

惠博普 (002554)

强烈推荐

行业：油气钻采服务

业绩低谷已过，未来成长可期

事件：公司公布 2016 年年报，2016 年实现营业收入 10.50 亿元，同比下降 22.74%；实现归母净利润 1.31 亿元，同比下降 18.87%；基本每股收益 0.12 元，同比下降 18.75%；拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.25 元（含税）。

投资要点：

行业低迷致业绩下滑，17 年有望迎来反转。公司 2016 年营收和归母净利润分别为 10.50、1.31 亿元，同比下降 22.74%、18.87%。业绩下降主要源于：2016 年油价低迷，上游投资骤降，公司 EPC 项目进展缓慢，且主动降低原油产量，导致营收、净利润双降。目前油价持续在 50 美元/桶震荡，预计 OPEC 国家联合减产协议执行效果好于过往，叠加 17 年经济向好预期，国际石油市场预计将重归平衡，公司有望实现 17 年营收 20 亿、归母净利润 3.5 亿的目标。

海外 EPC 业务有望推动公司业绩高速增长。公司凭借油气装备及工程方面的技术与低成本优势，成功转型 EPC 工程总包服务商，业务覆盖海外 30 多个国家和地区超过 50 个油田。2016 年国际油价持续低迷，公司国际 EPC 业务进展缓慢。随着国际油价回升企稳，上游石油公司资本支出与新建产能规划有所回升，公司海外 EPC 订单有望取得新进展，推动公司业绩持续增长。

✧ **收购安东 DMCC 股权，成立油气产业联盟，助力海外业务开拓。**公司收购安东 DMCC40%股权，有利于公司在伊拉克乃至中东地区的业务开拓；同时，公司与安东集团、洲际油气签订深度合作战略协议，有助于提升公司的国际影响力和市场竞争力。在“一带一路”战略的积极推动下，公司一体化服务能力的提升和战略联盟带来的资源共享和优势互补，助力公司海外业务的开拓。

✧ **环保及管道业务有望成为公司新利润增长点。**公司积极开拓市政、油田环保业务，2016 年新签合同订单约 0.8 亿元，环保将成为公司第二主业，为公司创造新利润增长点。公司积极布局管道业务，在持有从事油气管道自动化系统业务的潍坊凯特 84%股权的基础上，拟收购啄木鸟公司 51%股权，布局油气管道监测、检测业务，此次并购将显著提升公司管道业务的全产业链服务能力。

✧ **维持“强烈推荐”评级。**预计公司 17~19 年归母净利润为 3.43/4.62/5.97 亿元，对应 EPS 为 0.32、0.43、0.56，对应 PE 分别为 19、14、11 倍。给予公司未来 6-12 个月 25 倍 PE，对应目标价 8.00 元，维持“强烈推荐”评级。

✧ **风险提示：**国际油价上涨不及预期，海外 EPC 业务开拓不及预期

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1050	2000	2501	3067
收入同比(%)	-23%	90%	25%	23%
归属母公司净利润	131	343	462	597
净利润同比(%)	-19%	161%	35%	29%
毛利率(%)	29.5%	32.2%	33.9%	34.5%
ROE(%)	6.1%	13.2%	15.1%	16.3%
每股收益(元)	0.12	0.32	0.43	0.56
P/E	50.85	19.45	14.41	11.16
P/B	3.10	2.56	2.17	1.82
EV/EBITDA	25	13	10	8

资料来源：中国中投证券财富研究部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名人：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：伊真真

S0960117010022

0755-88320893

yizhenzhen@china-invs.cn

6-12 个月目标价： 8

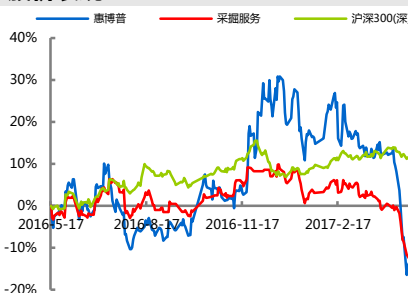
当前股价： 6.22

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,071
流通股本(百万股)	624
总市值(亿元)	67
流通市值(亿元)	39
成交量(百万股)	18.47
成交额(百万元)	113.35

股价表现



相关报告

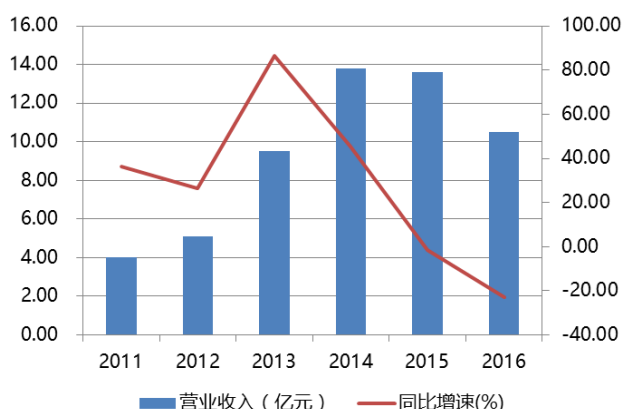
《惠博普-一季度业绩大幅预增，国际 EPC 业务表现强劲》2017-04-17

1. 行业景气低迷，业绩出现下滑

公司 2016 年营业收入与归母净利润分别为 10.50 亿元、1.31 亿元，同比下降 22.74%、18.87%。分季度来看，2016 年 Q1/Q2/Q3/Q4 营业收入分别为 2.09/3.02/1.94/3.44 亿元，增速分别为-13.19%/-23.65%/-21.27%/-35.45%；归母净利润分别为 0.28/0.46/0.31/0.26 亿元，增速为 4.47%/9.45%/-2.64%/-57.70%。公司业绩有所下滑，主要源于：1) 报告期内，公司部分计划内 EPC 收入未能完全达到确认收入标准，将延至 2017 年予以确认。2) 2016 年国际油价持续低迷，公司跟踪的部分海外大项目进展缓慢，新签订单未能有效补充收入缺口。3) 由于低油价持续时间较长，公司主动降低了在大港油田孔南区块的原油产量，使其收入亦出现较大下滑。

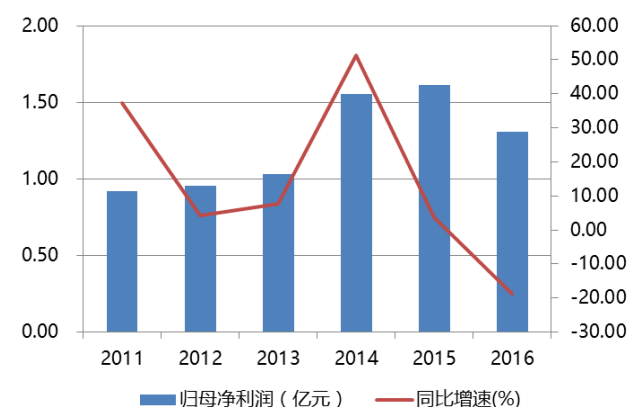
目前油价持续在 50 美元/桶震荡，预计 OPEC 国家减产协议执行效果好于过往，叠加经济向好预期，国际石油市场预计将重归平衡。公司 2017 年将以石油石化国际 EPC 为核心业务，大力发展油田、市政环保第二主业，培育油气管道完整性管理服务业务。2017 年公司将大概率实现营收 20 亿元、归母净利润 3.5 亿元的经营目标。主要依据：1) 巴基斯坦 Nashpa 油田 9.44 亿项目约 6.5 亿将在 2017 年确认，哈萨克斯坦卡让萨 2.7 亿项目将在 2017 年完工；2) 环保、管道业务进展显著，订单新增有保障；3) 几大业务具备 15%-20%的净利率；4) 按东 DCMM 公司大概率贡献 1.36 亿元投资收益。

图 1 公司 2016 年营业收入下降 22.74%



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 2 公司 2016 年归母净利润下降 18.87%



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 3 2011-2016 年公司业务构成变化 (亿元)

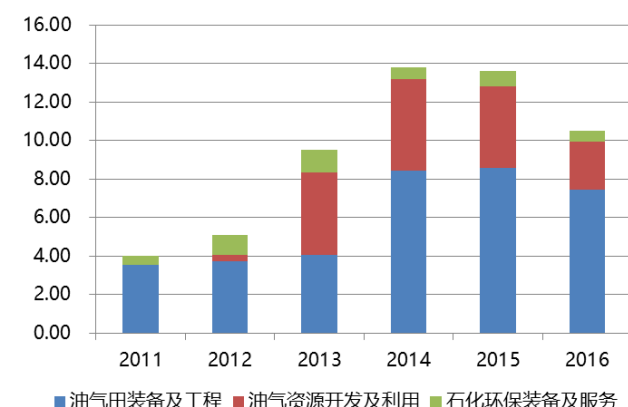
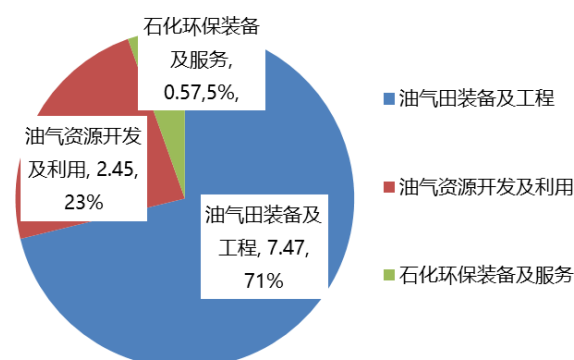


图 4 公司 2016 年业务构成情况



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

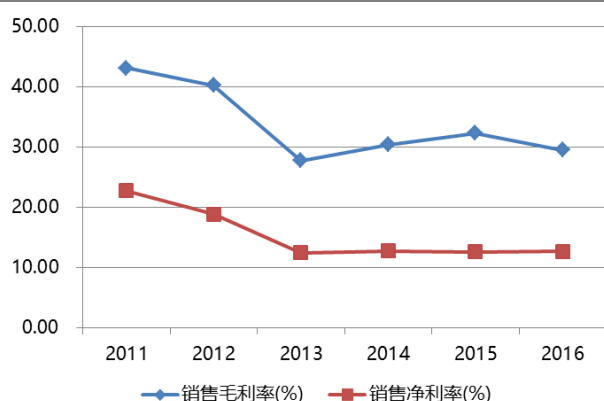
2. 毛利率大幅下滑，现金流稍有恶化

2016 年公司整体毛利率为 29.51%，比 15 年同期下降 2.77pct，主要因为国际油价持续低迷，上游投资同比降幅较大，工程技术服务市场规模萎缩所致。公司各项业务毛利率均有所下滑，油气田装备及工程毛利率为 38.03%，同比下降 4.39pct；油气资源开发及利用毛利率为 1.91%，同比下降 6.31pct，石化环保装备及服务毛利率 36.53%，同比下降 14.34pct。费用率方面，管理费用率为 15.20%，同比上升 4.82pct，主要是新增 1175 万股权激励摊销费用所致。财务费用率为-0.33%，同比下降 1.13pct，主要系人民币贬值产生的汇兑收益增加所致。销售费用率为 4.41%，同比上升 1.15pct，主要受营业收入下滑影响。

在毛利率下滑，费用率上升的情况下，公司整体净利率基本维持不变，比 2015 年同期上涨了 0.04pct，为 12.67%。主要原因是：1) 对安东油田服务 DMCC 公司 2016 年 7 月 26 日至 12 月 31 日实现的净利润确认 6285.42 万元投资收益；2) 子公司收到两笔较大额增值税退税款，冲抵部分所得税。

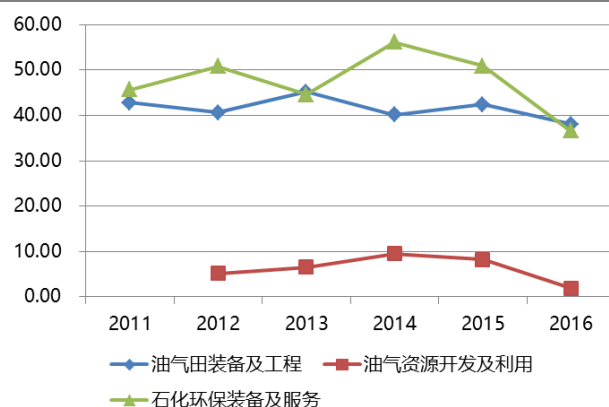
2016 年公司现金流状况稍有恶化，具体体现在：1) 公司经营活动现金流量净额为 13.42 亿元，与净利润差异较大，主要是由于报告期内部分海外项目付款审批流程延缓，收到的现金金额不如预期，项目垫付部分工程采购款，为职工支付的现金增加等因素所致。2) 投资现金流净流量为-4.74 亿元，比 2015 年同期流出增加 125.53%，主要因为报告期内公司支付 DMCC 公司 40%股权收购款以及支付徐州亿通光电有限公司增资款，以及上年同期收回联营企业借款导致去年基数较高。我们认为经营现金流虽然稍有恶化，主要还是因为行业不景气导致，而投资现金流流出的增多系公司正常扩张运营的结果，随着 2017 年行业景气度的回升，公司现金流状况有望显著改善。

图 5 2016 年公司毛利率、净利率情况 (%)

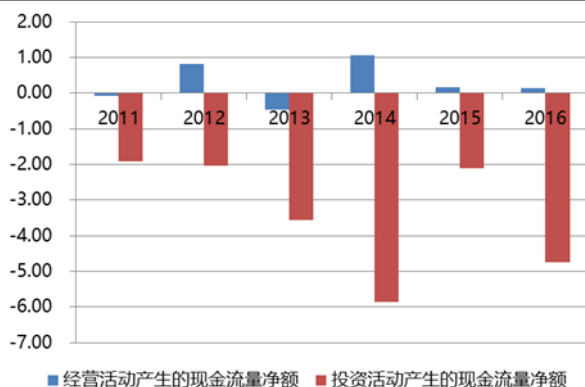


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

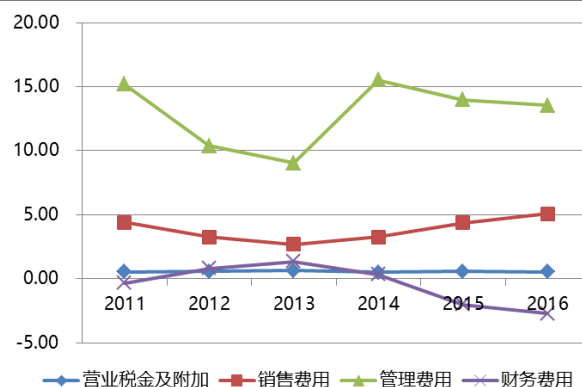
图 6 2016 年公司主营业务毛利率情况 (%)



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 7 2016 年公司现金流状况有所恶化（亿元）


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 8 2016 年公司相关费用率情况（%）


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

3. 国际 EPC 业务优势显著，有望推动业绩持续高速增长

公司凭借油气装备及工程方面的技术与低成本优势，成功转型 EPC 工程总包服务商，业务覆盖海外 30 多个国家和地区超过 50 个油田。2016 年，公司在伊拉克的伊拉克米桑油田天然气脱酸项目（GUS）顺利投产，水处理项目（WTP）机械完工，正在运营的巴基斯坦 OGDCL 的 EPC 项目进展顺利。但受油价下跌影响，公司 2016 年油气田装备及工程总承包业务较 2015 年同期有所下降，跟踪订单迟于预期。但自 2016 年限产协议达成开始，国际市场价持续回暖，投资信心也随之增强，公司目前参与的投标及工作量都随之上升。预计 2017 年公司海外 EPC 业务将取得新进展，推动公司业绩持续增长。

表 1 2014 年至今公司重大订单一览

发布时间	项目名称	金额（亿美元）	建设期/供货期	项目模式	进度
2014/3/5	哈萨克斯坦埃米尔油田油气联合处理站工程项目	0.25	签订合同并收到设备款 20%预付款后 280 日		供货完毕
2014/3/12	中海油伊拉克米桑油田脱酸项目	0.34	10.5 个月	EPC	完工
2014/3/29	中海油伊拉克米桑油田水处理项目	0.92	13 个月	EPC	完工
2015/4/8	哈萨克斯坦阿特劳普拉文油田石油伴生气脱硫设备建设项目	0.22	2015.12.20 前完成第三批 DAP 交付		供货完毕
2015/11/20	巴基斯坦 Nashpa 油田天然气处理及液化石油气回收项目	1.48	17 个月	EPC	施工中
2017/2/3	哈萨克斯坦卡让萨天然气处理厂 EP 项目	0.39	合同签订 12 个月后	EP	合同
合计		3.35			

资料来源：中国中投证券财富研究部

4.收购安东 DMCC 股权，成立油气产业联盟，助力海外业务开拓

公司于 2016 年收购国内领先的油服企业安东集团 DMCC 公司 40%的股权，有效提升了公司油气资源开发的一体化服务能力，有利于公司拓宽海外业务渠道，尤其是安东海外业务中占比最大且盈利最好的伊拉克地区的业务。同时，DCMM 公司承诺其 2017 年、2018 年净利润分别不低于人民币 3.38 亿元、4.16 亿元，按照 40%的股权投资比例，DCMM 公司业绩承诺兑现将为公司带来 1.36 亿元、1.67 亿元的投资收益，预计 DCMM 公司将大概率完成业绩承诺，进而显著增厚公司业绩。

2016 年 6 月，公司与安东集团、亚太石油签署了《油气开发建设一体化服务战略合作框架协议》，旨在形成一个高效的油气资源开发模式；2016 年 12 月，公司与安东集团、洲际油气签署了《洲际油气与安东集团、惠博普深度合作战略合作协议》，旨在形成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。油气产业联盟成立有利于各方实现资源共享和优势互补，提升油气田一体化总包服务能力以及品牌影响力，助力公司海外油田一体化服务业务的扩张。

5.打造环保第二主业，完善管道全产业链服务能力

公司积极开拓市政环保与油田环保业务，致力于打造环保第二主业。2016 年，公司在市政环保和油田环保领域均实现突破，新签合同订单近 0.8 亿元，较 2015 年环保业务的业绩实现了较大增长。市政环保方面，公司大力发展水污染综合治理和土壤修复两大领域，以 EP/EPC 和 PPP 模式为核心展开项目推进，共获取订单约 1800 万元。油田环保方面，公司已油田含油污泥处理和炼厂老化油处理业务为主，2016 年公司新增开发湛江、茂名、长庆、天津等石化炼化企业，稳步开发相关客户市场。预计环保业务的开拓将为公司带来新的盈利增长点，进一步提升公司业绩水平。

同时，公司积极拓展管道业务。公司在持有从事油气管道自动化系统业务的潍坊凯特 84%股权的基础上，拟出资 4080 万元收购啄木鸟公司 51%股权。啄木鸟公司在地下管线、油库战场监测、检测和测量等领域拥有先进的技术和成功的市场运作经验。本次收购，将有利于提升公司在油气管道业务领域的综合实力，布局管道、油库数字化建设，管道安全检测与评估，管道内外检测、泄漏检测、作业抢修，城市管网综合普查，无人机遥感飞行系统、无人机培训等管道业务，从而进一步提升公司管道领域全产业链服务能力，为公司带来新的盈利空间。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2379	2934	3344	4120
现金	885	704	989	1214
应收账款	797	1467	1371	1679
其它应收款	190	266	352	444
预付账款	91	130	168	208
存货	230	307	394	495
其他	185	59	70	81
非流动资产	2198	2248	2248	2245
长期投资	927	927	927	927
固定资产	463	480	485	483
无形资产	46	52	57	61
其他	762	789	780	775
资产总计	4577	5181	5592	6365
流动负债	1810	1967	1902	2066
短期借款	510	616	505	502
应付账款	324	536	669	818
其他	976	816	728	746
非流动负债	585	580	583	582
长期借款	0	0	0	0
其他	585	580	583	582
负债合计	2395	2547	2485	2648
少数股东权益	29	34	40	48
股本	1071	1071	1071	1071
资本公积	523	523	523	523
留存收益	614	1002	1465	2062
归属母公司股东权益	2152	2600	3067	3669
负债和股东权益	4577	5181	5592	6365

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	13	-497	301	84
净利润	133	347	469	605
折旧摊销	90	35	38	40
财务费用	-4	36	34	19
投资损失	-62	-136	-166	-199
营运资金变动	-194	-827	-78	-418
其它	50	48	4	37
投资活动现金流	-474	149	128	162
资本支出	107	82	30	30
长期投资	362	-0	0	0
其他	-5	231	158	192
筹资活动现金流	732	167	-144	-22
短期借款	-19	105	-110	-3
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	536	0	0	0
资本公积增加	-523	0	0	0
其他	739	62	-34	-19
现金净增加额	287	-180	285	224

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1050	2000	2501	3067
营业成本	740	1356	1654	2010
营业税金及附加	6	11	14	17
营业费用	46	75	97	120
管理费用	160	251	327	407
财务费用	-4	36	34	19
资产减值损失	25	24	25	25
公允价值变动收益	8	4	4	5
投资净收益	62	136	166	199
营业利润	147	385	520	672
营业外收入	8	6	7	7
营业外支出	10	6	6	7
利润总额	144	386	521	672
所得税	11	39	52	67
净利润	133	347	469	605
少数股东损益	2	5	6	8
归属母公司净利润	131	343	462	597
EBITDA	233	456	592	732
EPS (元)	0.12	0.32	0.43	0.56

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	-22.7%	90.4%	25.1%	22.6%
营业利润	-28.9%	162.7%	35.2%	29.2%
归属于母公司净利润	-18.9%	161.4%	35.0%	29.1%
获利能力				
毛利率	29.5%	32.2%	33.9%	34.5%
净利率	12.5%	17.1%	18.5%	19.5%
ROE	6.1%	13.2%	15.1%	16.3%
ROIC	10.3%	17.9%	22.7%	24.1%
偿债能力				
资产负债率	52.3%	49.2%	44.4%	41.6%
净负债比率	21.30%	24.17%	20.34%	18.97%
流动比率	1.31	1.49	1.76	1.99
速动比率	1.19	1.34	1.55	1.75
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.41	0.46	0.51
应收账款周转率	1	2	2	2
应付账款周转率	2.24	3.15	2.75	2.71
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.32	0.43	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	-0.46	0.28	0.08
每股净资产(最新摊薄)	2.01	2.43	2.86	3.42
估值比率				
P/E	50.85	19.45	14.41	11.16
P/B	3.10	2.56	2.17	1.82
EV/EBITDA	25	13	10	8

相关报告

报告日期	报告标题
2017-04-17	《惠博普-一季度业绩大幅预增，国际 EPC 业务表现强劲》

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,中国中投证券财富研究部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。
伊真真,中国中投证券财富研究部建筑行业研究员，毕业于武汉大学经济管理学院，管理学硕士。

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财富研究部

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