

# 迪威尔 (688377.SH)

## 进击中的油气装备核心零部件“小巨人”

### 核心观点:

- **油气设备锻件全球供应商，核心零部件“小巨人”。**公司深耕油气装备产业链，主要业务涵盖陆上井口采油树专用件、压裂设备专用件、深海装备专用件、钻采专用件，为全球油服公司提供专业化产品和服务。
- **全球油气行业迎复苏，新一轮资本支出开启。**本轮油气行业复苏不同于以往，在疫情影响的资本开支减弱和北美页岩油增产减缓的背景下，全球油气供需平衡再度被打破，目前全球油气行业迎来底部向上复苏，资本开支持续增加。与此同时，油气全球供应链转移和深海开发的加速为国内公司提供了更好的进口替代时机，作为国内油气装备锻件龙头，迪威尔直接受益全球油气行业复苏和产业链转移。
- **油气专用件百亿美元市场，深海领域是公司未来主要发力点。**油气专用件百亿美元大市场，公司市占率仅 1-2%，发展潜力大。公司深海高端产品技术领先，相比海外竞争对手具备更高的性价比优势，21 年以来持续获得海外油服巨头公司的新产品订单，深海领域连接器等新产品要求严重重量大利润率高，深海业务量价齐升，将成为公司未来主要拓展方向。压裂专用件方面，公司与国内大客户关系紧密，增长可期。
- **锻件大型化和部件化利润率弹性大，布局新领域扩宽成长赛道。**锻件大型化和部件化有助于公司进行进一步释放产能弹性，盈利水平有望进一步提升。同时新拓风电、核电、矿山、压缩机锻件等领域，进一步拓宽成长赛道。
- **盈利预测与投资建议：**预计 21-23 年公司归母净利润分别为 0.40/1.40/2.33 亿元，对应 PE 分别为 106/30/18 倍，考虑行业处在底部向上复苏期，参考可比公司估值，给予公司 22 年 40X PE 的估值，对应合理价值 28.73 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：**油价回落风险；市场竞争加剧风险等。

### 盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	694	708	542	980	1,441
增长率 (%)	38.1%	2.0%	-23.5%	80.8%	47.1%
EBITDA (百万元)	142	131	68	192	322
归母净利润 (百万元)	95	80	40	140	233
增长率 (%)	82.8%	-15.4%	-50.6%	252.6%	66.4%
EPS (元/股)	0.65	0.41	0.20	0.72	1.20
市盈率 (P/E)	-	45.75	106.37	30.17	18.13
ROE (%)	13.3%	5.3%	2.5%	8.2%	12.1%
EV/EBITDA	0.15	26.93	61.73	22.85	13.67

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

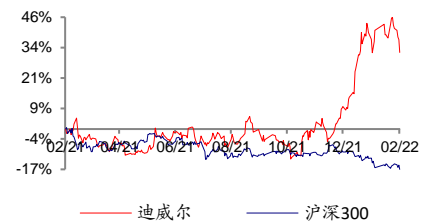
### 买入

当前价格	21.67 元
合理价值	28.73 元
报告日期	2022-02-25

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	194.67/108.67
总市值/流通市值 (亿元)	42.18/23.55
一年内最高/最低 (元)	24.06/14.40
30 日日均成交量/成交额 (百万)	1.66/37.99
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	27.92/34.76

### 相对市场表现



### 分析师:

代川



SAC 执证号: S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

### 分析师:

朱宇航



SAC 执证号: S0260520120001



021-38003676



zhuyuhang@gf.com.cn

请注意，朱宇航并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

联系人: 范方舟

fanfangzhou@gf.com.cn

## 目录索引

一、公司是油田服务设备专用件全球供应商.....	5
(一) 公司基本情况: 油气锻件全球供应商 .....	5
(二) 公司发展历程: 产品高端化, 全球化不断深入.....	7
二、油气行业新机遇, 助力公司再上新台阶.....	10
(一) 油气行业复苏, 新产能增加势在必行 .....	10
(二) 油服企业资本开支将增加, 公司有望迎来增长.....	13
(三) 油气行业持续降本增效, 供应链向中国转移 .....	14
(四) 开发深海油气, 是未来油气行业发展趋势 .....	15
三、客户优势叠加技术优势, 公司竞争力凸显.....	18
(一) 公司客户优势显著, 有能力承接国际订单 .....	18
(二) 公司技术实力强, 深海产品量价齐升 .....	19
(三) 公司产品具备性价比优势, 从议价能力可以验证 .....	20
四、专用件大市场, 公司拓展新产品, 成长机会大.....	21
(一) 油气专用件百亿大市场, 公司市占率尚低.....	21
(二) 深海产品是公司增长重要发力点 .....	23
(三) 公司积极培育新产品, 为未来发展蓄力.....	24
(四) 扩产后产能翻倍, 增长弹性可期 .....	25
五、盈利预测和投资建议.....	26
六、风险提示 .....	29

## 图表索引

图 1: 公司产品应用下游概览 .....	5
图 2: 公司 2020 年收入构成 .....	5
图 3: 主要产品图片, 油田对锻件的强度要求高 .....	6
图 4: 公司股权架构 (截至 2022/2/21) .....	7
图 5: 公司营业收入和利润增长 .....	7
图 6: 公司 2012 年到 2020 年业务地区分布 .....	8
图 7: 公司的单价、毛利率水平提升 .....	8
图 8: 公司发展历史, 不断开拓新市场 .....	9
图 9: 油气行业产业链, 公司位于上游 .....	10
图 10: 油价上涨对于零部件供应商的业绩驱动机制 .....	10
图 11: 行业资本支出与油价紧密相关 .....	11
图 12: 斯伦贝谢 (油服企业) 营收和油价相关度高 .....	11
图 13: 美国的原油产量恢复远不及油价增长 .....	11
图 14: 原油价格和美国钻井数量关系 .....	12
图 15: 美国油气公司债务情况 (单位: 十亿美金) .....	12
图 16: 美国破产油气企业数量 (个) .....	12
图 17: 美国原油库存处于低位 (单位: 百万桶) .....	13
图 18: 新开采不及完井速度, 库存井下降 (单位: 口) .....	13
图 19: 公司第一大海外客户斯伦贝谢的 2022 资本投资预计增加 20% .....	14
图 20: 全球油服市场规模缩减 .....	15
图 21: 油气企业改善成本绩效 .....	15
图 22: 2019 年各类原品的供给曲线 (纵轴是盈亏平衡价格, 横轴是储量) .....	16
图 23: 深水项目单位成本下降 (单位: 美元/桶) .....	16
图 24: 海底完井采油工作水深发展情况 (单位: 米) .....	17
图 25: 美国深海钻井获批增加 (单位: 个) .....	17
图 26: 2018 年全球陆上井口设备格局 .....	18
图 27: 2018 年全球深海设备格局 .....	18
图 28: 公司业绩和油价走势关系 .....	19
图 29: 公司营收增长大幅超过全球油服务市场 .....	19
图 30: 深海产品占比提升, 提升毛利率贡献 .....	20
图 31: 公司的整体毛利水平不断提升 .....	20
图 32: 井口件毛利率基本稳定 .....	21
图 33: 深海件毛利率稳中有升 .....	21
图 34: 陆上井口设备市场容量 .....	22
图 35: 深海设备市场容量 .....	22
图 36: 压力泵设备市场空间 .....	22
图 37: 扩产后的公司收入预测 .....	25

表 1: 公司在国外的销售毛利率相对更高 .....	8
表 2: 公司境外销售分客户情况 (2019 年) .....	14
表 3: 2019 年公司的境外销售客户 .....	18
表 4: 公司主要客户未来业务发展计划 .....	19
表 5: 全球市场空间及公司市占率估算 .....	23
表 6: 深海产品主要的竞争对手情况 .....	23
表 7: 公司深海产品指标领先于行业 .....	24
表 8: 公司已开展的与堆焊相关的研发 .....	24
表 9: 公司分业务收入和毛利率预测 .....	27
表 10: 迪威尔可比公司 PE 估值情况 .....	28

## 一、公司是油田服务设备专用件全球供应商

### (一) 公司基本情况：油气锻件全球供应商

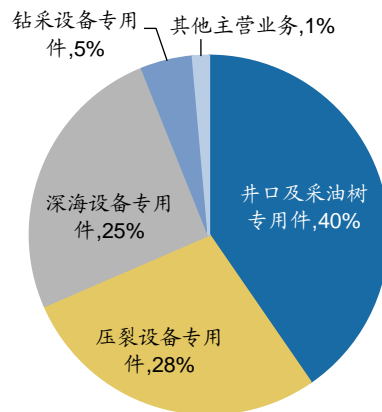
公司的业务是研发、生产和销售油气设备专用件，供应全球核心油田服务企业。目前已形成井口及采油树专用件、深海设备专用件、压裂设备专用件及钻采设备专用件为主的四大产品系列，广泛应用于全球各大主要油气开采区的陆上井口、深海钻采、页岩气压裂、高压流体输送等油气设备领域，是《中国制造 2025》及《海洋工程装备科研项目指南》等明确支持发展的高端装备制造业。

图 1：公司产品应用下游概览



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 2：公司2020年收入构成



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

#### (1) 井口及采油树专用件

井口及采油树专用件是指在石油、天然气钻井开采过程中，安装在陆上井口于控制

气、液（油、水等）流体压力和方向，悬挂套管、油管，并密封油管与套管及各层套管环形空间的井口装置中的零部件，包括采油树阀、悬挂器、套管头、油管头、四通、法兰等。

**(2) 深海设备专用件**

深海设备专用件是指用于制造深海油气设备的零部件，由于深海油气设备的安装操作难度高及使用环境恶劣，相较于陆上井口设备，深海油气设备对专用件的承压、抗腐蚀等各项性能指标和可靠性有着更高的要求，包括深海采油树、管汇、阀体等。

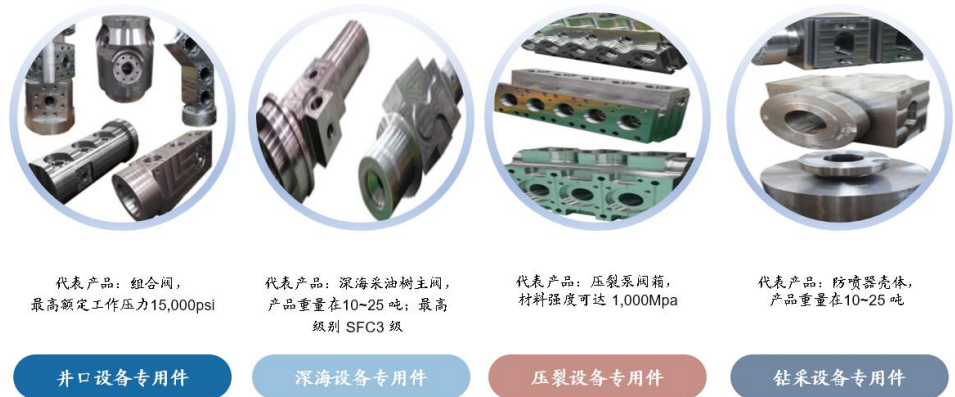
**(3) 压裂设备专用件**

压裂设备专用件是开采页岩油气压裂作业设备的核心部件，包括压裂泵缸体、封井器、井口球阀、投球器、活动弯头、油壬、蜡球管汇、压裂管汇等。

**(4) 钻采设备专用件**

钻采设备专用件是指勘探和开采油气的全套机械设备的零部件，包括防喷器壳体、活塞、顶盖、管汇等。

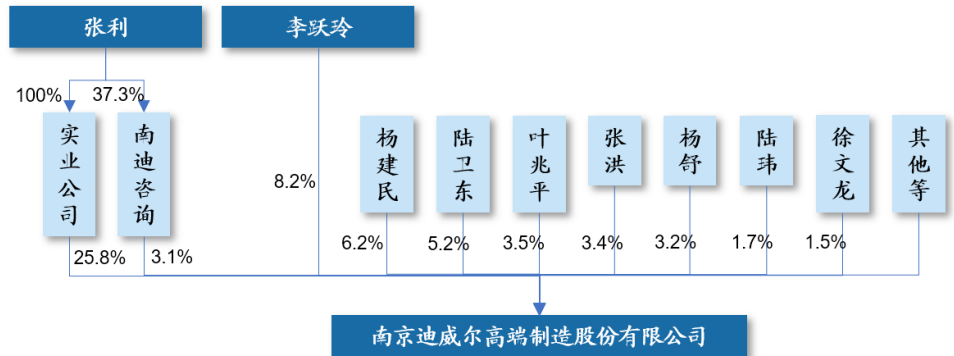
**图 3：主要产品图片，油田对锻件的强度要求高**



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

公司股权结构清晰，实际控制人为张利先生和李跃玲女士，二人为夫妻关系，合计控制本公司49.45%的股份，是公司实际控制人。

图 4：公司股权架构（截至2022/2/21）

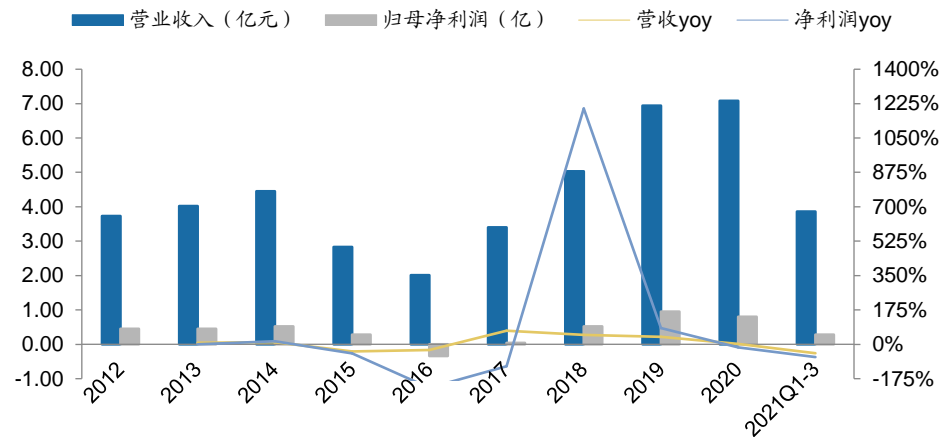


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

## （二）公司发展历程：产品高端化，全球化不断深入

公司从2004年起，开始通过国际油服设备制造商的各项审核，逐步进入国际油服设备制造商的供应链，不断拓展产品线，发展更高价值量产品，从陆上油田专用件向深海、页岩气的专用件发展。

图 5：公司营业收入和利润增长

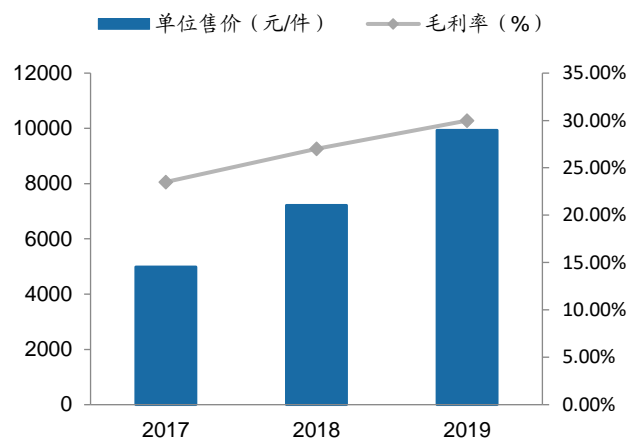
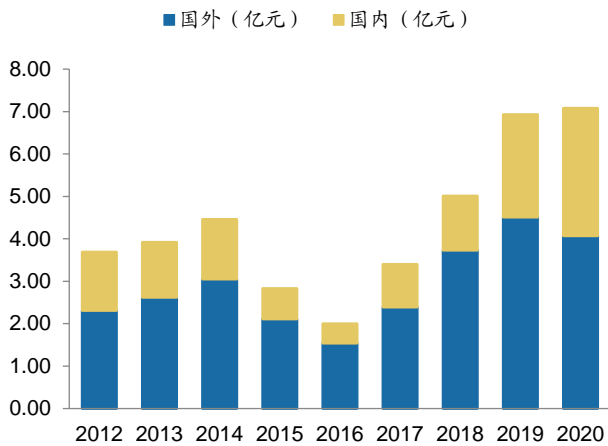


数据来源：招股说明书，wind，广发证券发展研究中心

在发展国际客户过程中，公司毛利率也不断提升，也奠定了公司的高品质发展路线，持续突破更高难度的产品。国际客户订单产品要求高，较高的工艺加工难度和材料等级，使公司产品具有较大的附加值。

图 6: 公司 2012 年到 2020 年业务地区分布

图 7: 公司的单价、毛利率水平提升



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

**起步:** 公司自 1998 年起进入机械加工制造业, 生产各类机械、化工、冶金用阀门、法兰等零部件产品。自 2000 年起承接油气设备专用件业务, 与美钻石油钻采系统(南京)有限公司等开始合作, 在此后的业务发展中实业公司逐步聚焦于油气设备专用件的生产与销售。

**2008 年, 陆上产品进入国际供应链:** 2004 年开始逐步接受国际油气设备制造商的各项审核, 自 2008 年起陆续与 GE Oil & Gas (2017 年与 Baker Hughes 合并成 BHGE)、FMC (2017 年与 Technip 合并成 TechnipFMC) 和 Cameron (2015 年被 Schlumberger 吸收合并) 等国际油气技术服务公司及设备制造商开展业务合作, 产品主要是陆上井口及采油树锻件。

**国际市场不断开拓, 供应更高质量产品:** 公司在产品结构方面不断优化, 高附加值产品占比不断上升。公司的井口及采油树产品之前主要销往北美地区, 随着公司持续的技术研发投入, 生产制造技术水平不断提升, 公司于 2013 年通过了沙特阿美石油公司的审核, 以此为契机逐步扩大中东及北非市场 (该地区的油气井以自喷井为主, 工作压力较高, 对油气设备的质量要求较高)。

表 1: 公司在国外的销售毛利率相对更高

销售区域		2017	2018	2019
井口及采油树专用件	国内	-2.4%	2.8%	7.6%
	国外	29.4%	30.1%	29.3%
深海设备专用件	国内	25.1%	22.5%	20.5%
	国外	32.7%	37.6%	41.5%
压裂设备专用件	国内	44.3%	40.1%	37.2%
	国外	34.6%	40.1%	35.7%

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

**2014 年, 深海设备进入国际供应链:** 公司自 2011 年起就开始进行深海设备专用件产品的研发试验, 逐步形成了相关技术成果和深海产品的技术研发体系; 2014 年起,

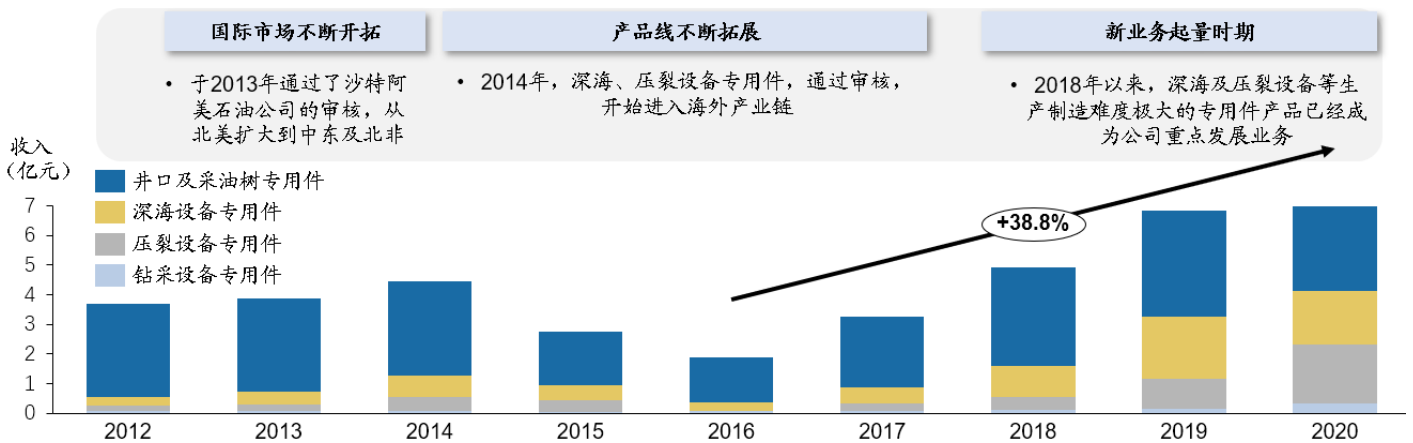
公司在前期技术研发的基础上成功研发了深海设备采油树主阀等深海设备核心专用件，并相继通过了GE Oil & Gas、FMC和Cameron（OneSubsea）的深海设备核心专用件的研发试验件评定，自此公司全面进入深海设备的全球供应链体系。

**2014年，压裂设备进入国际供应链：**随着美国页岩气开采技术的发展和成熟，公司于2011年通过FMC压裂设备相关专用件的研发试制，2014年通过Weir Group（全球最大的压力泵生产企业）的审核并为其提供压裂泵阀箱等压裂设备核心专用件产品。

**2018年以来，深海及压裂设备等生产制造难度极大的专用件产品已经成为公司重点发展业务；**2019年，深海及压裂设备专用件销售收入占比已达到44.98%，创造的毛利占主营业务毛利的59.47%，未来深海及压裂产品的占比将进一步上升。

**正拓展中国页岩气市场：**国家对油气资源自给率要求的提高，给国内页岩气等非常规油气勘探开发提供了更多机遇。由于压裂设备产品的压力等级非常高、且中国页岩气开采的环境工况比较复杂，对压裂产品提出了更高的性能及品质要求，公司凭借多年为国际油气技术服务公司提供压裂设备专用件的技术和成熟的制造经验，成为了国内页岩气压裂领域知名油气技术服务公司杰瑞股份的重要专用件合作商。

图 8：公司发展历史，不断开拓新市场



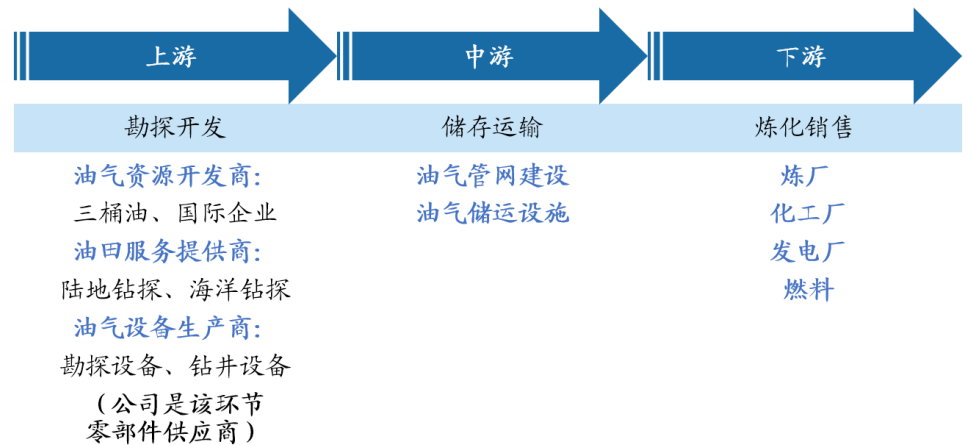
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

## 二、油气行业新机遇，助力公司再上新台阶

### （一）油气行业复苏，新产能增加势在必行

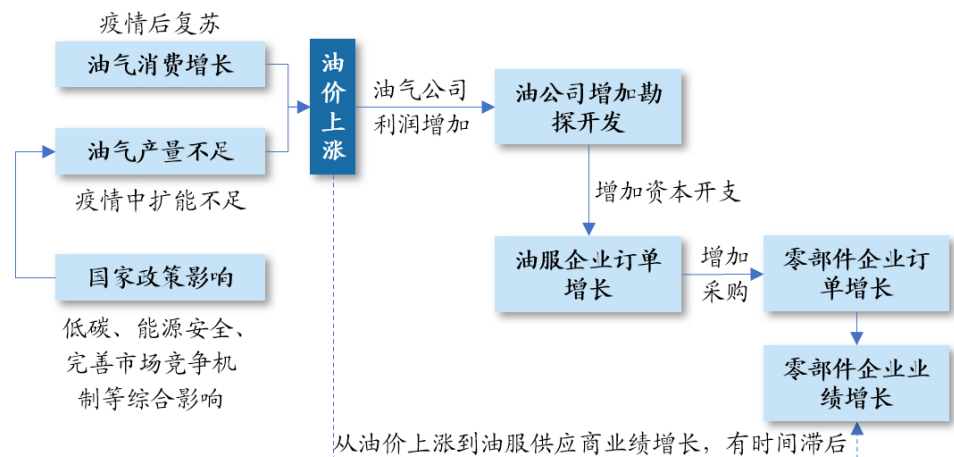
公司是油气行业上游设备专用件供应商，受油气企业的资本开支影响显著。油气行业的产业链主要由上游的勘探开发、中游的储存运输以及下游的炼化销售三个环节组成。公司是油田服务设备的锻件供应商，服务于油气服务提供商，处于产业链上游，受到油气企业的资本开支影响较大。

图 9：油气行业产业链，公司位于上游



数据来源：头豹研究，广发证券发展研究中心

图 10：油价上涨对于零部件供应商的业绩驱动机制



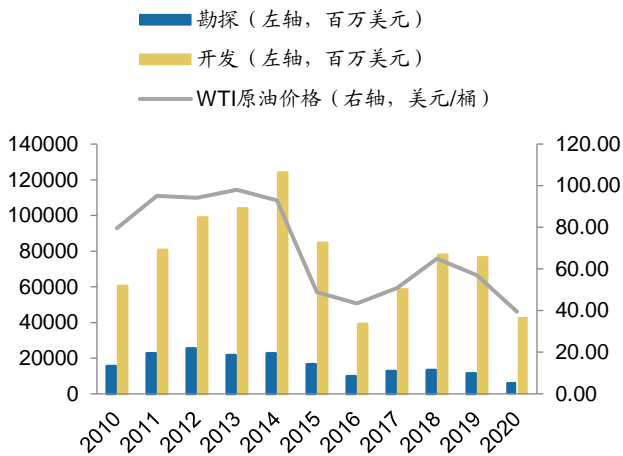
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

油价上涨是资本开支的重要驱动因素。根据Statista统计的美国石油和天然气行业的资本开支情况，可以发现，油气企业资本开支与原油价格紧密相关。2020年疫情暴发后，这些油气企业的资本开支断崖式下滑。在疫情持续2年之际，随着全球经济生

产和消费活动逐渐恢复,当前,WTI原油价格已经开始反弹到近5年来高位,预计2022年的资本开支将大幅增加。

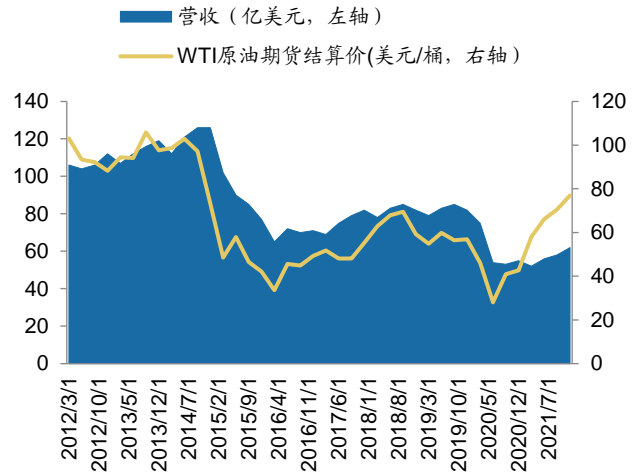
油价上涨,油气公司利润增加,增加资本开支,下游油服企业受益,从而向零部件供应商增加采购,反映到零部件公司业绩又需要一年左右时间,从历史数据来看,零部件业绩增长滞后于油价上涨大约1-2年。

图 11: 行业资本支出与油价紧密相关



数据来源: Statista, wind, 广发证券发展研究中心

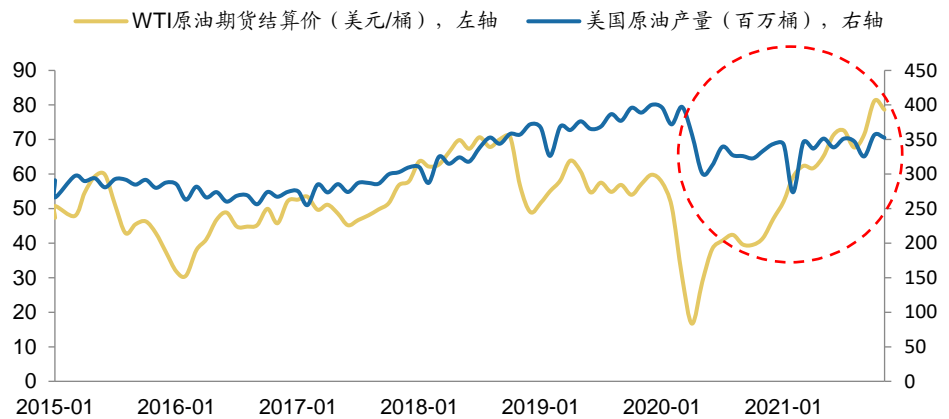
图 12: 斯伦贝谢(油服企业)营收和油价相关度高



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

不同于以往的是,此时观察到油价已反弹到历史高位,美国产量供给却恢复缓慢,油服企业业绩也没有及时复苏。相比上一轮油气行业复苏,钻机产能的恢复速度落后于油价。

图 13: 美国的原油产量恢复远不及油价增长



数据来源: wind, IEA, 广发证券发展研究中心

图 14: 原油价格和美国钻井数量关系



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

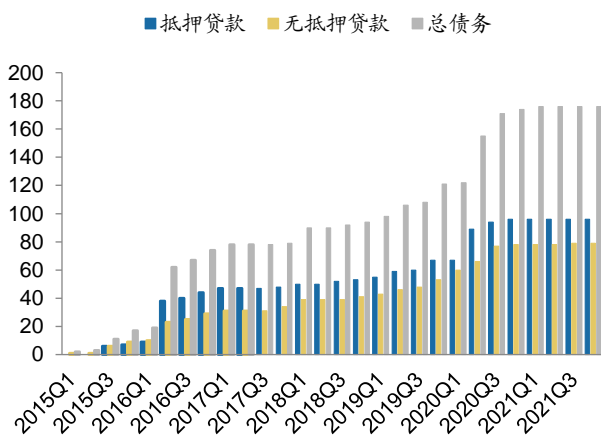
美国是全球第一大原油生产国, 此次油气供给恢复迟缓主要是开采环节受阻, 主要原因有三点:

**(1) 政策影响:** 拜登政府出于环境考虑, 对油气开采限制严格。拜登提倡新能源, 打压传统能源, 其对环保法案的执行比特朗普严格很多, 且取消了特朗普时期对油气行业的友好政策, 导致新开采遇到阻力。

**(2) 财务影响:** 当前利润优先用于回馈股东, 而非再投资。疫情中油气企业亏损严重, 给股东带来损失, 当前利润优先用于派息和股票回购向股东返还现金。每一轮油气复苏周期中, 油气企业使用现金的顺序都是从还债、回馈股东到再投资。

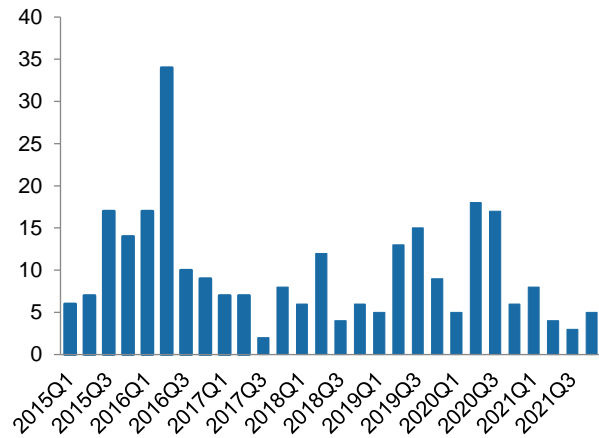
**(3) 成本增加:** 生产成本增长, 抑制了扩产。疫情和美联储放水的共同作用下, 美国通货膨胀、劳动力短缺、供应链交付延长等问题, 提升了油气(尤其是页岩气)的盈亏平衡点, 也阻碍了美国产量进一步增长。

图 15: 美国油气公司债务情况 (单位: 十亿美金)



数据来源: Haynes Boone, 广发证券发展研究中心

图 16: 美国破产油气企业数量 (个)



数据来源: Haynes Boone, 广发证券发展研究中心

我们判断, 这三个原因对于产能只是暂时性的限制, 未来产能会有更多释放, 原因

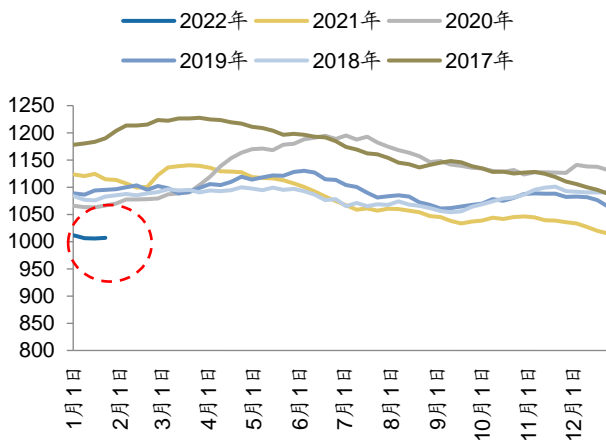
如下:

(1) 政策影响: 拜登急需应对油价上涨问题, 当前库存油已处于历史低位, 进一步释放战略储备没有可持续性。为了缓解美国油价上涨问题, 拜登于去年11月宣布从战略石油储备中释放有史以来最大的石油——五千万桶, 代替新开采, 用以缓解美国油价上涨问题。但美国原油库存已经处于多年来历史最低位, 此举并非长久之计。随着疫情恢复油价进一步上升, 增加新产能依然是必要选项。

(2) 财务影响: 油气企业账上现金创新高, 预计盈利改善后, 账上现金流将用于资本开支。根据中国石油新闻中心引用的睿咨得能源数据, 2021年11月22日的一项分析显示, 21家美国上市页岩油生产商的再投资率在第三季度创下历史新低——46%。低于2020年同期的53%, 远低于130%以上的历史平均水平, 使得该季度的自由现金流创下历史新高。我们预期财务危机解除后, 在油价高位的驱动下, 用于再投资的资金将增加。

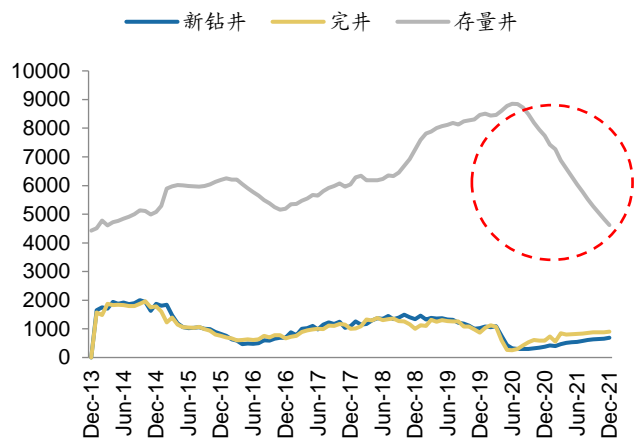
(3) 成本影响: 当前正在消耗存量井, 完井率大幅增加, 开采新井依然是必要的, 而降低成本可以通过持续的供应链改进达到, 比如更多考虑性价比更高的中国产业链。当前美国油气行业正在消耗存量井, 完井率大幅增加, 随着存量井日渐开采完毕, 增加新井数势在必行。油气全球供应链正在经历重构, 油气公司包括油服公司都在考虑全球的优质供应商, 以优先保障产品交付和维持价格优势。通过供应链的改革, 可以一定程度上抵消短期成本上升带来的冲击。

图 17: 美国原油库存处于低位 (单位: 百万桶)



数据来源: IEA, 广发证券发展研究中心

图 18: 新开采不及完井速度, 库存井下降 (单位: 口)



数据来源: IEA, 广发证券发展研究中心

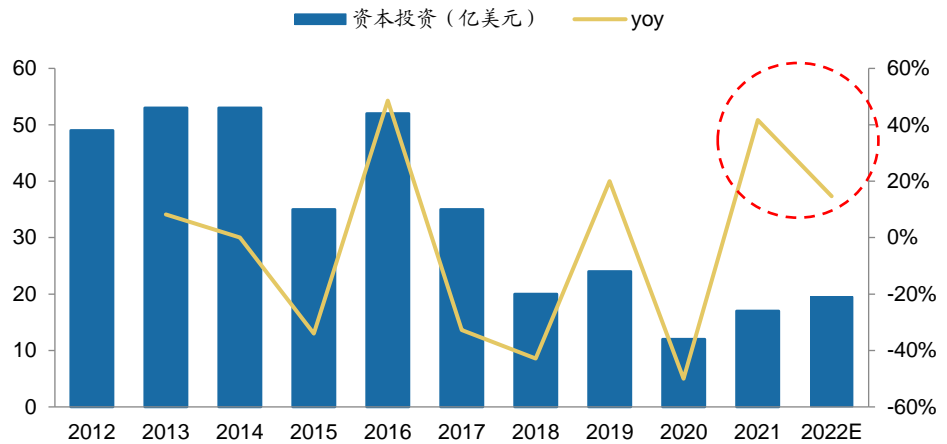
因此, 尽管出于多方面原因, 当前行业资本开支保守, 但增加新钻井势在必行, 预计一年内资本开支会增加, 带动油气行业景气度提升, 零部件企业的订单增长才刚刚开启。

## (二) 油服企业资本开支将增加, 公司有望迎来增长

通过海外油服巨头斯伦贝谢 (Schlumberger) 的2021Q4季报发布会的纪要, 我们也观察到上游油气资源企业将要增加资本开支的信号, 油服企业也在提高自己的

资本开支计划。例如，斯伦贝谢透露，在中东地区已经观察到明确的资本开支的增加，对于中东的天然气市场有两位数的增长，并且可以持续。斯伦贝谢CEO认为，2022年将是强劲的短期复苏时期，因为需求复苏有确定性，同时对油价信心增强，因此，斯伦贝谢2021Q4披露2022年的资本投资在19至20亿美元，2021年是17亿美元。预计此举将增加对于油服设备专用件的订单。（注：斯伦贝谢的资本投资包括资本支出、APS投资等）

图 19: 公司第一大海外客户斯伦贝谢的2022资本投资预计增加20%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

斯伦贝谢是公司在招股书中披露的2019年第一大海外客户，其在公司营收占比25.7%。斯伦贝谢2022年资本投资预计增长20%以上，公司有望直接受益。2021年三季度末报告显示，公司合同负债300万元，同比增长42.69%，根据其2021年12月投资者关系活动记录表显示，公司销售订单从2021年第四季度开始有明显回升。

表 2: 公司境外销售分客户情况 (2019年)

客户名称	交易金额 (万元)	占营收比重
斯伦贝谢 (总部美国)	17805	25.7%
TechnipFMC Plc (总部美国)	14729	21.2%
Baker Hughes (总部美国)	5695	8.2%
Aker Solutions	3446	5.0%
Weir Group	2381	3.4%
合计	44057	63.5%

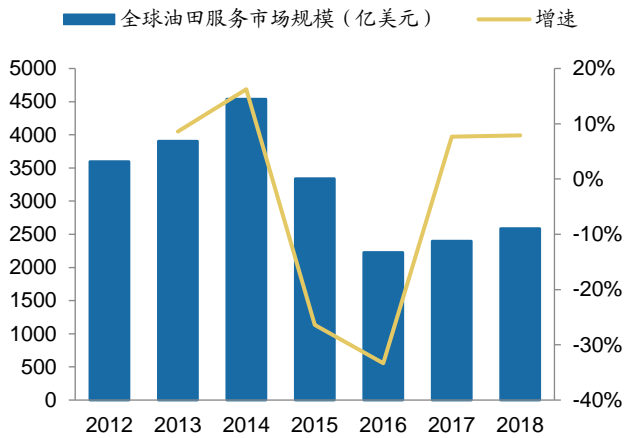
数据来源: 招股书, 广发证券发展研究中心

### (三) 油气行业持续降本增效，供应链向中国转移

油气行业面临能源消费增速放缓和新能源双重挑战，在此影响下，油服市场规模承压，企业正削减成本，进行供应链转移。为了应对2014年油价暴跌，许多油气企业采取了生产组合重组、组织和运营模式精简、与供应商重新谈判等一系列行动来改善成本绩效。2013年至2016年期间，开采成本（油气生产成本）几乎减少一半，勘探和开发成本（新增探明储量所产生的费用，不包括并购）较2014年的峰值下降了

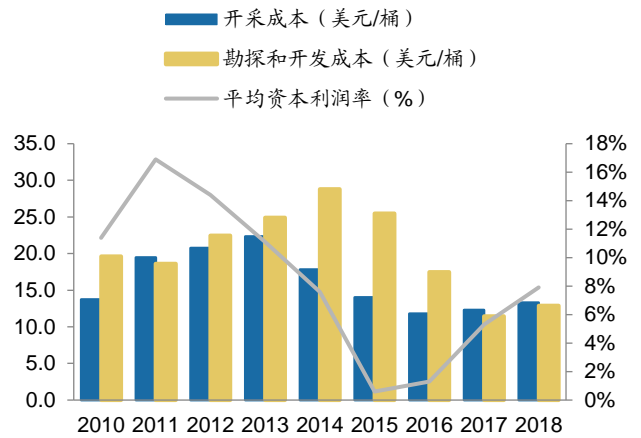
六成。

图 20: 全球油服市场规模缩减



数据来源: Spears&Associates, 埃森哲分析, 广发证券发展研究中心

图 21: 油气企业改善成本绩效



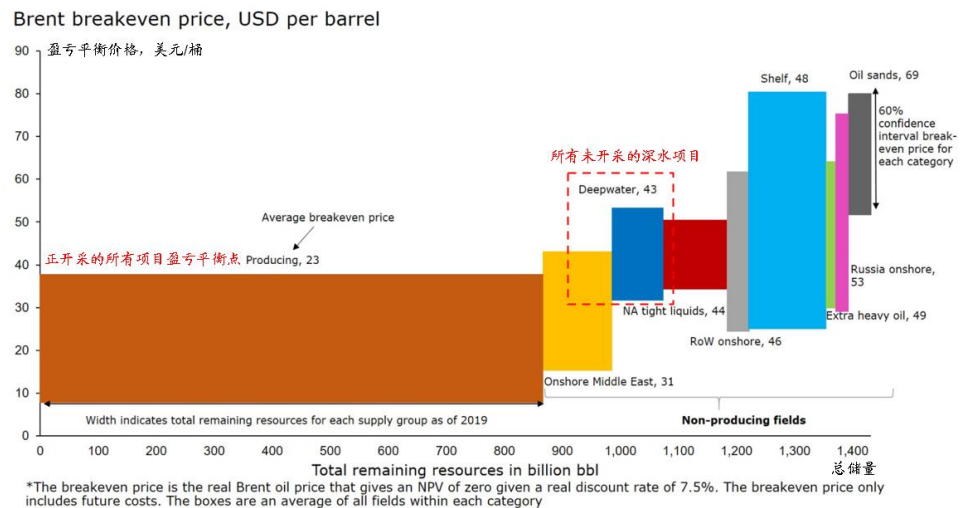
数据来源: IHS Connect, 普华永道思略特分析, 广发证券发展研究中心

在成本考虑下, 伴随中国油气设备专用件生产水平日益提高, 跨国油气技术服务公司逐步对中国企业开放专用件市场。欧美等国家油气行业起步较早、技术较为成熟、设施配套齐全, 长期是油气设备的主要采购区域。但是随着这些国家产业升级、人力成本的持续上升, 原有油气设备制造企业的资本投入意愿大幅降低, 其专用件的产能增长有限, 交货期相对较长, 不能满足油气设备行业快速增长的要求, 其近年来的产品全球竞争力有所下降。在2014年以来的行业调整中, 没有竞争优势的油气设备产品供应商被逐步淘汰, 中国产业链崛起。相比于发达国家厂商, 国内合格供应商的产品质量、交货期等要素已不再是短板, 而借助于国内较低的人力资源成本、良好的技术水平、完善的配套和较高的产品性价比, 国内供应商产品价格具有较强的竞争优势。

#### (四) 开发深海油气, 是未来油气行业发展趋势

全球未来油气开采在从浅海向深海的趋势发展, 具备技术优势的中国公司能承接更多海外供应链的转移。伴随着易采掘油气储量的逐步减少、勘探技术的改进, 总体上而言, 全球未来油气的开采结构将沿着从常规油气到非常规油气、从陆地油气到海洋油气、从浅海到深海的趋势发展。

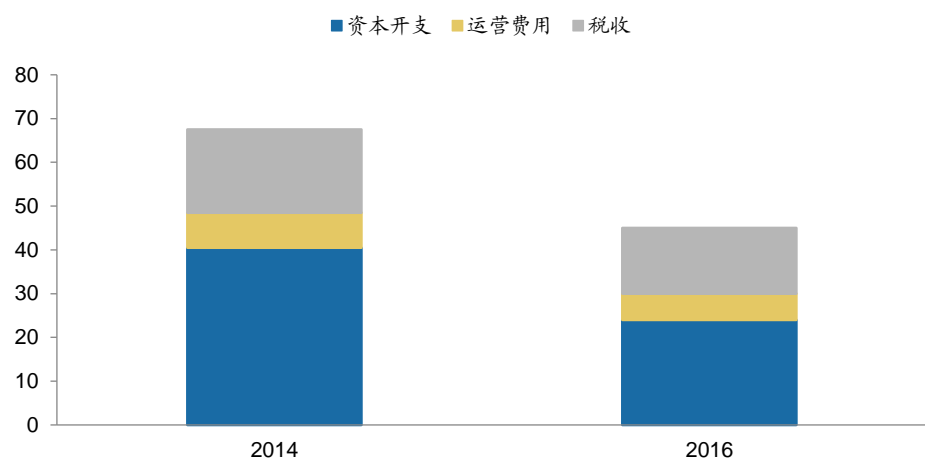
图 22: 2019年各类原品的供给曲线 (纵轴是盈亏平衡价格, 横轴是储量)



数据来源: Rystad energy ucube, 广发证券发展研究中心

随着深海油单桶成本下降, 深海开采的性价比逐渐提升。从麦肯锡的数据, 我们观察到2014年到2016年深水油气单位成本在下降, 2年降幅在30%以上。成本中下降最明显的部分是资本开支, 主要原因有两点: 第一, 钻井得到改进, 使用更新更强的钻机进一步有助于改善项目经济性; 第二, 运维得到优化, 通过标准化和模块化设计, 运营商和供应商之间有更好的协调, 运营商完成项目的速度加快, 根据咨询机构Wood Mackenzie, 墨西哥湾深水井2018年平均钻井速度是2014年的两倍。此外, 有利的政府财政条款也促进了行业的发展, 例如2018年的英国的减税。总体而言, 开采成本降低, 促使更多的深海项目的开采性价比提升。

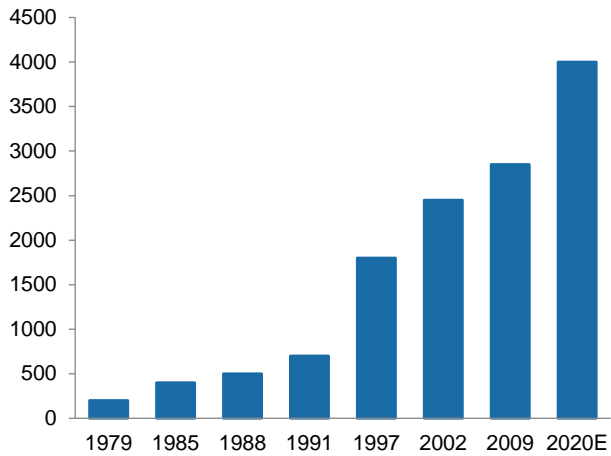
图 23: 深水项目单位成本下降 (单位: 美元/桶)



数据来源: 麦肯锡, Energy Insight, 广发证券发展研究中心。注: 以墨西哥湾项目为例测算

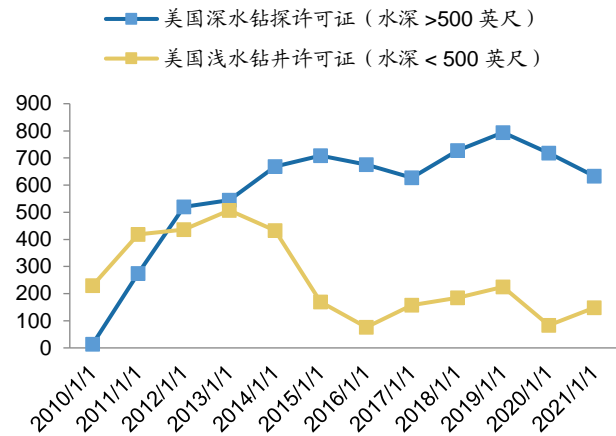
在此趋势下, 越来越多的深海项目得以开发, 美国墨西哥湾的深海获批相比浅海增加更多。行业内海底完井采油工作水深越来越高。预计未来深海油气的发展将带动供应链获得快速的发展。深海产品需要更强的抗压能力, 对于产品质量要求更高, 具备技术优势的中国公司能承接更多海外供应链的转移。

图 24: 海底完井采油工作水深发展情况 (单位: 米)



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 25: 美国深海钻井获批增加 (单位: 个)



数据来源: 彭博, Bureau of Safety & Environmental Enforcement, 广发证券发展研究中心

### 三、客户优势叠加技术优势，公司竞争力凸显

#### (一) 公司客户优势显著，有能力承接国际订单

公司核心客户均为油气技术服务行业的领先者，包括TechnipFMC、Schlumberger、Baker Hughes、Aker Solutions和Weir Group等国际大型油气技术服务公司。

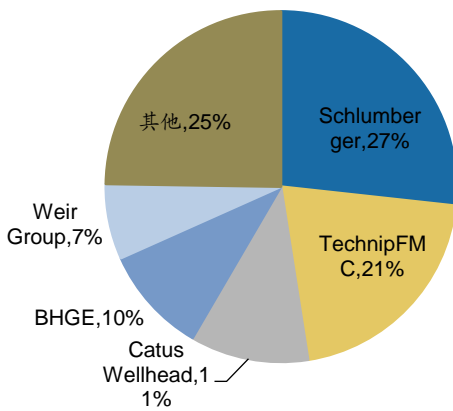
表 3: 2019年公司的境外销售客户

客户名称	销售额占公司营收比重
Schlumberger Limited	25.7%
TechnipFMC Plc	21.2%
Baker Hughes	8.2%
Aker Solutions	5.0%
Weir Group	3.4%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

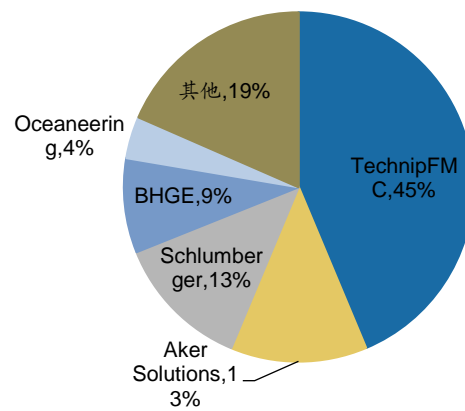
2018年，公司客户在陆上井口设备和深海设备细分市场中的市场占有率分别达到71%和81%，在国际油服行业中占据重要地位。

图 26: 2018年全球陆上井口设备格局



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 27: 2018年全球深海设备格局



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

**客户资质认证体系严格，客户粘性较高。**为确保产品质量，石油公司及油气技术服务公司均建立了严格的供应商考核、管理制度，验证周期1至2年时间，核心产品更久，并只在其合格供应商名单内进行采购。由于审核门槛高，客户一般不会轻易更换供应商，粘性较高。

公司通过了国际客户的严苛审核认证，意味着广阔的潜在市场空间。公司是国内少数几家同时进入上述五家企业的专用件供应商之一，并在其亚太区域的采购体系中发挥了重要的作用。随着客户未来业务扩张，公司业绩也可以获得较快增长。

表 4: 公司主要客户未来业务发展规划

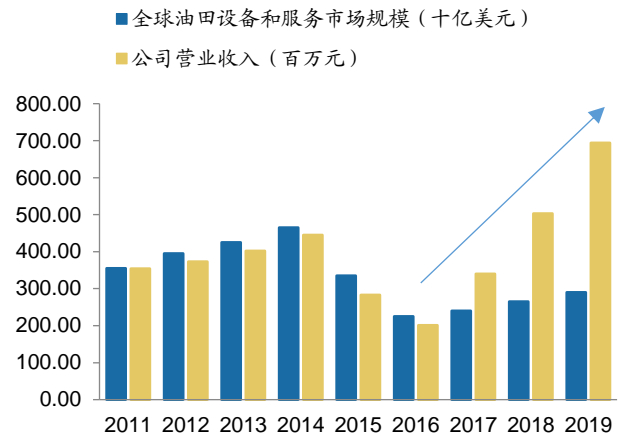
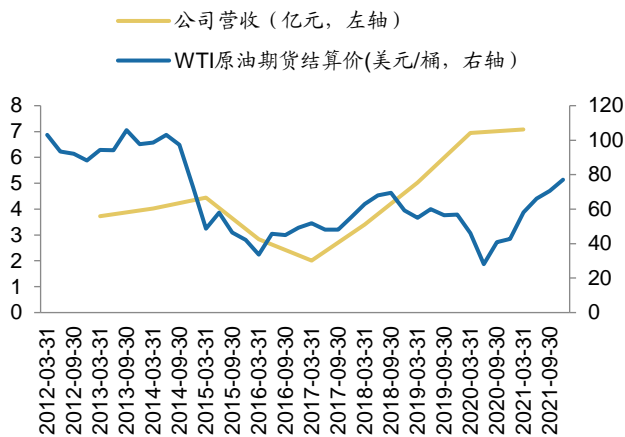
客户名称	未来业务发展规划
Schlumberger Limited	扩大北美及国际地区陆上井口和钻井销售规模
TechnipFMC Plc	加强深海、液化天然气及非传统能源三大能源平台的建设
Baker Hughes	巩固在深海市场的竞争地位, 继续发展液化天然气应用领域
Aker Solutions	继续扩大国际市场深海系统项目的业务规模
Weir Group	扩大北美及发展中国家的业务规模, 加速 WeirESCO 的整合

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

受益于国际油服企业降本增效、供应链调整, 公司凭借竞争力的明显优势, 承接了大量国际订单, 收入增速远超行业增速。公司2011年到2016年营业收入变动幅度与全球油田设备及服务市场规模的变动幅度基本处于同一水平; 2017年到2019年, 全球油田设备及服务市场规模缓慢复苏, 公司已逐步进入到全球高端油气设备专用件的领域, 营业收入增长大幅超过全球油田设备及服务市场规模变动幅度。

图 28: 公司业绩和油价走势关系

图 29: 公司营收增长大幅超过全球油服务市场



数据来源: wind, IEA, 广发证券发展研究中心

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

## (二) 公司技术实力强, 深海产品量价齐升

公司的超行业增速, 一方面来源于国际机遇, 一方面也来源于公司的技术实力。尤其在深海油气开采水下装备制造领域, 公司填补了国内空白。公司产品已应用于全球数十来个深海油气开发项目, 其中墨西哥湾Tobago、Whale、Trion油田、巴西Carcara油田、印度KG-DWN-98/2油田、加蓬Tortue油田等, 项目的工作水深都超过2,500米。公司是目前国内极少能提供深海油气设备关键承压部件的供应商。

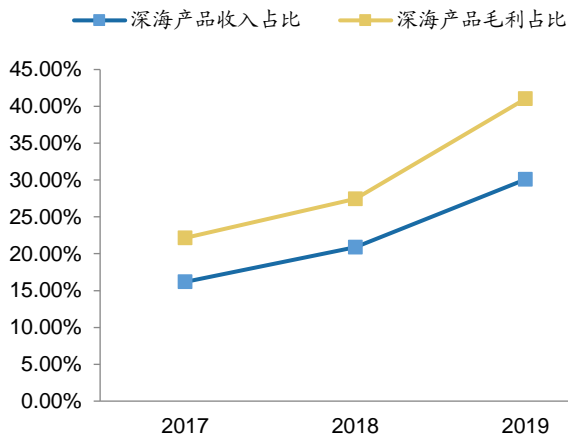
公司深海产品已经进入核心公司产业链, 发展前景明朗。深海油气水下开采设备或系统技术难度大, 耐高压, 耐低温, 对生产工艺要求极高, 市场高度集中, 主要被TechnipFMC、Aker Solutions、Schlumberger和Baker Hughes垄断, 四家公司2018年的市场份额达到81%。公司已上述四家公司在亚太区域最重要的供应商, 并通过了其最终用户BP、雪佛龙、道达尔、埃克森美孚、沙特阿美、墨西哥国家石油公司、巴西石油公司、挪威国家能源公司等石油公司的审核。

根据2021年上半年报告，公司参与的我国首个自营勘探开发的1500米深水大气田“深海一号”项目于2021年6月25日在海南陵水海域正式投产，标志着我国海洋石油勘探开发能力实现从300米深水向1500米超深水的历史性跨越。公司为该项目提供了水下采油树本体、采油树生产翼阀、采油树环形翼阀等专用件产品，受到客户的高度认可。

因此，即使2020年下半年起油气行业受疫情影响持续低迷，公司深海设备专用件等高端产品业务仍然稳中有升。根据2021年上半年报告，公司陆续承接了15个深海油气项目的专用件产品，相关业务额占比较2020年同期提高了3%。目前公司在手深海设备专用件订单增幅明显，未来有望随着深海化的持续深入，获得更快发展。

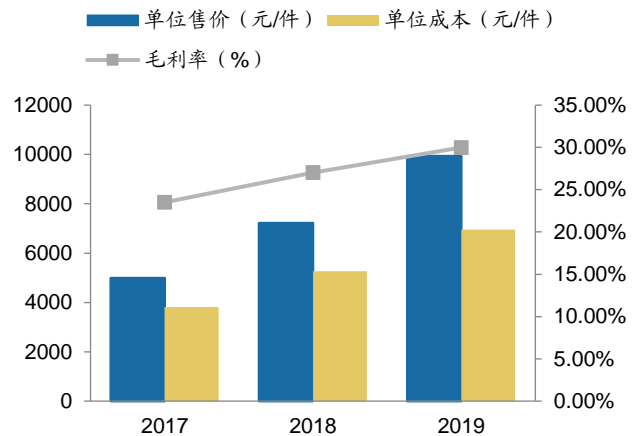
随着公司深海油气产品占比提升，毛利率稳步提升。随着非常规油气勘探开发的加快推进，深海油气开采作业水深已经达到3000米。由于深海油气设备核心部件厚度大、形状复杂，在制造过程中同时满足高强度、良好的低温韧性及性能均匀性，存在极大的难度，对生产工艺要求极高。随着毛利率更高的深海产品占比提升，公司整体毛利率不断改善。

图 30: 深海产品占比提升，提升毛利率贡献



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 31: 公司的整体毛利水平不断提升



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

### (三) 公司产品具备性价比优势，从议价能力可以验证

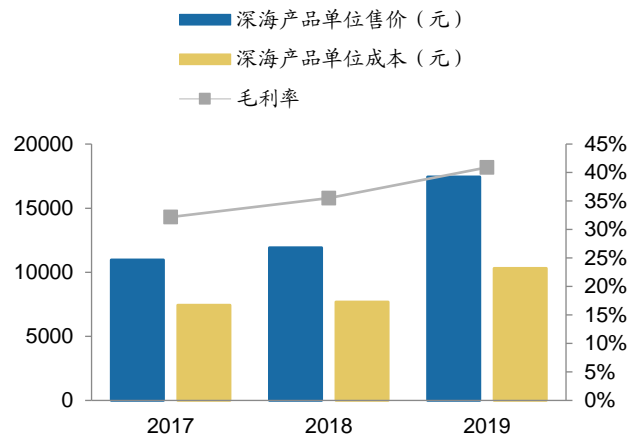
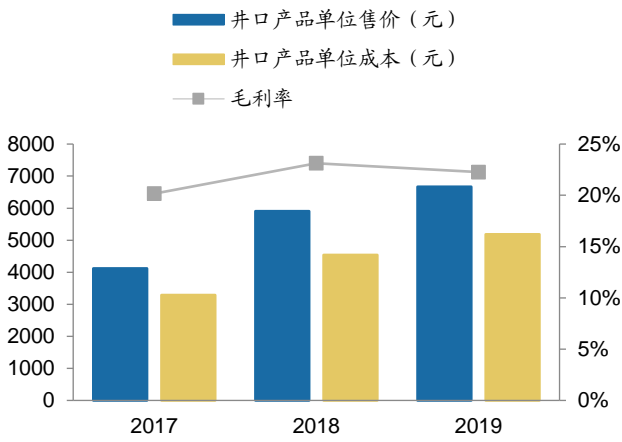
相比海外公司，公司产能位于中国长三角，原材料加工产业链完善，相比海外对手具有较强的性价比优势。我国钢铁行业发展较为成熟，竞争充分，尤其是在长三角地区的特钢供应商较多由于长三角区域的特钢生产企业较多，公司在充分把握市场价格趋势的基础上，采用选择3至5家合格供应商进行长期合作的方式，既可以利用集中采购优势降低采购成本，也可以促使供应商提高服务和质量，保证及时供应。另外，在装备设备的加工生产中，专业化分工早已步入精细成熟期，公司所处的长三角区域具有较强的机加工能力，产品粗加工、喷涂、热处理等产能充足，行业内上市公司道森股份针对热处理、机加工、锻造、表面处理等加工环节均存在外协加工模式。

公司具备一定的议价能力，降低原材料价格变动风险，进一步验证竞争力。公司与客户是采取灵活的定价方式，在商谈最终销售价格时会将钢材等主要原材料价格可能上升的因素考虑在内，根据原材料价格的变化情况，定期调整销售指导价格，以保证公司的盈利空间，以降低原材料价格变动风险。

公司主要产品历史上多次经历原材料涨价，但基本通过相应提高了产品售价，维持了较稳定的毛利水平。公司两大产品体系（井口件和深海件），都能在成本上涨中，提高产品售价。尤其对于深海件，产品竞争力较强，在成本上升时产品销售价格也上涨。

图 32: 井口件毛利率基本稳定

图 33: 深海件毛利率稳中有升



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

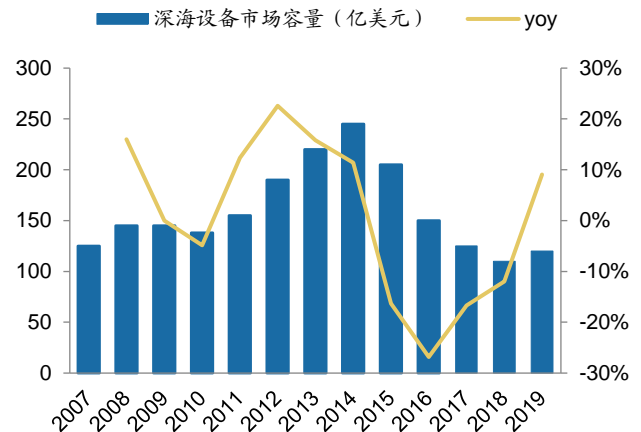
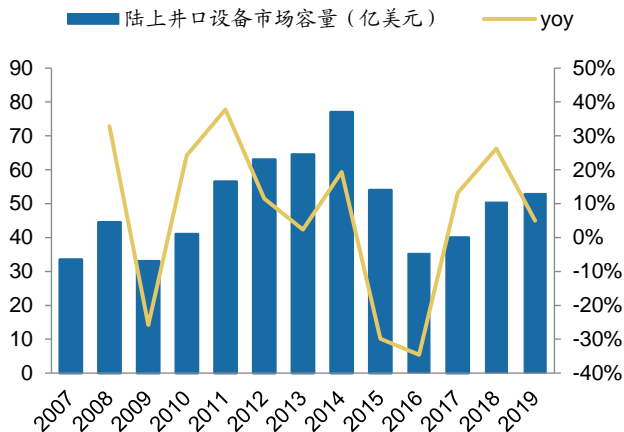
## 四、专用件大市场，公司拓展新产品，成长机会大

### （一）油气专用件百亿大市场，公司市占率尚低

公司产品直接面向的细分市场主要为陆上井口设备、深海设备和压裂设备。根据招股书引用的Spears&Associates数据，陆上井口设备市场规模由2016年最低的35.32亿美元上升至2019年的52.66亿美元，深海设备市场将由2017年最低的115.86亿美元上升至2019年的121.65亿美元。

图 34: 陆上井口设备市场容量

图 35: 深海设备市场容量

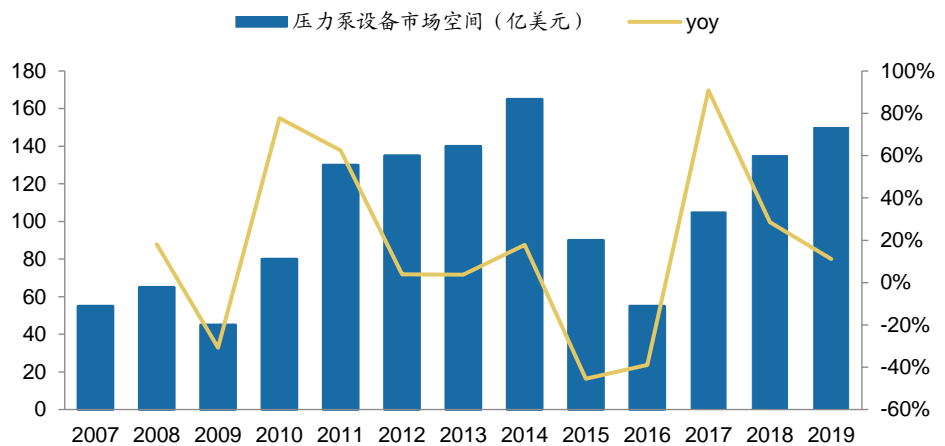


数据来源: 招股说明书, Spears&Associates, 广发证券发展研究中心

数据来源: 招股说明书, Spears&Associates, 广发证券发展研究中心

另外, 公司压裂设备专用件直接面向的页岩气压力泵设备市场快速增长, 市场容量从2007年的55.02亿美元增长至2014年的166.42亿美元, 经过2015年和2016年下跌调整后, 2017年起快速增长, 预计2019年市场容量为149.89亿美元, 预测未来几年仍将保持较快增长。

图 36: 压力泵设备市场空间



数据来源: 招股说明书, Spears&Associates, 广发证券发展研究中心

公司当前市场占有率低, 发展空间大。通常陆上井口设备和深海设备约20%-40%的价值来自于专用件产品, 假设全球各类油气设备专用件占油气设备价值的25%估算, 结合招股书引用的Spears&Associates数据, 2017-2019年对应设备市场空间达67.5/73.88/80.75亿美元。把公司2017-2019年收入分别按照美元平均汇率6.75、6.62和6.90折算, 2017-2019年公司的井口及采油树专用件、深海设备专用件和压裂设备专用件合计占全球市场占有率分别为0.7%、1.0%和1.2%, 公司的发展空间很大。

表 5: 全球市场空间及公司市占率估算

	2017 年	2018 年	2019 年
<b>全球总市场空间 (合计)</b>	<b>67.50</b>	<b>73.88</b>	<b>80.75</b>
陆上井口专用件 (亿美元)	10.0	12.6	13.3
深海设备专用件 (亿美元)	31.3	27.5	30.0
压力泵设备专用件 (亿美元)	26.3	33.8	37.5
<b>公司总收入 (合计)</b>	<b>0.48</b>	<b>0.73</b>	<b>0.97</b>
陆上井口专用件 (亿美元)	0.35	0.50	0.52
深海设备专用件 (亿美元)	0.08	0.16	0.30
压力泵设备专用件 (亿美元)	0.04	0.07	0.15
<b>公司市占率 (合计)</b>	<b>0.70%</b>	<b>0.99%</b>	<b>1.20%</b>
井口及采油树专用件	3.54%	3.99%	3.93%
深海设备专用件	0.26%	0.58%	1.01%
压裂设备专用件	0.15%	0.20%	0.40%

数据来源: 招股说明书, Spears&amp;Associates, 广发证券发展研究中心

## (二) 深海产品是公司增长重要发力点

深海及压裂设备专用件, 产品壁垒高, 公司是国内领先者, 竞争对手主要在海外。由于深海油气设备的安装操作难度高及使用环境恶劣, 相较于陆上井口设备, 深海油气设备对专用件的承压、抗腐蚀等各项性能指标和可靠性有着更高的要求。

表 6: 深海产品主要的竞争对手情况

竞争对手名称	介绍
Ellwood Group Incorporated	位于美国, 百年公司, 涉足行业包括油气、采矿、金属处理、武器装备等。
Metalcam Group	位于意大利, 有百年历史的锻造公司, 产品包括井口装置、阀体、防喷器等油气设备专用件。
Siderforgerossi Group	位于意大利, 提供各种定制金属制品, 涉足油气、风电、工业应用、铁路等领域产品。
Lucchini Mame Forge	位于意大利, 主要向客户提供用于油气、核能、风能、采矿、造船等领域的金属制品。
Manoir Industries	位于法国, 是一家为油气、石化、核能、军工、民用机械等行业提供设备专用件的全球性公司, 在法国、英国及中国拥有 9 家工厂, 生产流程覆盖铸钢、锻造、机械加工、表面处理及喷漆涂层等。

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

公司在深海油气专用件方面不断获得技术突破, 填补了国内空白。多次获得国际客户最佳质量奖和最佳供应商等荣誉, 是目前国内极少能提供深海油气设备关键承压部件的供应商。自 2011 年起就开始进行深海设备专用件产品的研发试验, 逐步形成了相关技术成果和深海产品的技术研发体系, 在行业内已处于领先地位, 形成了一系列专利, 并超过石油行业内最严格的 API6A 《井口和采油树设备》和 API 17D 《水下生产系统的设计和制造》等行业标准, 尤其是在产品的低温冲击韧性、大壁厚产品的均匀性等综合性能方面在全球范围内均处于行业领先水平, 主要指标比较如下:

表 7: 公司深海产品指标领先于行业

项目	位置	产品厚度 (mm)	抗拉强度(Mpa)	屈服强度(Mpa)	延伸率 (%)	收缩率 (%)	冲击韧性(-46° C)	硬度
行业标准要求	1/2T,1/4T,表面	-	655-689	517-552	18	35	60	207-237
	1/2T		732	612	23	73	219/293/284	226
公司产品性能	1/4T	670	730	609	25	77	300/228/291	224
	表面		720	602	26	79	300/300/300	223

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

**2021年公司重点推进深海连接器组件的研发与生产。**根据2021年12月投资者关系活动记录表, 公司表示, 截至2022年初, 已研发生产多型号连接器并得到客户认可, 订单情况较好。根据2021年半年度报告, 应用于巴西海域水下3000米工况的“深海连接器”批量订单产品已陆续交付客户, 并已与客户签订了长期供货协议。

### (三) 公司积极培育新产品, 为未来发展蓄力

**2021年公司也在有序地开拓其它高端装备领域, 培育新的盈利增长点。**根据2021年12月投资者关系活动记录表, 公司表示, 公司在服务好现有油气行业客户、推进产品的零件化和部件化的同时, 将充分利用产能扩展和制造能力提升的有利条件, 有序地开拓其它高端装备领域, 培育新的盈利增长点。2021年新增的国内外知名企业客户正陆续完成首样件试样、首批试样件交付和供应商认证中。

**公司一直坚持产业链延伸的发展战略, 从零件向部件化发展。**在十余年的发展过程中, 公司以锻造工序为起点向产业链下游不断延伸, 完善热处理、粗加工、精加工等制造环节, 进入组装试压环节, 筹划堆焊、涂层等环节, 逐步形成了完整产业链的制造模式, 产品种类和产品性能快速提升。

**公司发展堆焊工艺, 努力填补国内空白。**根据招股说明书, 2020年公司与WILHELM(SEA)PTE LTD签订了采购合同, 采购共六套堆焊机, 同时开展了水下采油树防腐堆焊技术研究, 以填补我国在深海油气开采水下装备制造相关领域的国内空白。

表 8: 公司已开展的与堆焊相关的研发

开发项目	主要方向	计划投入情况	应用前景
水下采油树防腐堆焊工艺研究	深海设备专用件	5人 200万元	承担工业和信息化部水下油气生产系统工程化示范应用创新专项之水下采油树抗腐蚀材料选择与防腐涂层技术优化研究, 通过对相关技术的研究, 突破水下采油设备国外技术封锁, 增强我国海洋油气钻采装备的竞争能力和配套能力, 有助于公司提高深海产品的市场竞争力
水下采油树涂层优化研究	深海设备专用件	3人 100万元	
井控产品堆焊无损检测技术的研究	无损检测技术	5人 540万元	根据 API 规范, 所有承压组堆焊, 在全焊后热处理及精加工后, 都需要进行堆焊层厚度的检测、内孔堆焊的超声波探伤检测。通过本项目的研发, 为公司堆焊业务的开发和实施奠定基础, 有效提高公司产品的附加值

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

#### (四) 扩产后产能翻倍，增长弹性可期

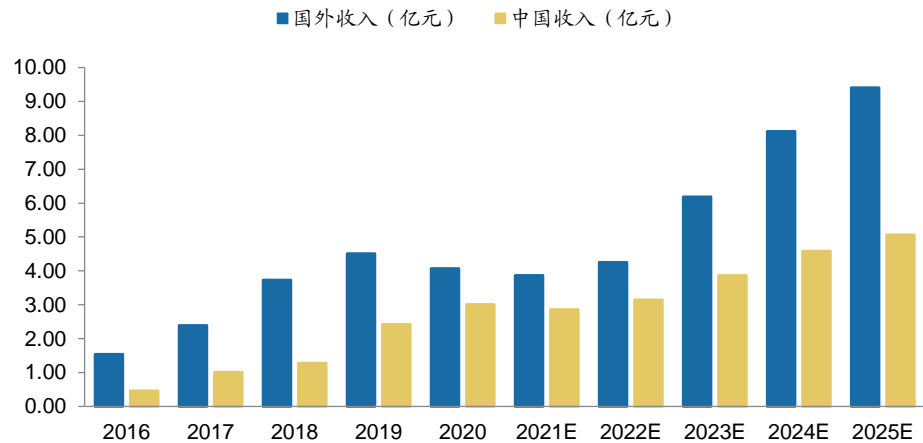
募投资金重点用于“油气装备关键零部件精密制造项目”，是主营业务的延伸。根据招股说明书，通过项目的实施，公司可以形成批量化精密专用件的生产能力，节约材料降低成本，优化品质提高效率，提升公司的盈利能力，进一步强化公司的行业地位。

其中，募投项目核心设备是350MN数控多向双动复合挤压液压机，主要技术指标和性能在同一技术领域内处于国际先进水平，是世界首台大型多向双动复合成形加工设备，填补国家大型多向双动复合挤压设备的空白，被工信部征集为传统制造业转型升级急需的新材料生产成形关键短板装备。

本次募投项目产品充分考虑了市场和客户的需求。根据招股说明书，公司在确定募投项目时，与客户进行了充分的沟通，走访的国际油服企业负责人均表示在产品质量达标的前提下会考虑采购公司的产品。此外，根据招股说明书，阀门和管系零部件的最终用户BP、雪佛龙、道达尔、埃克森美孚、沙特阿美、墨西哥国家石油公司、巴西石油公司、挪威国家能源公司等石油公司均已对公司通过了现场审核。

新产能完全达产后可达8万件，公司产能可翻倍。根据招股书，2017-2019年，油气设备专用件销量分别为6.81万件、6.94万件和6.97万件，公司通过本次募投项目的实施在当前油气设备专用件产品的基础上形成规模化的高端阀门及管系零部件产品制造能力。根据招股说明书，公司新增产能约8万件，预计2022年建成，未来4年逐渐提升产能。

图 37: 扩产后的公司收入预测



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

产能扩张叠加行业景气上行，公司收入有望大幅增长。长期来看，油气仍将是未来最主要的能源，随着油价日益攀升，2022年世界各国石油公司将加大未来勘探开发活动的支出。同时，随着新项目“油气装备关键零部件精密制造项目”投产后，在公司批量化精密制造上将具有更大技术及成本优势，产品的质量也更加可靠，在行业景气度上行周期中，公司收入有望获得增长。

## 五、盈利预测和投资建议

公司是油气设备专用件的全球供应商，竞争力在持续提升，在上一轮油气行业复苏中得到验证。2016年开启的全球油气复苏行情中，跨国油服公司逐步对中国企业开放专用件市场，公司承接了大量国际订单，收入增速远超行业增速，如前文图29所示，2017-2019年行业年化增速9%，而公司收入年化增速高达50%。

2021年，受全球疫情影响，全球油气行业低迷，上游资本开支减少，公司受到外部环境的影响，2021年收入下降。随着2022年新一轮复苏开启，伴随高壁垒的深海产品放量，公司将承接更多国际订单转移。高壁垒深海产品在核心客户中放量，有望迎来业绩量价齐升。

此外，我们观察到公司大客户增加了资本开支规划，公司有望直接受益。斯伦贝谢是公司2019年第一大海外客户，在公司营收占比25.7%，其2021Q4披露2022年的资本投资在19至20亿美元，2021年是17亿美元。预计此举将增加对于油服设备专用件的订单，公司有望直接受益。2021年三季度末报告显示，公司合同负债300万，公司销售订单从2021年第四季度开始有明显回升。

未来油气行业复苏、公司全球化不断深入，各业务板块有望强劲增长，具体预计如下：

(1) 井口及采油树专用件：该专用件安装在陆上井口，整体属于中低端市场，国内竞争者较多，因此该业务毛利率相比其他业务更低。2022年陆上井口设备开始进入复苏阶段，预计收入增速50%，毛利率提升，预计为20%。受益于油气行业进入增长周期，预计2023年该业务收入增速维持30%，毛利率预计维持。

(2) 深海设备专用件：深海领域有新客户和新产品突破，且价值量高，是未来几年增量最大的业务。根据2021年半年报，公司陆续承接了15个深海油气项目的专用件产品；应用于巴西海域水下3000米工况的“深海连接器”批量订单产品已陆续交付客户；公司参与的我国首个自营勘探开发的1500米深水大气田“深海一号”正式投产。随着客户不断拓展，公司在2021年半年报表示，目前公司在手深海设备专用件订单增幅明显。预计2022年深海同比增长100%以上，2023年预计增速60%，增幅较大的原因是油气行业复苏叠加公司新产品获得新增订单。同时，深海产品的壁垒高、产品要求高，国内几乎没有竞争对手，毛利能维持较高水平，预计2022、2023年为40%、41%。深海领域收入和毛利率有望齐升，给公司利润带来较大贡献。

(3) 压裂设备专用件：压裂设备方面公司与国内压裂主机厂大客户关系紧密，订单较多。根据2021年半年报，公司是国内领先压裂设备提供商杰瑞股份和三一石油的重要零部件供应商。伴随中国油气公司资本开支增加，公司压裂专用件营收在2022年和2023年预计分别增长100%和50%，主要原因是行业从底部复苏，客户订单增加，同时随着产品的部件化趋势，单个产品价值量提升，毛利率稳中有升，预计2022年和2023年毛利率均为30%。

(4) 钻采设备专用件：钻采设备专用件是指勘探和开采油气的全套机械设备的零部件，在公司营收中占比较小，受益于行业景气增长可观，2022年、2023年收入增速预计分别为增长60%和50%，毛利率预计维持20%。

(5) 其他业务: 公司也在有序地开拓其它高端装备领域, 培育新的盈利增长点。预计2022年和2023年业绩增速10%, 毛利率预计28%。

表 9: 公司分业务收入和毛利率预测

单位: 百万元	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	340.12	502.53	693.90	708.10	541.86	979.62	1440.97
yoy		48%	38%	2%	-23%	81%	47%
营业成本	260.22	366.94	485.79	510.37	409.87	681.45	985.41
毛利率	23%	27%	30%	28%	24%	30%	32%
<b>井口及采油树专用件</b>							
收入	238.90	332.57	358.72	285.66	214.25	321.37	417.78
yoy		39%	8%	-20%	-25%	50%	30%
成本	190.73	255.66	278.84	226.42	182.11	257.09	334.22
毛利率	20.2%	23.1%	22.3%	20.7%	15%	20%	20%
占比	70.2%	66.2%	51.7%	40.3%	39.5%	32.8%	29.0%
<b>深海设备专用件</b>							
收入	54.94	104.59	208.28	180.31	189.33	397.58	636.13
yoy		90%	99%	-13%	5%	110%	60%
成本	37.25	67.44	123.10	109.76	123.06	238.55	375.32
毛利率	32%	36%	41%	39%	35%	40%	41%
占比	16.2%	20.8%	30.0%	25.5%	34.9%	40.6%	44.1%
<b>压裂设备专用件</b>							
收入	26.52	43.74	103.11	199.46	109.70	219.41	329.11
yoy		65%	136%	93%	-45%	100%	50%
成本	15.65	26.20	64.83	141.38	82.28	153.58	230.38
毛利率	41%	40%	37%	29%	25%	30%	30%
占比	7.8%	8.7%	14.9%	28.2%	20.2%	22.4%	22.8%
<b>钻采设备专用件</b>							
收入	6.00	10.48	12.90	32.72	19.63	31.41	47.12
yoy		75%	23%	154%	-40%	60%	50%
成本	5.07	8.64	10.59	25.64	15.71	25.13	37.69
毛利率	16%	18%	18%	22%	20%	20%	20%
占比	1.8%	2.1%	1.9%	4.6%	3.6%	3.2%	3.3%
<b>其他业务</b>							
收入	13.75	11.16	10.89	9.95	8.96	9.85	10.84
yoy		-19%	-2%	-9%	-10%	10%	10%
成本	11.51	9.01	8.43	7.17	6.72	7.09	7.80
毛利率	16%	19%	23%	28%	25%	28%	28%
占比	4.0%	2.2%	1.6%	1.4%	1.7%	1.0%	0.8%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

公司从事油服专用件领域, 深海产品供应海外油服企业, 国内没有直接可比公司, 我们选取主营业务以油气装备为主的杰瑞股份、中海油服和石化机械对比分析, 其中中海油服主营业务包括油田技术服务等, 杰瑞股份是国内油气田压裂设备制造龙

头，石化机械主要从事油用钻头等产品的研发制造。

公司相比所选取的可比公司，体量较小、业务处于成长期，业绩有较高的增速；另外，可比公司做国内市场居多，而公司服务海外核心客户，不断拓展新产品，市场空间广阔。因此，考虑到公司较高的业绩增速、较大的市场空间，给予公司一定估值溢价。

我们预计21-23年公司归母净利润分别为0.40/1.40/2.33亿元，对应PE分别为106/30/18倍，考虑行业处在底部向上复苏期，公司将承接更多海外订单转移，参考可比公司估值，给予公司22年40X PE的估值，对应合理价值28.73元/股，给予“买入”评级。

表 10: 迪威尔可比公司PE估值情况

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	净利润(百万元)			PE估值水平		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
中海油服	601808.SH	油田技术服务、钻井服务	625	2,703	2,048	3,495	23	31	18
杰瑞股份	002353.SZ	油气田压裂设备制造及技术工程服务	427	1,690	1,777	2,520	25	24	17
石化机械	000852.SZ	从事油用钻头、矿用钻头等产品研发制造和服务	55	7	—	—	772	—	—

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：杰瑞股份盈利预测来自广发证券，其余盈利预测来自 Wind 一致预测。

## 六、风险提示

### （一）疫情反弹影响欧美国家需求复苏，油价回落

公司的主营业务受油价影响大。如果欧美国家疫情变异导致防控政策加强，石油需求被抑制，油价回落，上游油气公司可能暂缓资本开支计划，给公司的订单带来不确定性。

### （二）市场竞争加剧的风险

在公司的主营产品领域，目前能同时进入TechnipFMC、Schlumberger、Baker Hughes、Aker Solutions、Weir Group等全球油气技术服务公司供应体系的中国企业较少，但是国内通过API认证的企业数量有一定规模，若其中部分企业快速成长，逐步进入公司主要客户的供应商体系，公司在国内面临市场竞争加剧的风险。

### （三）客户较为集中的风险

全球油服行业公司集中度高，公司的海外客户集中度也相对较高，因此如果客户变动可能给公司的业绩带来较大的波动。

## 资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>661</b>	<b>1,274</b>	<b>1,181</b>	<b>1,577</b>	<b>2,113</b>
货币资金	120	192	200	300	500
应收及预付	296	312	233	425	622
存货	228	193	172	271	405
其他流动资产	16	576	576	580	587
<b>非流动资产</b>	<b>527</b>	<b>589</b>	<b>783</b>	<b>963</b>	<b>1,032</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	310	305	349	479	597
在建工程	67	66	216	266	216
无形资产	52	52	52	52	52
其他长期资产	97	167	167	167	167
<b>资产总计</b>	<b>1,188</b>	<b>1,863</b>	<b>1,964</b>	<b>2,540</b>	<b>3,145</b>
<b>流动负债</b>	<b>404</b>	<b>282</b>	<b>325</b>	<b>753</b>	<b>1,121</b>
短期借款	99	11	84	387	594
应付及预收	252	223	195	311	460
其他流动负债	54	49	46	55	67
<b>非流动负债</b>	<b>54</b>	<b>49</b>	<b>69</b>	<b>79</b>	<b>89</b>
长期借款	7	18	38	48	58
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	47	31	31	31	31
<b>负债合计</b>	<b>459</b>	<b>332</b>	<b>394</b>	<b>833</b>	<b>1,210</b>
股本	146	195	195	195	195
资本公积	258	933	933	933	933
留存收益	309	390	429	569	802
归属母公司股东权益	713	1,517	1,557	1,697	1,929
少数股东权益	16	14	14	11	6
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,188</b>	<b>1,863</b>	<b>1,964</b>	<b>2,540</b>	<b>3,145</b>

## 现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>76</b>	<b>154</b>	<b>128</b>	<b>7</b>	<b>116</b>
净利润	94	78	39	135	227
折旧摊销	35	41	36	50	61
营运资金变动	-64	24	66	-175	-184
其它	11	12	-13	-3	12
<b>投资活动现金流</b>	<b>-49</b>	<b>-675</b>	<b>-209</b>	<b>-206</b>	<b>-106</b>
资本支出	-49	-115	-225	-226	-120
投资变动	0	-563	0	0	0
其他	0	3	16	20	14
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-35</b>	<b>634</b>	<b>88</b>	<b>299</b>	<b>190</b>
银行借款	107	76	93	314	218
股权融资	17	799	0	0	0
其他	-159	-241	-4	-15	-28
<b>现金净增加额</b>	<b>-8</b>	<b>107</b>	<b>8</b>	<b>100</b>	<b>200</b>
期初现金余额	65	57	192	200	300
期末现金余额	57	164	200	300	500

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	38.1%	2.0%	-23.5%	80.8%	47.1%
营业利润增长	90.3%	-23.6%	-56.6%	321.6%	68.0%
归母净利润增长	82.8%	-15.4%	-50.6%	252.6%	66.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.0%	27.9%	24.4%	30.4%	31.6%
净利率	13.5%	11.0%	7.2%	14.0%	15.8%
ROE	13.3%	5.3%	2.5%	8.2%	12.1%
ROIC	10.7%	5.0%	1.8%	5.7%	8.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.6%	17.8%	20.1%	32.8%	38.5%
净负债比率	62.9%	21.7%	25.1%	48.8%	62.5%
流动比率	1.63	4.51	3.64	2.09	1.89
速动比率	1.06	3.80	3.09	1.72	1.51
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.58	0.38	0.28	0.39	0.46
应收账款周转率	3.30	3.59	3.49	3.56	3.52
存货周转率	3.04	3.67	3.15	3.61	3.56
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.65	0.41	0.20	0.72	1.20
每股经营现金流	—	1	1	0	1
每股净资产	4.88	7.79	8.00	8.72	9.91
<b>估值比率</b>					
P/E	—	45.75	106.37	30.17	18.13
P/B	—	2.42	2.71	2.49	2.19
EV/EBITDA	0.15	26.93	61.73	22.85	13.67

## 利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>694</b>	<b>708</b>	<b>542</b>	<b>980</b>	<b>1,441</b>
营业成本	486	510	410	681	985
营业税金及附加	6	5	4	7	11
销售费用	19	19	15	27	39
管理费用	39	40	43	69	86
研发费用	29	35	38	54	58
财务费用	10	26	10	10	20
资产减值损失	2	0	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	0	3	16	20	14
<b>营业利润</b>	<b>109</b>	<b>83</b>	<b>36</b>	<b>153</b>	<b>256</b>
营业外收支	-2	5	4	3	3
<b>利润总额</b>	<b>107</b>	<b>88</b>	<b>40</b>	<b>156</b>	<b>259</b>
所得税	13	10	1	19	31
<b>净利润</b>	<b>94</b>	<b>78</b>	<b>39</b>	<b>137</b>	<b>228</b>
少数股东损益	-1	-2	-1	-3	-4
<b>归属母公司净利润</b>	<b>95</b>	<b>80</b>	<b>40</b>	<b>140</b>	<b>233</b>
EBITDA	142	131	68	192	322
EPS (元)	0.65	0.41	0.20	0.72	1.20

## 广发机械行业研究小组

- 代川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：资深分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：资深分析师，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱宇航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 范方舟：研究助理，中国人民大学国际商务硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 王宁：北京大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。