

海油发展 (600968)

海上油服领军企业，业务多元谋发展

买入 (首次)

2023年07月29日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晶晶

执业证书: S0600523020001

010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书: S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	47,784	54,516	61,357	68,132
同比	23%	14%	13%	11%
归属母公司净利润 (百万元)	2,416	2,752	2,917	3,470
同比	88%	14%	6%	19%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.24	0.27	0.29	0.34
P/E (现价&最新股本摊薄)	12.83	11.27	10.63	8.93

关键词: #比同类公司便宜 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **海油发展是拥有多元化业务的海上油服公司: 公司具备综合性强、风险抵御能力强的双重业务竞争优势。**首先,公司已形成三大核心业务板块: 能源技术服务、能源物流服务、低碳环保与数字化业务,覆盖油气生产全环节;其次,得益于公司与中海油较高比例的关联销售和位处偏后端的油气生产环节,其主要业务毛利率对油价敏感性较弱。**公司持续推动提质降本增效工作。**以技术创新、数字转型、精益管理为抓手,多措并举顺利完成年度降本增效各项指标,保证公司生产经营再创佳绩。
- **国际油价中高位运行+增储上产行动方案, 奠定国内海洋油气及油服行业长期向好局面:** 1) 国际原油供需缺口偏紧,我们预计原油价格持续中高位运行,油气公司将继续推进油气生产,带动油服企业工作量提升。2) 2022年我国原油进口依赖度高达72%,我国持续推进能源安全战略,出台加大能源勘探力度的相关政策,未来国内油气市场有望扩容。3) 中海油“七年行动计划”继续落实,在母公司有明确的增储上产目标的背景下,公司工作量较为饱满,预计将带来可观的业绩增量。
- **中海油资本开支稳定增长, 助力公司业绩持续上升:** 2023年中海油预计有9个新项目投产,其中:中国海域5个,中国陆上1个,海外3个,将支持公司油气产量和工作量的增长,带动公司业绩上升。**海外方面,**公司将跟随中海油资产布局走向海外,扩大海外影响力和知名度。**国内方面,**中海油加大南海开发,深水领域需要FPSO支持。目前公司服役中的FPSO共有12艘,且“智能化、数字化”FPSO“海洋石油123”即将服役于陆丰12-3油田,为公司营收和利润率创造提升的空间。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2023-2025年归母净利润分别28、29、35亿元,同比增速分别14%、6%、19%,按2023年7月27日收盘价计算,对应PE为11、11、9倍。考虑到公司受益于中海油高资本开支的投入,且公司业务多元谋发展,能够有效抵御油价波动的影响,我们看好公司发展前景,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险;原油价格波动风险;市场竞争及经营风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.10
一年最低/最高价	2.45/3.80
市净率(倍)	1.39
流通 A 股市值(百万元)	31,511.82
总市值(百万元)	31,511.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.24
资产负债率(% ,LF)	40.74
总股本(百万股)	10,165.10
流通 A 股(百万股)	10,165.10

相关研究

内容目录

1. 全链布局，具备多元化服务能力的海上油服巨头	5
1.1. 破而后立，拥有多元化业务的海上油服公司成立	5
1.2. 业务全链覆盖，抵御周期波动能力强	6
1.3. 三大举措助力提质降本增效	9
2. 业务覆盖油气生产全环节，打造海上能源生产领航者	11
2.1. 能源技术服务：核心主业，致力油气田增储上产	12
2.2. 能源物流服务：提供支持服务，持续做优	14
2.3. 低碳环保与数字化：加速发展的新兴产业	15
3. 中海油资本开支稳定增长，海内外业务不断进取	17
3.1. 国际油价中高位运行，油服行业延续景气周期	17
3.2. 推进能源安全战略&中海油增储上产，公司受益	18
3.3. 跟随中海油资产布局，开拓海外市场	21
3.4. 中海油加大南海开发，深海项目需要 FPSO 支持	22
4. 盈利预测与投资建议	25
4.1. 关键假设与盈利预测	25
4.2. 估值与投资评级	26
5. 风险因素	26

图表目录

图 1:	海油发展股权图 (截至 2023 年 6 月)	6
图 2:	公司营业收入&归母净利润 (亿元)	6
图 3:	公司毛利率&净利率情况	6
图 4:	公司各业务营收增速&Brent 原油价格变动幅度	7
图 5:	公司各项业务毛利率 (%)	7
图 6:	公司前五大客户销售情况&关联交易销售情况	7
图 7:	三家油服公司营业收入与油价 (亿元; 美元/桶)	8
图 8:	三家油服公司毛利率与油价 (%; 美元/桶)	8
图 9:	三家油服公司归母净利润与油价 (亿元; 美元/桶)	9
图 10:	三家油服公司净利率与油价 (%; 美元/桶)	9
图 11:	公司提质降本增效举措	9
图 12:	公司期间费用率管控优异	10
图 13:	公司主要业务流程	11
图 14:	2022 年公司各业务板块收入构成	11
图 15:	2022 年公司各业务板块毛利构成	11
图 16:	能源技术服务板块营业收入 (亿元)	12
图 17:	能源技术服务板块毛利 (亿元)	12
图 18:	全球主要 FPSO 运营商 FPSO 数量统计 (截至 2018 年)	13
图 19:	“海洋石油 123”FPSO	14
图 20:	能源物流服务板块营业收入 (亿元)	15
图 21:	能源物流服务板块毛利 (亿元)	15
图 22:	低碳环保与数字化板块营业收入 (亿元)	16
图 23:	低碳环保与数字化板块毛利 (亿元)	16
图 24:	全球原油需求预测-年度数据 (2019-2024, 万桶/天)	17
图 25:	全球原油价格走势	18
图 26:	国内原油产量与需求量对比 (万吨, %)	19
图 27:	我国原油对外依存度 (万吨, %)	19
图 28:	2012-2023E 中国海油资本开支情况 (单位: 亿元)	20
图 29:	2011-2025E 中国海油油气净产量 (单位: 百万桶油当量) 及增速情况 (%)	20
图 30:	“三桶油”储采比情况 (年)	21
图 31:	“三桶油”储量接替率情况 (%)	21
图 32:	公司国内外营收 (亿元)	21
图 33:	中海油 2022 年国内外勘探成果	22
图 34:	中海油在国内各海域油气储量 (百万桶油当量)	23
图 35:	中海油在国内各海域油气产量 (百万桶油当量)	23
表 1:	公司发展历程	5
表 2:	中国海油专业技术服务模块三家子公司业务情况	8
表 3:	能源技术服务板块细分业务	12
表 4:	能源物流板块细分业务	14
表 5:	低碳环保与数字化板块细分业务	15

表 6: 海油发展持有的环保工作船情况 (截至 2018 年)	16
表 7: 政策不断出台, 支持海洋油气田建设.....	19
表 8: 2023 年中海油国内外项目.....	22
表 9: 中海油 2022 年国内重点作业海域情况梳理.....	23
表 10: 中海油 2022 年在国内各海域的勘探工作量.....	24
表 11: 海油发展拥有的 FPSO 情况.....	24
表 12: 公司盈利预测拆分.....	25
表 13: 可比上市公司相对估值 (参考 2023 年 7 月 27 日收盘价)	26

1. 全链布局，具备多元化服务能力海上油服巨头

1.1. 破而后立，拥有多元化业务的海上油服公司成立

中海油能源发展股份有限公司（下简称为“海油发展”）是中国海洋石油集团有限公司控股的上市公司，聚焦海上、陆上油气生产领域。公司以技术服务支持生产，以产品带动技术服务，以物流服务联通技术服务与产品销售，形成**能源技术服务、低碳环保与数字化、能源物流服务**三大核心业务板块，具备综合性强、风险抵御能力强的业务竞争优势。

海油发展的历史可以追溯到2005年2月成立的中海石油基地集团有限公司。彼时，中国海油集团按业务整合及优势互补的原则对其下属中国海洋石油渤海公司、中国海洋石油南海西部公司、中国海洋石油南海东部公司、中国海洋石油东海公司、中海实业公司五家地区公司进行战略重组并组建中海石油基地集团，注册名称为“中海石油基地有限责任公司”。

中国海油集团投资入股，基地集团重组，变更设立海油发展。2008年，中国海油集团对基地集团的业务和资产进行了进一步重组，并以基地集团全部业务和资产范围为基础，引入中国海油集团全资子公司中海投资作为基地集团新股东，变更设立海油发展。

2019年6月，海油发展在上海证券交易所主板上市。自此，中国海油集团专业服务平台内的三家公司（海油工程、中海油服、海油发展）已全部上市。

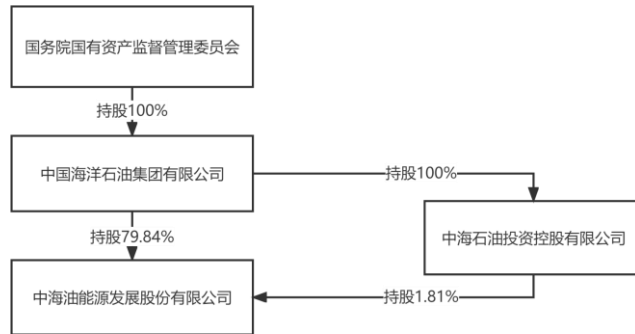
表1：公司发展历程

时间	事件
2005年2月	中国海洋石油渤海公司、中国海洋石油南海西部公司、中国海洋石油南海东部公司、中国海洋石油东海公司、中海实业公司五家地区公司进行战略重组并组建中海石油基地集团，注册名称为“中海石油基地有限责任公司”
2005年9月	公司名称变更为“中海石油基地集团有限责任公司”
2007年-2008年6月	基地集团增设中国海油全资子公司中海投资为股东，变更为股份有限公司，并更名为海油发展
2019年6月	海油发展在上海证券交易所主板上市

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司实际控制人为国资委，截至 2023 年 6 月，以直接和间接的方式共计持有公司 81.65% 的股份。公司下属多家全资子公司和控股子公司，业务范围涵盖：海洋石油勘探、开发的后勤服务（油品和化工材料的经销、仓储服务、码头服务和机具租赁）；生产、销售石油化工产品、油田化工产品、化工原料等。

图1：海油发展股权图（截至 2023 年 6 月）

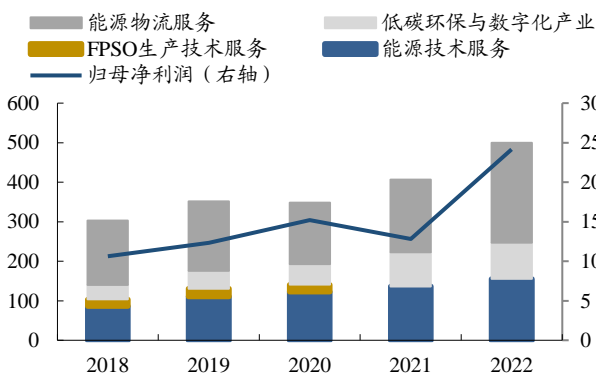


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 业务全链覆盖，抵御周期波动能力强

盈利水平稳步增长，利润率稳定。盈利水平方面，2022 年，受益于油气价格高位，公司实现营业收入约 478 亿元，过去五年营收 CAGR 达 13%；实现归母净利润约 24 亿元，过去五年归母净利润 CAGR 达 23%，主要由能源物流技术、能源技术服务业务贡献业绩。除受疫情影响的 2020、2021 年，公司盈利水平整体提升。**利润率方面**，过去五年公司毛利率、净利率维持在 12%、4% 左右，利润率保持稳定水平。

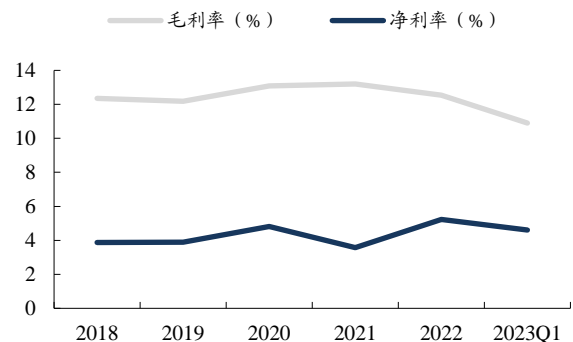
图2：公司营业收入&归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：营业收入未进行分部间抵销；2020 年后，公司 FPSO 生产业务合并于能源技术服务

图3：公司毛利率&净利率情况

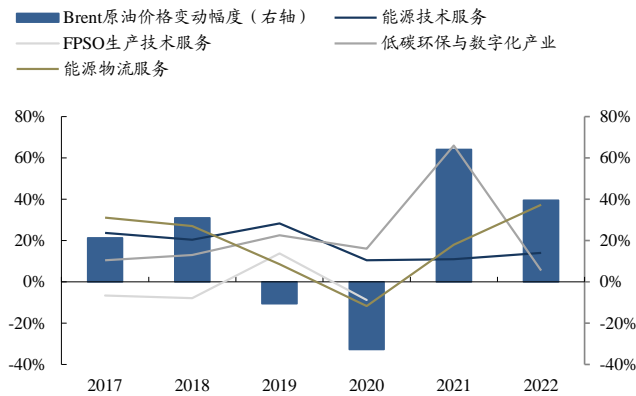


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2020 年后，公司 FPSO 生产业务合并于能源技术服务

公司各业务板块毛利率始终保持稳定，较少受油价等外在因素变化影响。2022年，低碳环保与数字化产业作为公司加速发展的新兴产业，拥有约20%的高毛利率；能源技术服务作为公司一直聚焦的主营业务，毛利率达16%；公司持续做优的能源物流服务毛利率保持在8%左右。从2016-2022年各板块毛利率表现来看，无论是在油价较高的2022年，还是油价较低的2020年，公司毛利率仍然非常稳定，是能源开采行业少有的抗风险标的。

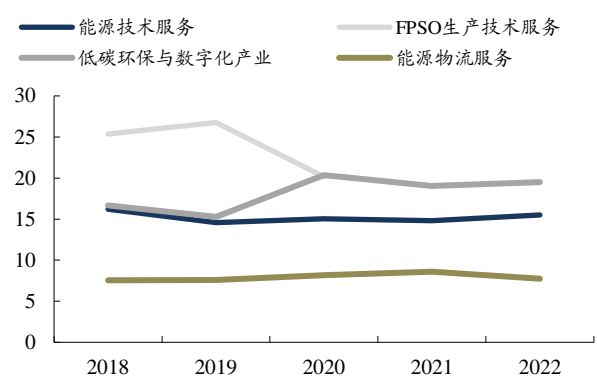
图4：公司各业务营收增速&Brent原油价格变动幅度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2020年后，公司FPSO生产业务合并于能源技术服务

图5：公司各项业务毛利率 (%)

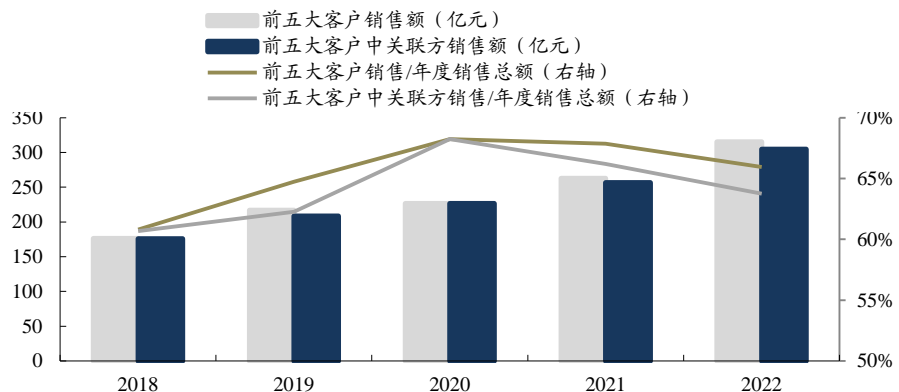


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2020年后，公司FPSO生产业务合并于能源技术服务

一方面，公司业绩的稳健性来自于公司与中海油等中国海油集团下属公司较高比例的关联销售，交易对象包括：中海油、中海炼化、气电集团等。公司客户集中度高，过去五年前五大客户销售额、前五大客户中关联方销售额均占公司总销售额的60%以上，为公司提供了长期稳定的服务市场。2022年，公司前五大客户中关联方销售额约305亿元，同比增长19%。根据公司2021年10月底发布的《关于2022-2024年度日常关联交易预计的公告》，预计2022-2024年关联方销售额不超过575、632、689亿元，因此我们预计公司将继续推进与中海油及其他关联方的关联交易，公司的长期盈利能力有保障。

图6：公司前五大客户销售情况&关联交易销售情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

另一方面，公司业绩的稳健性来自于公司业务的自有性质。海油发展负责偏后端的油气生产环节，且大力发展低碳环保与数字化业务，其营收情况对油价的敏感性较弱。

中国海油集团旗下三家油服公司参与海洋能源开采的三大环节，海油发展主营业务主要集中在生产环节。中国海油集团有限公司旗下业务分为五大板块，即油气勘探开发、专业技术服务、炼化与销售、天然气及发电、金融服务。海油发展、中海油服、海油工程共同构成了专业技术服务模块。三家油服公司各有分工、独立发展，三家油服公司分别聚焦于海洋能源开采的三大环节。中海油服主营业务主要集中在勘探与钻井环节，海油工程主营业务主要集中在海上油气的开发环节，而海油发展主营业务主要集中在生产环节。

因此，相较于中海油服、海油工程集中于钻井服务、勘探服务、工程建设等对上游油气公司资本支出依赖性较强的业务，海油发展的业务对油气价格变动的敏感性相对于钻井、勘探服务等较弱。

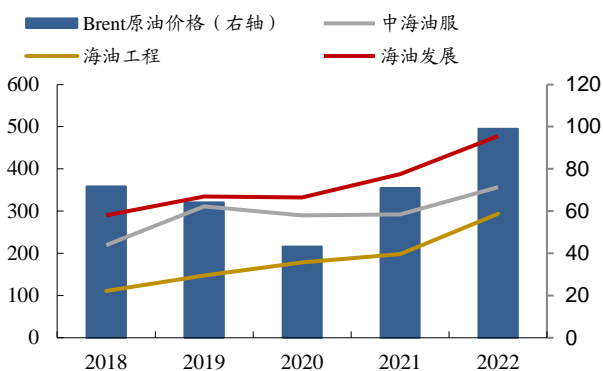
表2：中国海油专业技术服务模块三家子公司业务情况

公司简称	主要参与的能源开采环节	主要业务
中海油服	勘探与钻井	钻井服务、油田技术服务、船舶服务、物探勘察服务
海油工程	开发	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等大型工程总承包业务
海油发展	生产	能源技术服务、能源物流服务、低碳环保与数字化业务

数据来源：Wind，东吴证券研究所

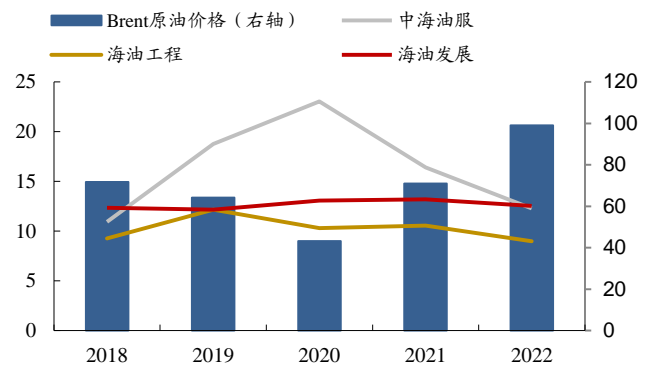
公司在中国海油集团旗下三家油服公司中，营收体量最大，毛利率最稳定。在中国海油集团三大油服公司中，公司过去五年的营收始终高于其他两家。在毛利率方面，中海油服的毛利率波动性最大，其次是海油工程、海油发展。因此，公司的抗风险能力更为显著。

图7：三家油服公司营业收入与油价（亿元；美元/桶）



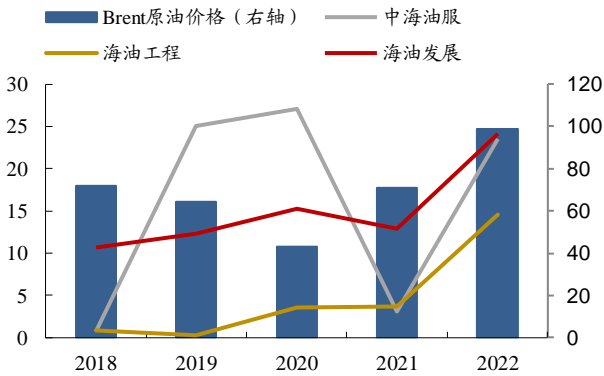
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：三家油服公司毛利率与油价（%；美元/桶）



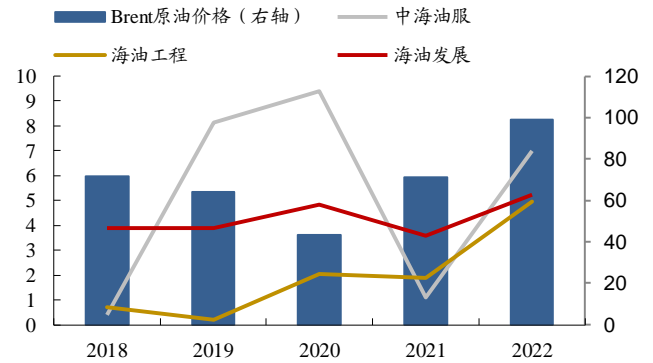
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：三家油服公司归母净利润与油价（亿元；美元/桶）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：三家油服公司净利率与油价（%；美元/桶）

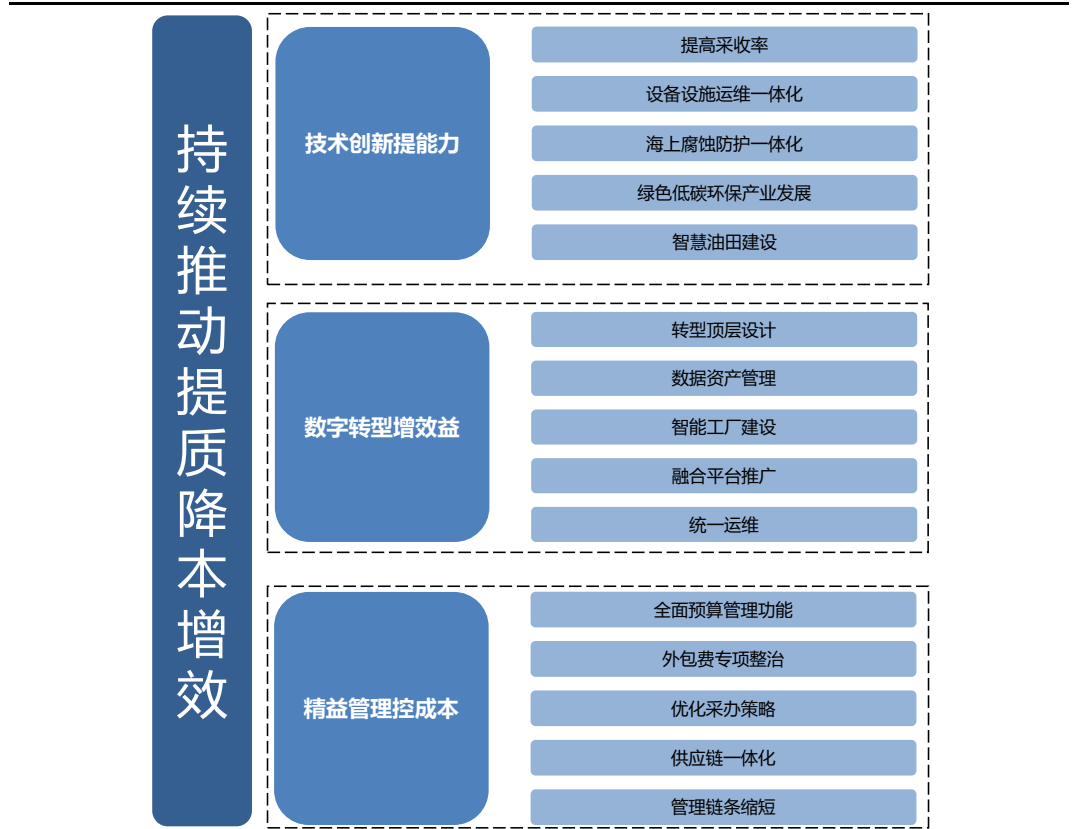


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 三大举措助力提质降本增效

海油发展持续推动提质降本增效工作，以**技术创新、数字转型和精益管理**为抓手，重点在油田增产稳产、生产作业效率和优化成本结构上下功夫，多措并举顺利完成年度降本增效各项指标，有力支撑保证了公司生产经营再创佳绩。

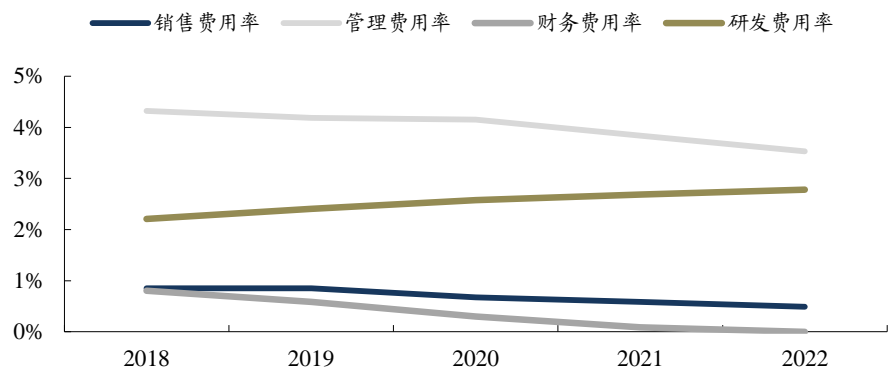
图11：公司提质降本增效举措



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

技术创新是提质降本增效的源头。海油发展坚持聚焦核心技术、产品和服务能力。2022年，海油发展将“提高采收率”、“设备设施运维一体化”、“海上腐蚀防护一体化”、“绿色低碳环保产业发展”、“智慧油田建设”等5个业务提级管理，组建5个能力建设“专班”，在聚焦油田生产环节做好技术服务的同时，努力为有限公司降低成本，持续提升科研强度，在保持科研投入复合增长率大于10%的同时，持续推动科研立项聚焦主责主业，2022年科研立项数量较上一年度减少28%，科研投入的溢出效应持续放大。常州院海上模块腐蚀防护总包服务模式已成功推广，有效助力集团公司降本增效，一方面直接成本可降低超10%，另一方面通过引进新型防爆环保连续除锈工艺，劳动作业效率可提升约8%。

图12: 公司期间费用率管控优异



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

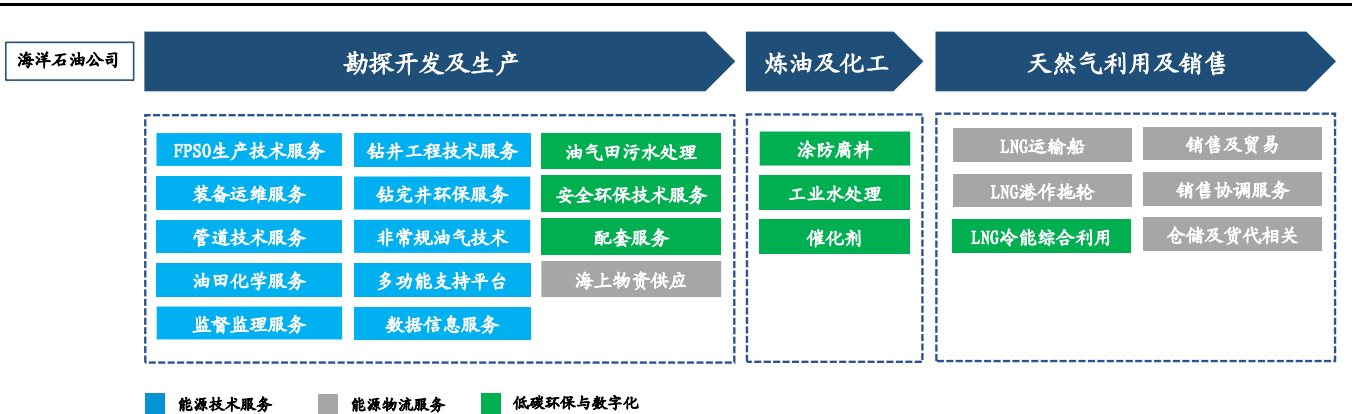
数字技术是推动提质降本增效的动力。2022年，海油发展以数字化、智能化技术应用作为提质降本增效重要手段，持续推进转型顶层设计、数据资产管理、智能工厂建设、融合平台推广、统一运维等重点任务，荣获集团公司“数字化支持先进单位”。海油发展常州院智能工厂在流程再造和降本增效方面的突破，生产信息管理时限由1小时缩减至15分钟，重点人工参与节点由78个降至19个，现场生产操作减员50%，产品交付周期缩短70%，库存成本降低20%。

精益管理是降低企业成本的关键。海油发展坚持将降本增效作为一项系统工程，以系统观念强化部门协同和组织联动，以“共性举措”与“一企一策”相结合推动精益管理向一线经营主体延伸，持续深挖降本增效潜力。公司发挥全面预算管理功能，成本预算管理由经营毛利率管控模式向单项目、单船、单产品预算执行管控模式转变。坚决开展外包费专项整治工作；优化采办策略，执行规模化采办；打通了供应链一体化，持续深化“压减”工作，“一企一策”推动“全控参分”梳理、治理及清理，管理链条进一步缩短，参股企业和分公司亏损面、亏损金额明显改善，公司发展质量持续提升。

2. 业务覆盖油气生产全环节，打造海上能源生产领航者

海油发展业务主要分为：能源技术服务、能源物流服务、低碳环保与数字化业务，在2022年分别占公司总营业收入的31%、51%和18%，分别占公司总毛利的39%、32%、29%。公司将以能源技术服务、低碳环保与数字化和能源物流服务三大产业为支撑，凭借成本优势以及技术领先的优势，在油气生产能力转型和数字化转型等领域建设成为具备整体综合竞争力的专业技术服务公司。

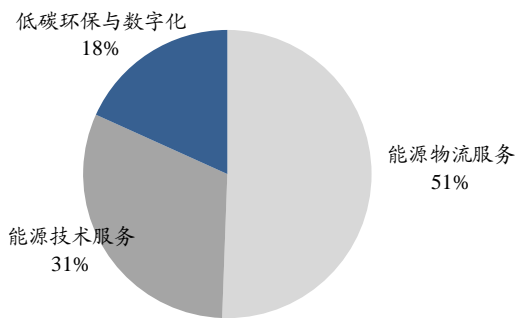
图13：公司主要业务流程



数据来源：公司招股说明书，公司年报，东吴证券研究所

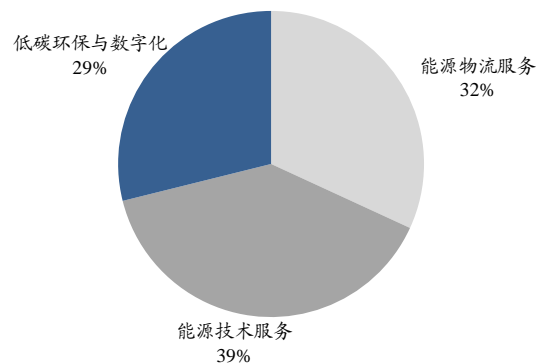
注：公司与中海油等中国海油集团下属公司存在关联交易，交易对象包括：中海油、中海炼化、气电集团等

图14：2022年公司各业务板块收入构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：2022年公司各业务板块毛利构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1. 能源技术服务：核心主业，致力油气田增储上产

能源技术服务产业为油气公司提供包括提高采收率技术服务、装备设计制造与运维服务、油气田生产一体化服务等在内的全方位技术服务。聚焦油气田生产阶段，从提高油田采收率、监督监理、油田作业支持、非常规油气一体化服务、设备设施运维一体化服务、FPSO 生产运营服务等多个方面，为海上和陆上油气公司的生产作业提供技术服务和支持保障。

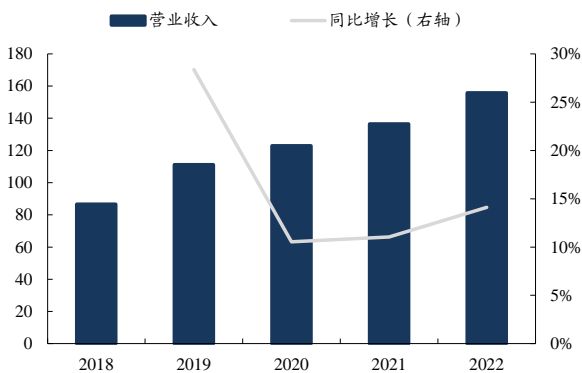
表3: 能源技术服务板块细分业务

业务类型	主要业务
能源技术服务	提高采收率技术服务
	钻完修技术服务
	油田研究技术服务
	设计与制造服务
	装备运维服务
	油气田生产一体化服务
	LNG 一体化服务

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2018-2022 年，公司能源技术服务板块始终保持较高增长。受益于七年行动计划和增储上产，公司工作量不断增加，带动能源技术服务盈利能力增加。2022 年，能源技术服务板块营业收入达 156 亿元（同比+14%），毛利达 24 亿元（同比+20%）。

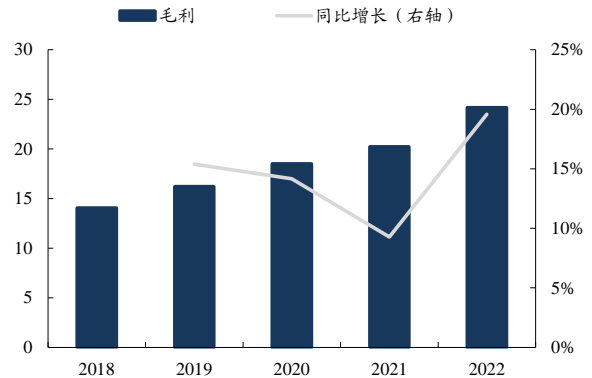
图16: 能源技术服务板块营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2020 年开始，FPSO 生产运营服务纳入能源技术服务板块

图17: 能源技术服务板块毛利（亿元）



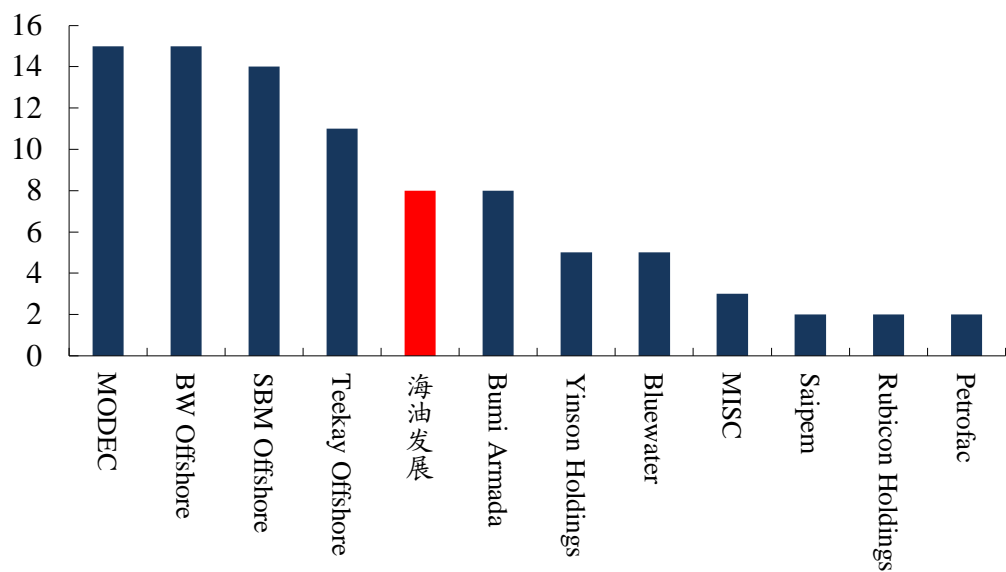
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2020 年开始，FPSO 生产运营服务纳入能源技术服务板块

公司持有的 FPSO 数量位列亚洲第二、全球第五，在中国近海 FPSO 生产技术服务市场居主导地位。公司是中国近海采油装备实力最强、最具综合性的能源技术服务提供商，FPSO 业务具有较强的全产业链生命周期资源整合能力，覆盖 FPSO 设计、建造、调试、运营管理、升级改造等各个主要环节，可实现 FPSO 的建设与操作运营的无缝衔接，合理规划 FPSO 的建造投资和运营成本，保证 FPSO 全生命周期的最优化管理。

FPSO 服务期较长，保证海油发展收益长期稳定。由于海上油田生产周期较长，FPSO 生产技术服务的需求也较为稳定，公司与客户签订的 FPSO 服务协议期限通常在 10 年以上，尤其在行业进入下行周期时仍可保持较高的 FPSO 使用率，为公司提供长期稳定的收入来源。

图18: 全球主要 FPSO 运营商 FPSO 数量统计 (截至 2018 年)



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

智能化、数字化 FPSO “海洋石油 123” 已成功交付，我们预计公司 FPSO 业务将快速增长。“海洋石油 123” 是一艘 10 万载重吨级的船型 FPSO，船长 241.5 米，型宽 45.2 米，型深 25.4 米，甲板面积相当于 1.5 个标准足球场大小。与常规 FPSO 相比，“海洋石油 123” 智能化程度高，集齐全船监测系统、智能照明系统、智能装配载系统、工艺流程数字孪生系统、边缘数据中心等七大智能符号，实现了作业人员工作效率、设备精细化管理及预知性维护水平的大幅提升。2023 年 6 月，“海洋石油 123” 成功交付，将服务于陆丰 12-3 油田。我们预计为公司带来一定业绩增量。

图19: “海洋石油 123” FPSO



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 能源物流服务: 提供支持服务, 持续做优

能源物流服务产业是公司持续做优的产业, 在三大板块中贡献了最高的营收(2022年营收占比为 53%)。能源物流服务产业主要以提供油田开发生产后勤保障支持服务为主, 主要可以分为物流服务、销售服务和配餐服务。

物流服务: 公司的物流服务主要为海洋石油勘探开发、工程建设、生产支持及中下游炼化产业提供海上物资供应、仓储及配送、货代报关等一体化物流服务。

销售服务: 公司的销售服务可分为油气销售协调服务和贸易业务。公司一直以来主要承担渤海海域、南海海域自营和合作油田的油气销售协调业务, 目前公司销售协调服务已经覆盖了渤海海域、东海海域、南海西部以及南海东部海域。公司的贸易业务涉及的产品包括液化石油气、凝析油及其他石油化工产品等。

配餐服务: 公司在中国海上配餐和陆地配餐市场占据主导地位。公司客户包括中海油、中石化、中石油等国内三大石油公司, 和康菲、壳牌、阿纳达科等国际石油公司。同时, 公司还积极开拓国际业务, 目前已将配餐服务扩展到印尼和缅甸等国家。

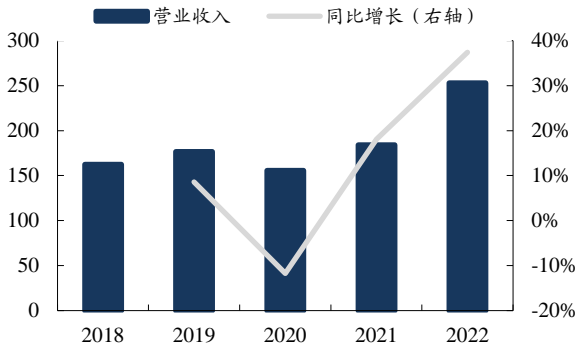
表4: 能源物流板块细分业务

业务类型	主要业务
物流服务	海上物资供应、仓储及配送、货代保管
销售服务	为油气公司的油气销售联系商检、海关等, 并提供计量、提油作业服务
配餐服务	提供海上供给

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

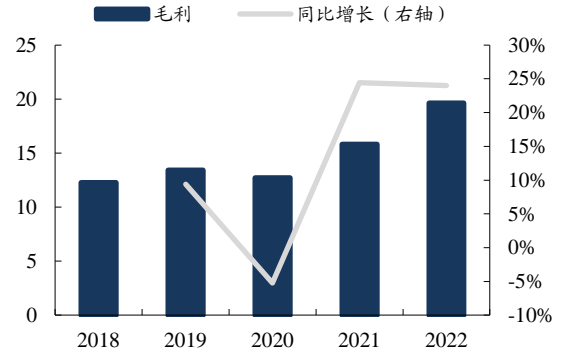
公司能源物流服务板块盈利整体保持增长态势。公司紧紧抓住国际油价高位时机，为海上油气田开采提供支持保障和油气外输服务，开展油气副产品分销。2022年，能源物流服务板块营业收入 253 亿元（同比+37%），毛利 20 亿元（同比+24%）。

图20: 能源物流服务板块营业收入（亿元）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 能源物流服务板块毛利（亿元）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 低碳环保与数字化: 加速发展的新兴产业

公司加速发展新兴产业“低碳环保与数字化产业”有望与公司的能源技术服务、能源物流服务两个与油气强相关的板块形成互补，在油价低位时成为支撑公司业绩的中坚力量。

低碳环保与数字化产业以践行绿色低碳转型、提供绿色用能技术支持服务、绿色产品供应和数字化技术服务为主。公司重点发展安全应急、节能环保、水处理、绿色涂料、冷能利用、数字化等技术与服务；加速培育海上风电、光伏运维等清洁能源技术服务；加大低碳环保、数字化技术研发力度，完善产业服务链条，打造集数字化技术服务、绿色用能技术服务和绿色产品供应于一体的综合服务能力。

表5: 低碳环保与数字化板块细分业务

业务类型	主要业务
低碳环保与数字化产业	海上溢油应急服务
	安全环保技术
	工业水处理
	人力资源与培训服务
	涂料与海洋工业防护
	催化剂
	LNG 冷能综合利用
	节能与环保检测

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

海油发展是国内唯一一家溢油应急海洋环保服务提供商。公司以环保船为主要依托，在塘沽、绥中、龙口、珠海、涠洲岛、惠州、高栏等地建立了7个应急响应基地（截至2018年），拥有国际领先水平的溢油回收设备和溢油飘移预测软件、快速灵活的响应能力、高效规划的QHSE体系 and 专业化的人才队伍。

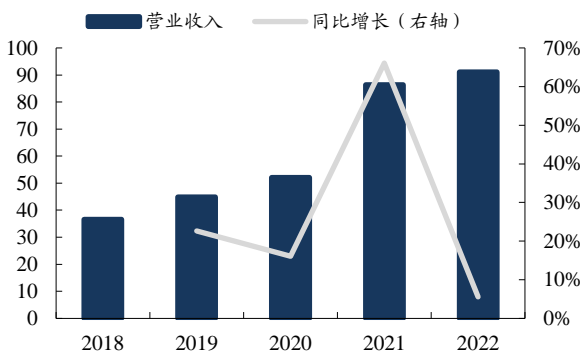
表6: 海油发展持有的环保工作船情况（截至2018年）

船名	总吨位	额定载人	建成年份	回收速率	溢油回收系统种类	测试井液回收仓装载能力	舷侧内置式收油系统回收能力
海洋石油 251	582	9	2008年	100方/小时	动态斜面式	350方(污油水舱)	-
海洋石油 252	2270	12	2010年	100方/小时	-	542.9方	2×100方/小时
海洋石油 253	2270	12	2010年	100方/小时	-	542.9方	2×100方/小时
海洋石油 255	2350	12	2011年	100方/小时	-	655.4方	2×100方/小时
海洋石油 256	2350	12	2011年	100方/小时	-	655.4方	2×100方/小时
海洋石油 257	2914	12	2015年	100方/小时	-	852.2方	2×100方/小时
海洋石油 258	2914	12	2015年	100方/小时	-	852.2方	2×100方/小时
海洋石油 230	2366	12	2015年	100方/小时	-	495.8方	2×100方/小时
海洋石油 231	2366	12	2015年	100方/小时	-	495.8方	2×100方/小时

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

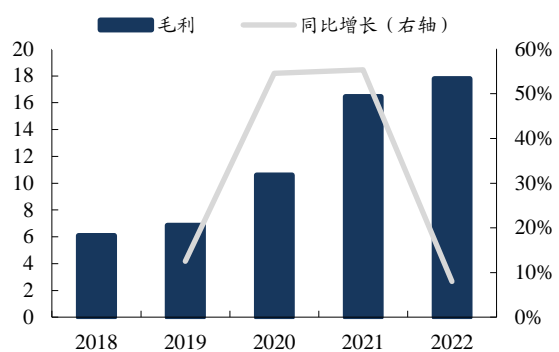
2018-2022年，公司低碳环保与数字化板块始终保持增长态势。公司坚定不移推进绿色低碳转型，通过“技术+产品+服务”一体化、智能化解决方案，加快构建清洁能源业务规模优势，推动新技术、新工艺、新产品的市场应用。2022年，公司实现安全技术服务工作量同比增长5.36%，清洁生产服务工作量同比增长104.04%，水处理服务工作量同比增长25.72%。2022年，低碳环保与数字化板块营业收入91亿元（同比+6%），毛利达18亿元（同比+8%）。

图22: 低碳环保与数字化板块营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23: 低碳环保与数字化板块毛利（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

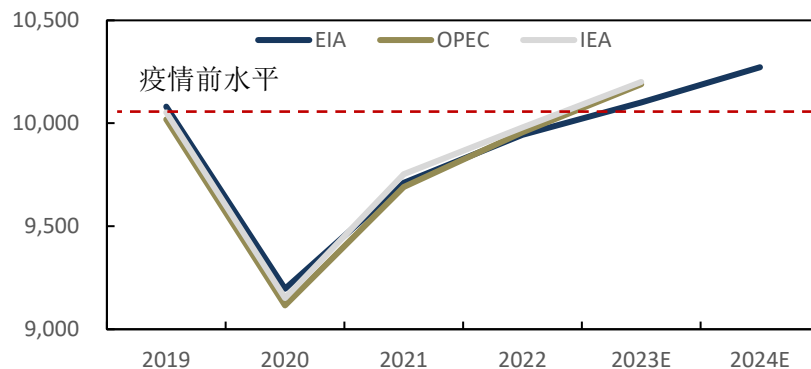
低碳环保与数字化板块是公司三大板块中发展速度最快、毛利率最高的板块，是公司加速发展并有望成为利润新支柱的重要产业。1) 低碳环保业务：随着国家双碳目标的逐渐落实和对生态环境质量的日益重视，低碳环保与数字化板块中的风电、光伏、储能、CCUS（碳捕获、利用与封存）等市场前景广阔。公司建成国家工业水处理工程技术研究中心和中国海油首个固废管理平台，成为国内唯一溢油应急海洋环保服务提供商和中国海油唯一的节能减排监督监测机构。2) 数字化产业：公司在大数据计算、数据湖治理、数值模拟、工业应用等数字化产品上不断加大开发力度，继续参与海上智能油田项目建设，进一步提升数字化智能化油田服务能力。

3. 中海油资本开支稳定增长，海内外业务不断进取

3.1. 国际油价中高位运行，油服行业延续景气周期

国际原油供需缺口偏紧，上游油气公司增产意愿加强。IEA/EIA/OPEC 预测 2023 年全球原油需求将分别增长 221/157/233 万桶/天（对应总需求量分别为 10201/10100/10190 万桶/天），超过 2019 年疫情前水平。此外，随着全球经济的渐进式复苏，EIA 预测 2024 年全球原油需求将继续增长 172 万桶/天，增长幅度甚至超过 2023 年水平，这将进一步加强上游油气公司增产意愿。

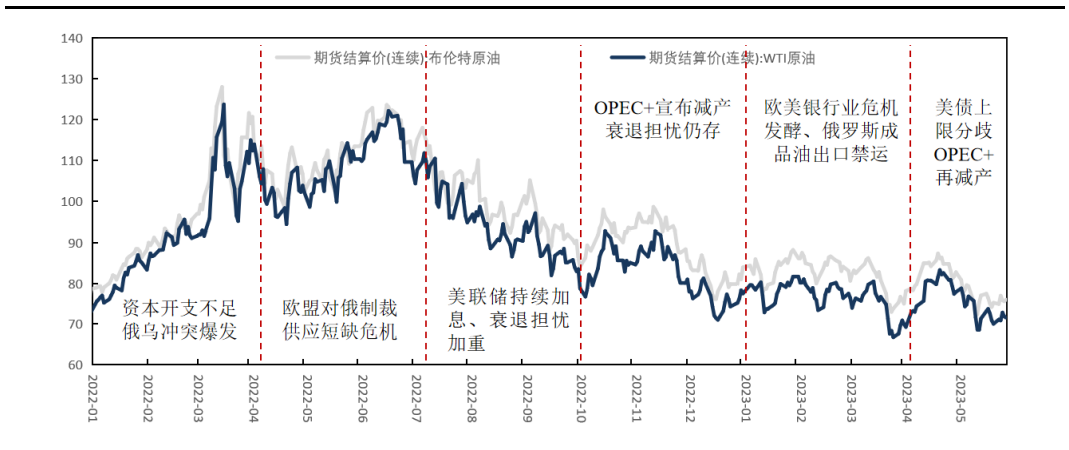
图24：全球原油需求预测-年度数据（2019-2024，万桶/天）



数据来源：EIA/IEA/OPEC，东吴证券研究所；注：2023-2024 年预测数据均采用 IEA、EIA 和 OPEC 2023.5 月报公布数据

预计 2023 年油价仍中高位运行。2022 年，由于石油需求扩大、供需偏紧、俄乌冲突、大国博弈等一系列复杂因素，原油价格持续高位运行，油气行业和油服行业进入了新一轮景气周期，各项营收指标实现了大幅增长。2023 年初以来，全球原油价格走势震荡承压，期间受欧美银行业危机、美债上限分歧等事件影响，市场一度交易衰退逻辑。但与此同时，OPEC+减产力度持续加码，美国原油增产不及预期，供给支撑与悲观预期博弈，油价两次探底、又两次回升。整体上看，相较历史油价走势而言，上半年原油价格仍维持中高位运行，油气巨头将继续保持高盈利能力。

图25：全球原油价格走势



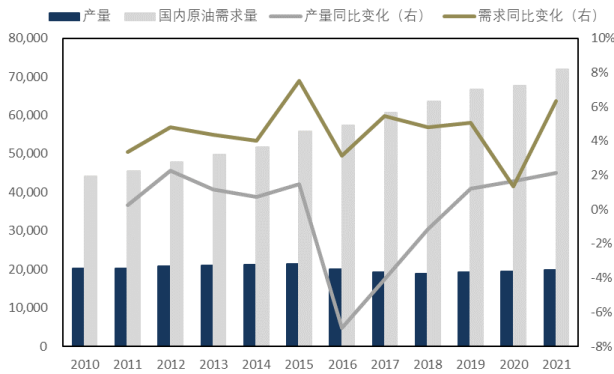
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 推进能源安全战略&中海油增储上产，公司受益

推动能源革命需要保持原油、天然气产能稳定增长。能源是国民经济的重要物质基础，影响国家宏观经济的发展，掌控着国家未来命运。随着能源革命的愈演愈烈，加快推进我国能源结构的战略性调整迫在眉睫。夯实国内能源生产基础、保障基础民生是能源革命的前提条件。在“双碳”目标的大背景下，石油与天然气作为除煤炭之外最重要的一次能源，保持原油、天然气产能稳定增长，是国家能源结构调整的重要基础举措。

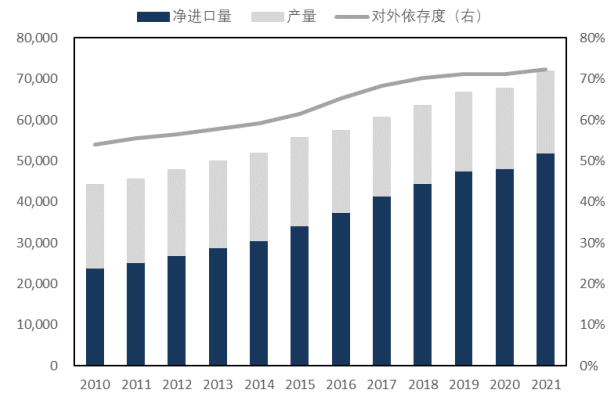
我国原油需求量持续增长，对外依存度逐渐攀升。从 2003 年起，中国成为世界第二大石油消费国和最大原油进口国。2017 年，中国超越美国成为世界第一大原油净进口国。实际上，我国的油气资源较为丰富。根据 2022 年中国矿产资源报告，我国已探明石油储量达到近 37 亿吨；在第三次石油资源评估中，我国海上石油总储量可达近 250 亿吨。尽管我国石油资源较为丰富，但囿于地理条件与开采难度，我国原油开采投资成本较高，因此开采量始终维持在中等水平。近十年，我国原油产量增长缓慢，自 2015 年达到阶段性峰值 2.15 亿吨，随后开始下降态势。另一方面，国内原油需求量在近十年一直稳定增长，2021 年达到 7.18 亿吨，同比增长 6.33%。在开采问题与高强度消费的双重夹击下，中国石油资源对外依存度逐渐攀升、居高不下，2022 年我国原油产量为 2.04 亿吨，净进口量达到 5.20 亿吨，进口依赖度高达 72%。

图26: 国内原油产量与需求量对比 (万吨, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 我国原油对外依存度 (万吨, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

国家能源安全战略持续推进, 维护国内油气市场平稳运行。近年来, 我国不断出台加大能源勘探力度的相关政策。“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, 未来国内油气市场有望扩容。

表7: 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	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

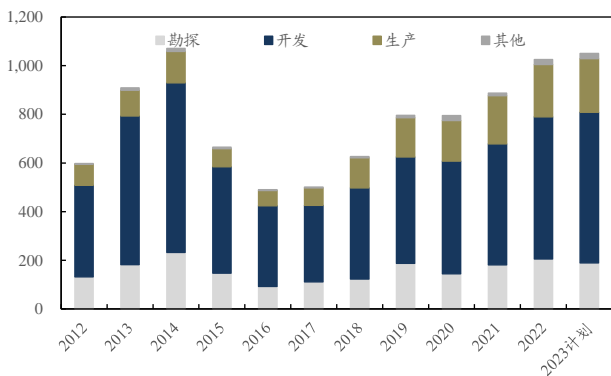
数据来源: 政府官网, 东吴证券研究所

增储上产行动方案奠定国内海洋油气及油服行业长期向好局面。为保障国家能源安全的如期实现，2019 年国家能源局实施了油气行业增储上产的“七年行动计划”。油气企业加大勘探开发资金和技术研发力度。这为油气、油服行业增长奠定了长期持续向好的局面。

中国海洋石油集团制定《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》，积极响应国家增储上产政策。在国内增储上产政策和在中国海洋石油集团有限公司“七年行动计划”的推动下，中海油将保持原油产量稳步增长。2022 年中海油油气净产量达 602.25 百万桶油当量，2023-2025 年中海油油气产量目标分别为 650-660、690-700、730-740 百万桶油当量，且海外产量占比逐渐提升。2022 年中海油石油产量达 5862 万吨，同比增长 6.9%，增产量占全国石油增产量一半以上。

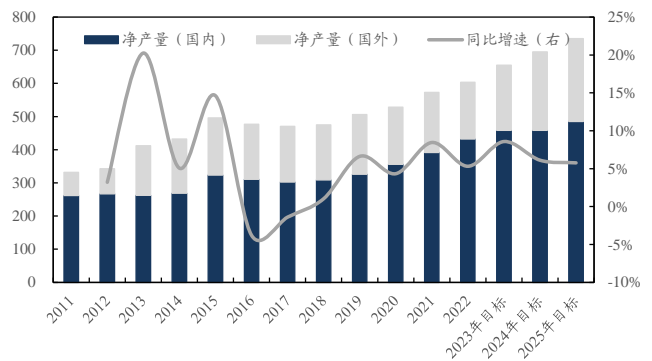
中海油油气产量目标与资本支出预期均稳定增长，助力海油发展业绩持续增长。2022 年资本开支计划为 1028 亿元，2023 年中国海油计划资本开支为 1000-1100 亿元。2023 年，中海油计划将资本开支的 21%用于生产阶段。海油发展作为中国海油集团下属子公司和国内前列的海上能源技术服务公司，预期将获得其中的相当份额。受益于中海油增储上产，预计海油发展 2023 年将有较为可观的业绩增量。

图28: 2012-2023E 中国海油资本开支情况(单位:亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

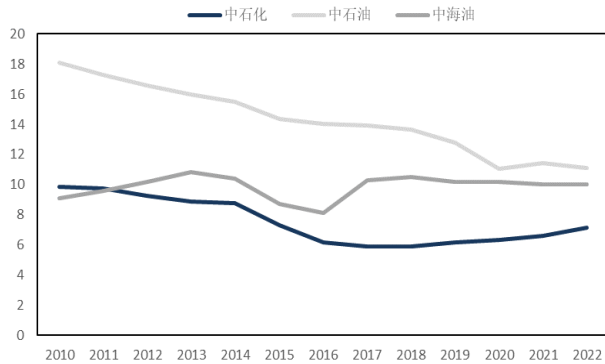
图29: 2011-2025E 中国海油油气净产量(单位:百万桶油当量)及增速情况(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

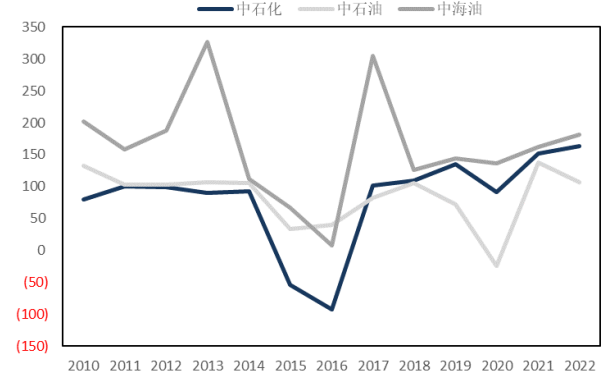
中海油储采比稳定在 10 年左右，储量接替率高于其他两桶油。2017-2022 年，中石油储量寿命持续下降，中石化储量寿命仅维持在 6 年左右，而中海油始终将自身储量寿命保持在 10 年左右。从储量替代率角度来看，2022 年，中石油和中石化储量替代率分别为 21%和 165%，低于中海油的 184%。未来可预见，我国陆上油气储量增长乏力，海上油气勘探加速，中海油的可持续发展能力将在“三桶油”中处于领先地位。

图30: “三桶油” 储采比情况 (年)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: “三桶油” 储量接替率情况 (%)

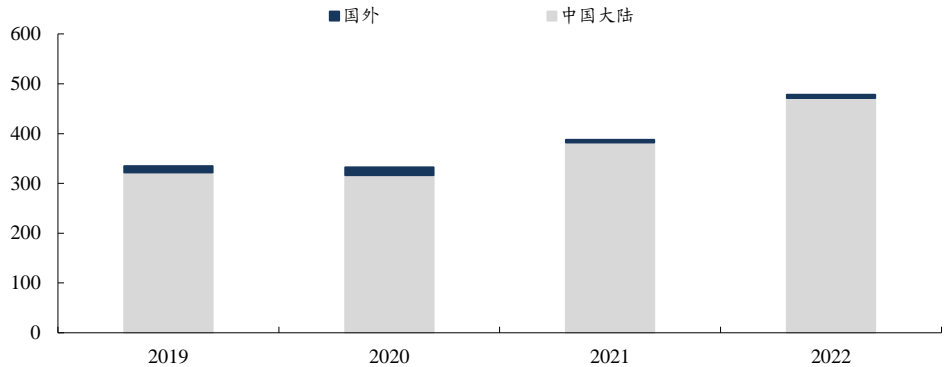


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 跟随中海油资产布局, 开拓海外市场

公司将跟随中海油资产布局走向海外, 努力打造世界一流企业。2022 年, 公司国内、国外营收分别 472、6 亿元。在十四五时期, 公司进入了高质量发展阶段。公司在依托中海油的同时, 围绕一体化业务和有竞争力的核心产品向外拓展, 扩大影响力和知名度。由于海外业务是体现世界一流企业能力的一个重要指标, 公司将继续做好海外项目, 向世界一流企业看齐。

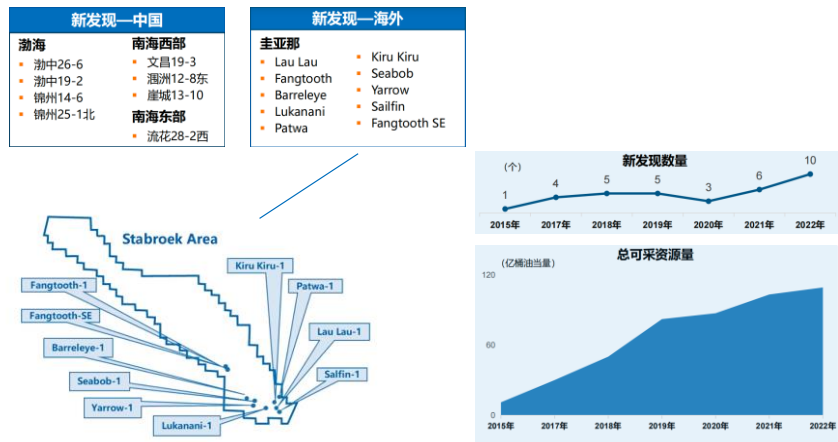
图32: 公司国内外营收 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2022 年, 中海油共获得 18 个新发现, 成功评价 28 个含油气构造。国内, 在渤海、南海西部、南海东部区域共发现 8 个新区域。国外, 在圭亚那 Stabroek 共有 10 个新发现, 累计获得新发现数量超 30 个, 总可采资源量约 110 亿桶油当量。勘探新区域、新领域、新类型获新突破, 开拓了增储上产接替区域。

图33: 中海油 2022 年国内外勘探成果



数据来源: 中海油公司公告, 东吴证券研究所

注: 图中 10 个新发现指在海外圭亚那 Stabroek 区域的新发现

2023 年, 中海油预计有 9 个新项目投产。其中: 中国海域 5 个, 中国陆上 1 个, 海外 3 个。新项目投产将支持油气产量和工作量的增长, 带动海油发展业绩上升。

表8: 2023 年中海油国内外项目

海域	主要业务	高峰产量 (桶油当量/天)	权益
中国海域	渤中 19-6 凝析气田 I 期开发项目	37000	100%
	渤中 28-2 南油田二次调整项目	7600	100%
	涠洲 5-7 油田开发项目	2100	100%
	恩平 18-6 油田开发项目	9300	100%
	陆丰 12-3 油田开发项目	29500	60.8%
中国陆上	神府区块木瓜区致密气勘探开发一体化项目	1980	100%
海外	巴西 Mero2 项目	180000	10%
	巴西 Buzios5 项目	204400	7.34%
	圭亚那 Payara 项目	220000	25%

数据来源: 中海油公司公告, 东吴证券研究所

3.4. 中海油加大南海开发, 深海项目需要 FPSO 支持

南海是中海油重要的原油和天然气产区之一, 2022 年油气产量超过渤海。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, 深度超过渤海和东海。南海所产原油多为轻质油和中质油, 而渤海主要生产重油。截至 2022 年底, 南海西部的储量、产量分别达到 903 百万桶油当量、21 万桶油当量/天; 南海东部的储量、产量分别达到 682 百万桶油当量、36 万桶油当量/天。南海总油气产量超越渤海, 成为了中海油目前产量最大的作业海域。

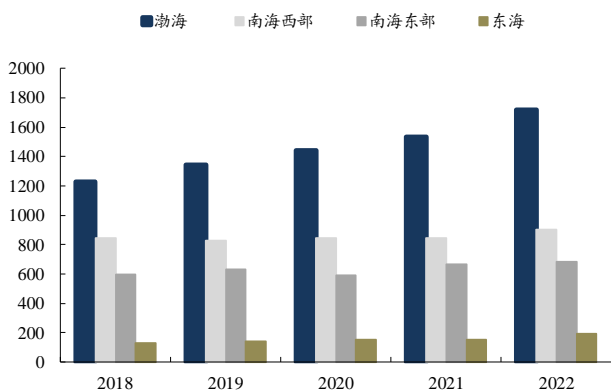
表9: 中海油 2022 年国内重点作业海域情况梳理

海域	水深(米)	油气产量(万桶油当量/天)	储量(百万桶油当量)	产油种类	油气新发现与油气构造
渤海	10-30	56	1721	原油产区主要生产重油	4 个新发现, 14 个含油气构造
东海	90	2	155		
南海西部	40-1500	21	903	原油和天然气产区, 主要生产轻质油和中质油	3 个新发现, 10 个含油气构造
南海东部	100-1500	36	682	原油和天然气产区, 主要生产轻质油和中质油	1 个新发现, 4 个含油气构造

数据来源: 中海油年报, 东吴证券研究所

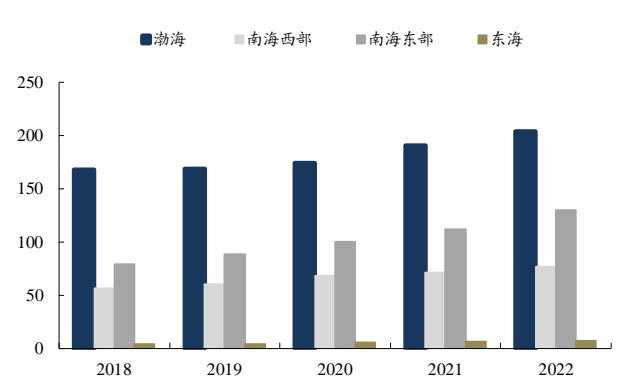
中海油在国内各海域储量、产量再创新高, 继续加大对南海的开发。中国海油通过自营作业及合作项目, 在渤海、南海西部、南海东部、东海和陆上进行油气勘探、开发和生产活动, 截至 2022 年底, 中海油在以上四大海域油气储量分别 1721、903、682、194 百万桶油当量, 净产量分别 204、77、130、7 百万桶油当量。近五年来中海油不断加大南海的油气开发量, 2022 年南海共拥有 4 个油气新发现和 14 个含油气构造, 油气新发现与油气构造量与渤海持平。

图34: 中海油在国内各海域油气储量(百万桶油当量)



数据来源: 中海油年报, 东吴证券研究所

图35: 中海油在国内各海域油气产量(百万桶油当量)



数据来源: 中海油年报, 东吴证券研究所

表10: 中海油 2022 年在国内各海域的勘探工作量

中国海域	探井				新发现		成功评价井
	自营		合作		自营	合作	自营
	预探	评价	预探	评价			
渤海	31	69	0	2	4	0	35
南海东部	17	32	2	0	1	0	4
南海西部	26	30	5	0	2	1	11
东海	3	7	0	0	0	0	3

数据来源: 中海油年报, 东吴证券研究所

FPSO 是集生产、储油、卸油为一体的海上浮式生产储卸油装置, 广泛适用于远离海岸的深海、浅海海域及边际油田的开发。与其他形式石油生产平台相比, FPSO 具有抗风浪能力强、适应水深范围广、储卸油能力大、可转移及重复使用的优点, 广泛适用于远离海岸的深海、浅海海域及边际油田的开发。因此, 中海油在南海深水领域的开发需要 FPSO 设备。FPSO 不仅可以与海上平台配合, 还可以与水下生产系统组合, 形成完整的全海式开发体系。目前海油发展服役中的 FPSO 共有 12 艘, 在中海油加大南海开发的背景下, 海油发展营收和利润率有提升的空间。

表11: 海油发展拥有的 FPSO 情况

名称	工作状态	服役油田	建造年份	备注
海洋石油 109	服役	秦皇岛 32-6	2001	
海洋石油 110	服役	文昌 13-1/13-2	2002	后续将在惠州服役
海洋石油 111	服役	番禺 4-2/5-1	2003	最近改造年份 2018
海洋石油 112	服役	曹妃甸 11-1/2/6	2003	
海洋石油 113	服役	渤中 25-1	2004	最近改造年份 2013
海洋石油 115	服役	西江 23-1	2007	
海洋石油 116	服役	文昌油田群	2007	接入文昌 13-1/13-2
海洋石油 117	服役	恩平 24-2	2014	
海洋石油 118	服役	恩平 24-2 油田	2014	
海洋石油 119	服役	南海流花	2020	
海洋石油 121	服役	南海陆丰 13-1/13-2/7-2	2020	2006 年游轮, 改 FPSO
海洋石油 122	服役	南海流花 11	2023	在建
海洋石油 123	即将服役	陆丰 12-3 油田	2023	已交付

数据来源: 公司招股说明书, 公司年报, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 关键假设与盈利预测

- 能源技术服务：**我们预计 2023-2025 年国际油价将继续保持高位，且中海油继续推行增储上产，公司工作量饱和，有望带动公司主业能源技术服务业绩稳定增长。此外，“海洋石油 123” FPSO 已成功交付，我们预计服役后将为公司带来更多业绩增量。
- 能源物流服务：**公司具备集物资供应、油气产品协调销售和生活保障服务于一体的供应服务能力，正在建设智慧仓储，智慧码头，推动结构性降本。随着中海油继续增储上产，供应链服务工作量提升，我们预计也将使得能源物流服务的盈利能力提升。
- 低碳环保与数字化服务：**公司将重点发展低碳环保与数字化服务业务，继续推动新技术、新工艺在安全应急、节能环保、水处理、绿色涂料等领域的应用。截至 2022 年底，公司已成为国内唯一溢油应急海洋环保服务提供商和中国海油唯一的节能减排监督监测机构。我们预计凭借公司在海上应急领域的优势，公司的安全技术服务工作量、清洁生产服务工作量、水处理工作量将稳健增长，推动该板块业绩稳定提升。

表12: 公司盈利预测拆分

业务分类	假设项	2021	2022	2023E	2024E	2025E
能源技术服务	营业收入(亿元)	137	156	179	197	217
	毛利率	15%	16%	16%	16%	16%
能源物流服务	营业收入(亿元)	184	253	291	334	374
	毛利率	9%	8%	8%	8%	8%
低碳环保与数字化服务	营业收入(亿元)	86	91	100	110	121
	毛利率	19%	20%	20%	20%	20%
合计	营业收入(亿元)	387	478	545	614	681
	毛利率	13%	13%	13%	13%	13%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：存在内部抵消项，因此三项业务营收总和大于公司合计营收

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 545、614、681 亿元，同比增速分别为 14%、13%、11%。2023-2025 年归母净利润分别为 28、29、35 亿元，同比增速分别为 14%、6%、19%，EPS（摊薄）分别为 0.27、0.29 和 0.34 元/股。

4.2. 估值与投资评级

我们选取 4 家国内行业的代表企业作为可比公司：中海油服、海油工程为中海油旗下另外两家油服公司，在油气勘探开发以及后期运营阶段的业务情况与海油发展高度相关。中油工程为中石油旗下的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，业务与海油发展相关。石化油服为中石化旗下的石油工程和油田技术综合服务提供商之一，其业务涵盖从勘探、钻井、完井、油气生产、油气集输到弃井的全产业链过程。

根据 Wind 一致预期与我们的预测，2023 年可比公司 PE 均值为 16.85 倍，公司 2023 年的 PE 值为 11.27 倍，公司估值水平低于可比公司。考虑到公司受益于中海油高资本开支的投入，且公司业务多元谋发展，能够有效抵御油价波动的影响，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。

表13: 可比上市公司相对估值（参考 2023 年 7 月 27 日收盘价）

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)				PE (倍)				PB (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601808.SH	中海油服*	14.75	703.81	23.53	35.51	43.05	49.76	29.92	19.82	16.35	14.14	1.82	1.68	1.57	1.46
600583.SH	海油工程*	6.23	275.45	14.57	23.53	30.42	39.29	18.90	11.71	9.06	7.01	1.18	1.07	0.97	0.87
600339.SH	中油工程	3.98	222.21	7.21	11.69	13.25	15.05	30.83	19.02	16.78	14.77	0.89	0.84	0.81	0.77
600871.SH	石化油服	2.11	400.57	4.64	5.59	6.37	7.03	86.36	71.77	62.80	57.03	5.47	4.22	3.46	2.89
行业平均								26.55	16.85	14.06	11.97	1.29	1.20	1.12	1.03
600968.SH	海油发展*	3.05	310.04	24.16	27.52	29.17	34.70	12.83	11.27	10.63	8.93	1.41	1.28	1.14	1.01

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；由于石化油服估值水平较高，计算可比公司 PE、PB 均值时剔除石化油服的相关数据进行计算

5. 风险因素

- 宏观经济波动风险：**全球经济走势不明朗，如经济增速下滑将导致公司订单情况受到影响，引起业绩下滑。
- 原油价格波动风险：**原油价格具有不确定性，如原油价格下跌将势必对能源开采行业带来巨大挑战，影响油气公司对海上油气的勘探力度，进而影响公司的业务量。
- 市场竞争及经营风险：**随着油气市场的逐步开放，将进一步加剧油气服务行业企业竞争，可能影响公司订单情况。

海油发展三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	23,313	28,013	32,592	37,334	营业总收入	47,784	54,516	61,357	68,132
货币资金及交易性金融资产	6,993	8,487	10,785	13,442	营业成本(含金融类)	41,792	47,509	53,536	59,476
经营性应收款项	12,621	15,185	17,017	18,623	税金及附加	200	241	271	295
存货	855	1,002	1,140	1,246	销售费用	234	318	340	370
合同资产	2,397	2,829	3,127	3,475	管理费用	1,688	1,979	2,250	2,459
其他流动资产	446	510	524	547	研发费用	1,330	1,308	1,609	1,773
非流动资产	17,358	17,666	18,245	18,972	财务费用	0	0	0	0
长期股权投资	2,242	2,333	2,417	2,526	加:其他收益	270	328	360	398
固定资产及使用权资产	9,521	8,982	8,532	8,075	投资净收益	359	444	477	532
在建工程	2,024	2,637	3,374	4,176	公允价值变动	7	0	0	0
无形资产	2,348	2,494	2,698	2,967	减值损失	(181)	(184)	(231)	(124)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	3	4	3
长期待摊费用	592	592	592	592	营业利润	2,998	3,750	3,960	4,568
其他非流动资产	631	628	633	636	营业外净收支	(13)	0	0	0
资产总计	40,671	45,679	50,838	56,306	利润总额	2,984	3,750	3,960	4,568
流动负债	14,851	17,858	19,941	21,775	减:所得税	487	850	885	934
短期借款及一年内到期的非流动负债	301	319	319	319	净利润	2,497	2,900	3,075	3,634
经营性应付款项	11,286	13,463	15,073	16,554	减:少数股东损益	81	149	159	164
合同负债	525	577	668	737	归属母公司净利润	2,416	2,752	2,917	3,470
其他流动负债	2,739	3,499	3,881	4,164	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.24	0.27	0.29	0.34
非流动负债	2,780	2,756	2,756	2,756	EBIT	2,692	3,750	3,960	4,568
长期借款	1,161	1,161	1,161	1,161	EBITDA	4,848	4,860	5,195	5,837
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	12.54	12.85	12.75	12.70
租赁负债	781	781	781	781	归母净利率(%)	5.06	5.05	4.75	5.09
其他非流动负债	838	815	815	815	收入增长率(%)	23.35	14.09	12.55	11.04
负债合计	17,631	20,614	22,697	24,531	归母净利润增长率(%)	88.25	13.89	6.00	18.96
归属母公司股东权益	22,328	24,205	27,122	30,592					
少数股东权益	712	860	1,019	1,183					
所有者权益合计	23,039	25,065	28,141	31,775					
负债和股东权益	40,671	45,679	50,838	56,306					

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	3,416	3,521	3,864	4,242	每股净资产(元)	2.20	2.38	2.67	3.01
投资活动现金流	(3,109)	(1,162)	(1,565)	(1,585)	最新发行在外股份(百万股)	10,165	10,165	10,165	10,165
筹资活动现金流	225	(856)	0	0	ROIC(%)	9.47	11.03	10.66	11.28
现金净增加额	588	1,494	2,298	2,657	ROE-摊薄(%)	10.82	11.37	10.76	11.34
折旧和摊销	2,156	1,109	1,235	1,269	资产负债率(%)	43.35	45.13	44.65	43.57
资本开支	(2,269)	(1,505)	(1,946)	(2,000)	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.83	11.27	10.63	8.93
营运资本变动	(1,069)	(218)	(198)	(250)	P/B(现价)	1.39	1.28	1.14	1.01

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>