

海油发展 (600968)

2023 年 08 月 25 日

分析师
芮雯

(852) 3982 3217

ruiraven@dwzq.com.hk

海上油服领军企业，业务多元谋发展

买入 (首次)

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	47,784	54,516	61,357	68,132
同比 (%)	23%	14%	13%	11%
归母净利润 (百万元)	2,416	2,752	2,917	3,470
同比 (%)	88%	14%	6%	19%
每股收益 (元/股)	0.24	0.27	0.29	0.34
P/E (倍)	12.83	11.27	10.63	8.93

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。

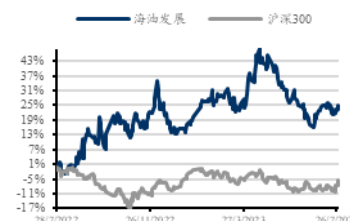
■ **国际油价中高位运行+增储上产行动方案，奠定国内海洋油气及油服行业长期向好局面：**1) 国际原油供需缺口偏紧，我们预计原油价格持续中高位运行，油气公司将继续推进油气生产，带动油服企业工作量提升。2) 2022 年我国原油进口依赖度高达 72%，我国持续推进能源安全战略，出台加大能源勘探力度的相关政策，未来国内油气市场有望扩容。3) 中海油“七年行动计划”继续落实，在母公司有明确的增储上产目标的背景下，公司工作量较为饱满，预计将带来可观的业绩增量。

■ **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

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

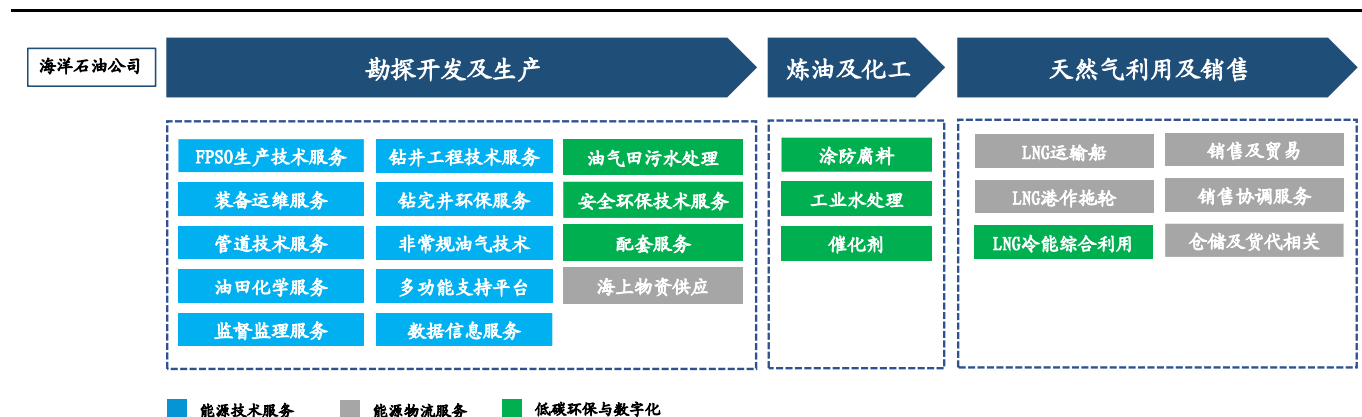
相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢陈淑娟、陈李、郭晶晶和何亦桢的指导。

1. 全链布局，具备多元化服务能力海上油服巨头

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1：公司主要业务流程

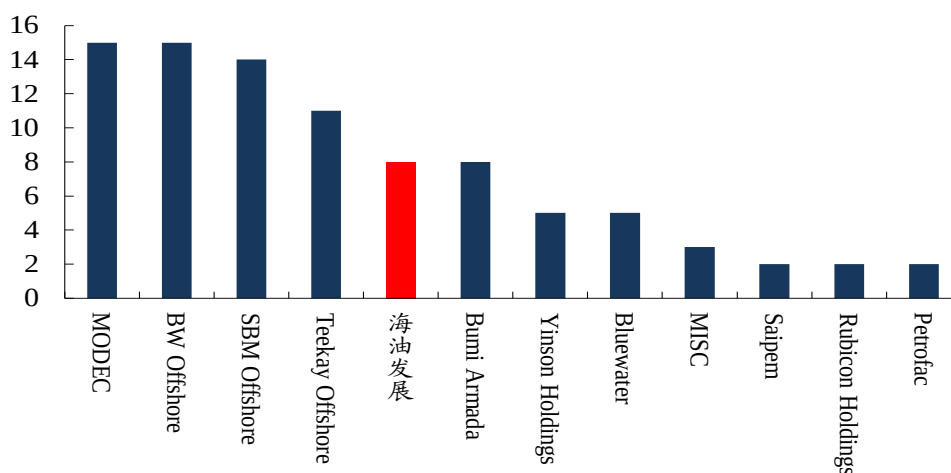


数据来源：公司招股说明书，公司年报，东吴证券研究所

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

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。

图2：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（香港）

2. 中海油资本开支稳定增长，海内外业务不断进取

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。

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

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。

3. 盈利预测与投资评级

盈利预测与投资建议：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。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。。

4. 风险提示

电网投资不及预期、特高压建设不及预期、国际局势恶化、竞争加剧等。

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	营业收入	47,784	54,516	61,357	68,132
现金	6,993	8,487	10,785	13,442	减:营业成本	41,792	47,509	53,536	59,476
应收账款	12,621	15,185	17,017	18,623	营业税金及附加	200	241	271	295
存货	855	1,002	1,140	1,246	销售费用	234	318	340	370
其他流动资产	2,844	3,339	3,650	4,023	管理费用	1,688	1,979	2,250	2,459
非流动资产	17,358	17,666	18,245	18,972	研发费用	1,330	1,308	1,609	1,773
长期股权投资	2242	2333	2417	2526	财务费用	0	0	0	0
固定资产	9,521	8,982	8,532	8,075	资产减值损失	181	184	231	124
在建工程	2,024	2,637	3,374	4,176	加:投资净收益	359	444	477	532
无形资产	2,348	2,494	2,698	2,967	其他收益	277	328	360	398
其他非流动资产	1,223	1,220	1,224	1,228	资产处置收益	2	3	4	3
资产总计	40,671	45,679	50,838	56,306	营业利润	2,998	3,750	3,960	4,568
流动负债	14,851	17,858	19,941	21,775	加:营业外净收支	-13	0	0	0
短期借款	301	319	319	319	利润总额	2,984	3,750	3,960	4,568
应付账款	11,286	13,463	15,073	16,554	减:所得税费用	487	850	885	934
其他流动负债	3,264	4,076	4,549	4,902	少数股东损益	81	149	159	164
非流动负债	2,780	2,756	2,756	2,756	归属母公司净利润	2,416	2,752	2,917	3,470
长期借款	1,161	1,161	1,161	1,161	EBIT	2,692	3,750	3,960	4,568
其他非流动负债	1,619	1,595	1,595	1,595	EBITDA	4,848	4,860	5,195	5,837
负债合计	17,631	20,614	22,697	24,531	重要财务与估值指标				
少数股东权益	712	860	1,019	1,183		2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东权益	22,328	24,205	27,122	30,592	每股收益(元)	0.24	0.27	0.29	0.34
负债和股东权益	40,671	45,679	50,838	56,306	每股净资产(元)	2.20	2.38	2.67	3.01
					发行在外股份(百万股)	10,165	10,165	10,165	10,165
					ROIC(%)	9.47	11.03	10.66	11.28
					ROE(%)	10.82	11.37	10.76	11.34
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	毛利率(%)	12.54	12.85	12.75	12.7
经营活动现金流	3,416	3,521	3,864	4,242	销售净利率(%)	5.06	5.05	4.75	5.09
投资活动现金流	-3,109	-1,162	-1,565	-1,585	资产负债率(%)	43.35	45.13	44.65	43.57
筹资活动现金流	225	-856	0	0	收入增长率(%)	23.35	14.09	12.55	11.04
现金净增加额	588	1,494	2,298	2,657	净利润增长率(%)	88.25	13.89	6	18.96
折旧和摊销	2,156	1,109	1,235	1,269	P/E	12.83	11.27	10.63	8.93
资本开支	-2,269	-1,505	-1,946	-2,000	P/B	1.39	1.28	1.14	1.01
营运资本变动	-1069	-218	-198	-250					

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

