持续

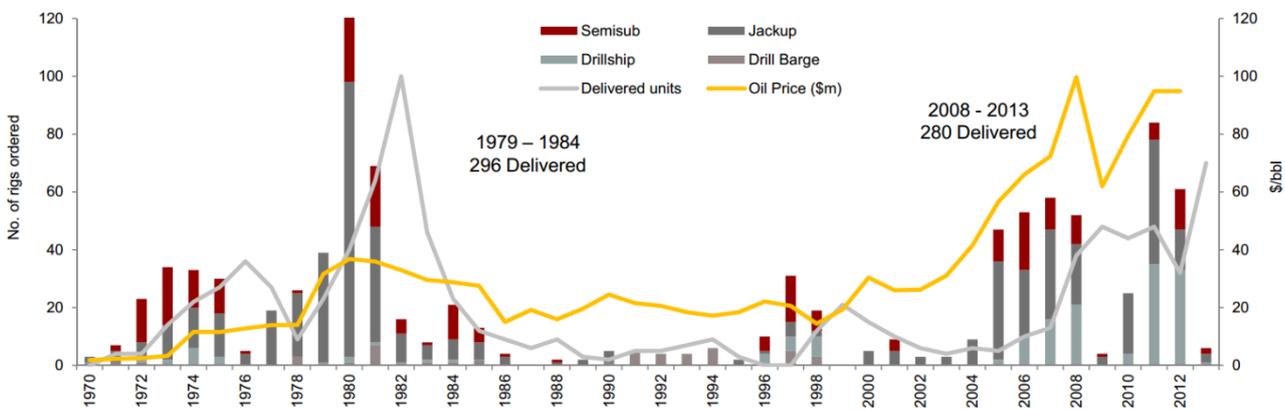


资料来源：RigLogix、Bloomberg Intelligence、中国中投证券研究总部

4. 低油价局面下海工装备及海工建设市场规模回顾与展望

从 Douglas-westwood 发布的海工市场订单统计中我们可以看到，2000 年之后油价的运行中出现了 2001-2003 年以及 2009-2010 年两个底部区域。相对应的 2000 年至 2004 年以及 2009 年这两个时间段里，直接反映了上游资本开支状况的海工装备订单也出现了大幅的下滑，触及了低点。由于海工建设市场的规模与海工装备市场密切相关，我们认为海工建设市场的走势也相类似。

图 12 往年油价与海工装备市场订单变化



资料来源：Douglas-westwood、中国中投证券研究总部

2002-2003 年，伴随着低油价，海洋钻井服务相关市场维持在大约 330 亿美元程度的规模。我们推算海工装备市场规模在 110 亿美元，海洋工程建设市场维持在 130 亿美元左右。由于深水油田开发的起步较晚，还处在早期阶段，其中浅水区域投资大约占据了 80%的比例。

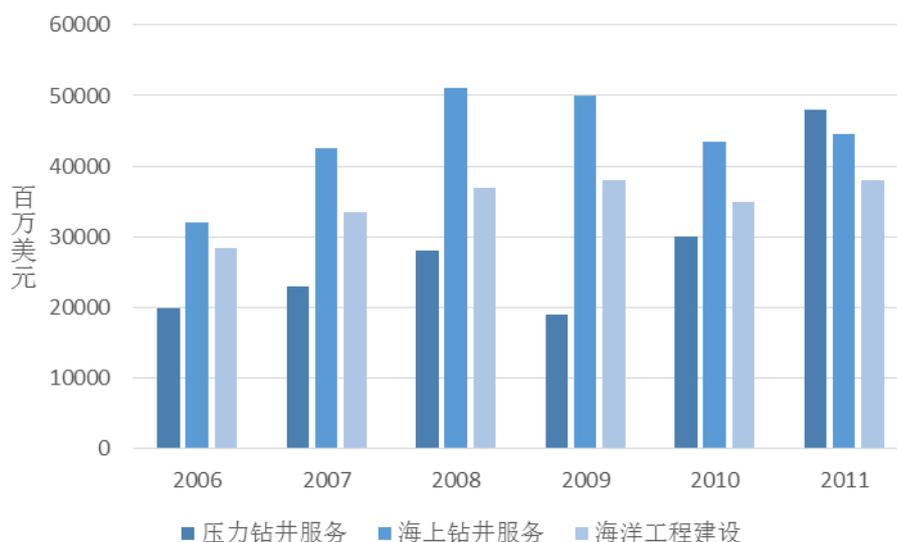
而根据 spears&associate 发布的报告显示，在 2008 年油价触及高点后，海上钻井服务市场规模也达到了 510 亿美元。而后随着油价的下滑以及上游资本开支对油价

反应的滞后性，整个海上钻井服务市场下滑至 2010 年的 435 亿美元，海洋工程建设市场则为 350 亿美元。

随着本轮油价的暴跌，全球海洋工程装备市场的悲观情绪严重，2015 年上半年，各类装备成交量均创出金融危机以来的最低水平，装备价格也出现了大幅下滑，全球共成交各类海洋工程装备 74 艘/座、仅 45.1 亿美元。海工建设行业(仅以海油工程为例) 新接订单也仅有 37 亿元。

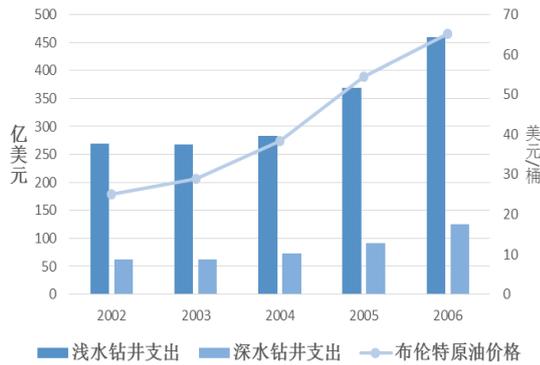
对油价继续下滑的担忧，整个海工装备市场手持订单处于历史高位的 1770 亿美元以及美元的走强都促使了新成交订单金额的大幅缩水。参考 2002-2003 年以及 2009 年-2010 年两个海上钻井市场的历史低迷时间段，我们判断现在海工装备市场已经处在历史底部。短期来看，由于油价进一步下行的风险以及市场对于产能过剩的担忧，我们不排除海工装备市场规模大幅缩水的可能。参照 2008-2010 年深水区域与浅水区域资本支出的比例，我们预计海工装备市场规模将会在 90 亿美元-110 亿美元之间，浅水市场约占 72 亿-88 亿美元。作为和海工装备市场密切相关的海工建设市场，我们预计海工市场短期的规模约在 130 亿美元。

图 13 油田服务市场规模变化



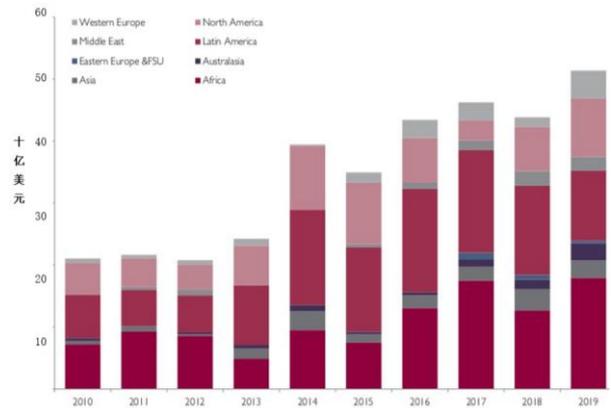
资料来源：spears&associates、中国中投证券研究总部

图 14 浅水与深水钻井相关服务支出变化



资料来源：Energyfiles、Douglas-westwood、中国中投证券研究总部

图 15 深水支出展望



资料来源：Energyfiles、Douglas-westwood、中国中投证券研究总部

从中长期来看，我们预计油价 3-5 年内将会回复至 60 美元/桶前后的水平，届时随着油价的企稳以及过剩产能的被淘汰，参考市场的历史走势，我们判断海工装备市场规模将稳定在 190 亿美元以上的规模，海工建设市场则会达到 230 亿美元以上。

同时由于 2015 年全年我们判断海工装备市场规模为 90-110 亿美元左右，根据我国海工装备企业市场份额逐年上升的趋势，我们判断市场份额占比有望由现在的 30% 以上提升至 50%，则油价恢复至 60 美元/桶时，我国海工装备板块的订单总额也将从 2015 年的 30 亿美元恢复至 95 亿美元以上的规模。因此，我们判断 2015 年-2016 年是我国海工装备板块业绩的历史底部，随着油价的企稳以及深水领域装备制造和设计能力的提升，我国海工装备板块在经历寒冬之后将迎来业绩的爆发式增长。同样的，参考海工装备板块市场份额迅速增长的历史轨迹，由于低成本优势以及我国海工建设行业在国际市场上尚处于起步阶段，我们判断海工建设市场份额有望迅速提升，订单总额将从 2015 年的 12 亿美元增加至 80 亿美元左右的规模。

5. 未来海工市场的发展方向

短期来看，我们认为油公司将会把战略中心转移到削减支出，维持良好的财务状态和保证派发股息上。勘探和生产方面，低成本区域的陆地和浅水区块将会获得重视。从中长期来看，深水油田具备了储量大，开采经济性高等特点；深水油田的勘探开采依然是国际石油巨头们的发展战略，深水油田的开发依然是未来的主旋律。因而深海海工市场短期的下行风险仍然存在，但是中长期的成长空间值得期待。

深海油田储量巨大

据 IHS 统计，2008 - 2012 年，除北美地区外，全球探明油气可采储量为 200 亿吨油当量，其中海洋探明油气可采储量为 145 亿吨，是同期陆上的 2.6 倍。同时近 5 年来，全球新增的油气发现量主要来自于海上，尤其是深水和超深水，重大油气发现中更是有 70% 来自水深超过 1000m 的水域。2011 年全球排名前十的油气发现中，6 个来自深水，且全部都是亿吨级油气发现。2012 年全球排名前十的油气发现全部来自深

水，其中的 7 个为亿吨级重大油气发现。

表格 3 重大油气田发现

排序	国家	所在盆地	发现井	发现井水深 (米)	油气类型	概算储量P2 (亿吨油当量)
1	莫桑比克	鲁伍马	Golfinho 1	1027	气	5.06
2	莫桑比克	鲁伍马	Mamba Northeast 1	1840	气	3.69
3	莫桑比克	鲁伍马	Coral 1	2261	气	2.4
4	巴西	桑托斯	4-SPS-086B-SPS	2160	油气	1.92
5	莫桑比克	鲁伍马	Mamba North 1	1690	气	1.38
6	巴西	坎波斯	1-PAODEACUCAR-RJS	2789	油气	1.26
7	坦桑尼亚	鲁伍马	Mzia 1	1639	气	1.04
8	坦桑尼亚	鲁伍马	Jodari 1	1153	气	0.95
9	坦桑尼亚	坦桑尼亚	Zafarani 1/1ST	2582	气	0.92
10	坦桑尼亚	坦桑尼亚	Lavani 1	2400	气	

资料来源：中国石油集团经济技术研究院、中国中投证券研究总部

同时从 2007-2012 年全球新增油田的数据来看，与陆地以及浅海油田相比，深水油田的单位可采储量要显著高于前两者；从油田数目的结构来看，深水区域的大型油田数量占比也更高。

图 16 陆地，浅，深水油田单位可采储量比较

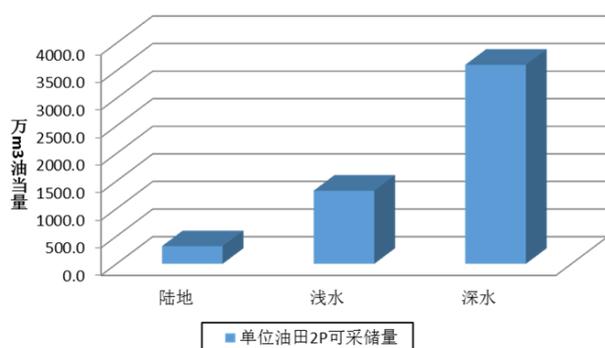
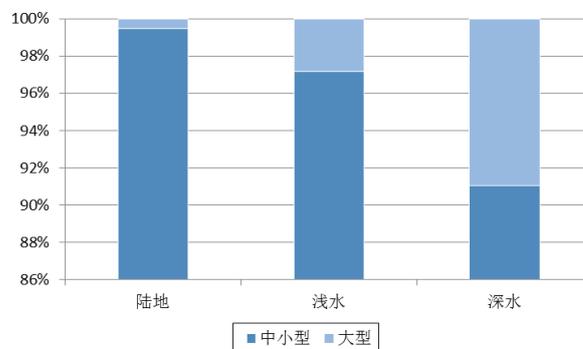


图 17 陆地，浅，深水大型油田数量占比



资料来源：中海油研究总院、中国中投证券研究总部

资料来源：中海油研究总院、中国中投证券研究总部

受制于技术发展的瓶颈，深海油气的勘探开发虽然起步相对较晚，但是发展却非常迅速。全球深海油气产量在世界产量的占比，从 2002 年的 3% 迅速上升到了 2007 年的 6%。而在 2012 年，更是已经达到了 12%。随着陆上成熟油气田以及浅水油气田产量的衰减，为了维持稳定的生产量，深海油气生产的扩大将会成为未来的趋势，这一比例在将来有望进一步提高。

图 18 世界深海石油产量比

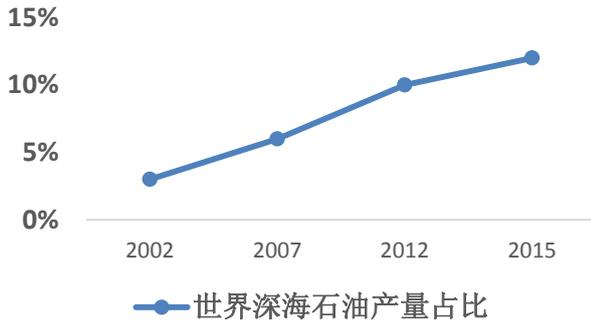
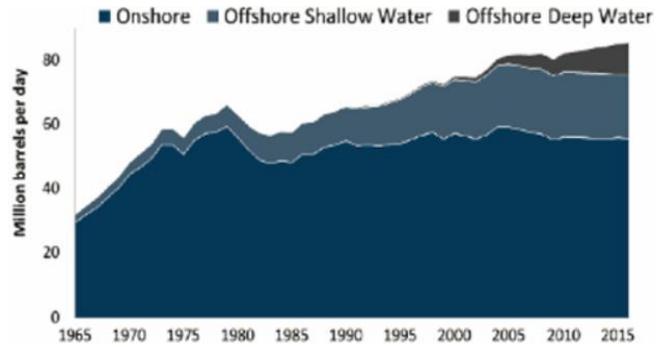


图 19 世界陆地、浅水与深水油气产量对比



资料来源：BP 世界能源统计年鉴(2015 年)、中国中投证券研究总部

资料来源：BP 世界能源统计年鉴(2015 年)、wind 资讯、中国中投证券研究总部

深海油田的开发具备经济性

据有关咨询机构表明，对于建设初期的墨西哥湾深海新项目来说，平均的盈亏平衡点油价介于 65 美元至 75 美元/桶之间。对于已经完工的项目来说，盈亏平衡点会降至 35 美元/桶。尤其是巨型海上生产平台，因为油田的规模庞大，并且储量丰富，日产量也十分巨大，所以，即使原油价格在 60 美元/桶附近徘徊时，也可以获取丰厚的利润。

比如雪佛龙在墨西哥湾投资了 80 亿美元规模的杰克/圣马洛采油平台。该平台有望每天生产 94,000 桶原油和 2100 万立方英尺的天然气。该平台生产原油的变动成本大约在 20 美元/桶，如果按照大约 30 年的服役期里，可以生产 5 亿桶原油来计算；该平台的固定生产成本大约为 16 美元/桶；盈亏平衡点仅为 36 美元/桶。

二、国际浅水市场份额等扩大平滑公司国内业绩波动，国际和国内深水市场开发为未来业绩增长打下坚实基础

1. 公司业绩 14 年增长强劲，15 年上半年受行业影响有所下滑

表格 4 公司工程量变化

年份	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)
2010	167	6.3	1.15	157
2011	197	8.1	0.96	125
2012	287	21.3	1.75	389
2013	222	23	2.7	627
2014	233	25	2.4	296
2015H1	102	8.5	0.85	-

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

尽管 2014 年下半年开始油价开始走低，公司 2014 年的业务量和 2013 年相比并

没有出现大幅的下滑，体现公司业务景气的设计工时、钢材加工量、投入船天等指标总体较为良好。然而 2015 年上半年开始，低油价的影响开始显现，工程量各项指标有所下滑，其中设计板块同比减少 13%，钢材加工量减少 46%，投入船天减少 32%。

2013 年和 2012 年相比，营业收入和利润都有了大幅的增长。公司的陆地制造和海上安装项目充分利用了产能，满负荷运行；各工程量指标都出现了大幅的增长。同时，项目总承包能力等的增强加强了成本控制，毛利率也有所上升。

2014 年公司营业收入达 220.3 亿元，归母净利润达 42.67 亿元，同比分别增长 8.32% 和 55.48%，增速有所下滑。2015 年上半年收入 69.4 亿元，同比减少 29%；净利润 15.5 亿元，同比减少 10%。油价下降导致中海油等主要客户的资本支出减少，工作量也相应下滑。其中陆地建造业务完成钢材加工量较去年同期下降 46%，海上安装营运船天同比也下降 31%，行业景气度的下行影响了业务量。其国内内主力区域的渤海和南海业务分别下降了 29%和 50%，均出现了大幅下滑；另一方面，海外业务量增长了 183%，平滑了国内工作量下滑带来的业绩波动。然而，上半年毛利率继续保持在 30% 以上的历史高位水平。公司近年来项目总承包能力等的增强使得成本控制能力得到了提升。尽管上半年营业收入下降，然而净利润的下降幅度明显小于收入降幅。

图 20 营业收入及增速历年变化



图 21 归母净利润及增速历年变化



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司 2014 年度新签订单合同额突破历史新高，达到 270 亿元人民币；较去年同期增长 36%，虽然国内订单有所下降，然而公司在海外市场斩获的大单平滑了国内市场的订单波动，尤其是俄罗斯 yamal 订单（101 亿元人民币）、缅甸 Zawtika 项目（约 22 亿元人民币）和订单的斩获，说明公司在国际市场的开发方面已经取得了明显成效，公司的 EPCI 总承包能力和整体实力逐步得到国际市场的认可。而海外市场在 2014 年度订单总额中所占的比例也从 2013 年度的 5% 上升到了 2014 年度的 49%。同时，从新签订单额和营业收入的关系来看，除去 2011 年以外，基本维持在 1.15:1 上下波动，两者关系较为密切。

从各区域的收入占比来看，渤海和南海依然是业务收入的主力区域，东海区域近年来的收入逐年增长。海外业务收入占比仍然较小，将来还有比较大的提升空间。同时，公司近期获得了缅甸 Zawtika，俄罗斯亚马尔项目等大单，说明公司的工程项目管理能

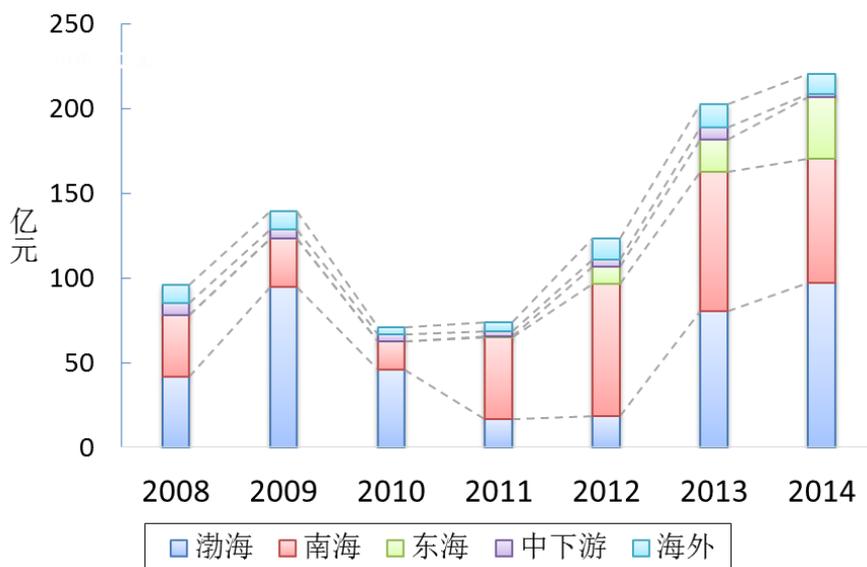
力和总承包能力正逐渐获得国际市场的认可。

表格 5 国际重点项目

项目	业主	合同额	项目时间表	项目内容
KNOIAMBO镍矿	KNS公司	1.53亿美元	2010年完工	冶炼工厂模块化建造, 总重4万吨
澳洲Gorgon LNG	雪佛龙澳洲	1.8亿美元	2013年完工	首个LNG模块化工厂建造项目, 总重3.7万吨
沙特KJO	Technip	1.1亿美元	2013年完工	首个中东项目, 5座海上平台建造安装和40公里海底缆线铺设
澳洲ICHTHYS	日本JKC	3.05亿美元	2015年完工	总重约11万吨
印尼Madura BD	哈斯基	-	-	52公里天然气管线等EPCI总包
缅甸Zawtika	泰国国家石油公司	3.67亿美元	2016年完工	4座井口平台设计, 建造和海上安装业务以及四条海底管线铺设业务
俄罗斯亚马尔	Novatek	16.43亿美元	2017年完工	LNG工厂的核心工艺模块

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 22 各区域收入占比



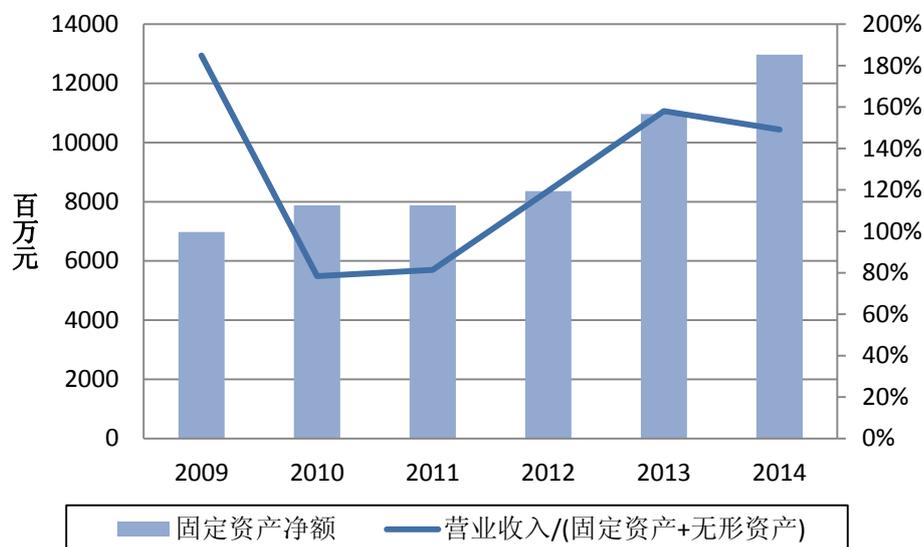
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

由于营业收入的确认通常会稍晚于公司新签订单的变化情况，因此 2014 年新签订单额的新高将会帮助公司在行业大环境不景气地情况下，缓和业绩的下滑情况。

同时，从成本的角度来看，公司通过实施船舶管理区域化等方法降低了陆地建设工程分包费等工程费用，实现了毛利率的提升。09 年之前公司毛利率一直稳定在 15-20% 之间，金融危机以来也一直呈现稳定上升的趋势。尽管在行业进入寒冬后业务量低谷时期，公司的毛利率可能会下降；然而公司近年来一直坚持低成本战略，提出了全年努力

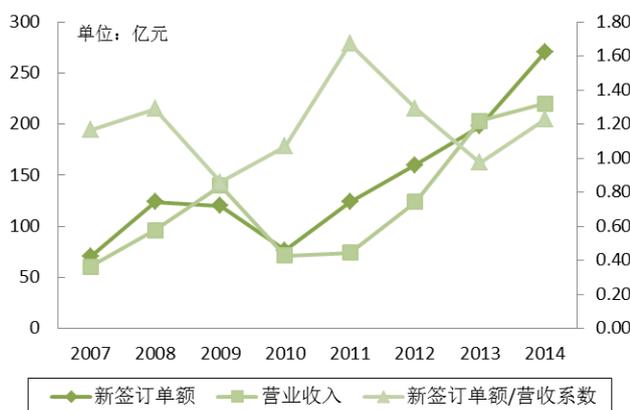
将营业成本占营业收入的比例控制在 82%以内，三项费用（销售费用、管理费用、财务费用）占营业收入的比例不超过 8%的战略目标，体现出了对成本控制的重视；我们判断毛利率总体不会出现大的滑坡趋势。

图 23 公司资产利用效率变化



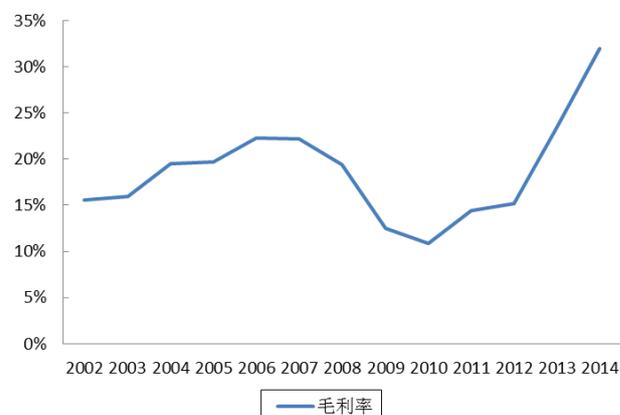
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 24 新签订单额及营业收入历年变化



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 25 毛利率历年变化



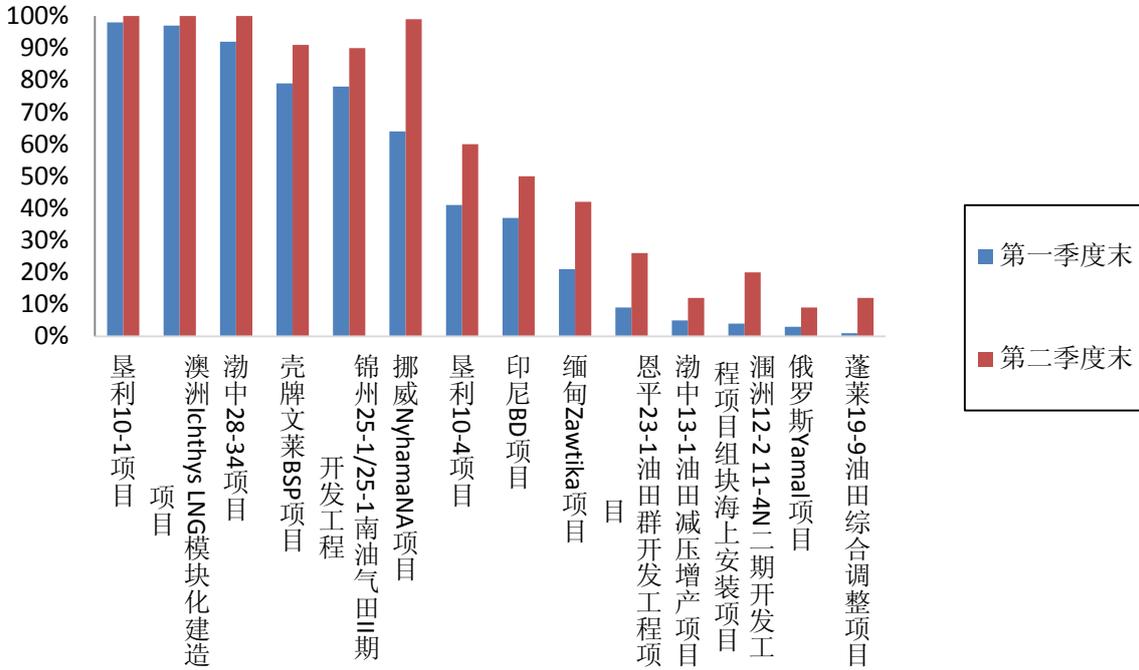
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2014 年度运行的项目数和完成项目数与 2013 年度相比稳步上升，为全年业绩的增速提供了有力的保障。同时根据公司项目的历史运行情况来看，由于去年完工的项目数较多，不排除 2015 年度的完工项目数将出现下滑的可能性。

具体从 2015 年上半年的重点工程项目来看，今年运行项目较少，仅有 26 个。但是包括俄罗斯 Yamal 项目，缅甸 Zawtika 在内，单体工程项目额度的较大，工程质量和技术含量都较高。公司近年致力于装备能力、技术能力、项目管理能力及总承包能力的

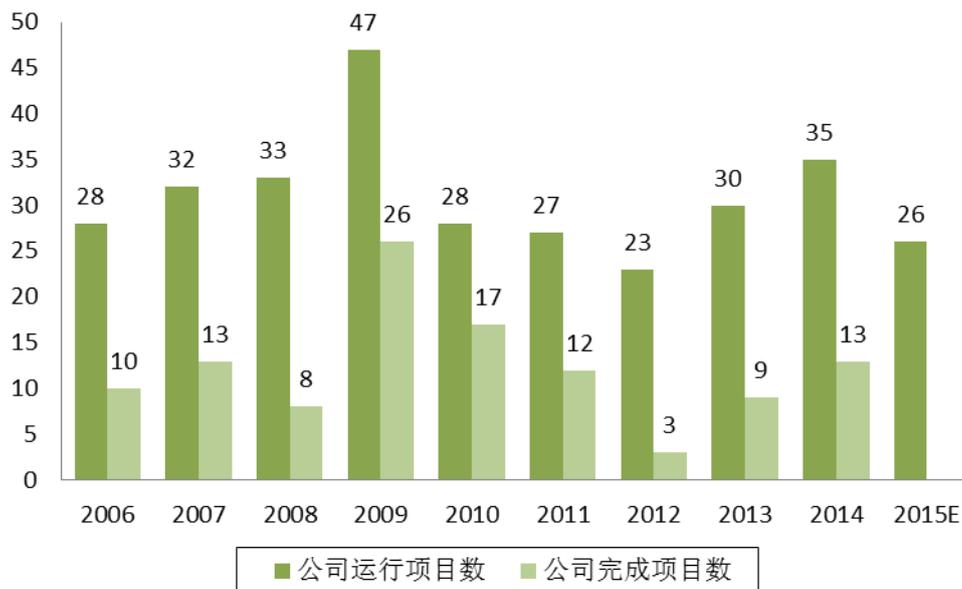
改善与建设，确保了公司能够按期、高质量地完成工程项目。上半年垦利 10-1 项目，渤中 28-34 项目等完工结算，而恩平 23-1 油田群、涠洲 12-2 11-4N 二期海上安装等南海项目和俄罗斯亚马尔，缅甸 Zawtika 等海外项目的建设也正在有序进行中。

图 26 重点项目工程进度表



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 27 公司项目运行及完成情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2 公司收入与中海油的资本支出计划密切相关

作为中海油的控股子公司和国内海洋油气工程总承包商的绝对龙头，公司的大部分收入来自中海油系统（中海油和中海油关联方）的订单。从 2014 年度营收占比来看，来自中海油系统的营业收入占到了全部比重的 89% 的绝大多数比例。油服公司与工程建设公司的业绩通常都与作为客户的油公司的资本开支计划密切相关。中海油的资本开支计划（勘探开支，开发支出，生产资本化以及其他支出）和经营战略，尤其是开发支出对公司的业绩有着极其重大的影响。

从 2005 年开始的过去十年来看，公司营业收入占中海油开发支出比例在 22~34% 之间上下波动。我们判断中海油的资本开支所带来的订单需求仍然会是公司的主要业务来源。

图 28 来自中海油的收入营收占比

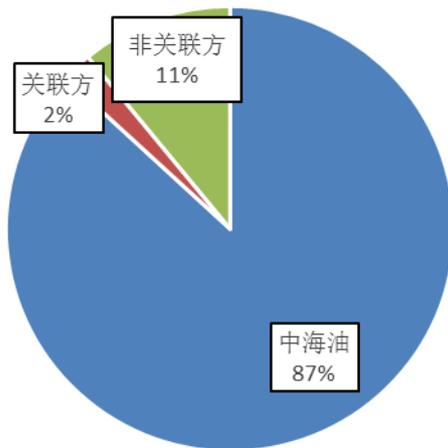
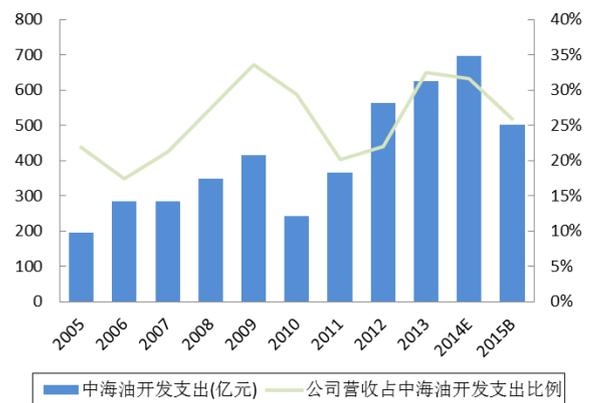


图 29 中海油历年开发支出与公司营收关系



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：中海油公司公告、中国中投证券研究总部

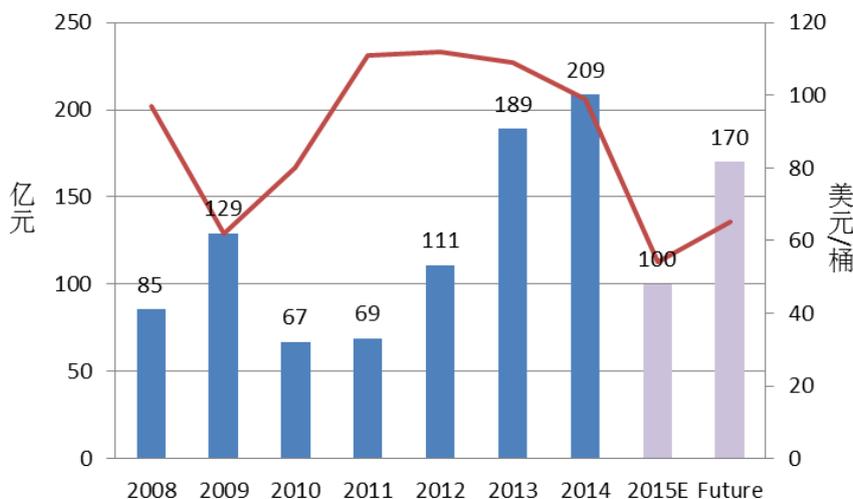
由于油价下跌，中海油削减了资本开支计划进行成本控制；并且暂缓深水等成本较高地区的勘探活动，致力于成熟区块的油气资源的勘探发现。同时，大约有三分之二的勘探支出将会被用于我国核心海洋区块。

从资本开支的规模来看，2015 年度公司资本开支计划为 700-800 亿人民币，其中大约有 67% 会被用于开发。我们取资本开支计划的中值 750 亿人民币，取最近十年公司收入与中海油开发支出的平均比例 26%，则预计公司 2015 年营收规模将维持在 130 亿元以上。

3. 油价企稳后国内浅水市场收入将大幅回升

我们可以看到尽管存在着一年左右的时间上的滞后性,油价波动与国内浅水市场的收入密切相关。在 2009 年油价跌入谷底之后,2010 年和 2011 年的收入随之也出现了大幅的下滑。等待油价在 2011 年,2012 年到达高点企稳之后,收入也迎来了爆发式的增长。2014 年末油价开始暴跌,对 2015 年全年的收入造成了直接的影响。基于 EIA2015 年全年油价大约在 54 美元/桶的假设,我们预计 2015 年公司在国内浅水市场的收入大约在 100 亿元左右的规模。尽管与 2014 年的高点相比,将出现大幅度的下滑,然而在 3-5 年油价企稳之后,国内浅水市场也将大概率出现恢复性的反弹。届时我们判断公司在国内浅水市场的收入将会恢复至 170 亿元左右的规模,与 2015 年相比将会有大幅的增长。

图 30 国内浅水市场收入与油价变动密切相关



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

4. 国际浅水市场收入将随着国际市场份额的提升而大幅增加

与造船产业相类似,劳动力等低成本优势是我国海工企业最大的竞争力所在。相对于高成本区域的国外企业,我国企业目前由于缺乏深海油田勘探的技术优势,因而业务重心依然在传统陆上区域,浅水区域等生产成本较低的区块,因此受到的低油价带来的冲击也较小。尽管 2015 年遭遇寒冬,我国海工装备和海工建设行业也遭受到了冲击。然而随着我国企业品牌竞争力的增强和被国际市场逐渐认可,相信在将来市场份额的提升会给我国企业的业绩带来新的增长点。

来自中国船舶报的数据显示,2014 年,全球海工装备建造市场的竞争格局被彻底颠覆,三大主要海工装备总装建造国中国、韩国和新加坡承接海工装备订单金额分别为 139 亿美元、41 亿美元和 43 亿美元,分别占全球市场份额的 41%、12%和 13%,中国的市场份额首次坐上了全球第一的交椅。从 2012 年到 2014 年,我国海工装备行业实现了国际市场份额从 12%到 41%的快速增长。

图 31 全球海工市场份额变化

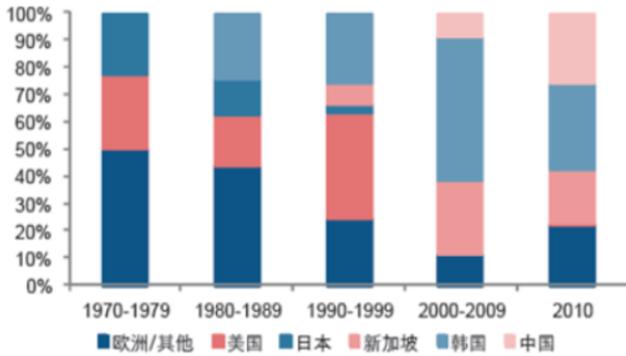
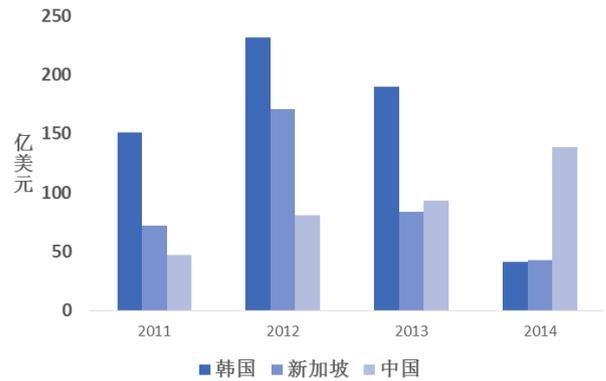


图 32 中国、韩国、新加坡海工市场份额变化



资料来源：ODS-Petro data、Morgan Stanley、wind 资讯、中国中投证券研究总部

资料来源：ODS-Petro data、Morgan Stanley、wind 资讯、中国中投证券研究总部

虽然中国海工装备企业为了抢占市场份额依然采取低首付、低总价的策略，压低了项目的收益率，同时与 2013 年的订单额度相比也有较大的下滑。但是中国企业仍然取得了不少的突破，从细分领域市场来看，我国企业的接单类型正日趋丰富。从自升式/半潜式钻井平台，FPSO 改装，海工船等传统优势领域，扩展到了 LNG-FRU、半潜式修井平台、自升式天然气压缩平台等装备订单。

我国海工建设行业虽然进军国际市场时间较晚；然而近年来凭借着低成本和可靠的项目质量，连续接单澳洲 Gorgon 项目和 Ichthys 项目，俄罗斯 Yamal 项目以及缅甸 Zawtika 项目等大单，开始稳步扩大国际市场上的影响力。与海工装备行业的发展轨迹相类似，我们认为海工建设行业也有大概率实现国际市场份额的快速提升。

参考我们对油价企稳后海工建设市场规模以及对国内浅水市场收入的估算，我们判断国际浅水市场规模将会上升至 176 亿元左右。

5. 打造珠海深水基地，引入国际资本提升进军国际深水市场能力

与浅水及陆上油田相比，深水开发面临着与水深相关的一系列挑战，低温，浅层地质灾害，以及作业安全等诸多问题。根据统计，陆上石油开采的平均可记录伤亡率（每 20 万工时的可记录伤亡率）低于 0.5，而海洋钻井承包商的平均可记录伤亡率超过 0.7，远高于陆上石油开采的数据。其中尤其以 2010 年 BP 墨西哥湾漏油事故的后果最为严重。该事故不仅造成了钻井平台沉没以及人员伤亡，泄漏的原油也给墨西哥湾的生态环境带来了严重的破坏，给墨西哥湾沿岸带来了巨大的经济损失。因此，深水油田的勘探以及水下安装施工等，对装备有着更高的要求。

与澳大利亚等在深水油田勘探方面有着丰富经验的国家比较，我国发现的深海油田还较少，在水下安装施工设备方面也还处于一个起步阶段，在包括深海立管系统，配合水下机器人作业远程控制技术等方面较为缺乏自己的技术和产品。同时为了做好深水油气勘探的安全作业管理，油气行业诸多的安全规章、标准、工艺流程及操作程序等也需要时间去形成，相关作业人员的操作技能和经验也需要经过项目来积累和增长。

为了更好地储备深水技术以及解决深水装备上所存在的短板等问题,作为从浅水市场迈向深水市场的重要一步,公司于 2012 年 10 月公告定增 35 亿元用于珠海深水基地的建设。珠海基地位于珠海高栏港经济区,主要以深水浮式海洋工程装备制造为主,总面积达 207 万平米,项目分五期进行,总投资约 101 亿元。场地面积大、码头长度长(1349 米)、距离南海油气田区近等都是珠海深水基地无可比拟的竞争优势。公司采取边建造边做项目的方式,其中一期工程已于 2014 年 11 月完工,并具备 4 万吨组块建造能力,年内已承揽了 4 个组块的建造工作。二期工程建设目前二期工程进度已接近 70%,计划于 2015 年底建设完工。

同时,公司与美国福陆(Fluor)公司合资成立子公司,以珠海深水基地的土地使用权,实物资产及部分现金来换取 51%的股权。福陆公司创建于 1912 年,是世界最大的主要从事咨询、工程、建筑等其他多种服务的公司之一,在美国工程新闻纪录(ENR)杂志工程咨询设计商的评选中,福陆公司常年位于全球“国际设计 200 强”及“全球承包商”中的前列,是工程咨询设计行业的巨头之一。

表格 6 福陆公司 ENR 近年排名表

类别	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
全球承包商排名	11	19	24	17	20	18	16	14	13	13
国际承包商排名	12	13	12	8	10	11	11	9	7	7
国际设计200强排名	5	3	1	4	2	3	4	4	7	1

资料来源: ENR 网站、中国中投证券研究总部

表格 7 公司主要建造基地概况

陆地建造场地	码头岸线	码头水深	钢加工能力	滑道	总面积(万平米)
塘沽	400M	5M	6万吨	4条	20
青岛	1645M	10-12.4M	20万吨	4条	120
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				2.4
湛江(合作)	260M	7M	1.5万吨	2条	18
深圳(合作)	350M	5M	1.5万吨	4条	17.5
蓬莱(合作)	700M	10.9M	12万吨	4条	52.5
珠海(建造中)	1349M	-	-	-	207

资料来源: 公司公告、中国中投证券研究总部

我们判断引入福陆公司这样的国际资本来共同参与珠海深水基地的建造,运营,管理,将弥补公司在国际化项目运营管理经验上的劣势,更好的提升进军深水市场的竞争力。同时,也可以利用福陆的全球市场网络与客户资源对国内外大型项目进行联合投标,增加在国际市场上的影响力。随着珠海深水基地工程建设的逐步推进,我们相信公司将在包括南海在内的深水领域以及国际市场上取得更多的技术突破和市场的认可;尽管短期内市场承压,我们依然看好未来的发展。

近年来公司也在深海装备方面实现了从无到有的突破,随着海洋石油 286 深水工程船,海洋石油 291 深水挖沟多功能工程船的服役,与公司已有的海洋石油 201 深水

铺管起重船等组成了深水作业船队；荔湾项目的实施也使得公司积累了一部分宝贵的深水项目经验；使得公司开始逐渐具有进军深水市场的能力。我们预计在 3-5 年内油价回升，资本支出企稳后；公司在国际深水市场上的收入将达到 44 亿元。

6. 深水油气开发符合国家海洋战略，国内深水市场未来工作量可期

据统计，世界海洋石油平均探明率为 73%，我国仅为 12.3%；世界海洋天然气平均探明率为 60.5%，我国仅为 10.9%。我国海洋石油、天然气仍处于勘探的早中期阶段。中国约有 70% 的海洋油气资源藏于深海，而中国深海油气储量探明率远低于世界水平。据有关研究机构显示，2014 年我国石油需求对外依存度已经逼近 60% 大关。为此，加快国内油气资源开发，特别是海洋油气资源开发显得尤为迫切。我国在渤海、东海、南海等海域均蕴藏着丰富的油气资源。中国南海油气储量超过 200 亿吨，其中 70% 油气资源位于深水区域，急需我国加快自身能力积累和技术提升，加快勘探与开发的步伐。

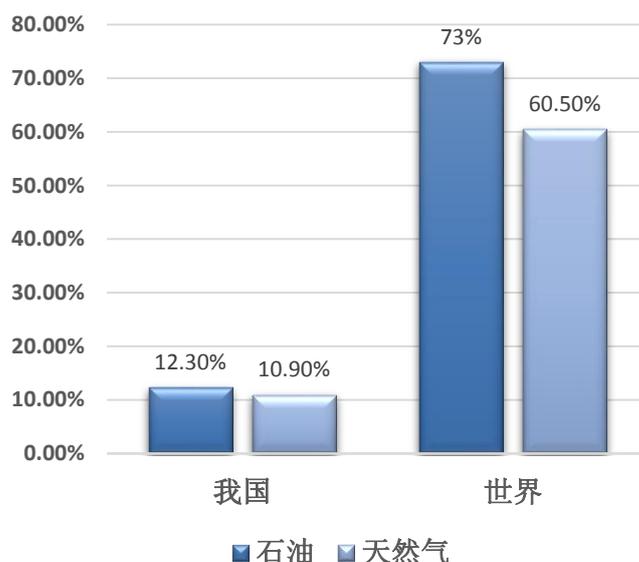
我国政府已经将海工装备和海工建设行业指定为战略新兴产业，未来也将大力培育与发展。相关行业将获得比传统产业更加优惠的税收以及融资等金融政策方面的支持。发改委也于近日发布海工装备等六大新兴产业工程包，称将会于 2015 年-2017 年，重点开展海洋工程装备等六大工程建设。

党中央对于海洋战略也高度重视。胡锦涛主席在“十八大”报告中正式提出：提高海洋资源开发能力，发展海洋经济，保护海洋生态环境，坚决维护国家海洋权益，建设海洋强国。2013 年 7 月 30 日中共中央政治局更是就“建设海洋强国”进行了集中学习和讨论。合理控制近海油气资源开发规模，支持专属经济区和大陆架油气资源的勘探与开发，建设深远海海洋战略资源接续区，推进形成“储近用远”的海洋油气资源开发格局是国务院已经明确的海洋发展战略。

不论是出于对主权还是能源方面的考虑，南海油气资源的开发都符合我国海洋强国的战略。近年来国家密集出台了一系列对南海油气开发，海洋工程装备行业的扶持政策，表明了政府对我国的海工装备以及海工建设行业做大做强期望以及支持力度。

公司作为占有 90% 以上市场份额的国内海工建设市场的绝对龙头，随着我国深海油气的开发提上进程，与世界平均水平逐渐靠拢，将收获大量的潜在工作量；使得长期的业绩获得支撑；参照浅水投资与深水投资的历史数据，我们预计国内深水市场的收入将增长至 30 亿元。

图 33 中国与世界海洋油气探明率



资料来源：Douglas-westwood、中国中投证券研究总部

表格 8 国家政策支持

时间	事件
2012. 3. 22	工信部正式发布《海洋工程装备制造业中长期发展规划》，提出：至2015年行业年销售收入要达2000亿元以上，工业增加值率较“十一五”末提高3个百分点，海洋油气开发装备国际市场份额达到20%；到2020年行业年销售收入要达4000亿元以上，工业增加值率再提高3个百分点，占国际市场份额达到35%以上
2012. 11. 8	十八大报告中，海洋强国战略目标已被纳入国家大战略中，海洋上升至前所未有的战略高度
2015. 1. 9	深水半潜式钻井平台研发与应用获国家科学进步特等奖
2015. 4. 13	国家海洋局和国开行联合印发了《关于开展开发性金融促进海洋经济发展试点工作的实施意见
2015. 5. 27	工信部发布《中国制造2025》解读，在海工装备领域，重难点发展海洋资源开发装备，海洋空间资源开发装备，综合试验平台及高技术船舶
2015. 5. 16	国务院发布《关于推进国际产能和装备制造合作的指导意见》，船舶和海洋工程等作为重点行业
2015. 7. 23	发改委发布海工装备等六大新兴产业工程包
2015. 8. 20	国务院发布海洋战略顶层设计，印发《全国海洋主体功能区规划》的通知

资料来源：海洋工程装备网、中国中投证券研究总部

综上所述，由于公司目前的主要业务依然是浅水市场，因此本轮的油价暴跌中相对国外同行受到的伤害也相对较小。在国际公司纷纷受制于高成本的环境下，正是公司抢占国际市场的好机会。浅水市场方面，随着 3-5 年油价回稳之后国内市场出现反弹，我们预计公司在国内浅水市场收入将恢复至 170 亿元，国际浅水市场收入随着公司市场份额的扩大将达到 176 亿元。而深水市场方面，通过和海外资本合作的方式打造珠海深水基地，积累先进的深水技术储备和项目运营经验，我们预计公司在国际深水市场收入将达到 44 亿元，国内深水市场收入随着深水油气的战略性开发升至 30 亿元；公司的总收入规模将达到 420 亿元左右的规模。

三、盈利预测与估值

由于油价企稳之后，我们预计海工装备市场将会回到之前 190 亿美元以上，海工建设市场也将回到 200 亿美元以上的规模；对于我国海工企业来说，市场空间十分巨大。因此随着公司国际市场认可度的提升，相信将来会有更多的海外大单来给公司的业绩提供爆发性的增长。

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。根据最近十年公司收入与中海油开发支出的平均比例 26%，则预计公司 2015 年营收规模将维持在 130 亿元以上。同时 2015 年第一季度营收下滑 27%，参考过去历史业绩波动，我们预计 2015 年度将会是公司的业绩低谷，全年营收下滑 40% 左右。

2. 公司近年来在国际市场上不断取得大单，逐渐获得了市场认可。我们判断公司将以低成本为竞争优势，开拓国际市场来平滑国内市场的业绩波动，并且不断扩大公司在国际市场的份额。

3. 公司近年来加强了致力于装备能力、技术能力、项目管理能力及总承包能力的改善与建设，成本控制能力得到了提升。且随着公司技术储备的不断增加提高，进军深水领域等毛利率更高的业务领域，因此我们判断在工程量回暖之后，毛利率将超过 30%。

投资建议

我们按照目前公司在手订单和海工装备及海洋工程建设行业的市场情况，预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.62 元、0.51 元、1.17 元。基于未来公司海工业务将在立足浅海及陆地市场的同时，通过合作等方式储备深水技术，进军深水领域，扩大国际市场份额，我们给予 2016 年 25 倍 PE，目标价 12.75 元，给予“推荐”评级。

风险提示：

原油价格企稳慢于预期导致中海油投资开发波动的风险；

深水开发受制于地缘、政治、技术等因素而进度放缓或出现重大事故的风险；

国际市场份额拓展低于预期的风险；

汇率波动对项目运营产生影响的风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	13818	12482	15014	21286
现金	3282	4378	7315	10433
应收账款	5843	2931	2527	4443
其它应收款	239	219	210	369
预付账款	246	332	332	580
存货	1109	1099	1110	1936
其他	3100	3522	3520	3525
非流动资产	17330	16933	16816	18029
长期投资	0	0	0	0
固定资产	12972	13338	13957	16309
无形资产	1803	1758	1713	1668
其他	2554	1837	1145	53
资产总计	31148	29415	31830	39316
流动负债	7547	4553	4559	6994
短期借款	0	103	61	54
应付账款	5001	3295	3299	5725
其他	2545	1155	1199	1214
非流动负债	3029	2605	2771	2666
长期借款	56	56	56	56
其他	2973	2549	2715	2610
负债合计	10576	7158	7330	9660
少数股东权益	14	19	23	31
股本	4421	4421	4421	4421
资本公积	4248	4248	4248	4248
留存收益	11183	13080	15351	20535
归属母公司股东权益	20557	22238	24477	29625
负债和股东权益	31148	29415	31830	39316

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	4351	2890	3989	5600
净利润	4272	2732	2274	5192
折旧摊销	1098	1268	1427	1693
财务费用	117	-98	-179	-306
投资损失	-182	-103	-114	-122
营运资金变动	-1098	-1097	460	-747
其它	143	187	120	-109
投资活动现金流	-639	-815	-1189	-2781
资本支出	2177	920	1300	2900
长期投资	1050	-2	0	0
其他	2588	103	111	119
筹资活动现金流	-2209	-978	137	300
短期借款	0	103	-41	-7
长期借款	-76	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-2133	-1081	179	307
现金净增加额	1502	1096	2936	3118

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	22031	14695	14071	24742
营业成本	14967	9499	9492	16572
营业税金及附加	516	354	336	592
营业费用	11	5	5	9
管理费用	1506	1808	1823	1838
财务费用	117	-98	-179	-306
资产减值损失	160	111	128	122
公允价值变动收益	-111	-28	-32	-36
投资净收益	182	103	114	122
营业利润	4824	3091	2549	6001
营业外收入	296	150	150	150
营业外支出	7	8	7	8
利润总额	5113	3234	2691	6144
所得税	841	501	417	952
净利润	4272	2732	2274	5192
少数股东损益	5	5	3	8
归属母公司净利润	4267	2728	2271	5183
EBITDA	6040	4261	3797	7388
EPS (元)	0.97	0.62	0.51	1.17

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	8.3%	-33.3	-4.2%	75.8%
营业利润	56.3%	-35.9	-17.5	135.4
归属于母公司净利润	55.5%	-36.1	-16.8	128.3
获利能力				
毛利率	32.1%	35.4%	32.5%	33.0%
净利率	19.4%	18.6%	16.1%	20.9%
ROE	20.8%	12.3%	9.3%	17.5%
ROIC	21.5%	12.8%	10.4%	22.8%
偿债能力				
资产负债率	34.0%	24.3%	23.0%	24.6%
净负债比率	1.34%	2.22%	1.60%	1.15%
流动比率	1.83	2.74	3.29	3.04
速动比率	1.68	2.49	3.04	2.76
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.49	0.46	0.70
应收账款周转率	4	3	5	7
应付账款周转率	2.81	2.29	2.88	3.67
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.97	0.62	0.51	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.65	0.90	1.27
每股净资产(最新摊薄)	4.65	5.03	5.54	6.70
估值比率				
P/E	10.10	15.80	18.98	8.32
P/B	2.10	1.94	1.76	1.46
EV/EBITDA	7	10	11	6

相关报告

报告日期	报告标题
2014-10-29	《海油工程-业绩持续高歌猛进》
2014-10-13	《海油工程-缅甸 EPCI 大单终落地，公司成长稳健中长期看好》
2014-08-31	《海油工程-业绩大超市场预期，大蓝筹也能持续高成长》
2014-07-02	《海油工程-海外大单落地，国际化步伐加快》
2014-04-29	《海油工程-业绩稳健增长，行业高景气持续》
2014-03-18	《海油工程-业绩持续向好，海外和深水值得更高期待》
2014-01-21	《海油工程-中海油 14 年资本支出将平稳增长，公司成长有保障》
2014-01-09	《海油工程-13 年业绩预告大超预期，公司成长性将重新定位》
2013-10-30	《海油工程-业绩略超预期，高增长持续得到验证》
2013-10-11	《海油工程-海洋经济战略赋予海工行业历史机遇，推动公司发展持续向好》
2013-08-30	《海油工程-业绩持续向好，中长期关注深水和海外业务突破》
2013-07-11	《海油工程-中期业绩预增点评：项目运行顺利，业绩持续超预期》
2013-07-01	《海油工程-重回升势的海工装备总承包商，挺进深水将是未来看点》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 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,10年证券行业从业经验。

孙羲昱,中投证券研究所建筑行业分析师,毕业于日本东京大学,工学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

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	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434