

2024年04月17日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 油服行业景气度提升，持续打造世界一流能源服务公司

## —中海油服（601808.SH）公司动态研究报告

### 买入(首次)

### 投资要点

分析师：张伟保 S1050523110001

✉ zhangwb@cfsc.com.cn

联系人：刘韩 S1050122080022

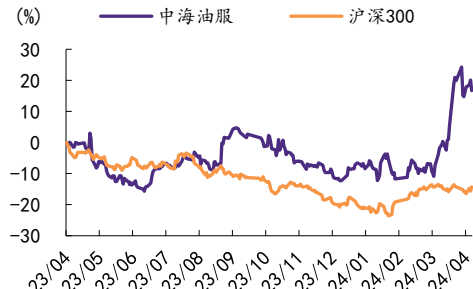
✉ liuhan@cfsc.com.cn

#### 基本数据

2024-04-17

当前股价(元)	19.52
总市值(亿元)	931
总股本(百万股)	4772
流通股本(百万股)	2960
52周价格范围(元)	13.46-19.84
日均成交额(百万元)	111.0

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

- 1、《中海油服（601808）：海上油服景气上行，业绩环比持续提升》  
2022-08-28

### ■ 上游勘探开发支出增加，公司业绩显著提升

2023 年全球上游勘探开发投资规模整体保持稳定增长，海上油气勘探资本支出和油田服务市场规模持续扩大，钻井平台利用率持续稳定恢复。公司在行业上升周期，以完整产业链优势打造以客户需求为导向的油田全生命周期一体化服务品牌，有效推动装备板块和技术板块的协同发展。2023 年，公司油田技术、钻井、船舶、物探和工程勘察板块的收入同比增长 31.4%、16.6%、5.9%、17.7%，油田技术服务板块的营收贡献最为明显。四个板块毛利率分别为 22.1%、9.3%、2.9%、3.2%，同比分别-1.5pcts、+11.8pcts、+3.0pcts、+2.5pcts，钻井板块的盈利改善最为明显。

### ■ 行业景气回暖，钻井业务提供业绩弹性

截至 2023 年底，公司的钻井平台有 41 座在中国，19 座在国际地区。受海上油气行业持续回暖影响，2023 年公司钻井平台作业日数为 17726 天，同比增加 999 天，增幅 6.0%。2023 年公司自升式钻井平台作业 13830 天，同比增加 225 天；半潜式钻井平台作业 3896 天，同比增加 774 天。平台可用天使用率同比增加 1.7pcts 至 85.2%，其中自升式平台使用率受跨国拖航和海外客户验船影响同比下降 2.3pcts 至 85.9%，剔除该因素影响后可用天使用率同比增加 1pcts 至 89.2%。2023 年公司半潜式及自升式平台日费收入分别为 13.3 万美元和 7.4 万美元，同比分别+16.7%和 7.2%。随着公司北海地区钻井平台等新合同投入作业，我们认为公司未来钻井日费以及平台利用率仍将提升。

### ■ 高油价+能源安全，行业巨头持续受益

全球石油需求持续增加，油公司将持续加大油气开发力度，尤其是超深水油田开发和非常规油气开发。国内仍将强化化石能源安全兜底保障作用，油气产业将深入研究实施油气中长期增储上产发展战略，加大油气勘探开发力度，国内油田服务市场仍将维持持续向好的态势。公司将充分受益于行业景气上行周期，持续打造世界一流能源服务公司。

### ■ 践行国际化发展战略，加速海外布局

2023 年公司持续优化海外市场开拓和战略布局，充分发挥一

体化全产业链优势，国际市场实现营业收入 94.7 亿元，同比 +50.9%。得益于长周期、大额度、高价值合同开拓，公司近年来海外新签合同金额持续攀升，2023 年海外新签合同额 42 亿美元，同比 +19.3%。同时随着公司技术品牌效应的不断增强，自主技术产品的规模化应用助力海外市场规模稳步扩大。2024 年 4 月公司公告收到中东地区客户暂停 4 座钻井平台作业的通知，暂停期间公司将同步积极寻找合适的市场机会。尽管本次作业暂停将对公司中东区域发展形成短期的挑战，但无碍公司构建全球资源实现海外发展的步伐。

## 盈利预测

基于高油价背景下全球油气资本开支增长力度大，带动油服业景气度上行，预测公司 2024-2026 年收入分别为 488.86、547.6、640.8 亿元，EPS 分别为 0.83、1、1.19 元，当前股价对应 PE 分别为 22.4、18.6、15.6 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## 风险提示

经济下行风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险；受环保政策开工受限风险；下游需求不及预期的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	44,109	48,886	54,760	64,080
增长率（%）	23.7%	10.8%	12.0%	17.0%
归母净利润（百万元）	3,013	3,969	4,769	5,701
增长率（%）	28.1%	31.7%	20.2%	19.5%
摊薄每股收益（元）	0.63	0.83	1.00	1.19
ROE（%）	7.1%	8.8%	9.7%	10.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## 正文目录

1、海洋油服龙头，受益行业景气度回升.....	5
1.1、中海油旗下综合油田服务供应商，业务布局全产业链.....	5
1.2、业务规模扩大，业绩持续增长.....	6
2、高油价+能源安全，海上油服景气度上行.....	7
3、日费回升，钻井业务提供业绩弹性.....	10
4、坚持客户需求导向，海外市场高速发展.....	14
5、风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1：公司业务.....	5
图表 2：油田全生命周期服务.....	5
图表 3：中海油服股权结构.....	6
图表 4：公司营业收入(亿元)及增速.....	6
图表 5：公司归母净利润(亿元)及增速.....	6
图表 6：公司营收(亿元)构成.....	7
图表 7：公司毛利(亿元)构成.....	7
图表 8：公司分业务板块毛利率情况.....	7
图表 9：公司费用率情况(%).....	7
图表 10：油价对油服公司业绩影响.....	8
图表 11：全球原油需求量(百万桶/天).....	8
图表 12：国际油价高位震荡(美元/桶).....	8
图表 13：全球上游勘探开发资本支出(十亿美元).....	8
图表 14：全球上游海上勘探开发资本支出(十亿美元).....	8
图表 15：中国原油对外依存度(亿吨).....	9
图表 16：中国天然气对外依存度(亿立方米).....	9
图表 17：中国海油营业收入及资本开支情况(亿元).....	9
图表 18：2024 年中国海油资本支出结构.....	9
图表 19：中国海油油气产量(百万桶油当量).....	10
图表 20：中国海油 2024 年主要项目.....	10
图表 21：中国海油三年滚动产量目标(百万桶油当量).....	10
图表 22：中国海油主要新项目.....	10
图表 23：中海油服钻井装备平台.....	11
图表 24：自升式钻井平台(250ft)平均日费及利用率.....	11

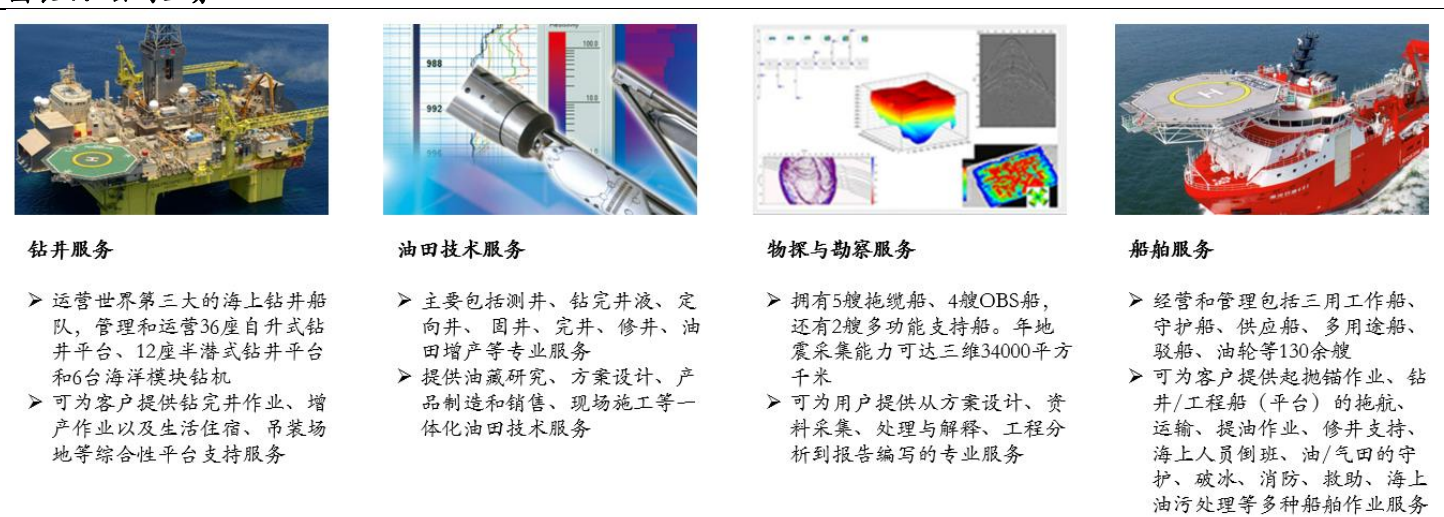
图表 25: 自升式钻井平台 (350ft) 平均日费及利用率 .....	11
图表 26: 半潜式钻井平台 (4000ft) 平均日费及利用率 .....	12
图表 27: 钻井船 (8000ft) 平均日费及利用率 .....	12
图表 28: 中海油服钻井服务使用率逐步恢复 .....	12
图表 29: 中海油服钻井平台作业日数 .....	12
图表 30: 中海油服钻井服务使用率逐步恢复 .....	13
图表 31: 982 深水半潜式钻井平台 .....	13
图表 32: 主要油服公司毛利率情况(%) .....	13
图表 33: 中海油服及 Valaris 公司自升式平台日费对比(万美元) .....	13
图表 34: 主要油公司资本开支同期对比(百万美元) .....	14
图表 35: 中海油服国际化进程加速 .....	15
图表 36: 公司近三年海外新签合同额(含固定期和选择期, 亿美元) .....	15
图表 37: 公司 2023 年度新增客户 .....	15
图表 38: 持续打造世界一流能源服务公司 .....	16

# 1、海洋油服龙头，受益行业景气度回升

## 1.1、中海油旗下综合油田服务供应商，业务布局全产业链

中海油服是中国近海最具规模的油田服务供应商，也是亚洲地区功能最全、服务链最完整、最具综合性的海上油田服务公司。公司的业务涉及石油及天然气勘探、开发及生产的各个阶段，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。公司占据了国内近海油田技术服务市场大部分份额，其中固井、泥浆等服务在中国近海拥有绝对市场优势；公司在市场上拥有和操作规模最庞大和功能最广泛的大型装备群，具有较强的竞争能力，可服务于整个中国海域的油田服务市场。

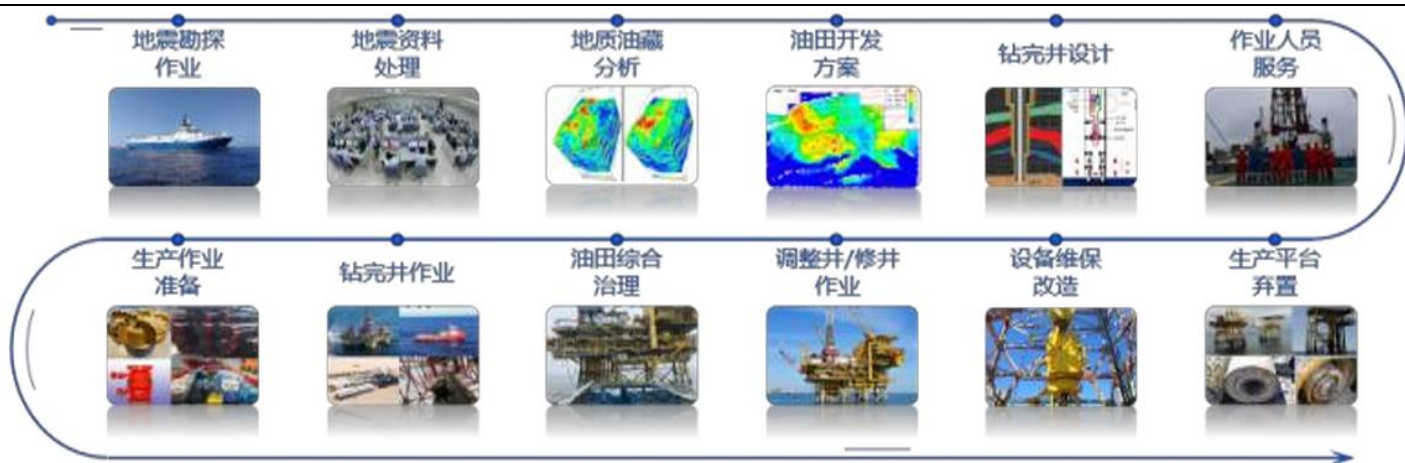
图表 1：公司业务



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

公司发挥多业务线协同优势，以油田全生命周期管理，加大一体化业务(地质工程一体化、开发工程一体化、钻完井一体化、油田综合治理一体化、弃置一体化)开拓力度，实现客户资产增值。

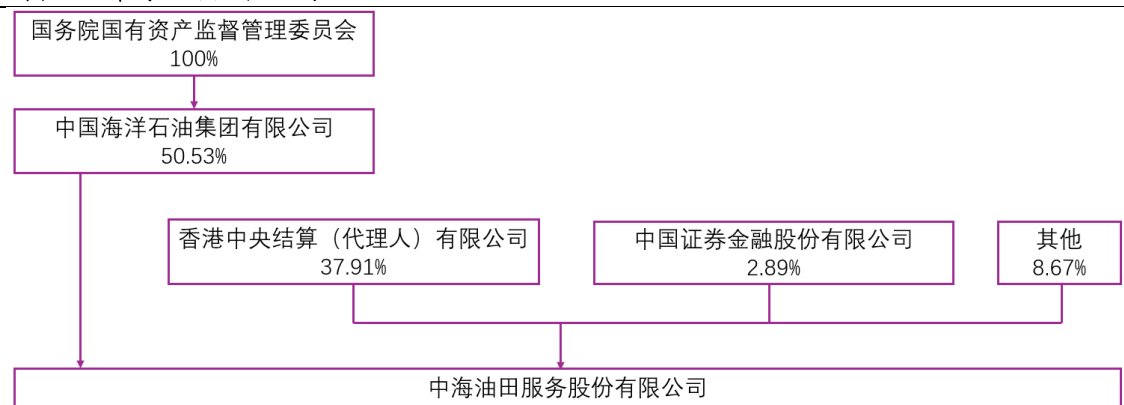
图表 2：油田全生命周期服务



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

中海油集团直接控股，国资委间接控股，股权结构稳定。公司实际控制人为中国海洋石油集团有限公司，持股比例为 50.53%；香港中央结算(代理人)有限公司为公司第二大股东，持股比例为 37.91%。

图表 3：中海油服股权结构

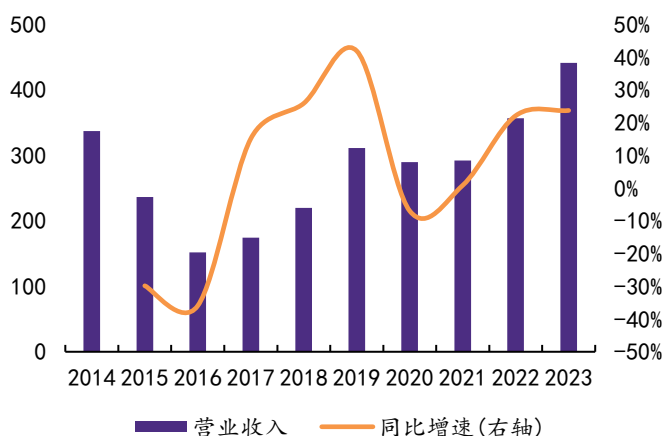


资料来源：Wind，华鑫证券研究

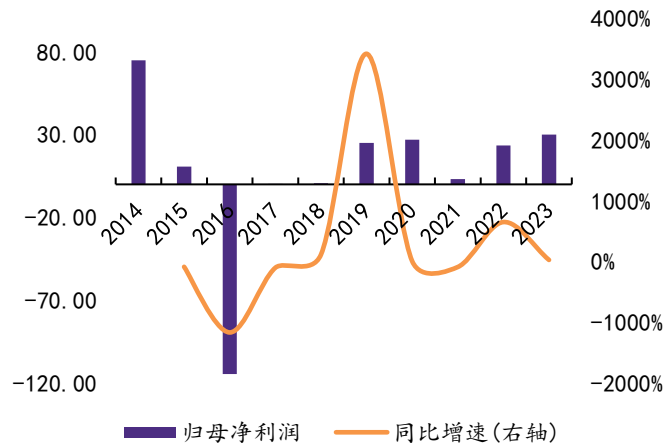
## 1.2、业务规模扩大，业绩持续增长

公司 2023 年实现营业收入 441.09 亿元，同比+23.7%；归母净利润 30.13 亿元，同比+28%。从营业收入结构来看，公司的油田技术服务及钻井服务是主要收入来源，2023 年公司钻井服务营收 120.7 亿，同比+17%；船舶服务营收 39.5 亿，同比+6%；物探采集和工程勘察服务营收 23.4 亿，同比+18%；油田技术服务营收 257.6 亿，同比+31%。

图表 4：公司营业收入(亿元)及增速



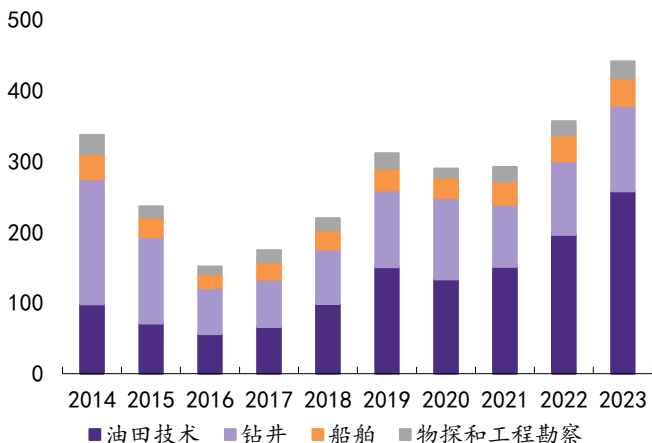
图表 5：公司归母净利润(亿元)及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

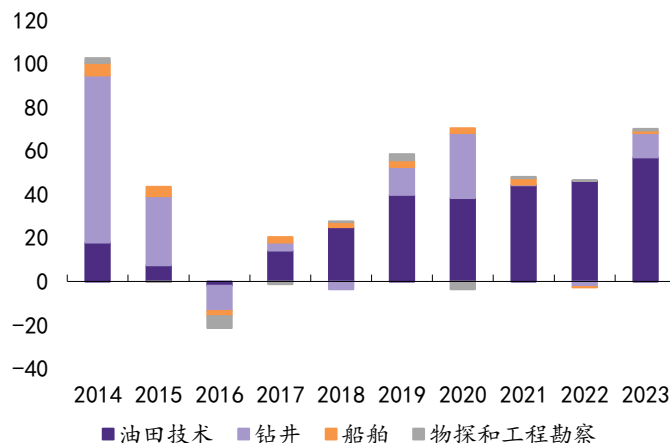
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 6: 公司营收(亿元)构成



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

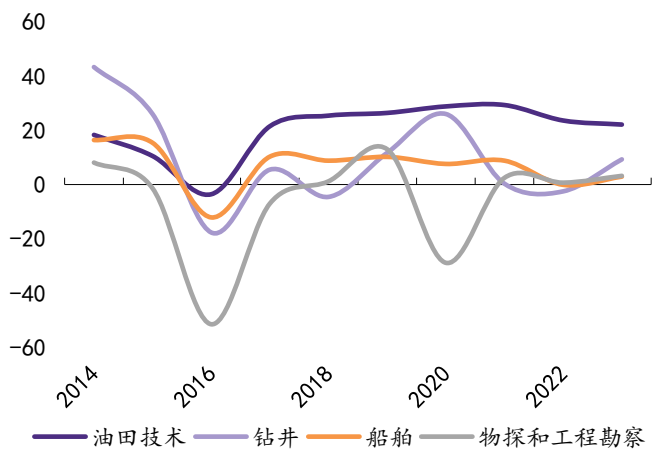
图表 7: 公司毛利(亿元)构成



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

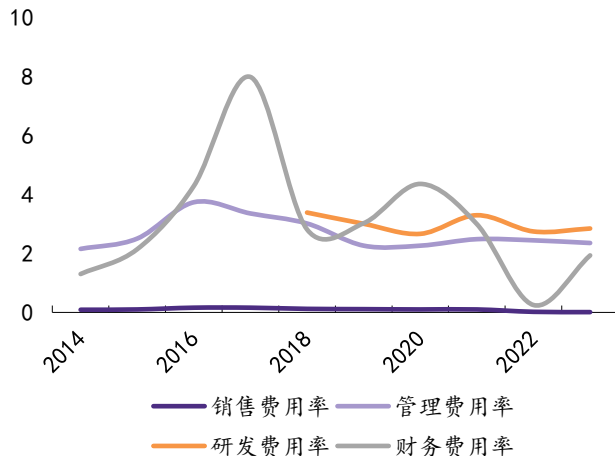
2023 年公司毛利率、净利率分别为 15.9%、7.4%，同比+3.6pcts、+0.45pcts，主要得益于钻井服务业务毛利率提升明显，2023 年公司钻井服务业务毛利率 9.3%，同比+11.8pcts。在经营费用方面，财务费用率同比+1.7pcts，主要系 2023 年受汇率影响，汇兑收益减少。长期来看公司整体期间费用率呈现下降趋势，实现成本控制 and 效益提升。

图表 8: 公司分业务板块毛利率情况



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 9: 公司费用率情况(%)



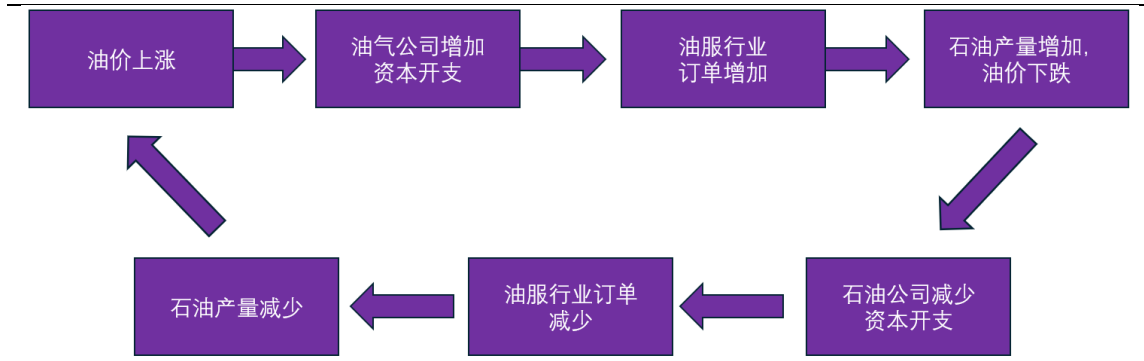
资料来源: wind, 华鑫证券研究

## 2、高油价+能源安全，海上油服景气度上行

油服公司业绩受油价影响明显。国际油价上涨，高于油气企业开采成本，油气企业加大勘探开发资本开支，油服行业高景气；国际油价低迷，油气企业利润下降甚至亏损，油气企业缩减勘探开发资本开支，油服行业进入低谷期。

增储上产确保能源安全。近年我国持续推出文件加大油气勘探开发和增储上产力度，继续强化能源安全，增强油气保障能力被列为“十四五”期间石化行业重要任务之首。

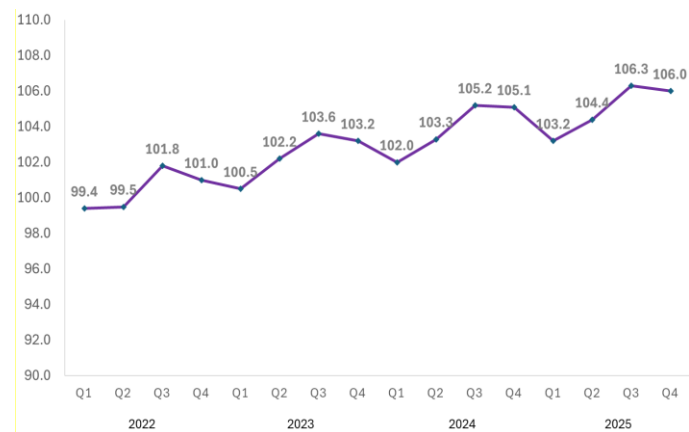
图表 10: 油价对油服公司业绩影响



资料来源: 华鑫证券研究

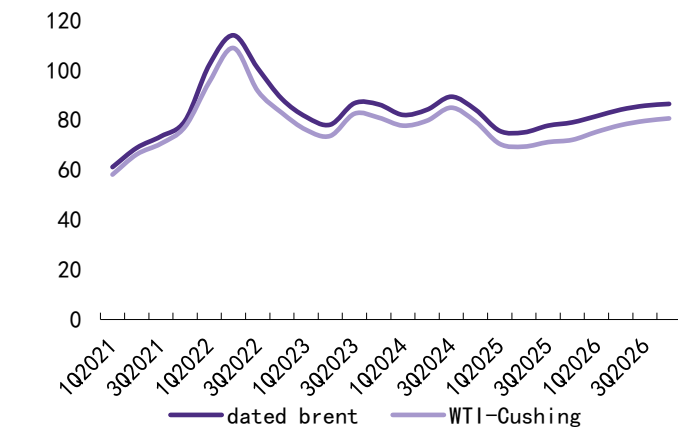
**油价中枢高位震荡。**根据 IHS Markit, 2024 年原油供需将维持紧平衡, OPEC+ 产量政策变化, 地缘政治冲突等因素影响国际油价, 预计 2024 年全球原油需求仍持续增长, 布伦特原油年平均价格在 85 美元/桶高位震荡。

图表 11: 全球原油需求量(百万桶/天)



资料来源: IHS Markit, 华鑫证券研究

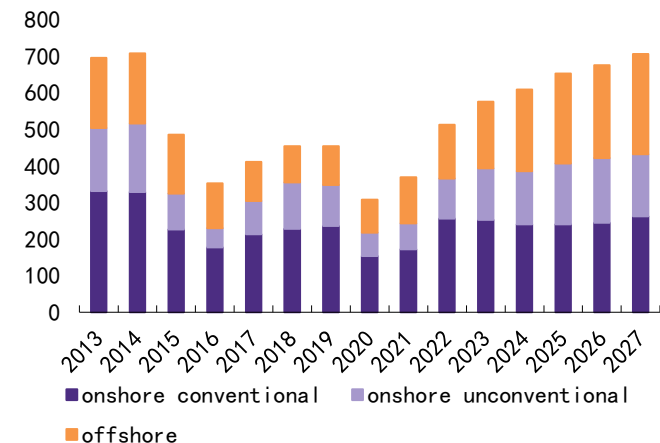
图表 12: 国际油价高位震荡(美元/桶)



资料来源: IHS Markit, 华鑫证券研究

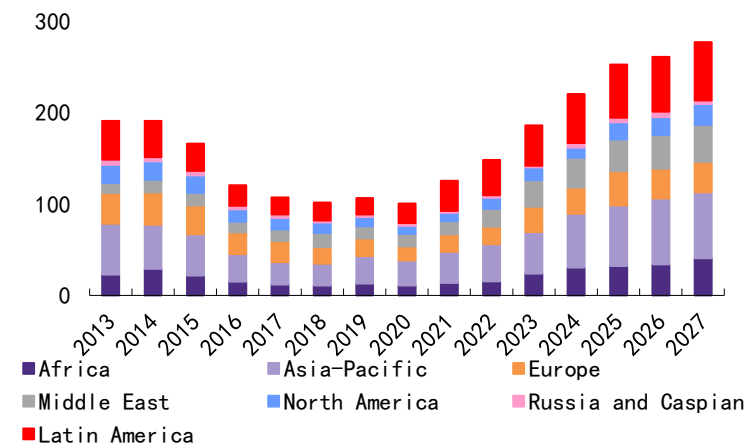
**全球上游勘探开发资本支出增加。**2024 年全球上游勘探开发资本支出总量将超 6000 亿美金, 较 2023 年相比增加 5.7%。2024 年全球上游海上勘探开发资本支出总量较 2023 年相比增加 19%。

图表 13: 全球上游勘探开发资本支出(十亿美元)



资料来源: IHS Markit, 华鑫证券研究

图表 14: 全球上游海上勘探开发资本支出(十亿美元)



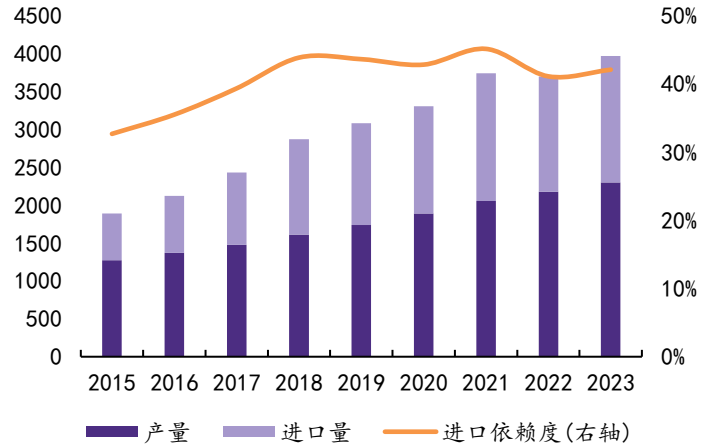
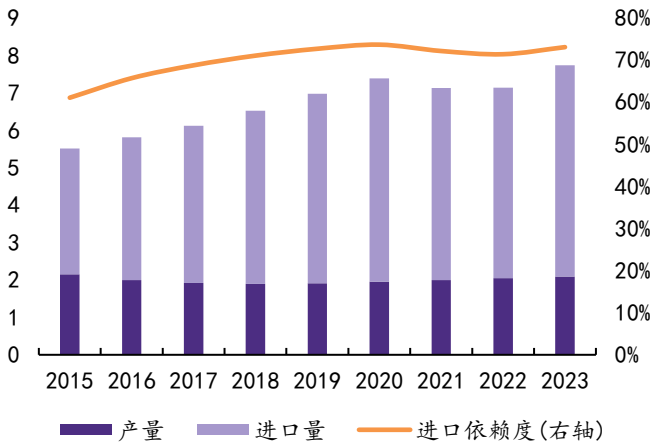
资料来源: IHS Markit, 华鑫证券研究



我国原油对外依存度不断攀升，能源安全问题突出。我国能源结构呈现富煤贫油少气的特征，对原油和天然气的依存度逐步提升，2023 年我国原油对外依存度为 73%，天然气对外依存度为 42%。2024 年油气继续在中国能源消费结构中占据重要地位，国内将持续加大油气勘探开发和投资力度以保障能源安全。

图表 15: 中国原油对外依存度(亿吨)

图表 16: 中国天然气对外依存度(亿立方米)



资料来源: wind, 华鑫证券研究

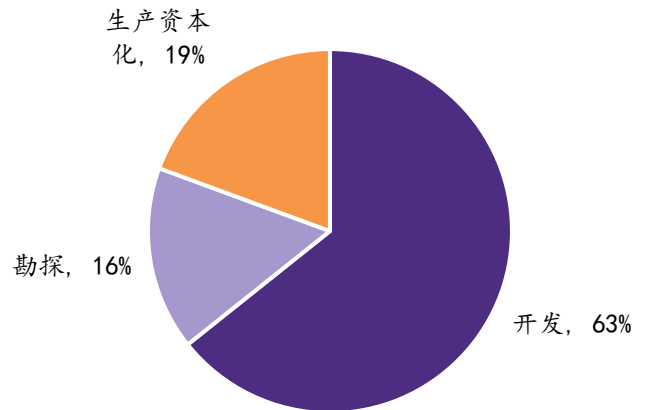
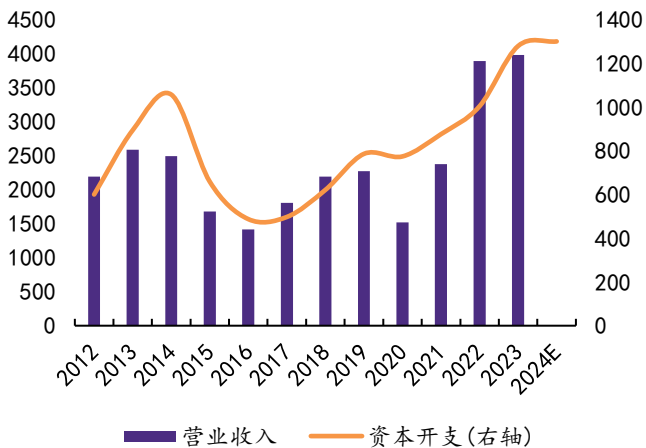
资料来源: wind, 华鑫证券研究

中海油加大勘探开发支出，产量目标整体上调

母公司中国海油 2024 年资本支出预计 1250-1350 亿元，中海油资本支出与其营业收入高度相关，资本支出与油气收入总体保持相同变化趋势但资本支出变动会有所滞后。高油价背景下未来资本开支有望保持 1000 亿元以上。

图表 17: 中国海油营业收入及资本开支情况(亿元)

图表 18: 2024 年中国海油资本支出结构



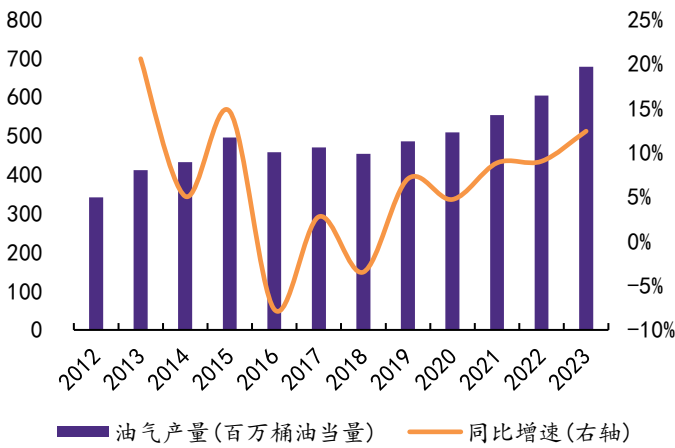
资料来源: 公司公告, WIND, 华鑫证券研究

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

近年来中国海油油气产量呈现稳步增长的趋势，自 2012 年 342 百万桶油当量稳步增加到 2018 年 454 百万桶油当量。2019 年积极响应国家油气增储上产政策，2023 年公司全年实现油气净产量 678 百万桶油当量，连续 5 年创历史新高。

2024 年中国海油将有多个重要新项目投产，包括中国的绥中 36-1/旅大 5-2 油田二次调整开发项目、渤中 19-2 油田开发项目、深海一号二期天然气开发项目、惠州 26-6 油田开发项目和神府深层煤层气勘探开发示范项目以及海外的巴西 Mero3 项目。

图表 19: 中国海油油气产量(百万桶油当量)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

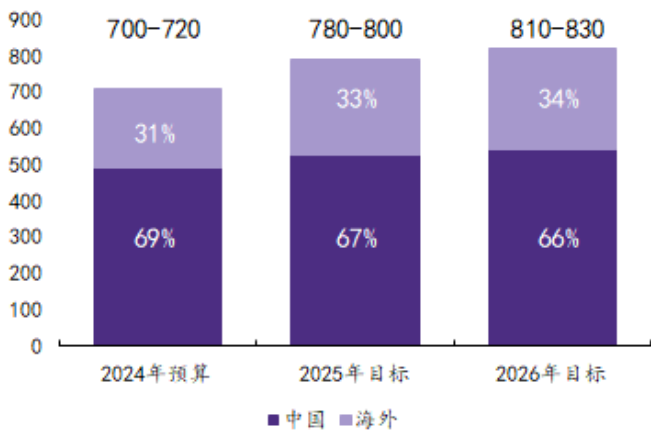
图表 20: 中国海油 2024 年主要项目

主要项目	高峰产量 (桶油当量/天)	权益
渤中19-6气田13-2区块5井区开发项目	5800	100%
绥中36-1/旅大5-2油田二次调整开发项目	30300	100%
绥中36-2油田36-2区块开发项目	9700	100%
渤中19-2油田开发项目	18800	100%
恩平21-4油田开发项目	5300	100%
流花11-1/4-1油田二次开发项目	17900	100%
惠州26-6油田开发项目	20600	100%
乌石23-5油田群开发项目	18100	100%
深海一号二期天然气开发项目	27500	100%
中国陆上		
- 临兴深层煤层气勘探开发示范项目	11100	100%
- 神府深层煤层气勘探开发示范项目	11100	100%
海外		
- 巴西Mero3项目	180000	10%
- 加拿大长湖西北项目	8200	100%

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

中国海油坚持增储上产, 油气产量保持强劲增长。2024 公司的净产量目标为 700-720 百万桶油当量, 其中中国约占 69%、海外约占 31%。2025 年和 2026 年, 公司的净产量目标分别为 780-800 百万桶油当量和 810-830 百万桶油当量。

图表 21: 中国海油三年滚动产量目标(百万桶油当量)



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

图表 22: 中国海油主要新项目

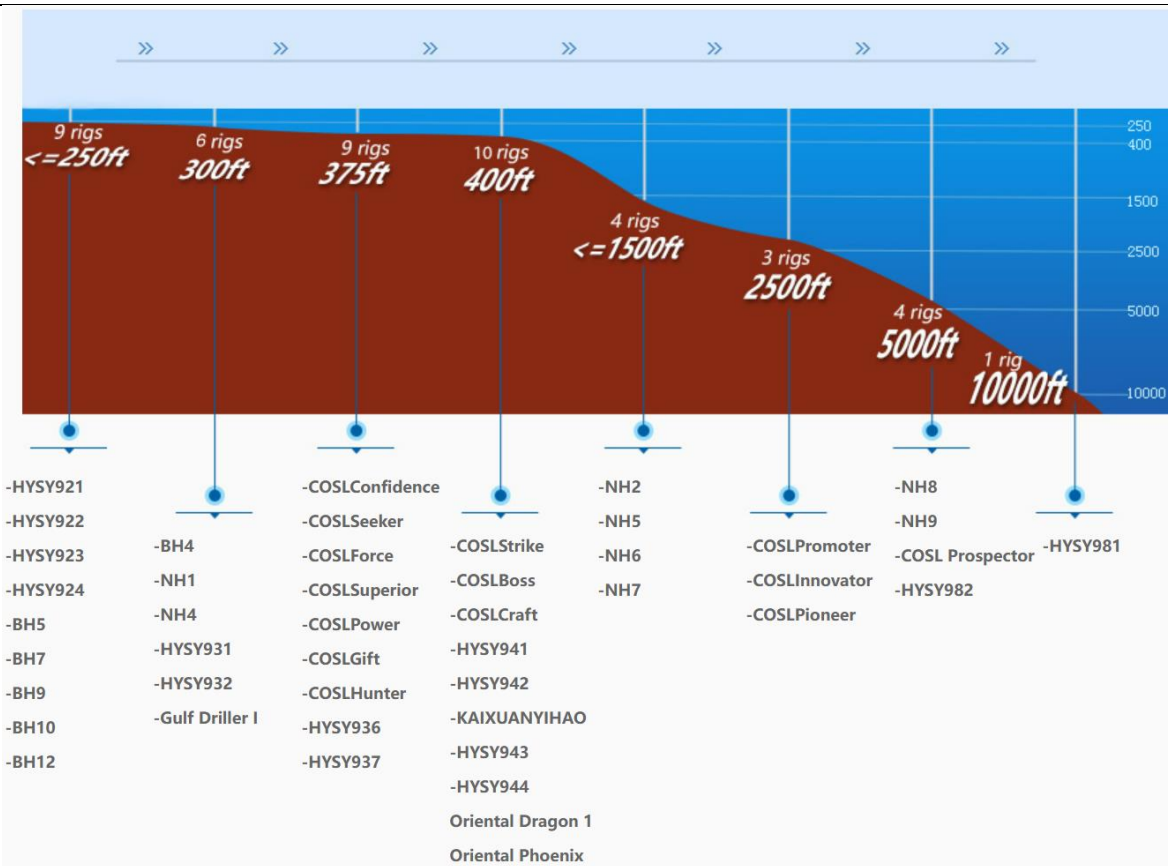
中国	绥中36-1/旅大5-2油田二次调整开发项目	番禺10-2油田综合调整项目
	渤中19-2油田开发项目	西江30-2油田西江30-1区开发项目
	渤中26-6油田开发项目 (一期)	文昌16-2油田开发项目
	垦利10-2油田开发项目	深海一号二期项目
	旅大21-2油田二期开发项目	陵水17-2气田10d, 11d井区开发项目
	锦州23-2油田开发项目	东方13-3区开发项目
	惠州26-6油田开发项目	东方1-1气田7井区开发项目
	流花11-1/4-1油田二次开发项目	神府深层煤层气勘探开发示范项目
	番禺10-1油田开发项目	临兴深层煤层气勘探开发示范项目
	海外	圭亚那Yellowtail项目
圭亚那Uaru项目		加拿大长湖西北项目
圭亚那Whiptail项目		加拿大长湖K18项目
巴西Buzios6项目		尼日利亚OML139&154区块Owovo项目
巴西Buzios7项目		尼日利亚OML130区块Preowei项目
巴西Buzios8项目		乌干达Kingfisher项目
巴西Buzios9项目		乌干达Tilenga项目
巴西Mero3项目		

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

### 3、日费回升, 钻井业务提供业绩弹性

公司运营亚洲规模较大、世界第三大的海上钻井船队, 管理和运营 46 座自升式钻井平台、14 座半潜式钻井平台。钻井平台全部持有 ABS/DNV/CCS 船籍证书, 配备先进的顶部驱动装置、大功率柴油机、泥浆泵和振动筛等一流的钻井装备。可为客户提供作业水深 15-10000 英尺、钻井深度 15000-30000 英尺的钻探服务。

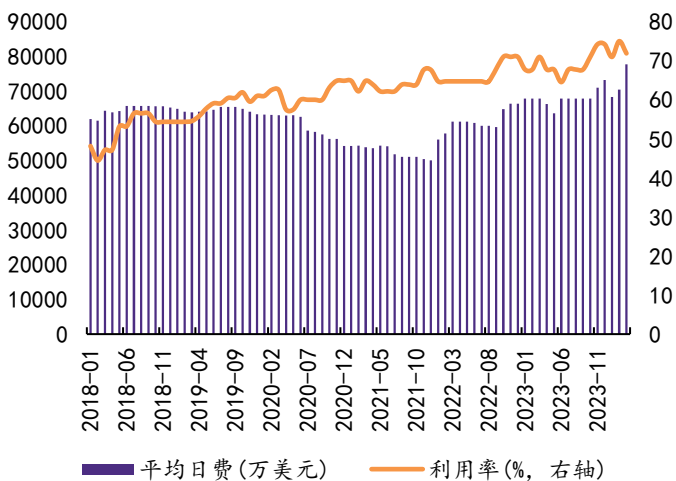
图表 23: 中海油服钻井装备平台



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

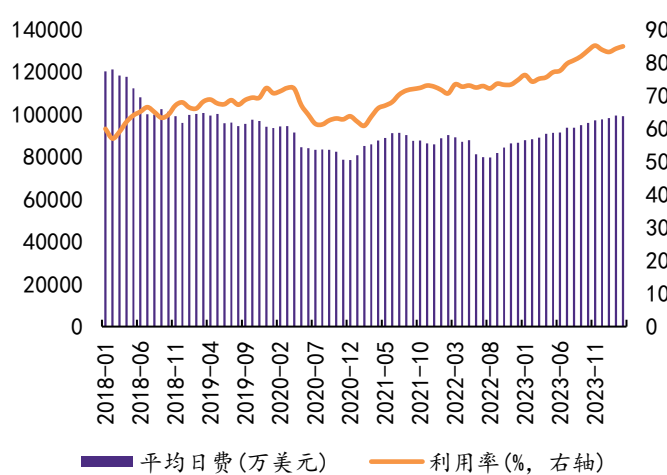
自 2022 年以来油服景气度逐渐回升, 新签钻井合同日费逐步提升。根据彭博数据, 截至 2024 年 4 月, 海上自升式钻井平台 (350ft) 日费为 9.9 万美元/天, 2024Q1 均值 9.9 万美元/天, 同比+11.9%, 环比+2.1%; 海上半潜式钻井平台日费为 30 万美元/天, 2024Q1 均值 30.4 万美元/天, 同比+15.2%, 环比+1.4%; 钻井船 (8000ft) 日费为 39 万美元/天, 2024Q1 均值 38.4 万美元/天, 同比+10.2%, 环比+2.4%。此外, 全球钻井平台利用率呈上升趋势, 自升式钻井平台 (350ft) 利用率维持在 80%以上, 钻井船利用率均值也达到 80%左右高位, 钻井需求正逐步恢复, 行业盈利能力有望持续改善。

图表 24: 自升式钻井平台 (250ft) 平均日费及利用率



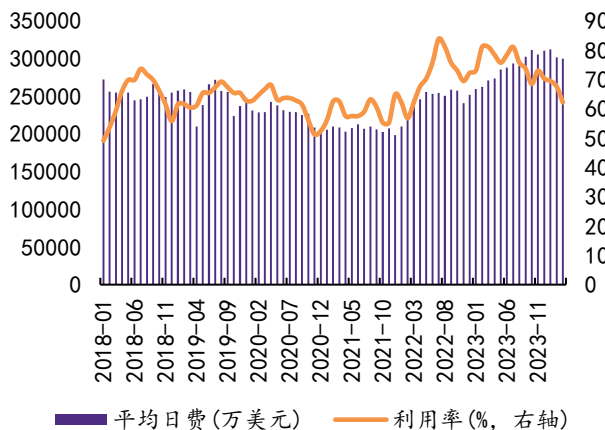
资料来源: 彭博, 华鑫证券研究

图表 25: 自升式钻井平台 (350ft) 平均日费及利用率

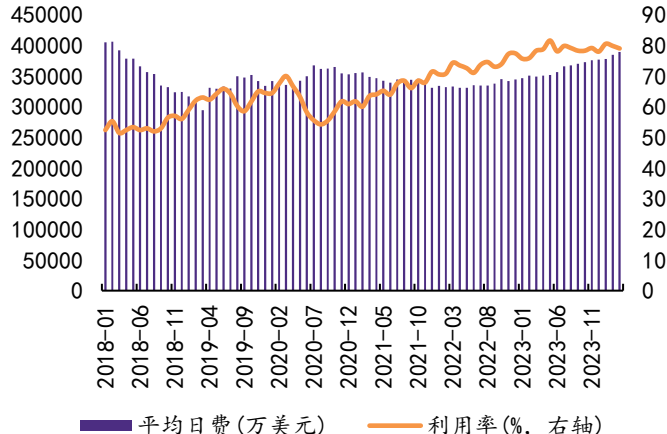


资料来源: 彭博, 华鑫证券研究

图表 26: 半潜式钻井平台 (4000ft) 平均日费及利用率



图表 27: 钻井船 (8000ft) 平均日费及利用率

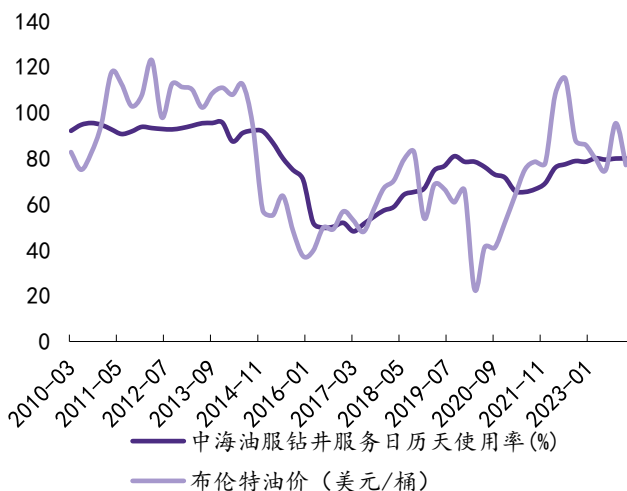


资料来源: 彭博, 华鑫证券研究

资料来源: 彭博, 华鑫证券研究

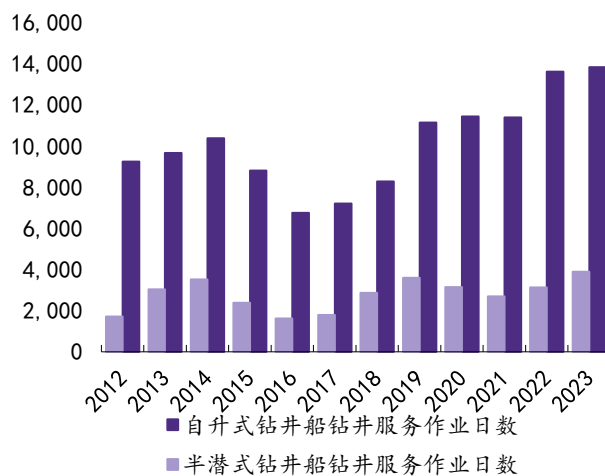
中海油服钻井平台工作量逐步恢复。公司钻井服务日历天使用率和钻井服务作业日数从 2022 年出现较大提升, 2023 年中海油服钻井平台作业日数为 17726 天, 同比增加 999 天, 增幅 6.0%, 钻井平台日历天使用率为 79.9%, 增加 1.4pcts。公司此前在当前油价水平下的平台日历天使用率可达 90%以上, 当前仍有较大回升空间。

图表 28: 中海油服钻井服务使用率逐步恢复



资料来源: wind, 华鑫证券研究

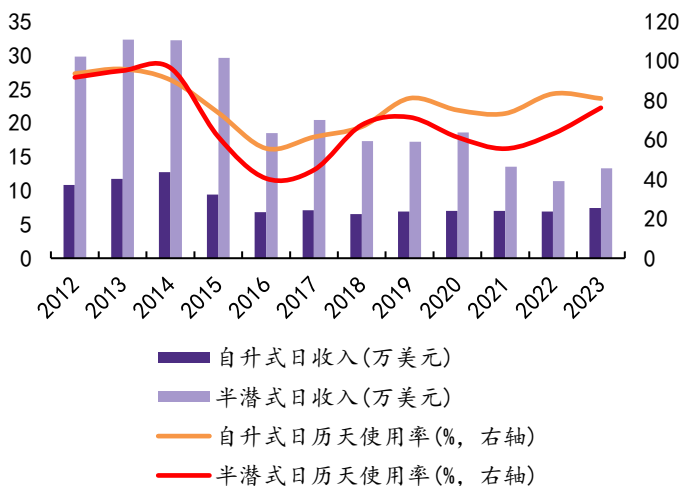
图表 29: 中海油服钻井平台作业日数



资料来源: wind, 华鑫证券研究

半潜式钻井平台日费收入增长显著。2023 年中海油服半潜式及自升式平台日费收入分别为 13.3 万美元和 7.4 万美元, 同比分别+16.7%和 7.2%。自 2021 年以来公司半潜式钻井平台使用率不断提升, 2023 年可用天使用率 83%, 同比上升 15.4pcts, 未来随着公司北海地区钻井平台等新合同投入作业, 高日费及高平台使用率将为公司钻井业务带来业绩新增量。

图表 30: 中海油服钻井服务使用率逐步恢复



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 31: 982 深水半潜式钻井平台

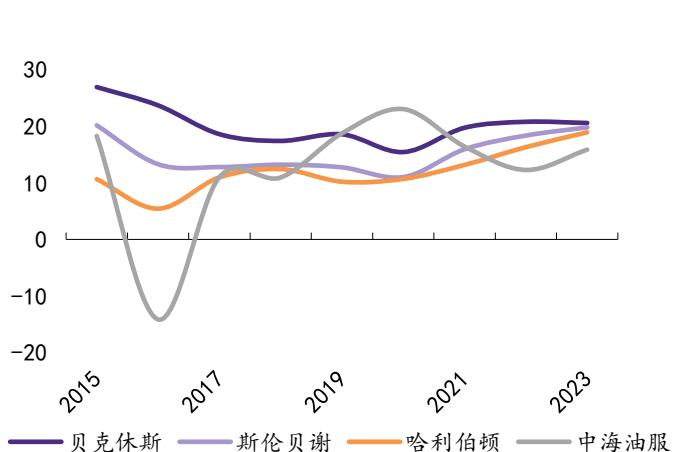


资料来源: 百度百科, 华鑫证券研究

油服行业属于技术和资金密集行业, 进入门槛高, 同时由于技术壁垒和市场进入壁垒的存在, 油服企业大部分时间能维持较高毛利率。根据公告, 世界头部油服公司贝克休斯、斯伦贝谢、哈利伯顿 2023 年毛利率分别为 20.59%、19.81%、18.94%。中海油服 2023 年毛利率为 15.88%, 略低于头部油服企业, 主要原因为在其他条件相同情况下, 受技术难度不同影响, 开发海洋油气的成本远高于陆地油气, 同时现阶段中海油服对中海油依赖明显(2023 年对中海油销售额占年度销售总额比例为 80.6%), 盈利能力受到一定挤压。

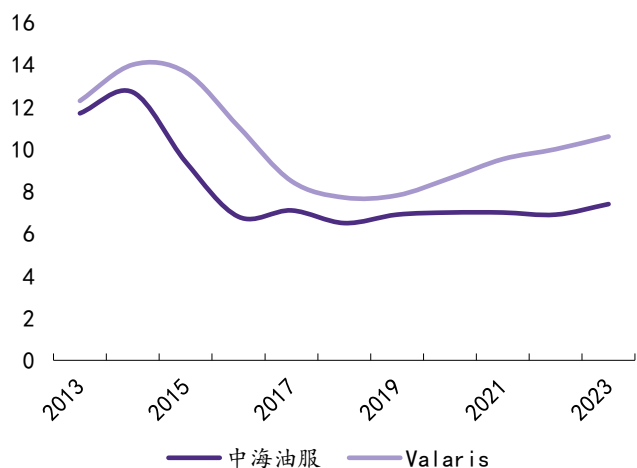
与同行对比日费仍有上升空间。全球领先海上钻井平台所有者 Valaris Plc 目前拥有 13 艘超深水钻井船、5 艘多功能半潜式钻井船和 35 艘现代浅水自升式钻井平台组成的高质量钻井船队, 在几乎所有主要海上盆地都拥有丰富的操作经验。长期以来 Valaris 平台日费高于中海油服, 未来随着中海油服进入深水开采主力军市场, 更多优质平台出海获得更高日费订单, 中海油服平台日费及毛利率有望上行。

图表 32: 主要油服公司毛利率情况 (%)



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 33: 中海油服及 Valaris 公司自升式平台日费对比 (万美元)

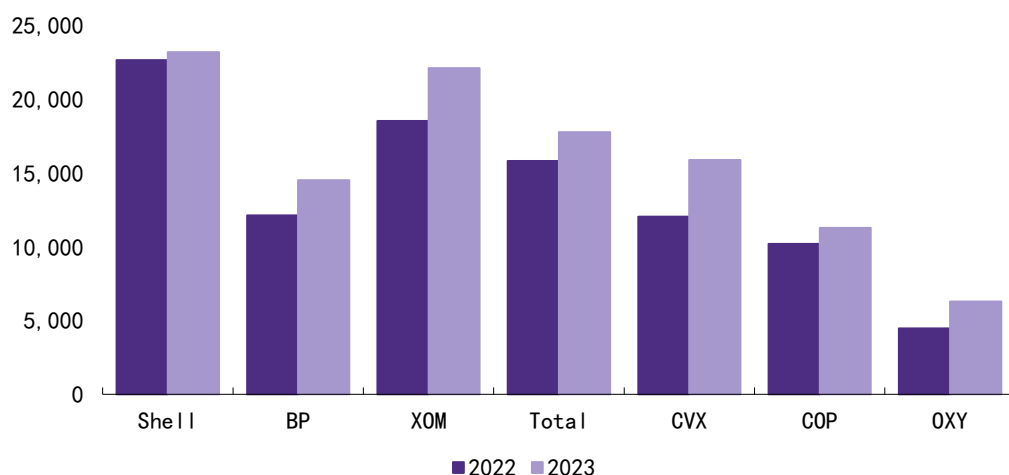


资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

## 4、坚持客户需求导向，海外市场高速发展

国际油公司资本开支有所恢复。2023 年全球上游勘探开发支出总量较同期增长 10.6%，主要石油公司资本开支同比均有明显增长。2024 年全球石油需求持续增加，油公司将持续加大油气开发力度，尤其是超深水油田开发和非常规油气开发，全球油田服务市场规模持续增长。

图表 34：主要油公司资本开支同期对比(百万美元)



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

### 中海油服注重客户合作，构建全球资源，海外发展质量效益稳步提升

亚太区域：印尼钻井液、固井服务获得高价值合同，弃置一体化首次进入马来西亚高端市场；中东区域：沙特海上钻井平台服务有序开启；美洲区域：拿下海上固控技术服务破亿大单，实现墨西哥 EPS 零突破；欧洲区域：合同总额锁定近 10 亿美元，加上选择期超 27 亿美元，合同覆盖至 2027 年，加上选择期至 2030 年；非洲区域：尼日利亚签订物探三维采集项目、震源船服务项目，合同总额近 5000 万美元。

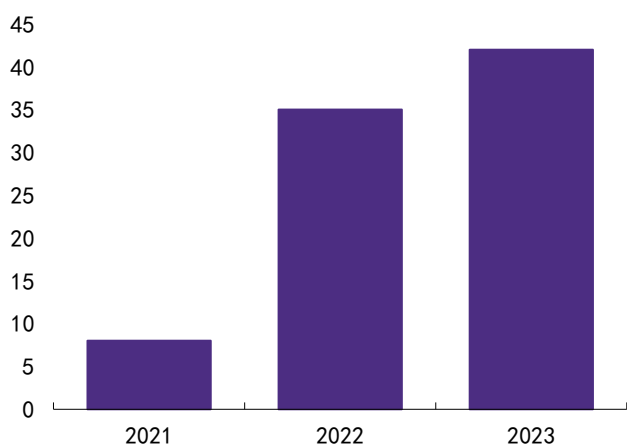
图表 35: 中海油服国际化进程加速



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

得益于长周期、大额度、高价值合同开拓, 公司近年来合同金额持续攀升, 2023 年海外新签合同额增幅 19.3%。

图表 36: 公司近三年海外新签合同额(含固定期和选择期, 亿美元)



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

图表 37: 公司 2023 年度新增客户



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

从全球油田服务市场规模变化看, 呈持续恢复趋势, 根据 Spears & Associates 咨询公司, 2024 年全球油田服务市场各板块呈现增长趋势。物探、钻井、完井、生产与设备工具板块, 预计 2024 年达到 81 亿美元、1283 亿美元、973 亿美元、367 亿美元、576 亿美元, 同比增幅分别为 17%、9%、9%、6%、13%。

公司将持续践行五大发展战略, 不断增强装备实力, 持续推进科技创新, 建立以客户

需求为导向油田全生命周期的一体化服务能力。坚持绿色低碳发展，推动产业转型升级，逐步向中国特色世界一流能源服务公司迈进。

图表 38：持续打造世界一流能源服务公司



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

## 5、盈利预测

基于高油价背景下全球油气资本开支增长力度大，带动油服业景气度上行，预测公司 2024-2026 年收入分别为 488.86、547.6、640.8 亿元，EPS 分别为 0.83、1、1.19 元，当前股价对应 PE 分别为 22.4、18.6、15.6 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## 6、风险提示

经济下行风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险；受环保政策开工受限风险；下游需求不及预期的风险。



公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	6,539	12,065	18,092	24,509
应收款	14,351	15,906	17,817	20,849
存货	2,370	2,597	2,891	3,383
其他流动资产	7,009	7,100	7,210	7,386
流动资产合计	30,270	37,668	46,010	56,128
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	6,177	6,177	6,177	6,177
固定资产	43,522	42,267	40,108	37,698
在建工程	2,745	1,098	439	176
无形资产	599	569	539	511
长期股权投资	1,064	1,064	1,064	1,064
其他非流动资产	5,046	5,046	5,046	5,046
非流动资产合计	52,976	50,044	47,197	44,494
资产总计	83,246	87,712	93,207	100,622
<b>流动负债:</b>				
短期借款	5,426	5,426	5,426	5,426
应付账款、票据	13,262	14,529	16,177	18,930
其他流动负债	3,470	3,470	3,470	3,470
流动负债合计	23,365	24,763	26,571	29,579
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	14,989	14,989	14,989	14,989
其他非流动负债	2,636	2,636	2,636	2,636
非流动负债合计	17,625	17,625	17,625	17,625
负债合计	40,990	42,388	44,196	47,205
<b>所有者权益</b>				
股本	4,772	4,772	4,772	4,772
股东权益	42,256	45,324	49,011	53,417
负债和所有者权益	83,246	87,712	93,207	100,622

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3283	4324	5196	6210
少数股东权益	269	355	426	510
折旧摊销	4131	2931	2846	2701
公允价值变动	71	71	71	71
营运资金变动	5342	-473	-508	-692
经营活动现金净流量	13096	7208	8031	8800
投资活动现金净流量	-7461	2901	2818	2674
筹资活动现金净流量	-108	-1256	-1509	-1804
现金流量净额	5,526	8,854	9,340	9,670

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	44,109	48,886	54,760	64,080
营业成本	37,104	40,575	45,177	52,866
营业税金及附加	66	74	82	96
销售费用	6	6	7	8
管理费用	1,036	1,149	1,287	1,506
财务费用	853	554	385	205
研发费用	1,254	1,390	1,557	1,822
费用合计	3,149	3,098	3,235	3,541
资产减值损失	-10	-10	-10	-10
公允价值变动	71	71	71	71
投资收益	193	193	193	193
营业利润	4,262	5,608	6,734	8,046
加: 营业外收入	115	115	115	115
减: 营业外支出	134	134	134	134
利润总额	4,243	5,589	6,715	8,027
所得税费用	960	1,265	1,520	1,817
净利润	3,283	4,324	5,196	6,210
少数股东损益	269	355	426	510
归母净利润	3,013	3,969	4,769	5,701

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	23.7%	10.8%	12.0%	17.0%
归母净利润增长率	28.1%	31.7%	20.2%	19.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	15.9%	17.0%	17.5%	17.5%
四项费用/营收	7.1%	6.3%	5.9%	5.5%
净利率	7.4%	8.8%	9.5%	9.7%
ROE	7.1%	8.8%	9.7%	10.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.2%	48.3%	47.4%	46.9%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
存货周转率	15.7	15.7	15.7	15.7
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.63	0.83	1.00	1.19
P/E	29.5	22.4	18.6	15.6
P/S	2.0	1.8	1.6	1.4
P/B	2.1	2.0	1.9	1.7

## ■ 化工组介绍

**张伟保：**华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

**刘韩：**中山大学材料工程/香港城市大学金融学硕士，3 年能源化工大宗商品研究经验，2022 年加入华鑫证券研究所，从事化工行业及上市公司研究。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。