

# 海油工程 (600583)

## 高油价高景气，海上工程龙头加强一带一路建设

买入 (首次)

2023年04月28日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晶晶

执业证书: S0600523020001

010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

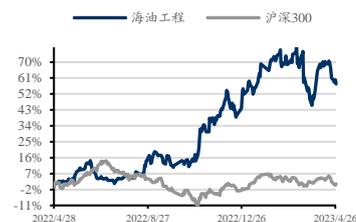
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	29,358	32,170	36,581	41,905
同比	48%	10%	14%	15%
归属母公司净利润 (百万元)	1,457	2,028	2,785	3,697
同比	294%	39%	37%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.33	0.46	0.63	0.84
P/E (现价&最新股本摊薄)	19.05	13.69	9.97	7.51

关键词: #新需求、新政策

### 投资要点

- **海油工程: 远东最大海洋油气工程 EPCI 总承包之一:** 公司由中海油集团直接控股, 定位海上油气田生命周期开发阶段, 立足国内海洋油气田市场, 同时不断拓展境外业务。**1) 营收方面:** 2017-2022 年, 公司营业收入持续增长, 至 2022 年达到 293.58 亿元, 同比上涨 48.31%, 创历史新高, 主要系中国海油增储上产七年行动计划持续推进。**2) 利润方面:** 2022 年公司归母净利润达到 14.57 亿元, 同比增长 294.11%, 主要得益于 2022 年公司工作量保持增长, 并通过良好的项目管控和提质增效措施保障项目高质量按计划运行。
- **高油价叠加政策驱动, 中海油海上油气资本开支增加, 公司直接受益:** 国际原油供需缺口偏紧, 预计 2023 年油价仍然高位运行, 推动石油公司提升上游资本开支。中海油积极推进增储上产, 海上油气资本开支增长, 且向国内倾斜, 公司将直接受益。
- **LNG 工程和海上风电双轮驱动, 推动公司综合竞争力持续提升:** 2018-2022 年, LNG 业务年复合增长率为 83.77%, 占公司总营收的比值从 4.23% 增加到 18.18%, LNG 业务有望成为公司新的增长极。此外, 公司积极践行国家“双碳”战略, 海上风电业务也加速落地, 目前“海油观澜号”主体已完工, 公司新能源领域布局迈出重要一步。
- **一带一路促进海外地区共发展:** 公司持续践行国家“走出去”的战略, 主要通过总承包方式承揽工程合同, 为客户提供“交钥匙”工程。业务分布在中国各大海域、俄罗斯、加拿大、巴西、中东等 20 余个国家和地区。2022 年新签多个海外项目, 海外业务业绩有望持续兑现。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别 321.7、365.8、419.1 亿元, 同比+10%、+14%、+15%; 归母净利润分别 20.3、27.9、37.0 亿元, 同比+39%、+37%、+33%, 对应 2023-2025 年 EPS (摊薄) 为 0.46、0.63 和 0.84 元/股, 按 2023 年 4 月 27 日收盘价对应的 PE 分别为 13.69、9.97 和 7.51 倍。考虑高油价背景下, 油服工程行业持续高景气度, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险; 国际油价剧烈波动风险; 汇率波动风险; 上游资本开支不及预期; 油气田开发项目进度不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.28
一年最低/最高价	4.03/7.20
市净率(倍)	1.15
流通 A 股市值(百万元)	27,766.11
总市值(百万元)	27,766.11

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.47
资产负债率(% ,LF)	37.87
总股本(百万股)	4,421.35
流通 A 股(百万股)	4,421.35

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 海油工程：远东最大海洋油气工程 EPCI 总承包之一</b> .....	<b>4</b>
1.1. 深耕行业二十余载，中国海洋油气工程 EPCI 总包龙头之一.....	4
1.2. 收入持续回升，业绩大幅回转.....	7
<b>2. 高油价叠加政策驱动，中海油海上油气资本开支增加，公司直接受益</b> .....	<b>9</b>
2.1. 国际市场：原油供需趋紧，价格持续高位.....	9
2.1.1. 供给侧：原油主产国供给弹性下降.....	9
2.1.2. 需求侧：原油需求达峰尚需时日.....	12
2.1.3. 国际原油供需趋紧，价格持续高位.....	14
2.2. 国内政策：持续推动国家能源安全战略，支持海洋油气田建设.....	14
2.3. 高油价叠加政策驱动，中海油海上油气资本开支增加，公司受益.....	16
2.4. 聚焦深水、超深水开发，全面进入“超深水时代”.....	19
<b>3. LNG 工程和海上风电双轮驱动，推动公司综合竞争力持续提升</b> .....	<b>20</b>
3.1. 做强 LNG 全产业链，LNG 业务成为公司新的增长极.....	20
3.1.1. 全球天然气供需不匹配，LNG 成为跨洲天然气贸易最主要方式.....	20
3.1.2. 海油工程 LNG 工程能力稳居国际先进水平，LNG 业务成为新的增长极.....	22
3.2. 积极践行国家“双碳”战略，海上风电业务加速落地.....	23
3.2.1. 国家积极构建多层次立体化海上风电发展体系，保障产业健康发展.....	23
3.2.2. 布局新能源市场，海上风电业务加速落地.....	25
<b>4. 一带一路促进海外地区共发展</b> .....	<b>26</b>
<b>5. 盈利预测、估值与投资评级</b> .....	<b>27</b>
5.1. 关键假设及盈利预测.....	27
5.2. 相对估值.....	27
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 图表目录

图 1:	海油工程: 海洋油气工程领导者.....	4
图 2:	公司发展历程.....	5
图 3:	公司股权结构 (截至 2022 年末) .....	5
图 4:	公司营业收入结构 (%) .....	6
图 5:	公司整体毛利率以及两大主营业务毛利率 (%) .....	6
图 6:	公司国内外业务占比 (%) .....	7
图 7:	公司营业收入及增速 (亿元, %) .....	7
图 8:	公司归母净利润及增速 (亿元, %) .....	7
图 9:	公司毛利及毛利率 (亿元, %) .....	8
图 10:	公司现金净流量情况 (亿元) .....	8
图 11:	公司资产负债率 (%) .....	8
图 12:	2022 年全球原油供给结构 (%) .....	9
图 26:	我国原油产量、进口量及对外依存度 (亿吨, 亿吨, %) .....	15
图 27:	我国天然气产量、进口量及对外依存度 (亿立方米, 亿立方米, %) .....	15
图 28:	中海油历年资本开支 (亿元) .....	16
图 29:	中海油历年开发资本开支 (亿元) .....	16
图 30:	中海油国内、国外勘探资本支出以及国内占比 (亿元, 亿元, %) .....	17
图 31:	中海油国内、国外开发和生产资本支出以及国内占比 (亿元, 亿元, %) .....	17
图 32:	中海油 2011-2025E 年产量目标 (百万桶油当量) .....	17
图 33:	公司重大项目数量 (个) .....	18
图 34:	公司营收和中海油开发资本支出呈高度正相关 (亿元, 亿元) .....	18
图 35:	2020 年中海油油气储量结构.....	19
图 36:	中海油油气合计净产量 (万桶油当量/天) .....	19
图 37:	我国天然气表观消费量以及增速 (亿立方米, %) .....	20
图 38:	中海油天然气产量以及天然气产量在公司油气总产量中的占比 (亿立方米, %) .....	20
图 39:	全球天然气消耗量以及增速 (亿立方米, %) .....	21
图 40:	2021 年全球天然气区域供需不匹配 (亿立方米) .....	21
图 41:	全球天然气贸易以及 LNG 占比 (亿立方米, 亿立方米, %) .....	21
图 42:	公司 LNG 重大项目实施数量 (个) .....	23
图 43:	公司国内 LNG 业务营收以及占比 (亿元, %) .....	23
图 44:	我国首个深远海浮式风电平台——“海油观澜号”.....	25
图 45:	公司海外重点工程项目 .....	26
表 1:	2022 年公司前五名客户的营业收入情况 (亿元) .....	6
表 2:	政策不断出台, 支持海洋油气田建设.....	15
表 3:	2022 年 LNG 接收站重点工程项目实施情况 .....	22
表 4:	国家层面海上风电相关政策.....	24
表 5:	可比公司相对估值.....	27

## 1. 海油工程：远东最大海洋油气工程 EPCI 总承包之一

### 1.1. 深耕行业二十余载，中国海洋油气工程 EPCI 总包龙头之一

公司是国内唯一一家集海洋石油、天然气开发工程设计、陆地制造和海上安装、调试、维修以及液化天然气工程于一体的大型工程总承包公司，是亚太地区最大的海洋石油工程 EPCI（设计、采办、建造、安装）总承包商之一。经过 40 多年发展和积累，公司已形成海洋油气田开发设计、建造、安装、维修一整套成熟的技术、装备、能力体系，能够更高效地为客户提供“交钥匙”工程。公司围绕传统海洋油气工程主业，并且不断拓展总承包业务范围至陆地 LNG 工程、海上风电等清洁能源领域；业务涉足 20 多个国家和地区，为众多中外海上油气项目业主提供优质产品和服务业务并建立良好稳定战略合作关系。

图1：海油工程：海洋油气工程领导者



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

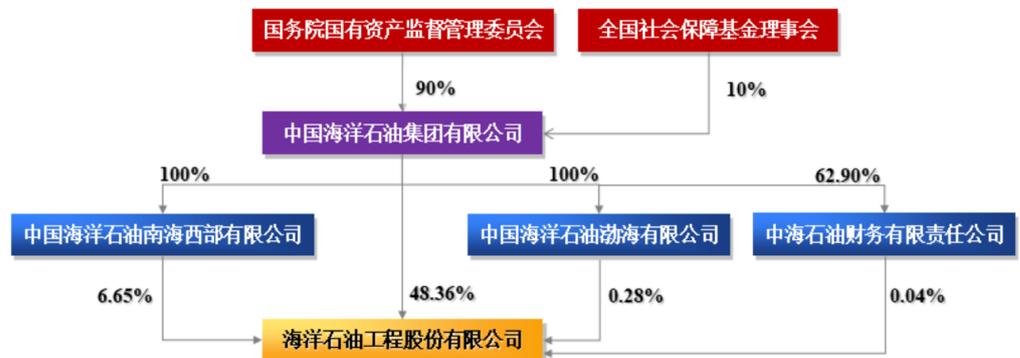
中海油集团为公司实际控制人，以直接或间接方式持股约 55%，股权结构集中。公司的发展历程可以追溯到 1982 年中国海洋石油总公司成立，2000 年公司由中海油旗下 5 家工程设计制造公司合并设立而成，包括中海石油平台制造公司、中海石油海上工程公司、中海石油工程设计公司、中国海洋石油南海西部公司和中国海洋石油渤海公司。因此，公司在成立之初便承继了三家主要发起人在相关业务领域积累的技术、人才和专有设备。2002 年公司在 A 股成功上市。截至 2022 年末，中海油集团直接与间接合计持股比例约 55%，是公司实际控制人。

图2: 公司发展历程



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图3: 公司股权结构 (截至 2022 年末)



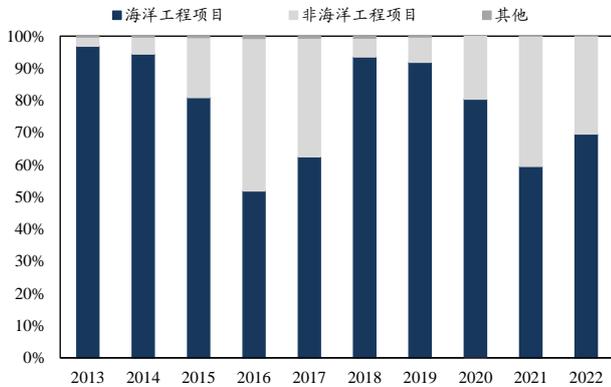
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司定位海上油气田生命周期开发阶段, 行业领先地位稳固。海上油气田生命周期可以分为勘探、开发、生产三个阶段, 中海油服、海油工程、海油发展分工明确, 国内市场竞争格局稳定。其中, 海油工程负责海上油气田建设, 具体包括海上平台建造安装(导管架、上部模块等)、海底管道铺设、浮式生产储油卸油装置 FPSO 总承包等。公司垄断国内海上油气田建设市场, 全球市场上装备、场地优势持续提升。

海油工程主营业务包括海洋工程项目(包括总承包和非总承包)和非海洋工程项目。海洋工程项目主要包括海上平台(导管架、上部组块等)的设计、采办、建造、安装, 海底管道铺设, 浮式生产储油卸油装置 FPSO 项目总承包等; 非海洋工程项目主要包括 LNG 接收站建造、LNG 模块化建造项目等。2016-2017 年, 行业环境严峻, 公司总体工作量下降, 加之原材料钢价格波动上升、公司在建的项目签订时处于油价低谷期, 海洋工程行业毛利率达到最低。2017 年, 非海洋工程行业由于俄罗斯 Yamal 项目工作量变更及成本节约, 拉动整个非海洋工程行业毛利率的上升, 达到 45.18% 的历史高位。2018 年及之后, 海洋工程行业毛利率缓慢回升, 而非海洋工程行业毛利率迅速下降并基本保

持 10%以下（2020 年除外）。2022 年，海洋工程项目、非海洋工程项目的营业收入分别为 204.18 亿元、89.40 亿元，分别占公司总营收的 69.55%、30.45%，毛利率分别为 11.41%、3.47%。

图4：公司营业收入结构（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：公司整体毛利率以及两大主营业务毛利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

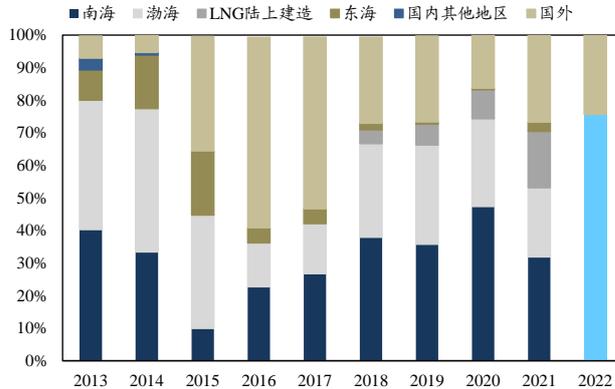
**立足国内海洋油气田市场，同时不断拓展境外业务。**公司以渤海与南海业务为根基，为中海油、国家管网集团等提供优质产品，其中中海油常年稳居海油工程第一大客户，双方近年协作关系紧密，2022 年营收中超过 61%源于中海油；同时，公司积极拓展境外业务，已在北美、中东与亚太三大海外市场构建区域中心平台，为壳牌、康菲、沙特阿美、巴西国油、哈斯基、科麦奇、Technip、MODEC、Aker Solutions、FLUOR 等国外客户提供海上油气田工程服务。2018-2022 年，公司主要开展国内业务，境外业务的营业收入占比低于 30%。

表1：2022 年公司前五名客户的营业收入情况（亿元）

客户名称	本期金额	占全部营业收入的比例（%）
中国海洋石油有限公司	180.75	61.57
JGC Fluor BC LNG Joint Venture	22.15	7.54
曹妃甸新天液化天然气有限公司	17.11	5.83
Hong Kong LNG Terminal Limited	14.13	4.81
国家管网集团南山(山东)天然气有限公司	11.12	3.79
合计	245.26	83.54

数据来源：公司 2022 年年报，东吴证券研究所

图6: 公司国内外业务占比 (%)



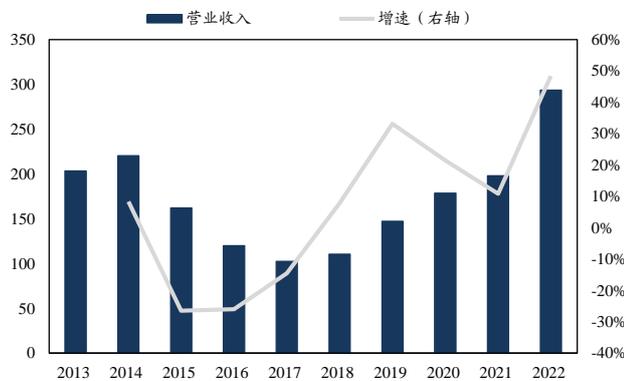
数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 注: 2022 年分为国内业务 (浅蓝色) 和国外业务

## 1.2. 收入持续回升, 业绩大幅回转

公司营业收入持续回升, 2022 年创历史新高。2017-2022 年, 公司营业收入持续增长, 至 2022 年达到 293.58 亿元, 同比增长 48.31%, 创造历史新高水平。这主要是因为随着中国海油增储上产七年行动计划持续推进, 国内渤海海域大型项目不断涌现, 南海海域深水项目接续, 公司订单饱和。

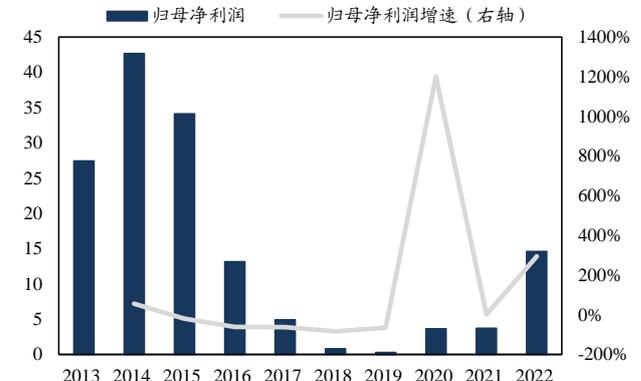
项目管控和提质增效作用显著, 公司净利润大幅上升。2022 年公司归母净利润达到 14.57 亿元, 同比增长 294.11%, 这主要得益于 2022 年公司工作量保持增长, 并通过良好的项目管控和提质增效措施保障项目高质量按计划运行, 项目整体毛利率水平较上年同期提升, 以及通过有成效的费用控制措施降低成本所致。另外 2022 年将中海福陆纳入合并范围, 剩余内部未实现损益转回股权按公允价值重新计量及确认负商誉合计增加净利润 4.31 亿元, 也是推动净利润增长的重要因素。

图7: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

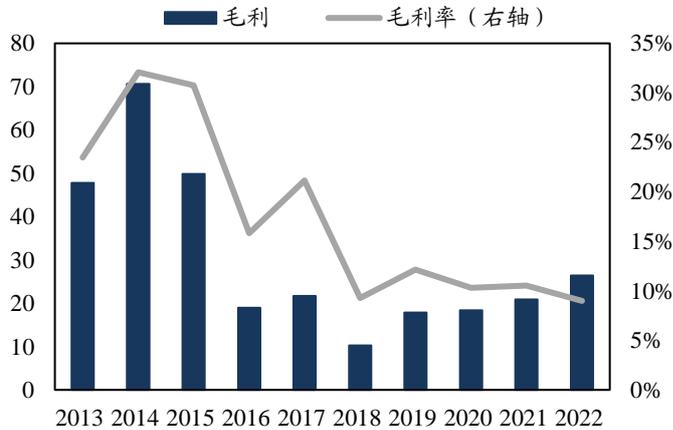
图8: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

近年来公司毛利呈现缓慢回升趋势，毛利率趋稳。2018-2022 年公司毛利逐年增加，至 2022 年达到 26.39 亿元，同比增长 26.37%，但仍然远低于 2013-2015 年。2018-2022 年公司整体毛利率持续低位，均不超过 13%；2022 年毛利率再次小幅下降 1.56pct 达到 8.99%，这主要是受大宗商品涨价影响所致。

图9：公司毛利及毛利率（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

疫后公司经营现金流迅速增加，夯实财务基础。2017-2019 年，由于公司部分项目未达到项目里程碑点，相应未到收款节点，经营活动现金流入大幅减少，一定程度上阻碍了公司运营发展所需的高强度资本支出。2020-2022 年，公司更加注重做好项目现金流跟踪和管理，做好催款收款工作，经营现金流快速好转。2022 年公司经营活动现金净流量达到 33.13 亿元，同比增加 9.24%，现金流充足，为公司后续资本支出提供了稳健的资金支持。

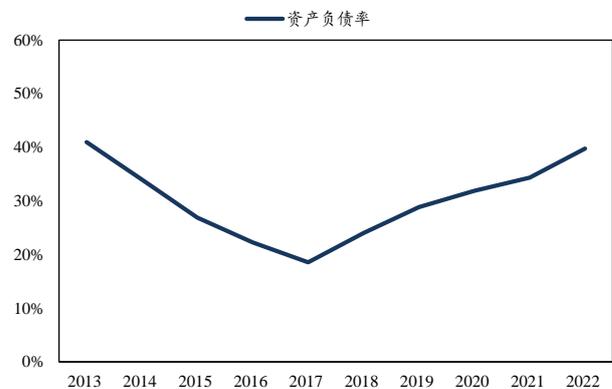
公司资产负债结构持续保持稳健且适中。近年来，公司资产负债率缓慢提高，至 2022 年达到 39.77%，处于适中水平。公司资产负债结构持续保持稳健且适中体现了公司稳健的财务状况，也说明公司善于利用债务杠杆提高收益。

图10：公司现金净流量情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：公司资产负债率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

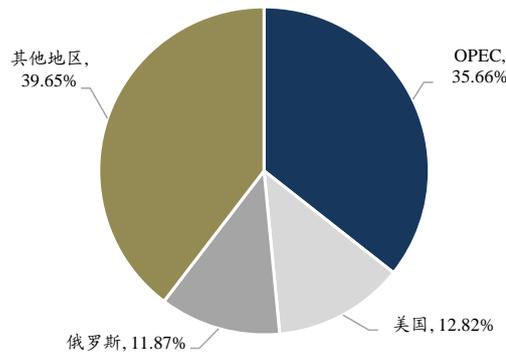
## 2. 高油价叠加政策驱动，中海油海上油气资本开支增加，公司直接受益

### 2.1. 国际市场：原油供需趋紧，价格持续高位

#### 2.1.1. 供给侧：原油主产国供给弹性下降

全球原油供给结构中，OPEC、美国、俄罗斯原油供应占比60%左右。根据OGJ估算，2022年全球原油产量为46.18亿吨，其中OPEC、美国、俄罗斯持续占据前三位，2022年的产量占比分别为35.66%、12.82%和11.87%，三者原油供应量约占全球原油供应量的60%。因此，OPEC、美国、俄罗斯的原油产量增量很大程度上决定了全球原油产量的增长。

图12：2022年全球原油供给结构（%）



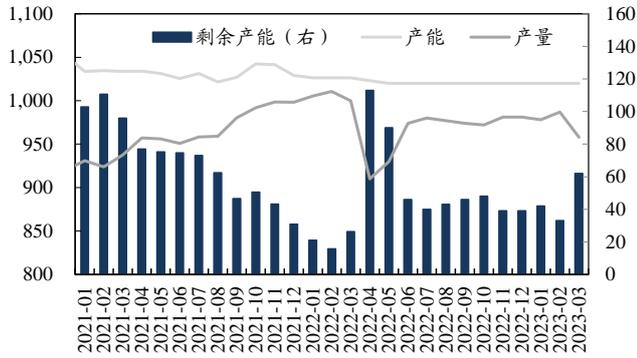
数据来源：OGJ，华夏能源网，东吴证券研究所

**当前俄罗斯原油产量下降有限。**2022年4月，俄乌冲突影响显现，俄罗斯原油产量环比下降90万桶/天至910万桶/天。但从2022年5月以来，随着俄罗斯原油出口贸易向印度和中国转移，俄罗斯原油产量逐步回升，截至2023年3月，原油产量已恢复至958万桶/天。

**截至2023年3月，俄罗斯石油出口基本持平。**2023年3月，俄罗斯石油出口总量为810万桶/天，与冲突前水平持平，其中，原油出口量为500万桶/天，与冲突前水平持平，环比增加10万桶/天，成品油出口量为310万桶/天，与冲突前水平持平，环比增加40万桶/天。

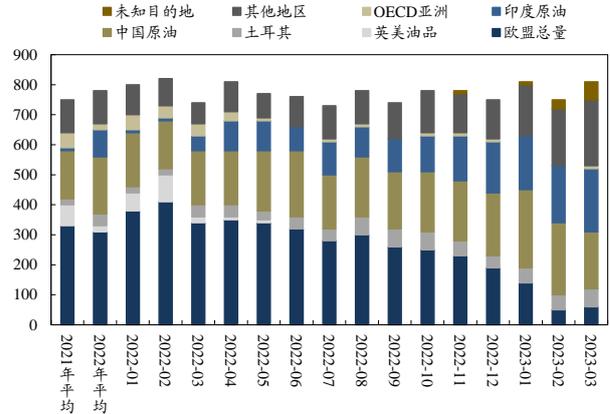
**资本开支不足，俄罗斯原油产量已达产能瓶颈。**根据国际能源信息署IEA，俄罗斯原油产能已从2021年10月的1042万桶/天下降至2023年3月的1020万桶/天，俄罗斯原油产能已经出现了衰减的问题。2023年3月，俄罗斯计划减产50万桶/天，或造成供给进一步收缩。

图13: 俄罗斯原油产量与产能 (万桶/天, 万桶/天)



数据来源: IEA, 东吴证券研究所

图14: 俄罗斯石油对各地区出口情况 (万桶/天)



数据来源: IEA, 东吴证券研究所

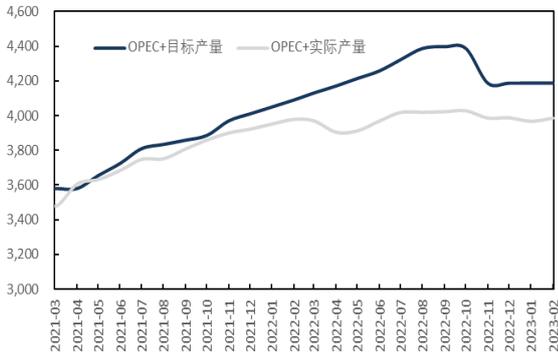
截至 2022 年 10 月，OPEC+实际增产情况仍未达到计划目标。一方面，沙特、阿联酋等有增产能力的国家维持谨慎增产，另一方面，其他 OPEC+国已达生产瓶颈，无力增产。

OPEC+决定在 2022 年 8 月产量目标基准上继续减产 200 万桶/天,减产区间为 2022 年 11 月至 2023 年 12 月。2023 年 4 月，产油国削减石油总量超 160 万桶/日，其中俄罗斯、沙特减产幅度最大：自 2023 年 5 月起至 2023 年年底，沙特以及其他 OPEC 和多个非 OPEC 成员国自愿削减石油产量，其中：1) 俄罗斯：将自愿减产 50 万桶/日的石油产量。2) 沙特：实施自愿减产 50 万桶/日的计划。3) 阿联酋：自愿将石油产量降低 14.4 万桶/日。4) 哈萨克斯坦：将为 OPEC+减产贡献 7.8 万桶/日。5) 阿尔及利亚：将削减 4.8 万桶/日的石油产量。6) 科威特：将自愿削减 12.8 万桶/日的石油产量。7) 阿曼：将减少 4 万桶/日的石油产量。8) 伊拉克：将削减 21.1 万桶/日的石油产量。

本轮减产面临增产能力不足的客观约束。一方面，OPEC+减产负担国能够较好执行减产计划。另一方面，未达产量目标的国家受产能不足影响难以实现大幅增产。因此我们对本轮减产计划执行情况预期较为乐观。

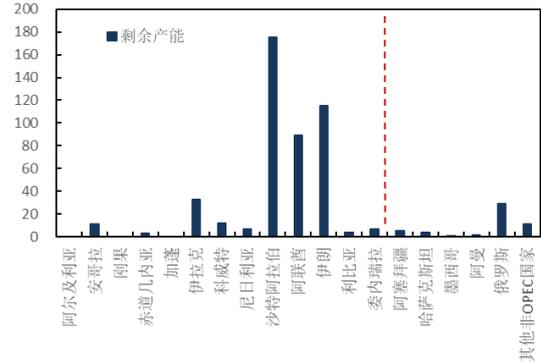
在 OPEC+部分国家产量达到极限、全球原油供给紧张未有效缓解的情况下，仅沙特和阿联酋拥有剩余产能，其维持油价高位的意愿非常强烈，其控制产量托底油价的措施或将有更大成效。

图15: OPEC+目标产量与实际产量 (万桶/天)



数据来源: IEA, OPEC, 东吴证券研究所

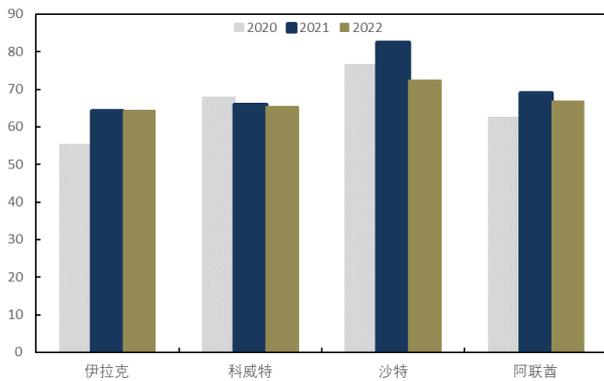
图16: 2023.03 IEA对OPEC+剩余产能测算 (万桶/天)



数据来源: IEA, 东吴证券研究所

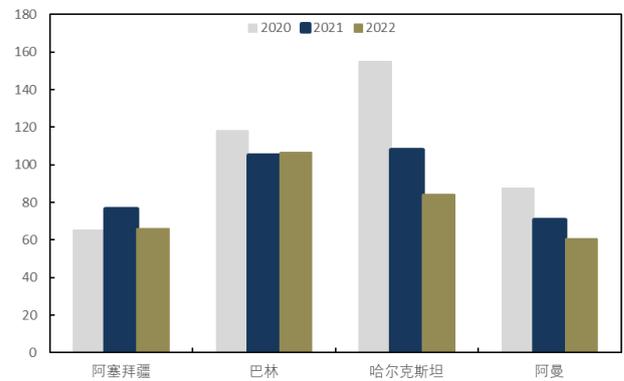
根据国际货币基金组织 IMF 的测算, 2020-2022 年 OPEC+ 联盟各产油国财政平衡油价在 70-90 美元/桶, 我们认为, 当油价暴跌时, OPEC+ 减产联盟会采取联合减产措施挺价, 中长期来看, 油价中枢很难持续处于 70 美元/桶以下。

图17: 伊拉克、科威特、沙特和阿联酋财政平衡油价(美元/桶)



数据来源: IMF, 东吴证券研究所

图18: 阿塞拜疆、巴林、哈萨克斯坦和阿曼财政平衡油价(美元/桶)

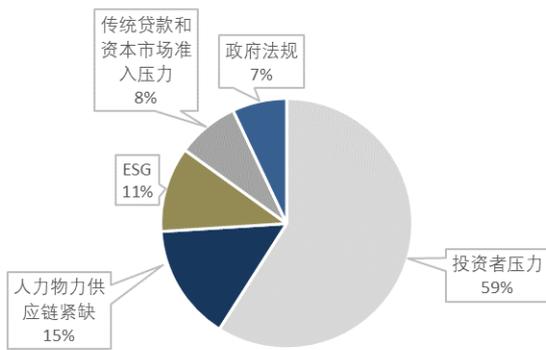


数据来源: IMF, 东吴证券研究所

疫情后美国原油供给恢复缓慢。其一，在投资者愈加严格的资本约束下，美国主要页岩油气公司选择将更多的收益返还给股东，而非扩大投资；其二，前期疫情冲击下，页岩油公司利用库存井维持生产，疫后油气公司需要更高的成本加快打新井，弥补过去优质油井的消耗，来实现增产。其三，人力物力短缺及成本上升成为美国页岩油公司进行油气生产时所面临的主要问题，使得公司油气开采周期拉长，增产速度放缓。

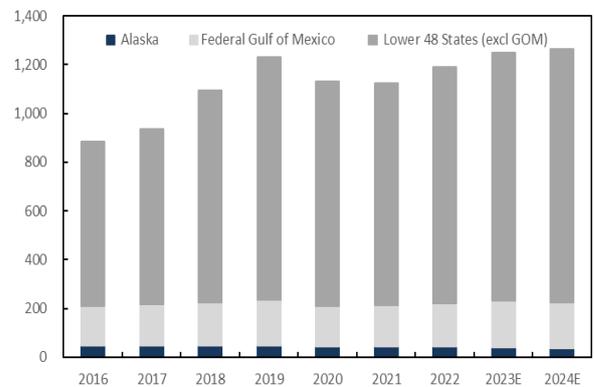
根据美国能源信息署 EIA，预计 2023 年美国原油增产 56 万桶/日至 1244 万桶/天，美国原油逐步恢复增产，但是产量增幅有限，年均增产不及疫情前 150 万桶/天的水平。

图19: 2022.03 高油价下抑制美国页岩油公司产量增长的原因



数据来源: Dallasfed, 东吴证券研究所

图20: 美国原油产量结构及预期 (万桶/日)



数据来源: EIA, 东吴证券研究所

### 2.1.2. 需求侧: 原油需求达峰尚需时日

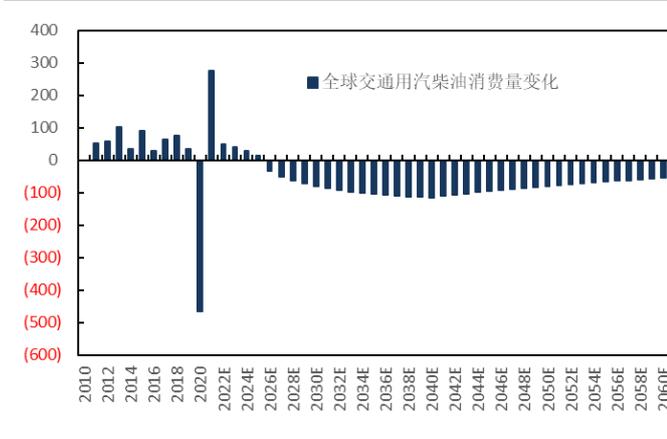
交通用汽柴油占据全球油品消费的半壁江山，主要考虑新能源汽车替代效应的影响。

考虑传统能源价格高涨推动新能源汽车渗透加速，我们采用新能源车渗透率按照 S 型上升的情景假设。

根据我们搭建的模型，我们预测到 2025 年，全球交通领域汽柴油消费量达峰，对应 2025 年全球新能源汽车销售渗透为 24%。

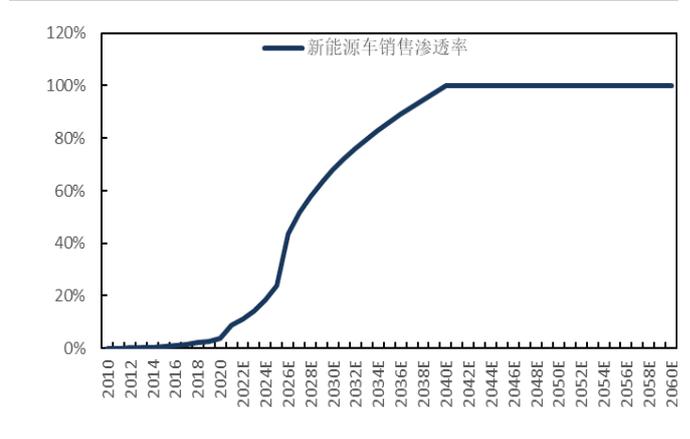
随后由于新能源汽车的快速渗透，全球新能源汽车保有量持续加速增长，全球交通用汽柴油需求量加速下降，到 2040 年全球新能源汽车销售渗透将达到 100%。

图21: 2010-2060 年全球交通用汽柴油需求变化测算 (万桶/天)



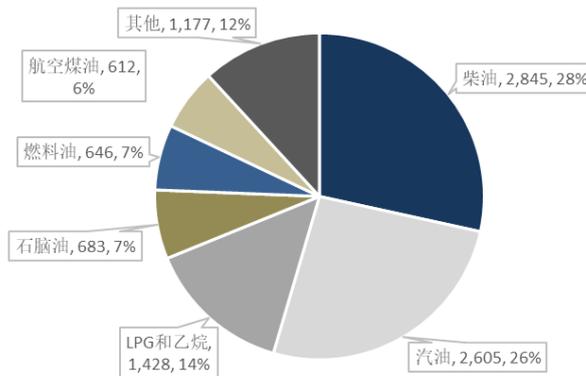
数据来源: IEA, BP, 东吴证券研究所

图22: 2010-2060 年全球新能源汽车销售渗透率 (%)



数据来源: IEA, BP, 东吴证券研究所

图23: 2022 年全球终端用油消费占比 (万桶/天, %)



数据来源: IEA, 东吴证券研究所

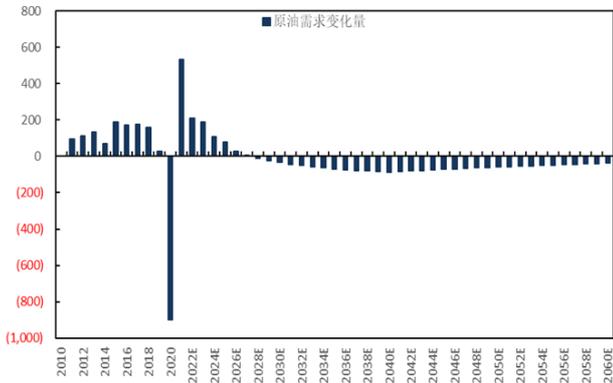
基于全球交通用汽柴油需求量将在 2025 年达峰的预测结论，以及对航空煤油、工业用油、化工用油和其他用油的假设和模型，我们预计全球原油总需求量将在 2027 年左右达峰，2027 年需求达峰量与 2022 年需求总量之间尚有约 400 万桶/天的增长空间。

2027-2040 年，新能源汽车的快速替代导致交通用汽柴油逐年大幅下降，原油总需求加速下降，2040-2060 年，市场不再销售传统燃油车，交通用汽柴油年消耗量随着传统能源保有车辆的报废而逐年缓慢下降，原油需求下降速度随之放缓。

2022-2023 年全球原油需求增量在 150-200 万桶/天，2024-2026 年全球原油需求增量约为 100 万桶/天，2027 年全球原油需求实现达峰。中长期来看，全球原油需求仍保持增长趋势，达峰时刻尚未来临。

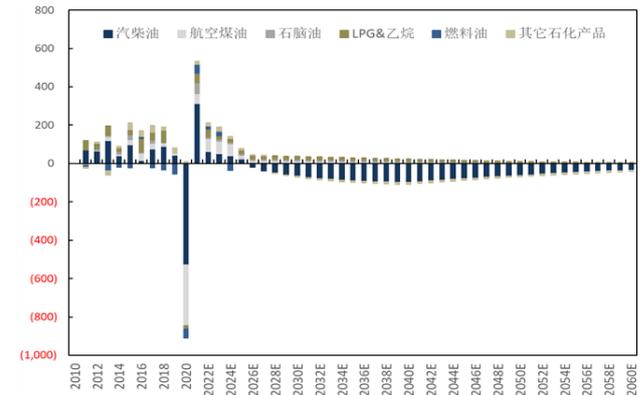
从长期需求结构来看，交通用汽柴油消费量占比将逐年递减，化工用油占比将逐年提升，化工用油成为未来原油需求的主要增量来源。

图24: 2010-2060 年全球原油需求变化测算 (万桶/天)



数据来源: IEA, BP, 东吴证券研究所

图25: 2010-2060 年全球原油分产品需求变化测算 (万桶/天)



数据来源: IEA, BP, 东吴证券研究所

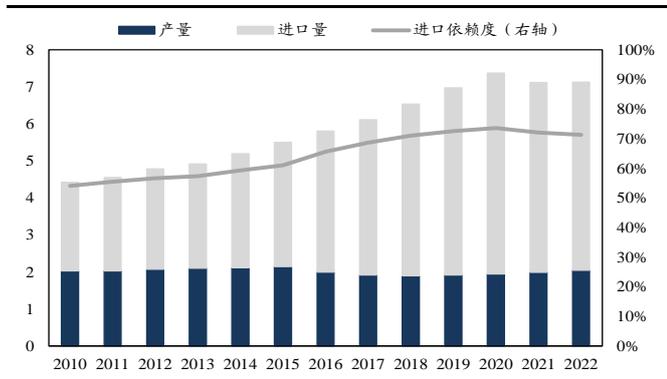
### 2.1.3. 国际原油供需趋紧，价格持续高位

**预计 2023 年油价仍然高位运行。供给端，紧张。**能源结构转型背景下，国际石油公司保持谨慎克制的生产节奏，资本开支有限，增产意愿不足；受制裁影响，俄罗斯原油增产能力不足且会一定程度下降；OPEC+供给弹性下降，减产托底价意愿强烈，沙特控价能力增强；美国原油增产有限，长期存在生产瓶颈，且从 2022 年释放战略原油库存转而进入 2023 年补库周期。**需求端，增长。**今年国内经济恢复，引领全球原油需求增长，海外市场或将担心经济衰退引起原油需求下滑。综合国内外来看，全球原油需求保持增长态势。另外，通过复盘 1970 年代和 1980 年代两次石油危机叠加美联储加息导致经济衰退背景下的油价表现，我们认为，2023 年即便发生经济衰退，但由于美联储为了复苏经济将加息趋缓甚至采取降息措施、沙特主导的 OPEC+通过控制产量支撑油价、非 OPEC 无法大规模增产，油价出现大幅暴跌可能性较小，油价或将持续高位运行。

### 2.2. 国内政策：持续推动国家能源安全战略，支持海洋油气田建设

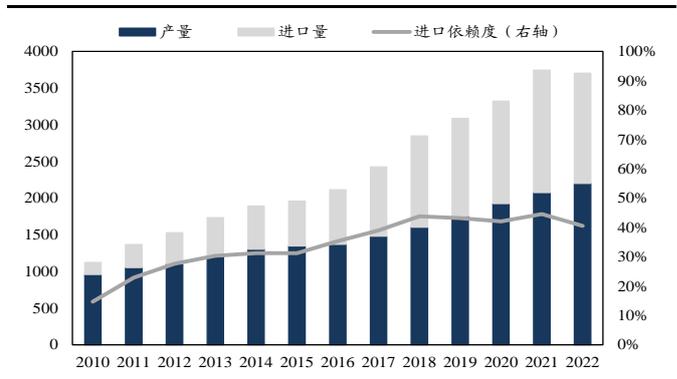
**我国能源安全问题严峻，原油、天然气对外依存度高。**随着国家经济的持续快速增长和城市化、工业化进程的加快，国内原油、天然气需求量呈现快速上升趋势。一方面，由于国内某些油气田开发难度大（尤其是南海的油气田），我国原油、天然气对外依赖程度极高，2018-2022 年原油对外依存度均在 70%以上，最高达到 73.58%（2020 年）；天然气对外依存度均在 40%以上，最高达到 44.55%（2021 年）。另一方面，美国页岩油气革命引发全球能源格局巨变，2019 年之后美国已经成为全球最大原油生产国，但中美战略博弈仍在持续。因此，我国能源安全面临严重挑战，探寻破局之法迫在眉睫。

图26: 我国原油产量、进口量及对外依存度 (亿吨, 亿吨, %)



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

图27: 我国天然气产量、进口量及对外依存度 (亿立方米, 亿立方米, %)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

**政策不断出台, 支持海洋油气田建设。**原油被誉为“工业命脉”, 保障国内石油市场价格及供应稳定、维护国内油气行业平稳运行是实现国家能源安全战略的必要条件。为此, 我国不断出台加大能源勘探力度的相关政策。近年来, “十三五”规划、《2020年能源工作指导意见》、《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》、《“十四五”现代能源体系规划》等多项政策规划中指出, 加速陆地和海上油气勘探开发力度, 加快推动国内油气增储上产, 努力保障国家能源安全。

表2: 政策不断出台, 支持海洋油气田建设

时间	政策/会议	机构	主要内容
2017.01	“十三五”规划	国务院	提出到2020年国内石油产量达2亿吨, 天然气保供能力达3600亿立方米以上
2018.07	《关于促进海洋经济高质量发展的实施意见》	自然资源部、中国工商银行	支持深远海油气勘探开发、深远海资源开发工程装备制造等传统海洋产业改造升级
2019.01	国家能源委员会会议	-	李克强总理指出必须以保障安全为前提构建现代能源体系, 着力提高能源自主供给能力; 提出加大国内油气勘探开发力度, 促进增储上产等要求
2020.06	《2020年能源工作指导意见》	国家能源局	提出大力提升油气勘探开发力度保障能源安全
2021.03	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	规划司	提出有序放开油气勘探开发市场准入, 加快深海、深层和非常规油气资源利用, 推动油气增储上产
2022.03	《“十四五”现代能源体系规划》	发改委、国家能源局	提出到2025年, 原油年产量回升并稳定在2亿吨水平, 天然气年产量达到2300亿立方米以上
2022.10	《海南省油气产业发展“十四五”规划》	海南省自然资源和规划厅等	提出推进陆域海域油气勘探开发, 加快建设南海近浅海油气田, 稳步推进深远海油气资源开发; 力争“十四五”新增海上天然气产能30亿立方米, 环海南岛海上天然气年供应量达90亿立方米至130亿立方米

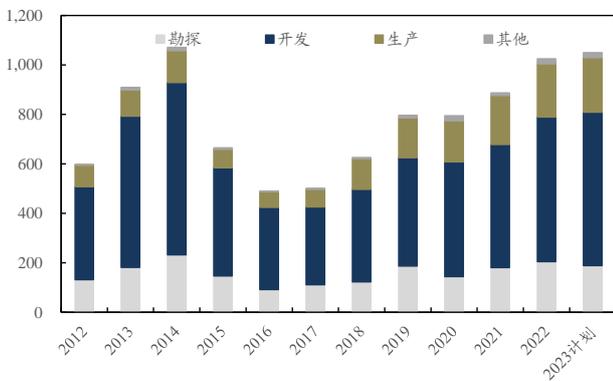
数据来源: 政府官网, 东吴证券研究所

### 2.3. 高油价叠加政策驱动，中海油海上油气资本开支增加，公司受益

国际海上油气资本开支迎来拐点。随着新冠疫情影响减弱、全球经济复苏，国际原油需求保持增长态势，而供给端的弹性下降使得国际原油供需趋紧，价格持续高位，因此 2022 年国际油气公司盈利纷纷创历史最高水平，进一步刺激了部分石油公司上游资本开支的提升、油气工程建设需求的逐步恢复。

中海油积极推进增储上产，海上油气资本开支增长。公司资本开支分为三大部分：勘探、开发和生产，近三年总资本开支持续提高，其中开发板块的资本开支自 2017 年以来持续增加。

图28：中海油历年资本开支（亿元）



数据来源：中海油业绩推介材料，东吴证券研究所

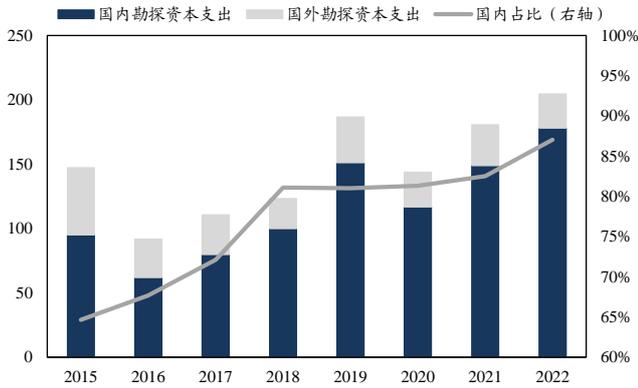
图29：中海油历年开发资本开支（亿元）



数据来源：中海油业绩推介材料，东吴证券研究所

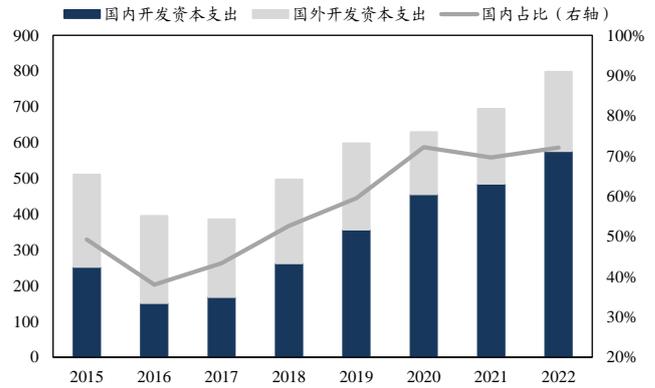
近些年来，中海油持续加大海上油气资本开支，其中国内资本开支占比也呈现上升趋势。从国内外资本开支的角度，中海油资本开支包括两大部分：勘探、开发（含生产），2022 年中海油勘探资本支出达到 204.56 亿元，同比增加 13.30%，其中国内占比 87.05%，同比上升 4.53pct。2022 年中海油开发资本支出达到 799.01 亿元，同比增加 14.90%，其中国内占比 72.10%，同比上升 2.43pct。

图30: 中海油国内、国外勘探资本支出以及国内占比(亿元, 亿元, %)



数据来源: 公司官网, Wind, 东吴证券研究所

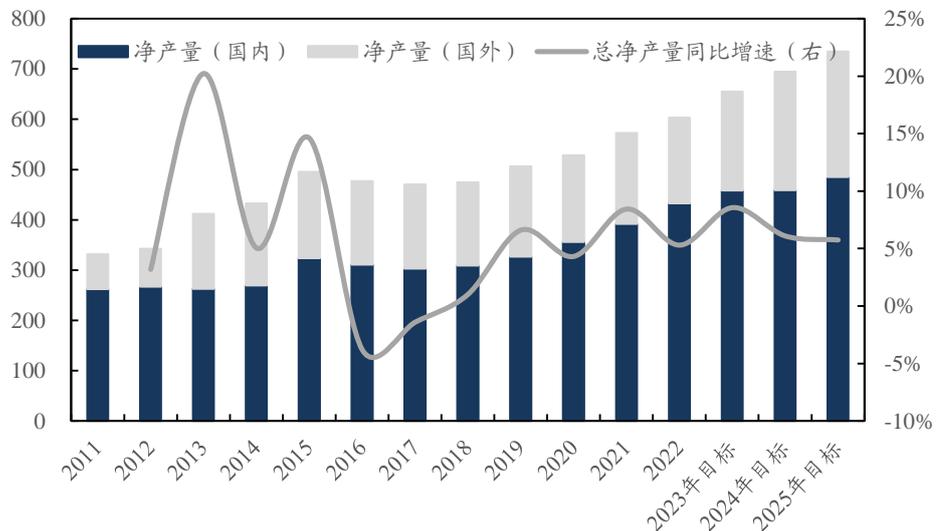
图31: 中海油国内、国外开发和生产资本支出以及国内占比(亿元, 亿元, %)



数据来源: 公司官网, Wind, 东吴证券研究所

中海油增储上产“七年行动计划”，加快海上油气田开发趋势确定。2018年，为切实推动保障国家能源安全战略，中海油响应国家增储上产工作要求，提出《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》，明确了到2025年的海洋油气增产上产目标，即到2025年中海油勘探工作量和探明储量要翻一番。2023-2024年是“七年行动计划”的最后两年，中海油勘探和开发资本支出将继续保持高位，预计1000-1100亿元。

图32: 中海油 2011-2025E 年产量目标 (百万桶油当量)

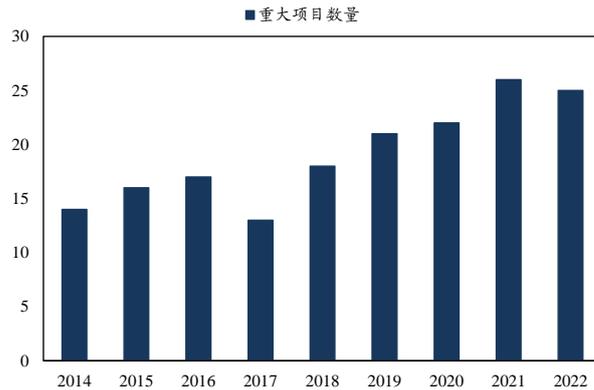


数据来源: 中海油业绩展示材料, 东吴证券研究所

受益于中海油开发资本支出的增加，公司项目不断涌现，未来几年工作量饱和。公司业务集中在油气开发阶段，随着中国海油增储上产七年行动计划持续推进以及开发资本支出的增加，公司国内渤海海域大型项目不断涌现，南海海域深水项目接续，近几年

公司运行的重大项目数量维持高位。2021 年公司共运行 59 个项目，其中重大项目 26 个，为历史最高水平；2022 年公司共运行 63 个项目，其中重大项目 25 个，本年内新签国内大型项目包括陵水 25-1 气田开发工程、渤中 19-6 凝析气田开发工程、垦利 6-1/5-1、5-2、6-1 区块开发项目海上安装调试总包工程等。2023-2024 年是“七年行动计划”的最后两年，公司工程建设力度依然比较大，工作业务量增长确定，工作量依然饱满。截至 2022 年末在手未完成订单约 355 亿元，为未来 1-2 年工作量提供了有力支撑。

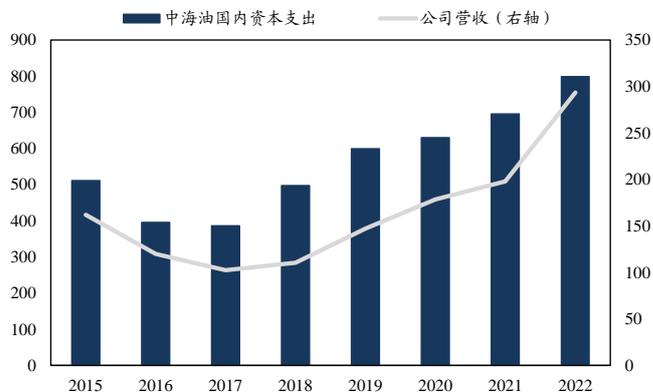
图33: 公司重大项目数量 (个)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

作为国内海上油气田开发阶段的垄断单位，公司营收直接受益于中海油开发资本支出。中海油是公司的一大客户，国内收入几乎全部来源于中海油的订单，公司营收和中海油开发资本支出呈高度正相关：2015-2017 年，中海油开发资本支出逐渐减少，公司营收也随之减少；2018-2022 年，中海油开发资本支出逐渐回升，公司营收也随之增加。因此，我们认为未来几年随着中海油积极推进增储上产，海上油气资本开支保持增长，公司业绩也将持续提升。

图34: 公司营收和中海油开发资本支出呈高度正相关 (亿元, 亿元)

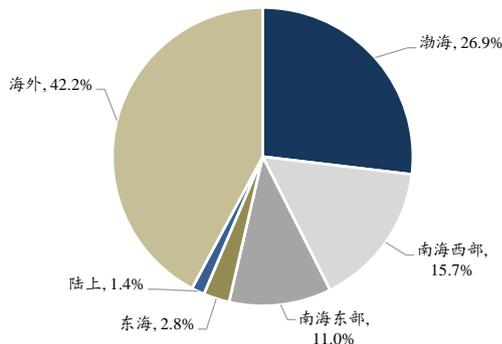


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2.4. 聚焦深水、超深水开发，全面进入“超深水时代”

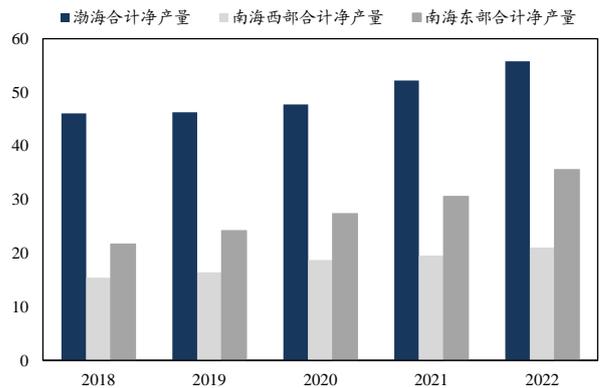
中海油国内储量集中在渤海、南海，“稳住渤海，加快南海”是中海油长期以来的一项重要战略目标。作为“三桶油”之一的中海油是中国最大的海洋油气生产商之一，截至2020年年末，中海油在中国海域拥有油气探矿权239个，面积约130万平方公里，占比超过中国海域总探矿权数量和面积的95%，具备绝对优势。截至2020年年末，中海油的国内储量主要集中在渤海、南海，而东海、内陆仅占2.8%和1.4%，为支撑公司的业务增长和盈利能力，中海油长期坚持“稳住渤海，加快南海”战略。近年来，中海油在渤海、南海东部、南海西部油气田的合计净产量持续增长，到2022年分别达到55.77万桶油当量/天、21.07万桶油当量/天、35.57万桶油当量/天，分别同比增长6.83%、7.79%、16.30%。根据中海油制定的“七年行动计划”战略目标，中海油到2025年渤海油田全力推进稳产3000万吨、上产4000万吨，南海东部油田上产2000万吨，南海西部油田上产2000万方。截至2022年，中海油已提前完成南海东部油田上产目标，但南海西部油田上产目标仍有距离，未来3年内也将继续扩大南海西部开发投资。

图35: 2020年中海油油气储量结构



数据来源：中海油招股说明书，东吴证券研究所

图36: 中海油油气合计净产量（万桶油当量/天）



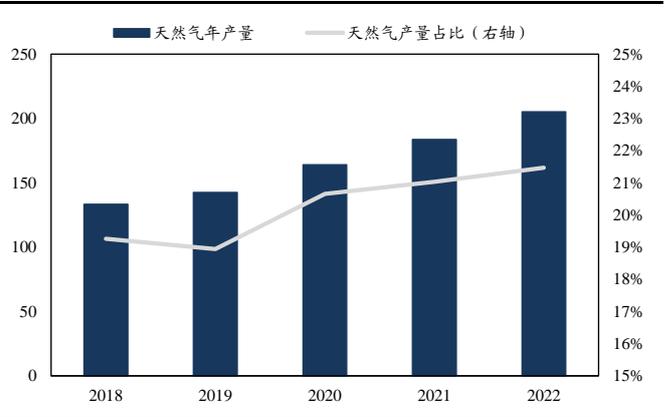
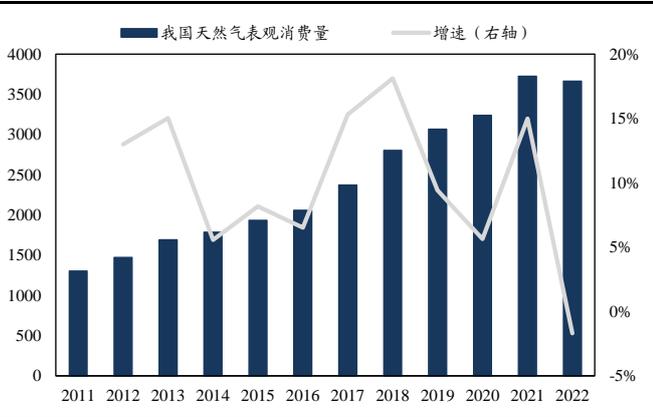
数据来源：Wind，东吴证券研究所。注：计算桶油当量时，东方13-2、深海一号、崖城13-1及文昌9-2/9-3/10-3油气田以实际热值进行换算，其他地区均假定以每6,000立方英尺天然气为一桶油当量进行换算

“油气并举，向气倾斜”，中海油天然气总产量占比持续提升。天然气作为能源转型期间最佳的选择，需求快速增长，近些年我国天然气消费量也呈现稳步增长态势且对外依存度居高不下。为保障国内油气供给安全，中海油率先在国内油气行业提出“油气并举，向气倾斜”战略并一直坚持实施。中海油不断拓展天然气业务，通过科技攻关建立天然气成藏新模式，已经在海南岛东南部海域琼东南盆地获勘探重大突破，发现了我国首个深水深层大气田宝岛21-1，探明天然气地质储量超500亿方，实现了南海深水深层勘探历史性突破。同时，中海油将以南海首个自营深水大型整装天然气田“深海一号”

为依托，建设南海万亿方大气区。得益于海上天然气勘探开发的持续推进以及后续的资金投入，中海油天然气总产量在公司油气总产量中的占比将持续提升。

图37: 我国天然气表观消费量以及增速(亿立方米, %)

图38: 中海油天然气产量以及天然气产量在公司油气总产量中的占比(亿立方米, %)



数据来源: 国家发改委, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

“加快南海”、“向气倾斜”，公司作业主场从浅水向深水、超深水转变。中海油的油气储量主要集中在渤海和南海，渤海是最主要的原油产区，其作业区域主要是浅水区，水深约为 10 米至 30 米；南海是重要的原油和天然气产区，南海西部主要作业水深为 40-1500 米，南海东部主要作业水深为 100-1500 米。随着“稳住渤海，加快南海”、“油气并举，向气倾斜”战略的持续推进，必然推动作业主场偏向南海，尤其是南海西部大气田，意味着中海油以及海油工程的作业主场从浅水向深水、超深水转变。公司承揽并完成的陵水 17-2 气田开发工程项目作业水深达到 1220-1560 米，目前正在实施的“陵水 25-1”油气田项目水深达到 890-970 米，中海油已勘探发现待开发的南海西部大气田包括陵水 18-1/18-2 作业水深将达到近 1700 米，宝岛 21-1 最大水深将达到 1500 米，迈向超深水领域。

### 3. LNG 工程和海上风电双轮驱动，推动公司综合竞争力持续提升

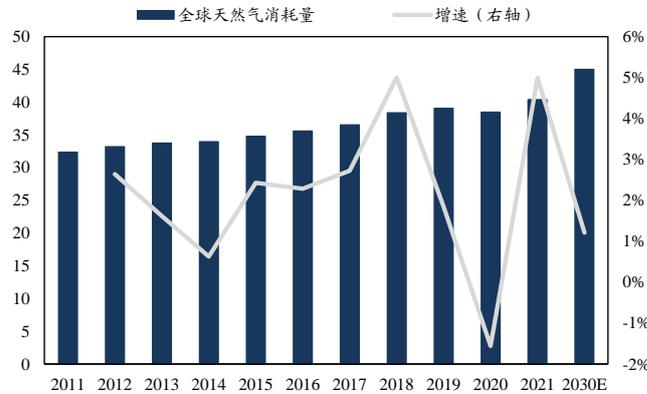
#### 3.1. 做强 LNG 全产业链，LNG 业务成为公司新的增长极

##### 3.1.1. 全球天然气供需不匹配，LNG 成为跨洲天然气贸易最主要方式

全球加速能源转型和“双碳”背景下，全球天然气需求量逐年增长。天然气作为一种相对较清洁、储量丰富、灵活性高的能源，被认为是能源转型期间最佳的选择。2011-2021 年全球天然气消耗量从 32.34 亿立方米增长到 40.37 亿立方米，年均复合增长率为 2.24%。尽管 2020 年由于新冠疫情影响需求量略有下降（同比下降 1.56%），但随着经

济逐渐复苏，天然气的需求量逐步提升。根据 2023 年版《BP 世界能源展望》中预测，全球天然气需求量将继续保持增长趋势。

图39: 全球天然气消耗量以及增速 (亿立方米, %)

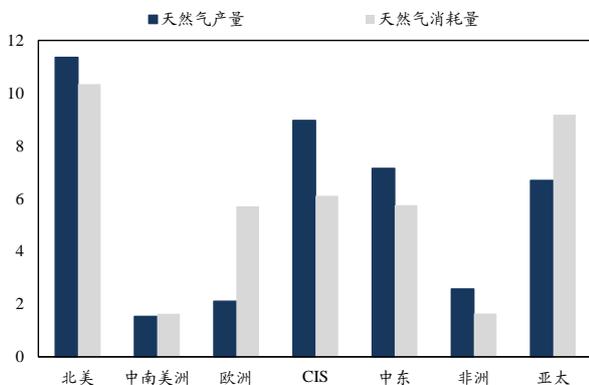


数据来源: BP, 东吴证券研究所

**全球天然气区域供需不匹配, LNG 成为跨洲天然气贸易最主要方式。**全球天然气资源主要分布在中东地区、独联体国家 (CIS) 和北美洲, 其中俄罗斯、伊朗、卡塔尔、土库曼斯坦和美国五国的天然气证实储量占全球证实储量的 64%。目前, 欧洲和亚太地区受限于储量和开发, 供需缺口越发明显, 且亚太已成为天然气需求增量最大的地区, 供需缺口可能进一步扩大。因此, 需要通过天然气贸易实现全球天然气区域供需平衡。

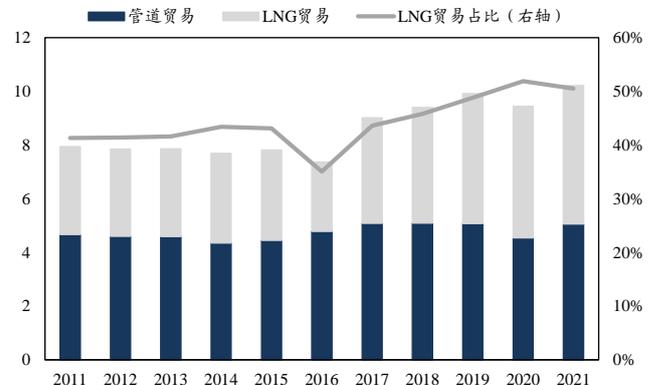
天然气贸易主要通过天然气管道 (比如北溪 1 号) 和 LNG 方式 (比如中国从澳大利亚进口天然气)。对于远距离的跨洲天然气贸易, LNG 是最主要的方式。2011-2021 年全球 LNG 贸易呈现持续上升趋势, 从 3.28 亿立方米增加到 5.16 亿立方米, 年均复合增长率为 4.63%; 而且 LNG 贸易占天然气贸易的比值整体上也呈现上升趋势, 2020 年 LNG 贸易占比达到最高值 51.91%, 2021 年略有下降, 至 50.52%。

图40: 2021 年全球天然气区域供需不匹配 (亿立方米)



数据来源: BP, 东吴证券研究所

图41: 全球天然气贸易以及 LNG 占比 (亿立方米, 亿立方米, %)



数据来源: BP, 东吴证券研究所

未来 2 年 LNG 项目投资达峰值，LNG 项目数量有望创新高。俄罗斯天然气出口受到制裁和限制，欧亚天然气需求增加，加速 LNG 项目投资。2020 年受疫情影响，国际一些 LNG 项目被推迟或取消，全年 LNG 项目投资额达到历史最低；之后天然气需求和价格都有所回升，且受到俄乌冲突的影响，俄罗斯天然气出口受到制裁和限制，全球能源危机加剧且各国争相确保可靠的能源来源，LNG 项目投资迅速回升。

### 3.1.2. 海油工程 LNG 工程能力稳居国际先进水平，LNG 业务成为新的增长极

**打破“四无”格局，海油工程重点布局 LNG 工程领域。**2007 年，公司明确提出进军 LNG 领域，但面临着无业绩、无技术、无人才、无资源的“四无”局面。2010 年前后，公司与雪佛龙公司签订了澳大利亚 Gorgon 液化天然气工厂工艺模块建造项目合同，虽然建造任务只是技术含量不高的管廊建造，但是这标志着公司正式进入陆地 LNG 工程领域，且 Gorgon 项目的建造场成为当时世界范围内唯一取得 1000 万工时无伤害无事故优良业绩且按期交付的生产场地，进一步提升了海油工程 LNG 模块建造的水平和国际知名度。2012 年，公司参与竞标天津 LNG 储罐 EPC 总包工程项目，打破了国外公司作为 EPC 总承包商垄断中国 LNG 接收站项目的格局，公司以此契机进军我国陆地 LNG 工程领域，LNG 项目也逐渐成为海油工程接单亮点。

**十多年艰辛奋斗，跃居全球最大 LNG 接收站的 EPC 总承包方。**公司从 2012 年天津 3 万方 LNG 储罐开始，先后覆盖 3 万方、16 万方、20 万方、22 万方、27 万方；接收站越建越广，遍布闽苏浙鲁粤京津冀等地。2019 年，公司在与国际一流工程公司的竞争中胜出，并作为 EPC 牵头方成功签下全球最大 LNG 接收站——唐山 LNG 项目大宗订单，标志公司已经具备优于国际国内同行的 EPC 总承包能力和竞争实力。2022 年，公司 2020 年完工的浙江 LNG 接收站二期工程成功上榜 2022 年浙江省“钱江杯”优质工程名单，这是公司 LNG 接收站建设领域首次获得省部级住房和城乡建设优质工程奖项；同时珠海 LNG 二期项目 5 座 27 万立方米储罐开工，此时的海油工程 LNG 分公司已累计牵头总包 35 座 LNG 储罐和接收站，以超过 50% 的市场承揽额，成为全球最大 LNG 接收站的 EPC 总承包方。

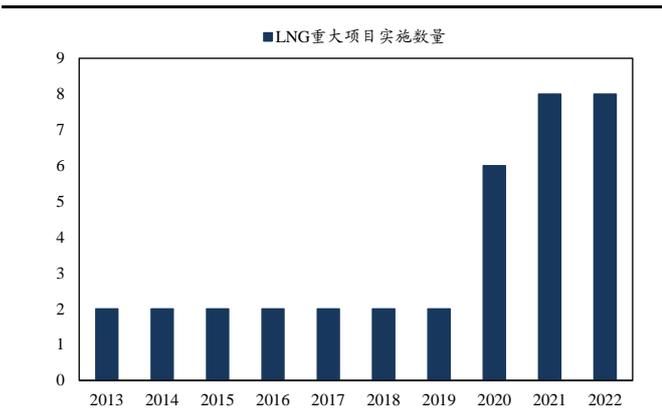
表3: 2022 年 LNG 接收站重点工程项目实施情况

项目名称	签订时间	累计实施进度（2022 年末）
香港海上液化天然气接收站项目	2020	97.00%
天津 LNG 二期接收站工程项目	2020	79.89%
唐山 LNG 项目接收站一期工程项目	2020	96.51%
唐山 LNG 项目接收站二阶段工程项目	2021	51.60%
广东珠海 LNG 扩建项目二期工程项目	2021	43.61%
福建漳州 LNG 接收站及储罐项目	2018	97.46%
龙口南山 LNG 一期工程接收站项目	2020	72.42%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

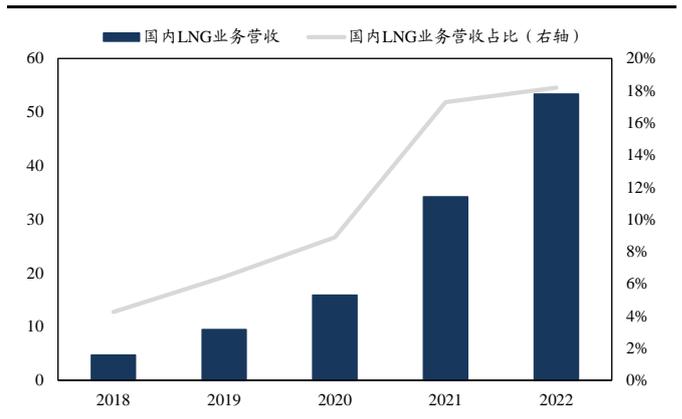
**LNG 项目工作量增长，LNG 业务有望成为公司新的增长极。**公司依托较强的陆地建造资源和能力，大力发展模块化建造技术，承揽并实施了俄罗斯 Yamal、澳大利亚 Gorgon、澳大利亚 Ichthys 等一批大型 LNG 模块化建造项目，LNG 模块化建造进入国际行业第一梯队。2020 年之前，公司每年实施的 LNG 重大项目基本维持在 2 个，2020 年及之后公司新签了唐山 LNG 项目等多个大型 LNG 项目并开始实施，公司 LNG 项目工作量迅速增长，2021 年、2022 年均有 8 个 LNG 重大项目在实施。2018-2022 年，LNG 业务的营业收入从 4.68 亿元增长到约 53 亿元，年复合增长率为 83.77%；LNG 业务营收占公司总营收的比值从 4.23% 增加到 18.18%，LNG 业务有望成为公司新的增长极。在未来几年，全球 LNG 项目投资还将继续增加，新增 LNG 项目也有望创新高，并且考虑到公司 LNG 工程能力稳居国际先进水平和 LNG 项目的实施周期一般需要 2-4 年，我们认为未来至少 2-4 年内公司 LNG 项目工作量饱满，LNG 业务收入和占比进一步提高具有高确定性。

图42: 公司 LNG 重大项目实施数量 (个)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图43: 公司国内 LNG 业务营收以及占比 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.2. 积极践行国家“双碳”战略，海上风电业务加速落地

#### 3.2.1. 国家积极构建多层次立体化海上风电发展体系，保障产业健康发展

**我国政策鼓励和支持海上风电行业发展。**海上风电属于清洁可再生能源，大力发展海上风电行业是我国实现“双碳”目标的必然选择，对保障能源供应安全、促进能源绿色转型、实现高质量发展具有重要意义。为促进海上风电项目有序开发和相关产业可持续发展，国家及地方政府从发展规划、资源配置、企业扶持、科研支持、电力系统、金融服务等发面构建多层次立体化海上风电发展体系。

表4: 国家层面海上风电相关政策

时间	政策	机构	主要内容
2009.04	《海上风电场工程规划工作大纲》	国家能源局	进行海上风电规划工作、进行海上风电输电规划工作，进行项目可行性研究
2013.01	《关于印发能源发展“十二五”规划的通知》	国务院	积极开展海上风电项目示范，促进海上风电规模化发展
2016.07	《关于印发“十三五”国家科技创新规划的通知》	国务院	发展可再生能源大规模开发利用技术，重点加强高效低成本太阳能电池、光热发电、太阳能供热制冷、大型先进风电机组、海上风电建设与运维、生物质发电供气供热及液体燃料等技术研发及应用
2019.05	《关于完善风电上网电价政策的通知》	发改委	将海上风电标杆上网电价改为指导价新核准海上风电项目全部通过竞争方式确定上网电价
2021.04	《绿色债券支持项目目录（2021年版）》	人民银行、发展改革委、证监会	提供清洁能源界定标准和重要依据，沪深交易所支持海上风电相关企业发行蓝色债券融资
2022.01	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	发改委、国家能源局	符合条件的海上风电等可再生能源项目可按规定申请减免海域使用金
2022.03	《2022年能源工作指导意见》	国家能源局	优化近海风电布局，开展深远海风电建设示范，稳妥推动海上风电基地建设。推进深远海海上风电技术创新和示范工程建设，探索集中送出和集中运维模式
2022.04	《“十四五”能源领域科技创新规划》	国家能源局	明确深远海、大机组、漂浮式等技术研发和示范的重点方向
2022.06	《“十四五”可再生能源发展规划》	国家发展改革委、国家能源局等九部门	明确海上风电的发展秩序、发展节奏、发展模式
2022.09	《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》	国家能源局	加快制定海上风电开发及多种能源综合利用技术标准。依托大型风电光伏基地建设及海上风电基地、海上光伏项目建设，设立标准化示范工程充分发挥国家新能源实证实验平台的作用，抓紧补充完善一批标准，形成完善的风电光伏技术标准体系
2023.04	《2023年能源工作指导意见》	国家能源局	稳妥建设海上风电基地，谋划启动建设海上光伏。强化能源行业监管，加强重大安全隐患挂牌督办，开展水电站大坝、海上风电施工等专项监管

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

### 3.2.2. 布局新能源市场，海上风电业务加速落地

“海油观澜号”主体完工，新能源领域布局迈出重要一步。公司积极践行国家“双碳”战略，积极布局新能源市场，2022年成功中标青洲六海上风电、深远海文昌浮式风电、海底数据中心等新兴产业项目，绿色发展之路越走越宽。同时，我国首个深远海浮式风电平台——“海油观澜号”在青岛完成主体工程建设（深远海文昌浮式风电项目），这标志着全球首座水深超百米、离岸距离超百公里的“双百”海上风电项目建设取得重要进展，公司在新能源市场不断取得突破。

图44：我国首个深远海浮式风电平台——“海油观澜号”



数据来源：央视新闻客户端，东吴证券研究所

**坚定战略规划，培育海上风电工程总承包全产业链能力。**公司依托海上工程经验，发挥比较优势，高质量对标欧洲海上风电发展模式，加快发展海上风电产业；以深水风电、大型升压站、换流站为发展重点，初步建立以海上风电设计为核心业务，以建造、安装为业务延伸的 EPCI 全业务链条；以设计优化、模块化制造、智能制造、数字交付、海上安装方式创新等为切入点，探索推进海上风电产业全生命周期降本。预计到 2025 年，基本确立公司在国内深水浮式海上风电工程产业的优势地位。在此过程中，公司将加快国内市场和国际市场开发，培育海上风电工程总承包全产业链能力。

#### 4. 一带一路促进海外地区共发展

中国海油持续践行国家“走出去”的战略，2013年以来，中海油依托海油工程在“一带一路”沿线国家和地区同时运行了7个世界级工程项目，参与建设了一大批促进当地油气产业发展的项目。

公司主要通过总承包方式承揽工程合同，为客户提供“交钥匙”工程。业务分布中国各大海域、俄罗斯、加拿大、巴西、中东等20余个国家和地区。公司圆满完成“深海一号”、“海基一号”等国家级项目，先后为壳牌、康菲、沙特阿美、巴西国油等国外客户提供海洋油气工程服务，承揽澳洲 Gorgon、Ichthys、俄罗斯 Yamal、沙特 Marjan、北美壳牌 LNG、香港 LNG、巴西国家石油 FPSO 等一批有影响力的大型海外项目。

图45：公司海外重点工程项目



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

海油工程坚定国内国际双维度发展方向，2022年境内油气业务、境外业务收入同比增长52%、56%。国内方面，公司2022年境内油气业务收入169亿元，同比增长52%。在“七年增储上产计划”的最后两年，公司将持续推进国内工程建设。此外，公司奋力开拓清洁能源市场，持续推进在天然气、海上风电领域的市场开发，做好文昌深远海浮式风电国产化研制及示范应用项目，加强与国内风电商合作，开拓东南沿海风电项目机会。国外方面，公司2022年境外业务收入72亿元，同比增长56%，实现了在非洲陆地工程业务的新突破。2022年，公司新签海外主要项目为乌干达 Kingfisher 油田地面工程、巴西国家石油 P79 FPSO 模块建造项目、卡塔尔 NFPS 项目和香港中华电力海缆采办与施工等项目。公司将持续坚定国际化发展方向，在中海油国际市场的基础上，稳步开拓其它国际市场，加强公司三个海外区域中心实体化本地化建设。

## 5. 盈利预测、估值与投资评级

### 5.1. 关键假设及盈利预测

- 1、国际原油供需将持续紧张，我们预计 2023-2025 年国际油价仍将保持高位震荡，石油公司将持续维持高资本开支。中海油继续实行“增储上产”政策，公司将受益于中海油高资本开支投入，项目建设能力进一步加强。
- 2、国家能源安全战略持续推进，海上油气田建设维持高景气度，公司盈利能力稳中有升。
- 3、公司在手未完成订单丰富，截至 2022 年末共计 355 亿元，有力支撑未来 1-2 年工作量。国内渤海海域大型项目不断涌现，南海海域深水项目接续；国外新签多个项目，拓宽国际化业务范围。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别 321.7、365.8、419.1 亿元，同比+10%、+14%、+15%；归母净利润分别 20.3、27.9、37.0 亿元，同比+39%、37%、33%，对应 2023-2025 年 EPS（摊薄）为 0.46、0.63 和 0.84 元/股，按 2023 年 4 月 27 日收盘价对应的 PE 分别为 13.69、9.97 和 7.51 倍。

### 5.2. 相对估值

我们选取 3 家国内油服行业代表公司：中海油服、海油发展、中油工程。**中海油服**同样为中海油集团旗下油服公司，业务主要分为钻井服务、油田技术服务、船舶服务、物探勘察服务四大板块，业务具有可比性。**海油发展**同样是中海油集团旗下子公司，业务以海洋石油生产服务为核心，重点发展 FPSO 生产技术服务、油田化学服务、多功能生活支持平台、油田装备运维、数据信息、监督监理等业务，具有部分类似业务。**中油工程**作为中石油集团旗下工程建设业务核心平台，主营业务为以油气田地面工程服务、储运工程服务、炼化工程服务、环境工程服务、项目管理服务为核心的石油工程设计、施工及总承包等相关工程建设业务，与公司业务更为类似。

表5：可比公司相对估值

代码	公司名称	股价 (人民币)	总市值 (亿人民币)	归母净利润 (亿人民币)				EPS (人民币)				PE (倍)				PB (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601808.SH	中海油服*	16.07	766.79	23.53	32.44	40.04	46.54	0.49	0.68	0.84	0.98	32.59	23.64	19.15	16.47	1.95	1.84	1.73	1.61
600968.SH	海油发展	3.57	362.89	24.16	29.21	34.62	42.47	0.24	0.29	0.34	0.42	15.02	12.31	10.50	8.50	1.63	1.49	1.36	1.26
600339.SH	中油工程	4.55	254.03	7.21	11.41	12.86	14.90	0.13	0.2	0.23	0.27	35.25	22.75	19.78	16.85	1.00	0.96	0.92	0.88
行业平均												27.62	19.57	16.48	13.94	1.52	1.43	1.34	1.25
600583.SH	海油工程*	6.28	277.66	14.57	20.28	27.85	36.97	0.33	0.46	0.63	0.84	19.05	13.69	9.97	7.51	1.17	1.08	0.97	0.86

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：标\*为自行预测，其他为万得一致预期，股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价，港元汇率为 2023 年 4 月 27 日的 0.88

根据 Wind 一致预期，以 2023 年 4 月 27 日收盘价计算，2023-2025 年国内可比公司平均 PE 分别为 19.57、16.48、13.94 倍，我们预测 2023-2025 年公司 PE 分别为 13.69、9.97、7.51 倍，低于可比公司平均 PE 水平；2023-2025 年国内可比公司平均 PB 分别为 1.43、1.34、1.25 倍，我们预测 2023-2025 年公司平均 PB 分别为 1.08、0.97、0.86 倍，低于可比公司平均 PB 水平。相较于可比公司，公司的估值处于较低水平，但盈利能力更加优异，近三年归母净利润都实现了正增长。未来公司将持续受益于母公司高资本开支的投入，在国家“一带一路”战略推动下，业绩有望继续提升，因此我们认为公司估值存在修复空间。考虑高油价背景下，油服工程行业持续高景气度，我们预计公司业绩有望持续增长，盈利水平提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

- 1、**宏观经济波动风险**：宏观经济增速严重下滑，导致原油需求端严重不振。
- 2、**国际油价剧烈波动风险**：伊朗制裁、俄乌冲突等地缘政治因素，OPEC+调整原油供给规模，美国调整页岩油开采政策等因素加剧油价波动。
- 3、**汇率波动风险**：汇率剧烈波动将使石油原材料成本出现大幅变动。
- 4、**上游资本开支不及预期**：若上游开发资本开支减少，将影响工程建设进度。
- 5、**油气田开发项目进度不及预期**：海上勘探工作难度大，开发进度或不及预期。

## 海油工程三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>25,583</b>	<b>22,012</b>	<b>33,769</b>	<b>31,541</b>	<b>营业总收入</b>	<b>29,358</b>	<b>32,170</b>	<b>36,581</b>	<b>41,905</b>
货币资金及交易性金融资产	10,735	4,358	14,378	10,708	营业成本(含金融类)	26,719	27,351	30,571	34,866
经营性应收款项	7,237	10,399	10,458	11,556	税金及附加	175	192	193	241
存货	1,301	1,224	1,896	1,430	销售费用	18	34	34	36
合同资产	4,753	4,471	5,463	6,288	管理费用	242	358	384	417
其他流动资产	1,559	1,559	1,575	1,559	研发费用	1,122	1,503	1,608	1,800
<b>非流动资产</b>	<b>17,055</b>	<b>18,703</b>	<b>18,792</b>	<b>18,874</b>	财务费用	-88	-4	62	-34
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	-58	183	155	111
固定资产及使用权资产	13,270	13,985	13,372	12,538	投资净收益	703	67	80	394
在建工程	661	818	872	923	公允价值变动	12	0	0	0
无形资产	2,267	3,022	3,660	4,515	减值损失	-114	-157	-154	-206
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	8	12	8
长期待摊费用	219	239	249	259	<b>营业利润</b>	<b>1,713</b>	<b>2,836</b>	<b>3,821</b>	<b>4,885</b>
其他非流动资产	639	639	639	639	营业外净收支	49	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>42,639</b>	<b>40,715</b>	<b>52,561</b>	<b>50,415</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,762</b>	<b>2,836</b>	<b>3,821</b>	<b>4,885</b>
<b>流动负债</b>	<b>16,185</b>	<b>12,229</b>	<b>21,287</b>	<b>15,446</b>	减:所得税	313	803	1,033	1,191
短期借款及一年内到期的非流动负债	627	675	724	866	<b>净利润</b>	<b>1,450</b>	<b>2,032</b>	<b>2,788</b>	<b>3,695</b>
经营性应付款项	11,665	7,777	16,407	9,829	减:少数股东损益	-8	5	3	-3
合同负债	2,004	1,540	1,904	2,250	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,457</b>	<b>2,028</b>	<b>2,785</b>	<b>3,697</b>
其他流动负债	1,889	2,237	2,252	2,502	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.33	0.46	0.63	0.84
非流动负债	771	771	771	771	EBIT	912	2,915	3,946	4,656
长期借款	160	160	160	160	EBITDA	2,070	4,369	5,695	6,584
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	8.99	14.98	16.43	16.80
租赁负债	15	15	15	15	归母净利率(%)	4.96	6.30	7.61	8.82
其他非流动负债	597	597	597	597	收入增长率(%)	48.31	9.58	13.71	14.55
<b>负债合计</b>	<b>16,956</b>	<b>13,000</b>	<b>22,059</b>	<b>16,218</b>	归母净利润增长率(%)	294.11	39.12	37.36	32.75
归属母公司股东权益	23,703	25,731	28,516	32,213					
少数股东权益	1,980	1,984	1,987	1,984					
<b>所有者权益合计</b>	<b>25,683</b>	<b>27,715</b>	<b>30,503</b>	<b>34,197</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>42,639</b>	<b>40,715</b>	<b>52,561</b>	<b>50,415</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,313	-3,222	11,891	-1,972	每股净资产(元)	5.36	5.82	6.45	7.29
投资活动现金流	-1,818	-3,185	-1,901	-1,815	最新发行在外股份(百万股)	4,421	4,421	4,421	4,421
筹资活动现金流	-606	31	29	118	ROIC(%)	3.01	7.59	9.60	10.57
现金净增加额	916	-6,376	10,019	-3,669	ROE-摊薄(%)	6.15	7.88	9.77	11.48
折旧和摊销	1,157	1,454	1,749	1,929	资产负债率(%)	39.77	31.93	41.97	32.17
资本开支	-467	-3,232	-1,970	-2,199	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.05	13.69	9.97	7.51
营运资本变动	1,210	-6,809	7,272	-7,424	P/B(现价)	1.17	1.08	0.97	0.86

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

