

受益于油服高景气，多元布局行稳致远

——海油工程首次覆盖报告



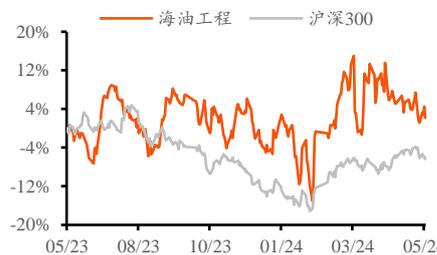
买入(首次)

行业：石油石化
日期：2024年05月31日
分析师：赵飞
E-mail: zhaofei@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524040002

基本数据

05月30日收盘价(元)	6.19
12mthA 股价格区间(元)	4.90-6.97
总股本(百万股)	4,421.35
无限售A股/总股本	100.00%
流通市值(亿元)	273.68

最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

核心观点

领跑海洋油气工程赛道，加大分红回报股东。作为亚太地区规模最大、实力最强的海洋油气工程总承包之一，公司背靠中海油集团，在立足传统海洋工程主业的基础上，业务拓展至陆地 LNG 工程等清洁能源领域，推动公司 2024Q1 归母净利润达到 4.75 亿元。同时，2023 年公司股利分配率同比增长约 9.77pct 达到 40.11%。未来随着公司业绩增长，分红水平或继续提升。

高油价助力油服景气向上，行业龙头持续受益。OPEC+的坚持减产为油价提供了较强的底部支撑，同时美国页岩油产量增幅相比 2023 年或大幅放缓，原油供需紧平衡的态势有望维持，对高位油价形成支撑，推动全球油服市场持续复苏，而公司作为国内唯一的大型海洋油气工程总承包公司，有望持续受益。

传统业务优势巩固，海外市场持续扩大。海洋油气田开发行业进入壁垒较高。公司重视研发驱动，近两年研发占比约为 4%，高于可比公司。同时，公司背靠中海油集团，在七年行动计划背景下，2018-2023 年，中海油实际资本开支 CAGR 高达 16%左右，持续利好公司国内业务。同时，公司依托“一带一路”加快海外市场开拓，2023 年海外市场承揽额 141.76 亿元，创历史高位，随着公司 EPCI 总包能力得到中东业主认可，海外市场份额有较大的提升空间。

加快布局清洁能源，赛道优质成长可期。双碳目标叠加能源安全背景，天然气需求有望长期增长。公司加快陆地 LNG 工程等清洁能源领域布局，推动 LNG 工程为主的非海洋工程项目营收占比从 2019 年的 8% 提升到 2023 年的 36%，毛利占比从 2019 年的 6% 提升到 2023 年的 39%。未来随着公司天然气液化工厂总包能力的形成，以及 FSRU、FLNG 等高端业务的拓展，盈利贡献有望进一步提升。

盈利预测与投资建议

我们认为中国海油增储上产“七年行动计划”为公司传统海洋工程业务的稳定增长提供支撑，同时，公司顺应国际低碳发展趋势，加快布局 LNG 工程、海上风电等清洁能源业务，未来业绩提升空间较大。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 20.58、23.81、27.83 亿元，对应的 PE 分别为 13 倍、12 倍、10 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

油价大幅波动风险、国际化经营风险、汇率变动风险等。

盈利预测与估值

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,752	34,058	38,148	43,182
年增长率 (%)	4.7%	10.8%	12.0%	13.2%
归属于母公司的净利润	1,621	2,058	2,381	2,783
年增长率 (%)	11.1%	27.0%	15.7%	16.9%
每股收益 (元)	0.37	0.47	0.54	0.63
市盈率 (X)	16.05	13.45	11.63	9.95
净资产收益率 (%)	6.5%	7.9%	8.6%	9.5%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2024 年 05 月 27 日收盘价)

正文目录

1. 领跑海洋油气工程赛道，加大分红回报股东	4
1.1. 国内海洋油气工程领军企业	4
1.2. 公司持续拓展传统业务范围	5
1.3. 业绩平稳增长，加大分红回报股东	5
2. 高油价助力油服景气向上，行业龙头持续受益	7
3. 传统业务优势巩固，海外市场持续扩大	10
3.1. 依托装备与技术优势，加速转型国际工程总承包商	10
3.2. 国内市场优势明显，海外市场持续扩大	11
4. 加快布局清洁能源，赛道优质成长可期	14
5. 盈利预测与投资评级	16
5.1. 盈利预测	16
5.2. 估值水平	17
5.3. 风险提示	18

图目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权结构（截至 2024/3/18）	5
图 3: 巴西 FPSO 项目	5
图 4: 加拿大 LNG 项目	5
图 5: 公司营收与同比增速	6
图 6: 公司归母净利润及同比增速	6
图 7: 公司不同板块营收贡献（2023）	6
图 8: 公司不同板块毛利贡献（2023）	6
图 9: 公司资产负债率	7
图 10: 可比公司毛利率对比（%）	7
图 11: OPEC 剩余产能（百万桶/天）	8
图 12: OPEC 部分成员国财政平衡油价（2024，美元/桶）	8
图 13: 美国原油产量增幅放缓（万桶/天）	9
图 14: 美国活跃钻井数情况	9
图 15: 全球原油供需展望	9
图 16: 可比公司研发占比（%）	10
图 17: 公司研发人员数量及占比	10
图 18: 公司珠海制造基地	11
图 19: 公司的深水多功能水下工程船	11
图 20: “深海一号”大气田开发工程项目	11
图 21: 巴西 FPSO 项目	11
图 22: 中海油对公司营收贡献较大（%）	12
图 23: 公司钢材加工量与营收情况	12
图 24: 中海油资本开支与公司相关板块营收（亿元）	13
图 25: 国内原油进口依存度情况	13
图 26: 公司海外营收情况	14
图 27: 公司新签及在手订单情况（亿元）	14
图 28: 国内天然气进口情况	14
图 29: 国内 LNG 进口情况	14
图 30: 公司的非海洋工程项目营收情况	15
图 31: 公司主要客户情况（2022）	15
图 32: 公司承接的加拿大 LNG 项目	16
图 33: 美国 LNG 出口增速较快	16

表目录

表 1: 公司主要板块盈利预测.....	17
表 2: 可比公司估值 (2024/05/30)	17

1. 领跑海洋油气工程赛道，加大分红回报股东

1.1. 国内海洋油气工程领军企业

公司具备以设计为龙头的 EPCI 总承包能力。作为中国海洋石油集团有限公司控股的上市公司，公司总部位于天津滨海新区，是亚太地区规模最大、实力最强的海洋油气工程总承包之一，也是国内唯一集海洋油气开发工程设计、采购、建造和海上安装、调试以及液化天然气、海上风电、炼化工程等为一体的大型工程总承包公司。公司业务涉足 20 多个国家和地区，为中国海油、康菲、壳牌、沙特阿美、巴国油、卡塔尔国家能源等众多中外业主提供了优质服务。

公司深耕海洋油气工程行业，综合竞争力持续提升。2000 年 4 月，公司由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共同发起设立；2002 年 2 月，公司在上海证券交易所上市；2008 年，公司完成定向增发；2016 年 1 月，公司全资子公司海洋石油工程（珠海）有限公司与美国福陆公司下属 Fluor Limited 成立合资公司中海福陆重工有限公司，珠海公司占 51% 股权。公司围绕传统海洋油气工程主业，持续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，综合竞争力持续提升。

图1:公司发展历程

2000年4月，公司由中海石油平台制造公司等5家公司共同发起设立	2002年2月，公司在上海证券交易所上市	2008年，公司完成定向增发	2016年1月，公司全资子公司海洋石油工程（珠海）有限公司与美国福陆公司下属Fluor Limited成立合资公司中海福陆重工有限公司。未来，公司将围绕传统海洋油气工程主业，持续拓展总承包业务范围
----------------------------------	----------------------	----------------	--

公司成立

上市

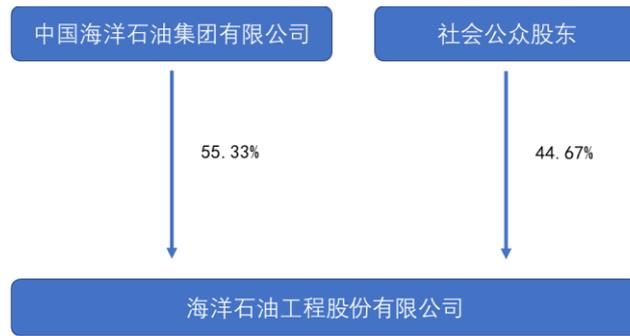
定增

优化成长

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

中国海洋石油集团为公司的控股股东，直接持股比例约 55.33%。为优化公司股权结构，2023 年 10 月 30 日，中国海油集团通过大宗交易受让财务公司所持海油工程 1,571,800 股普通股；2023 年 10 月 31 日，中国海油集团分别与南海西部公司、渤海公司签署了《股份无偿划转协议》，拟通过无偿划转方式分别受让南海西部公司、渤海公司所持海油工程 294,215,908 股普通股、12,223,847 股普通股。权益变动后，中国海油集团直接持有 2,446,340,509 股海油工程股份，占海油工程总股本的 55.33%，仍然是公司的控股股东。

图2:公司股权结构 (截至 2024/3/18)



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

1.2. 公司持续拓展传统业务范围

公司主营业务包括海洋工程项目和非海洋工程项目。公司主要以 EPCI 总承包或者分包的方式承揽工程合同, 参与海洋油气工程, 以及 LNG、FPSO、海上风电等项目建设。具体来看, 1) 海洋工程项目, 又分为海洋工程总承包项目和海洋工程非总承包项目。公司拥有超过 40 年的国内油气田工程建设经验, 实施过两百余座海洋油气平台工程建设, 在 300 米水深以内的常规海域具有丰富的施工经验。

图3:巴西 FPSO 项目



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

图4:加拿大 LNG 项目



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

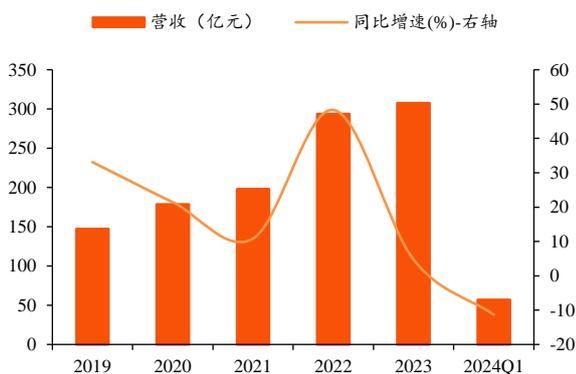
2) 非海洋工程项目, 公司在巩固提升传统海洋油气工程主业基础上, 不断拓展总承包业务范围至陆地 LNG 工程、海上风电等清洁能源领域, 承揽并实施了俄罗斯 Yamal、澳大利亚 Gorgon、澳大利亚 Ichthys 等一批大型 LNG 模块化建造项目, 综合竞争力持续提升。

1.3. 业绩平稳增长, 加大分红回报股东

公司营收稳定增长, 业绩创历史新高。近 5 年来看, 公司营收从 2019 年的大约 147.1 亿元增长到 2023 年的 307.5 亿元, CAGR 高达 20%。其中 2022 年营收同比增速高达 48%, 主要是北美壳牌 LNG 模块建造项目等多

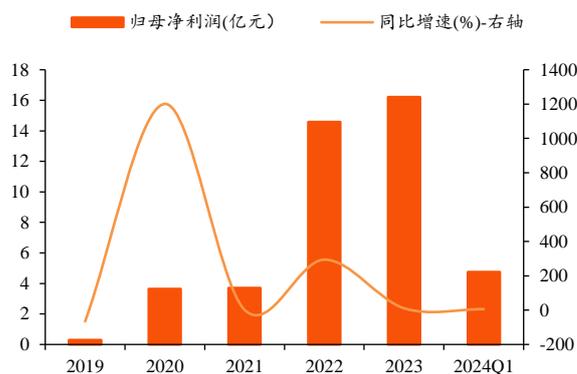
个国内外项目进入交付阶段,营收贡献明显增加。然而,由于北美壳牌 LNG 等重大项目 2023 年进入收尾阶段,以及高基数效应的影响,2023 年营收增速放缓到 5%附近。另外,近 5 年公司归母净利润提升明显,CAGR 高达 176%,其中 2022 年业绩达到约 14.6 亿元,同比增长约 294%,主要是公司通过良好的项目管控和提质增效,项目整体毛利率提升。另外,公司将中海福陆纳入合并范围,剩余内部未实现损益转回股权按公允价值重新计量及确认负商誉合计增加净利润 4.31 亿元。2024Q1,公司归母净利润达到 4.75 亿元,同比增长约 6%。

图5:公司营收与同比增速



资料来源:公司公告, Wind, 甬兴证券研究所

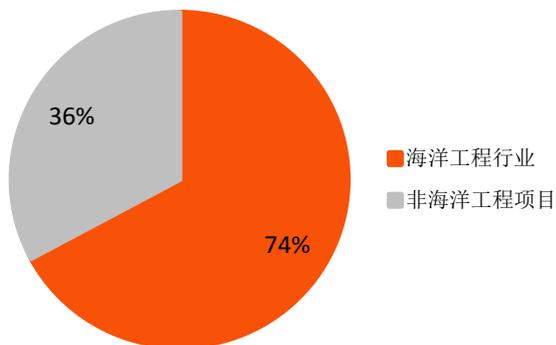
图6:公司归母净利润及同比增速



资料来源:公司公告, Wind, 甬兴证券研究所

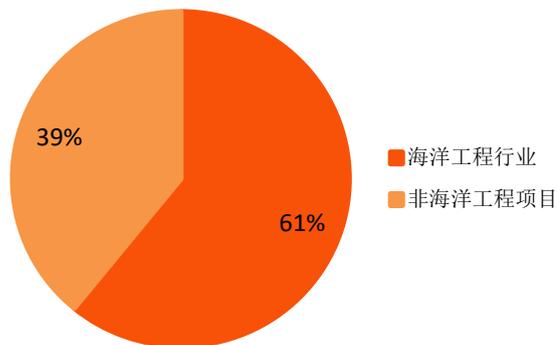
非海洋工程项目营收贡献增加,多元化发展成效渐显。近些年来,在中国海油稳步推进增储上产七年行动计划背景下,公司传统的海洋工程收入持续提升,其中 2023 年同比增长 11%,达到 226 亿元。同时,公司积极进行多元化发展,在立足传统海洋工程主业的基础上,业务逐步扩展至陆地 LNG 工程、清洁能源等业务领域,非海洋工程项目贡献明显增加,其营收占比从 2019 年的 8%提升到 2023 年的 36%,毛利占比从 2019 年的 6%提升到 2023 年的 39%。在国家的“双碳”战略下,公司加快拓展 LNG、岸电应用工程等新能源业务,未来非海洋工程项目的贡献有望继续提升。

图7:公司不同板块营收贡献 (2023)



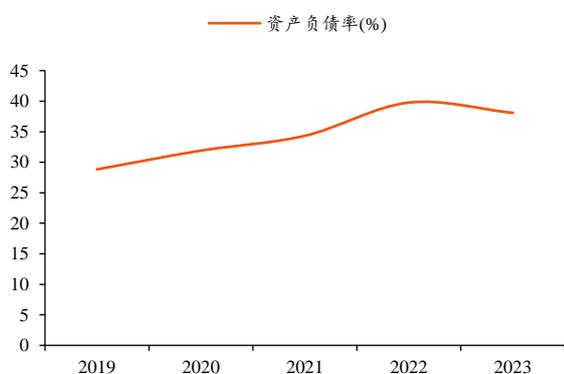
资料来源:公司公告, Wind, 甬兴证券研究所

图8:公司不同板块毛利贡献 (2023)

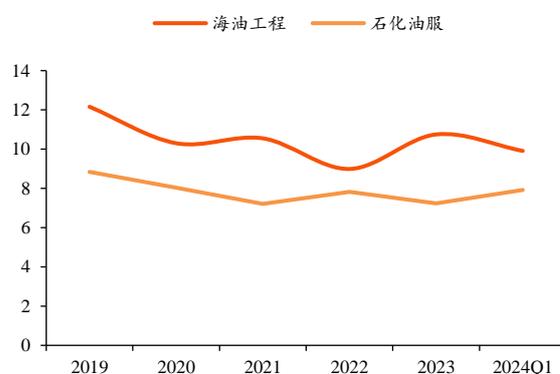


资料来源:公司公告, Wind, 甬兴证券研究所

公司资本结构保持稳健，毛利率相对较高。从公司资产负债率来看，虽然近5年整体有所提升，但是仍然保持正常水平，其中2023年约为38%。毛利率方面，由于公司持续加强项目全周期管理，项目盈利能力提升，2023年非海洋工程业务毛利率同比增长12.43pct，带动整体毛利率提升1.76pct，达到10.75%，高于可比公司石化油服（7.24%）。考虑到公司在加速向“绿色、低碳、高端、智能”转型升级，不断提升EPCI总承包能力，未来有望承接更多非海洋工程项目以及国际市场的高价值订单，推动毛利率水平提升。

图9:公司资产负债率


资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

图10:可比公司毛利率对比 (%)


资料来源：各公司公告，Wind，甬兴证券研究所

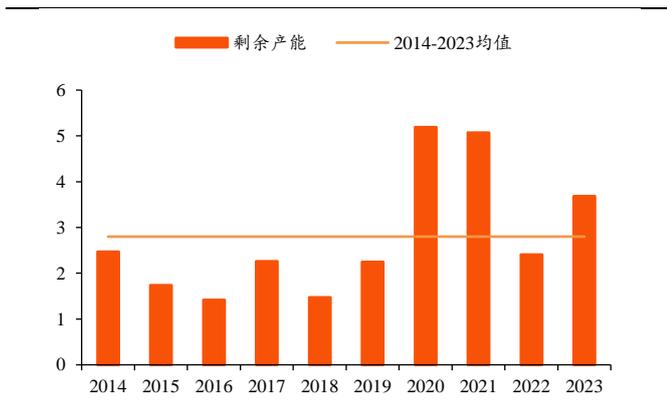
公司发布三年股东回报规划，加大分红回报股东。根据公司发布的《未来三年（2024-2026年）股东回报规划》，在满足规定的现金分红条件时，公司2024-2026年每年以现金方式分配的利润（包括中期已分配的现金红利）不少于当年实现的合并报表中归属于母公司股东净利润的30%，现金分红金额同比变动根据公司主营业务利润变动和公司可用资金状况适度调整。2023年，公司向全体股派发现金红利1.47元/股（含税），拟派发现金约6.50亿元，占2023年度归属于上市公司股东净利润的40.11%，分红总额同比增长约47%。股利分配率较2022年增长约9.77pct。未来随着公司业务增长，分红水平或继续提升。

2. 高油价助力油服景气向上，行业龙头持续受益

OPEC+坚持减产，油价获得底部支撑。作为全球最为重要的产油组织，OPEC+减产的为油价提供了较强支撑。一方面，OPEC成员国依赖较高油价实现财政平衡，挺价意愿较强。根据IMF数据，2024年伊朗、伊拉克、沙特等主要国家的财政平衡油价或分别高达121、93.8、96.2美元/桶。另一方面，中东地区的石油业因长期投资不足，导致剩余产能较为有限。根据EIA

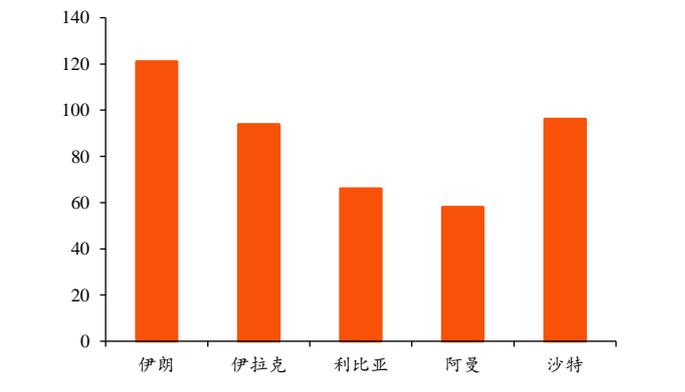
数据, 2014-2023 年的平均剩余产能约 280 万桶/天, 短期内产能提升的空间相对有限。在上述背景下, 2020 年以来, OPEC+减产措施不断, 挺价效果明显。其中 2020 年, 在疫情影响下 OPEC 执行了空前规模的减产, 推动油价在 2022 年 6 月达到高点。随后油价进入下降通道, OPEC+决定从 2022 年 11 月开始减产 200 万桶/天; 2023 年 4 月, 沙特等 OPEC+产油国宣布额外减产 166 万桶/日, 推动油价在三季度达到年内高点。2024 年 3 月, OPEC+成员国同意延期额外自愿减产至二季度, 对油价的支撑有望延续。

图11:OPEC 剩余产能 (百万桶/天)



资料来源: EIA, 甬兴证券研究所

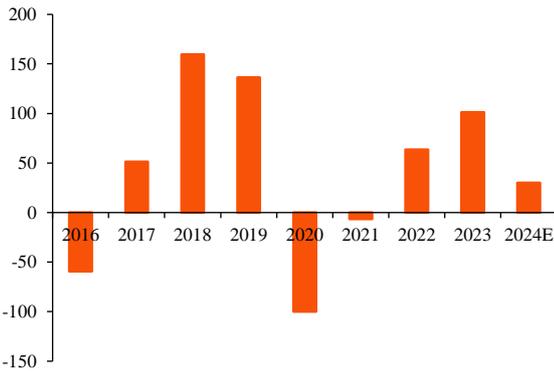
图12: OPEC 部分成员国财政平衡油价 (2024, 美元/桶)



资料来源: IMF, 甬兴证券研究所

美国页岩油增产幅度明显放缓。虽然油价已经从 2020 年的底部区间大幅提升, 但是相比 2017-2019 年, 美国原油日产量提升相对缓慢, 而进入 2024 年产量增幅明显放缓。根据 EIA 数据, 预计 2024 年日均产量增幅仅 30 万桶/天, 相比 2023 年大幅放缓。究其原因, 受美国通胀的影响, 管道、钢套管和压裂砂等产品和服务的价格攀升, 页岩油开采成本上涨。同时, 根据隆众资讯, 美国上游生产商更倾向于低产量、高利润的模式, 而非持续大幅增产。从贝克休斯公司数据来看, 作为美国原油产量的先行指标, 截至 5 月 10 日, 美国活跃钻机数周减少 2 部, 同比下滑 128 部, 相比 2018 年同期下滑 40%以上, 未来美国原油产量增长或低于预期。

图13:美国原油产量增幅放缓 (万桶/天)



资料来源: EIA, OPEC, Wind, 甬兴证券研究所

图14:美国活跃钻井数情况



资料来源: 贝克休斯公司, Wind, 甬兴证券研究所

需求端韧性仍存, 油价有望维持高位。根据 IMF2024 年 4 月发布的《世界经济展望报告》, 2024 和 2025 年, 全球经济将继续以 3.2% 的速度增长, 与 2023 年的增速相同, 其中发达经济体的经济增速将从 2023 年的 1.6% 上升到 2024 年的 1.7% 和 2025 年的 1.8%, 增速有所加快。随着全球经济持续复苏, 石油需求韧性仍存。根据 EIA 和 OPEC 等机构发布的月报, OPEC 预计 2024 年全球石油需求增长 225 万桶/天, EIA 预计 2024 年全球石油和其他液体燃料需求将增加 92 万桶/天, 供需紧平衡的态势仍然有望维持。同时, 中东地区战局不稳定性持续, 油价有望维持高位。

图15:全球原油供需展望



资料来源: EIA, 甬兴证券研究所

高油价推动全球油服市场复苏, 公司有望持续受益。由于油气勘探开发周期长、投资规模大, 其预期收益受油价影响较大, 因此全球油气勘探开发支出与油价密切相关。根据迪威尔公告中引用的《中国海洋能源发展报告 2023》和标普全球研究报告, 2023 年, 全球海洋油气勘探开发投资超过 2019 年以前水平, 其中海洋油气勘探开发投资约为 1869 亿美元, 同比增长 14%。2024 年, 油公司将加大油气开发力度, 尤其是超深水油田开发和非常规油气开发, 预计全球上游勘探开发资本支出约 6079 亿美元, 同比增加 5.7%, 推动全球油服市场持续复苏, 而公司作为亚太地区规模最大、实力最强的海洋油气工程总承包之一, 有望持续受益。

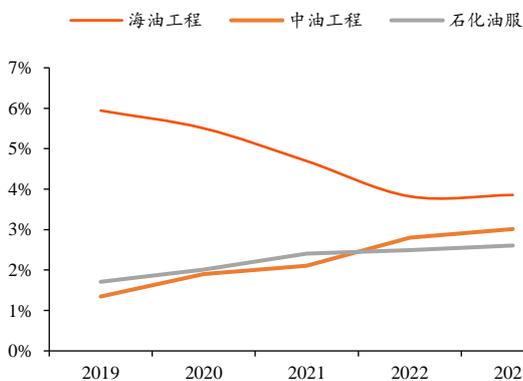
3. 传统业务优势巩固，海外市场持续扩大

3.1. 依托装备与技术优势，加速转型国际工程总承包商

海洋油气开发行业是专业技术型行业，涉及钢结构制造技术、原油处理技术、防腐技术、定位技术、现代环保等多项前沿科技领域，行业的技术复杂性和创新性要求服务商必须具备较高的技术水平，因此技术壁垒较高。而海洋油气田开发 ECPI 总承包商需要具备设计、建造、安装、维修一整套成熟的技术、装备、能力体系，进入壁垒更高。由于欧美企业开发海洋油气较早，技术储备雄厚，在高端海洋工程核心设施制造和设计方面占据垄断地位。因此，持续提高装备的总承包能力和总装集成能力也是国内企业参与国际竞争的关键。

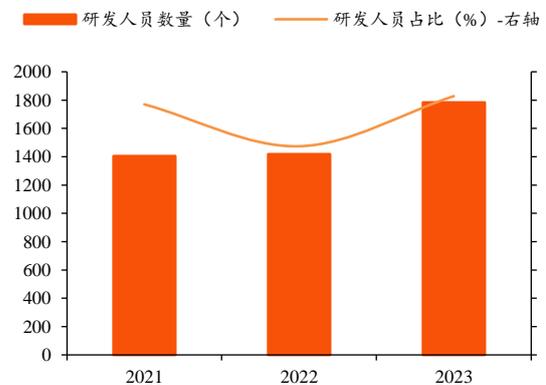
公司重视研发驱动，技术储备雄厚。公司近两年研发占比约为 4%，高于中油工程、石化油服等可比公司。研发人员占比也从 2022 年的 14.7% 提升到 2023 年的 18.3%。随着持续的研发投入，公司形成了“深水浮式生产设施设计、建造、安装、调试技术”、“超大型海上结构物及模块化设计、建造、安装技术”、“海上油气平台浮托安装技术”、“LNG 全容储罐工程技术”、“1500 米级海底管道及水下生产系统设计、建造、安装及调试技术”、“300 米级深水导管架设计、建造、安装技术”等十大技术。

图16:可比公司研发占比 (%)



资料来源：各公司公告，Wind，甬兴证券研究所

图17:公司研发人员数量及占比



资料来源：各公司公告，Wind，甬兴证券研究所

公司海洋装备持续升级，制造基地布局完善。海洋石油技术装备是海上油气开发的核心，因此公司积极推进高端海洋装备建设，形成了以“大型起重铺管船舶序列”“1500 米级深水作业 ROV 序列”等为核心的十大装备，深水油气田工程能力覆盖 300 米到 1500 米。其中专业船舶方面，公司拥有 3 级动力定位深水铺管船、7500 吨起重船等 19 艘船舶组成的专业化海上施工船队，海上安装与铺管能力在亚洲处于领先地位；制造基地方面，公司拥有天津滨海、山东青岛、广东珠海等大型海洋工程制造基地，场地总面积近

400 万平方米，其中珠海场地面积超过 200 万平米，主要从事深水浮式结构物及相关产品的建造，FLNG/FPSO 上部模块的施工及总装等。公司四大基地跨越南北、功能互补，年加工制造能力超过 40 万钢结构吨，具备 3 万吨级超大型导管架、组块等海洋平台建造能力、大型模块建造能力，助力公司提升海洋油气开发效率。

图18:公司珠海制造基地



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

图19:公司的深水多功能水下工程船



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

依托技术与装备优势,公司具备了以设计为龙头的EPCI总承包能力。其中设计层面,公司拥有设计人员千余人,服务领域覆盖可行性研究、概念设计、FEED设计、详细设计、加工设计、安装设计等专业服务,具备300米水深海上油气田开发工程等项目的设计能力。在立足传统海上平台总承包基础上,公司拓展FPSO总承包领域,相继承揽了巴西P67/P70FPSO、壳牌企鵝圆筒形FPSO、流花16-2项目FPSO等国内外大型FPSO项目,其中巴油FPSO项目是国内向国外交付工程量最大、最复杂、技术要求最高的FPSO项目之一,助力公司在超大型FPSO总包管理领域积累了丰富的项目和技术经验。

图20:“深海一号”大气田开发工程项目



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

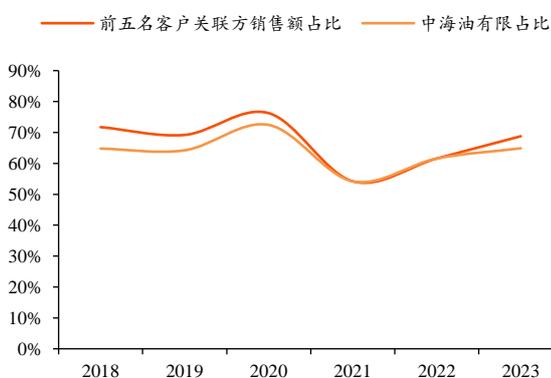
图21:巴西 FPSO 项目



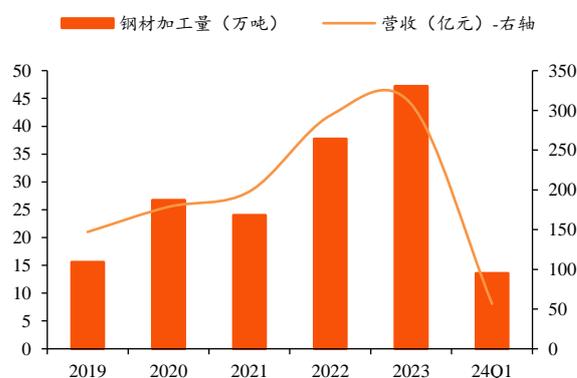
资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

3.2. 国内市场优势明显，海外市场持续扩大

依托中海油集团资源，公司在国内市场优势明显。公司是中国海洋石油集团控股的上市公司，也是亚太地区规模最大、实力最强的海洋油气工程总承包之一，而中国海洋石油集团是国内最大的海上原油及天然气生产商，双方业务互补性强，合作长期稳定。近5年来看，公司前五名客户中，关联方销售额占比均超过50%，其中2023年，中国海洋石油有限公司占年度销售总额接近65%，为公司传统的海洋工程业务板块提供稳定的工作量。其中2023年，公司累计实施规模以上项目72个，全年完成钢材加工量47.2万吨，同比增长25%，创历史新高，24Q1建造业务完成钢材加工量13.6万吨，同比增长13%。

图22:中海油对公司营收贡献较大 (%)


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图23:公司钢材加工量与营收情况


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

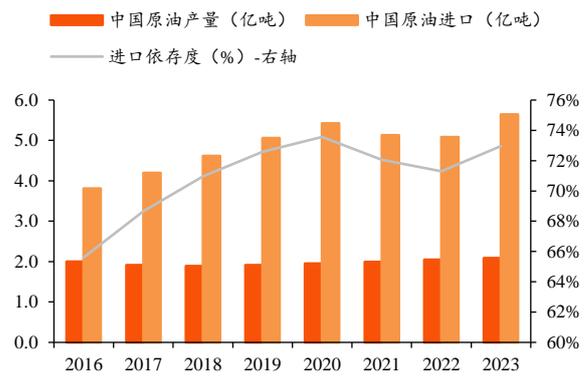
中海油资本支出稳步增加，公司国内业务持续受益。2018-2023年，中海油实际资本开支CAGR高达16%，带动公司海洋工程板块营收增速达到17%。展望未来，中海油资本开支有望稳定增长：一方面，国内石油对外依存偏高，七年行动计划推动增储上产。受自身油气资源禀赋限制，国内油气消费需求远高于产量，2023年中国石油进口量达到5.6亿吨，推动进口依存度攀升到73%附近，国内石油长期面临着资源约束和供需短缺的矛盾。在此背景下，2019年以来国家能源局实施油气行业增储上产“七年行动计划”，中国海油增储上产攻坚工程明确了“2030年国内石油上产6000万吨，2035年国内天然气上产400亿方”的目标；另一方面，海洋油气资源丰富但是探明程度低，勘探开发潜力大。在全球油气需求增加的推动下，油气资源勘探开发逐步由陆地转向海洋。国内海洋油气整体探明程度相对较低，其中石油资源探明程度平均为23%，天然气资源探明程度平均为7%，特别是深水、超深水油气勘探程度低，也是未来油气勘探潜在增量所在。随着中海油自主研发的世界首座1500米超深水半潜式生产储油平台“深海一号”能源站建成投运，具备了超深水自营勘探开发能力，未来深水油气勘探步伐有望加快，为公司传统业务的长期增长提供了保障。

图24:中海油资本开支与公司相关板块营收(亿元)



资料来源:公司公告,中国海油公告,Wind,甬兴证券研究所

图25:国内原油进口依存度情况

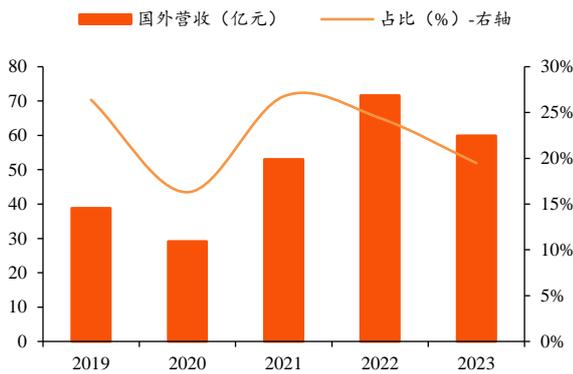


资料来源:Wind,甬兴证券研究所

在立足国内市场基础上,公司加快海外市场开拓。根据博迈科公告,国际高端客户对于项目的交期、质量、安全方面要求非常苛刻。但是公司凭借优异的业绩,为康菲、壳牌、沙特阿美、卡塔尔国家能源、JGC、Technip、Fluor等众多业主提供了优质服务,在行业内建立了良好的口碑。其中在FPSO领域,公司相继承揽了巴西P67/P70 FPSO、壳牌企鹤圆筒形FPSO等大型FPSO项目,成为FPSO工程总承包商和国际FPSO总承包领域参与者,2023年首次荣登ENR双榜,位列“全球最大250家国际承包商”第68位。

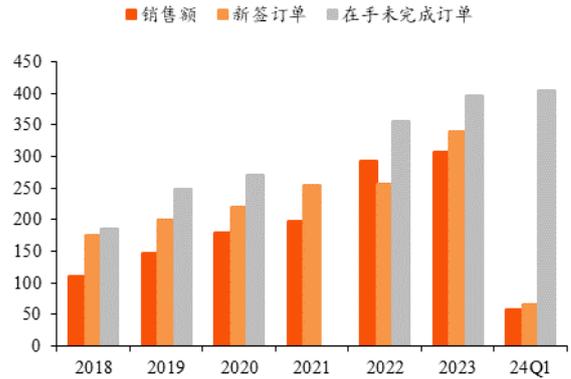
依托“一带一路”发展战略,海外市场份额提升空间较大。根据中曼石油公告,“一带一路”战略推动中国和中东区域油气合作向多领域、多层次、多主体和多维度的全产业链合作方向发展,带动国内油服行业技术和装备“走出去”,实现国际化发展。其中2023年,公司承揽了卡塔尔NOC公司Ruya EPCI 09项目、卡塔尔国家能源公司ISND 5-2期油田开发项目、沙特阿美LTA CRPO 122项目等,实现从国际工程分包商到总承包商的有效突破,推动2023年海外市场承揽额141.76亿元,约占全年市场承揽额的42%,创历史高位,海外营收占比也从2020年的16%攀升到2023年的19%。随着公司EPCI总包能力得到中东地区业主认可,后续市场开拓有望加速,海外市场份额有较大的提升空间。

图26:公司海外营收情况



资料来源:公司公告, Wind, 甬兴证券研究所

图27:公司新签及在手订单情况 (亿元)



资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所

4. 加快布局清洁能源，赛道优质成长可期

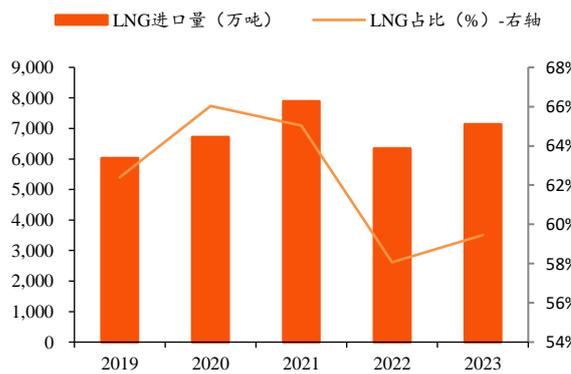
双碳战略叠加能源安全，天然气需求有望长期增长。随着双碳目标的出台，国内节能降碳压力不断增大。而天然气作为与煤炭、石油并列为全球三大一次性能源中唯一的清洁低碳能源，将在中长期能源转型和能源安全两者的平衡中发挥重要作用。根据 Wind 数据，2016-2023 年，国内天然气表观消费量增长到 3900 亿立方米，CAGR 高达 9.3%。虽然近些年通过“老井稳产、措施增产、新井上产”等措施实现了国产天然气增储上产，但是受制于我国“富煤、缺油、少气”的资源禀赋，国产天然气产量无法满足消费需求增长，导致近几年天然气进口依存度从 2016 年的 36% 攀升到 2023 年的 43%。

图28:国内天然气进口情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图29:国内 LNG 进口情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

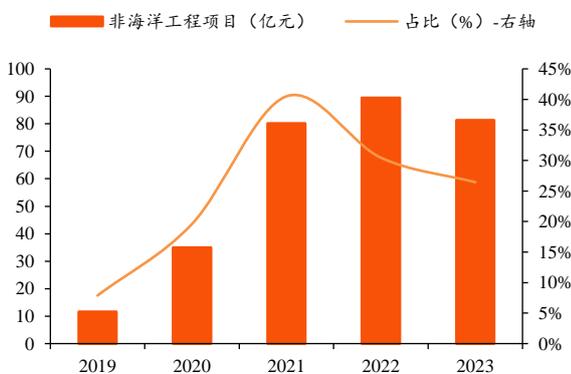
LNG 成为进口天然气主要渠道，推动 LNG 工程业务持续向好。从天然气进口渠道来看，我国形成了 LNG 进口为主，LPG 进口为辅的格局，其中 2023 年，国内 LNG 进口量约为 7132 万吨，同比提升 12%，约占进口总量的 59%。根据新奥股份及九丰能源公告，进口 LNG 主要通过国际航运进入国内沿海地区的 LNG 接收站，在接收站码头卸载并存储，以“液进液出”

或“液进气出”的方式输送到应用市场。由于LNG接收站在整个天然气产业链中发挥着接卸、储存、气化和调峰功能，随着LNG进口的持续增加，沿海LNG接收站项目迎来投产浪潮。其中唐山新天、浙能温州、广州燃气、北燃天津等LNG接收站在2023年陆续投产运行，推动中国大陆LNG接收站总数达到28座，年设计接收能力总计超1.3亿吨。预计2024-2025年国内或有16座新建接收站投产，LNG工程板块持续受益。

依托技术优势以及项目经验，公司加快拓展新能源业务。公司在巩固提升传统海洋油气工程主业基础上，业务结构向低碳化、全产业化加速转型，业务范围拓展至陆地LNG工程、海上风电等清洁能源领域。其中LNG工程业务范围涵盖聚LNG接收站与储罐工程总包业务、天然气液化工厂总包、FSRU（浮式储存及再气化装置）、FLNG（浮式液化天然气装置）等高端业务。公司具备从3万方到27万方的LNG全容储罐EPCM一体化工程技术，自主研发并形成了以LNG全容储罐全自动焊接技术为代表的多项LNG工程核心技术，其中北美壳牌LNG模块化项目的高质量交付标志着公司超大型LNG模块化工厂技术已稳居国际行业第一梯队；海上风电领域，公司依托海上工程经验，以深水风电、大型升压站、换流站为发展重点，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。

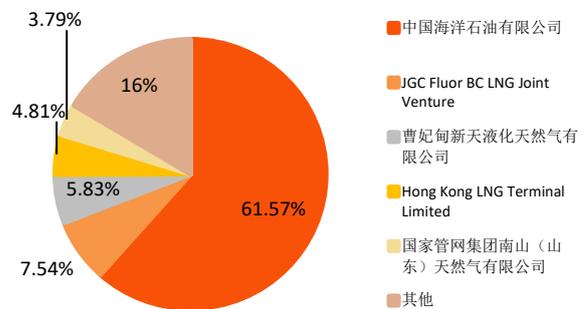
公司LNG工程业务贡献加大，未来增长空间较大。2023年，以LNG工程为主到的非海洋工程项目业务占公司营收比重高达26%，相比2019年的8%提升明显，未来业绩贡献有望继续加大。一方面，相比传统海油工程项目，公司LNG接收站以及储罐总包业务的订单客户更加多元化，业务拓展较快。从公司公布的2022年重大合同来看，与海洋石油工程承包订单主要来自中海油不同，公司LNG工程可以为国家管网集团、广东珠海金湾液化天然气有限公司等多个客户提供服务，客户结构更加多元化。未来随着国内LNG进口的持续增加，以及储气设施建设的推进，公司有望获得更多国内订单。

图30:公司的非海洋工程项目营收情况



资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

图31:公司主要客户情况 (2022)



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

另一方面，公司LNG模块化业务主要承接海外项目，盈利空间有望提

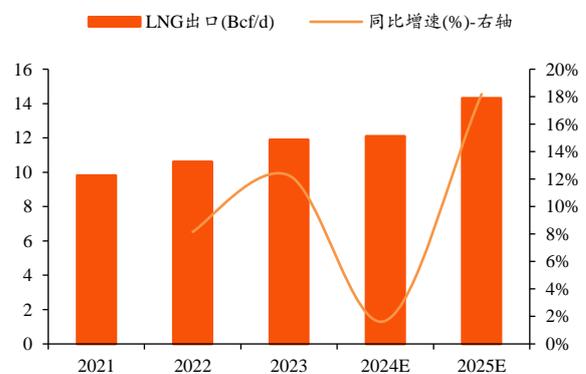
升。近些年来，公司承揽并实施了俄罗斯 Yamal、澳大利亚 Gorgon 等大型 LNG 模块化建造项目，其中北美壳牌 LNG 模块化建造项目的高质量交付标志着公司超大型 LNG 模块化工厂一体化联合建造技术能力已稳居国际行业第一梯队。与此同时，在俄乌战争等地缘政治冲突频繁的背景下，2022 年 NYMEX 天然气期货价格一度突破 9 美元/百万英热单位，全球能源供应的多元性和稳定性受到重视，美国等国家的 LNG 出口大幅增加。根据 EIA 数据，到 2025 年美国 LNG 出口有望达到 14.3Bcf/d，相比 2021 年增长约 46%，这也将为公司海外 LNG 项目的拓展带来新的机遇，其中 2023 年公司完成了北美壳牌 LNG 模块化项目的高质量交付。未来随着公司天然气液化工厂总包能力的形成，以及 FSRU、FLNG 等高端业务的拓展，盈利贡献有望进一步提升。

图32:公司承接的加拿大 LNG 项目



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

图33:美国 LNG 出口增速较快



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 盈利预测

海洋工程项目：作为公司的核心业务，2023 年海洋工程总承包项目占总营收的 63%左右，而海洋工程总承包收入主要来自于中海油资本支出中的开发支出。考虑到中海油稳步推进增储上产七年行动计划背景下，其资本支出有望继续增长，但是长期增速或有所放缓，假设 2024-2026 年中海油资本支出保持 9%、7%、7%的年均增速，推动 2024-2026 年海洋工程项目收入持续增长。

非海洋工程项目：公司顺应国际绿色低碳发展趋势，持续拓展 LNG 接收站工程等项目，同时，依托较强的陆地建造资源和能力，大力发展 LNG 模块化建造项目，未来有望承接更多海外订单，假设 2024-2026 年非海洋工程项目收入增速分别为 10%、10%、15%。

表1:公司主要板块盈利预测

		2023	2024E	2025E	2026E
海洋工程项目	收入 (百万元)	22503	24966.08	28131.72	31659.78
	增长率	11%	11%	13%	13%
	毛利率	9%	10%	10%	10%
非海洋工程项目	收入 (百万元)	8130	8943	9837.3	11312.9
	增长率	-9%	10%	10%	15%
	毛利率	16%	16%	16%	16%
其他业务	收入 (百万元)	119	149	179	209
	增长率	35%	25%	20%	17%
合计	收入 (百万元)	30752	34058.08	38148.02	43181.68
	增长率	5%	11%	12%	13%
	毛利率	11%	12%	12%	12%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

5.2. 估值水平

业务方面,公司以EPCI总承包或者分包的方式承揽工程合同,参与海洋油气田工程、LNG、FPSO、海上风电等项目建设,为客户提供“交钥匙”工程,在国内具有市场领导者品牌优势和海洋工程总承包业务优势;中海油服主要业务板块包括物探采集和工程勘察服务、钻井服务、油田技术服务以及船舶服务,是中国最大的海上钻井承包商;博迈科主要为天然气液化、海洋油气开发、矿业开采领域中的国内外高端客户提供能源资源设施开发的专业分包服务。

考虑到公司所处赛道以及主营业务情况,我们选取了中海油服、博迈科2家上市公司作为可比公司。相对中海油服而言,公司除了立足于海洋油气工程主业,在LNG工程、海上风电等清洁能源赛道布局方面处于优势;相比博迈科而言,公司依托于中海油集团提供的业务支撑,同时具备以设计为龙头的EPCI总承包能力,这也是公司区别于国内外绝大多数海洋油气工程企业的独特优势。

表2:可比公司估值 (2024/05/30)

可比公司	证券代码	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			PB
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	24E
中海油服	601808.SH	18.35	0.63	0.82	1.01	23	22	18	1.96
博迈科	603727.SH	15.03	-0.27	0.37	0.82	-47	40	18	1.29
行业均值		16.69	0.18	0.60	0.92	-12	31	18	1.63
海油工程	600583.SH	6.19	0.37	0.47	0.54	16	13	12	1.05

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

我们认为中国海油增储上产“七年行动计划”为公司传统的海洋工程业务的稳定增长提供支撑。同时,公司顺应国际绿色低碳发展趋势,加快布局LNG工程、海上风电等清洁能源业务,未来的业绩提升空间较大。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为20.58、23.81、27.83亿元,对应的

PE 分别为 13 倍、12 倍、10 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

5.3. 风险提示

油价大幅波动风险。原油及天然气价格的波动主要反映其供需变化，包括市场的不确定性和公司无法控制的其他因素，国际油价大幅波动会引发海洋油气工程行业周期性波动风险。

国际化经营风险。公司进入国际市场时间相对较短，国际化人才相对缺乏，国际项目运营经验和风险防控能力有待进一步提高；面对地缘冲突日益升级、行业格局加速调整的复杂环境，公司在国际化发展、海外项目执行等方面依然面临较大风险。

汇率变动风险。公司的记账本位币为人民币，随着公司海外业务规模的扩大，外币收入增加，汇率波动可能对公司损益产生一定影响。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	25,583	24,597	27,587	30,834	34,909	
货币资金	2,123	4,321	4,703	5,016	7,042	
应收及预付	7,237	6,555	7,677	8,696	9,586	
存货	1,301	983	1,330	1,444	1,552	
其他流动资产	14,923	12,738	13,877	15,678	16,729	
非流动资产	17,056	18,655	18,812	18,840	18,887	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	13,220	12,818	13,071	13,202	13,309	
在建工程	661	467	333	227	141	
无形资产	2,267	2,236	2,206	2,176	2,146	
其他长期资产	908	3,135	3,202	3,235	3,291	
资产总计	42,639	43,252	46,399	49,675	53,796	
流动负债	16,185	15,629	17,556	19,346	21,677	
短期借款	330	0	0	0	0	
应付及预收	11,665	12,529	13,756	15,149	17,218	
其他流动负债	4,190	3,100	3,800	4,197	4,460	
非流动负债	773	845	794	784	774	
长期借款	160	220	220	220	220	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	613	625	574	564	554	
负债合计	16,957	16,473	18,350	20,130	22,451	
股本	4,421	4,421	4,421	4,421	4,421	
资本公积	4,248	4,248	4,248	4,248	4,248	
留存收益	14,848	16,027	17,285	18,766	20,549	
归属母公司股东权益	23,702	24,795	26,053	27,534	29,317	
少数股东权益	1,980	1,984	1,996	2,011	2,028	
负债和股东权益	42,639	43,252	46,399	49,675	53,796	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	29,358	30,752	34,058	38,148	43,182	
营业成本	26,719	27,446	30,028	33,634	37,842	
营业税金及附加	175	142	157	175	199	
销售费用	18	21	27	27	31	
管理费用	242	323	357	400	453	
研发费用	1,122	1,186	1,328	1,564	1,814	
财务费用	-88	-57	-80	-88	-95	
资产减值损失	-74	-46	-102	-136	-79	
公允价值变动收益	12	114	0	0	0	
投资净收益	703	262	291	521	442	
营业利润	1,713	1,903	2,506	2,900	3,392	
营业外收支	49	9	9	9	9	
利润总额	1,762	1,912	2,514	2,909	3,400	
所得税	311	282	444	514	600	
净利润	1,451	1,630	2,070	2,395	2,800	
少数股东损益	-8	10	12	14	17	
归属母公司净利润	1,459	1,621	2,058	2,381	2,783	
EBITDA	2,070	2,931	3,764	4,193	4,738	
EPS (元)	0.33	0.37	0.47	0.54	0.63	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	3,313	5,125	2,851	3,232	5,145	
净利润	1,451	1,630	2,070	2,395	2,800	
折旧摊销	1,157	1,431	1,330	1,372	1,432	
营运资金变动	1,211	2,393	-350	-144	1,283	
其它	-506	-329	-200	-391	-370	
投资活动现金流	-1,818	-1,950	-1,614	-2,003	-2,103	
资本支出	-467	-847	-1,545	-1,514	-1,535	
投资变动	-2,293	-1,393	-1,017	-1,001	-1,001	
其他	942	290	948	511	432	
筹资活动现金流	-606	-1,052	-855	-916	-1,016	
银行借款	90	222	0	0	0	
股权融资	0	0	0	0	0	
其他	-696	-1,274	-855	-916	-1,016	
现金净增加额	916	2,142	382	313	2,026	
期初现金余额	1,171	2,087	4,229	4,611	4,925	
期末现金余额	2,087	4,229	4,611	4,925	6,950	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	48.3%	4.7%	10.8%	12.0%	13.2%
营业利润增长	205.8%	11.1%	31.7%	15.7%	17.0%
归母净利润增长	294.5%	11.1%	27.0%	15.7%	16.9%
获利能力					
毛利率	9.0%	10.7%	11.8%	11.8%	12.4%
净利率	4.9%	5.3%	6.1%	6.3%	6.5%
ROE	6.2%	6.5%	7.9%	8.6%	9.5%
ROIC	2.8%	4.7%	7.1%	7.8%	8.6%
偿债能力					
资产负债率	39.8%	38.1%	39.5%	40.5%	41.7%
净负债比率	-5.1%	-14.9%	-15.6%	-15.9%	-21.5%
流动比率	1.58	1.57	1.57	1.59	1.61
速动比率	1.05	1.23	1.21	1.22	1.27
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.72	0.76	0.79	0.83
应收账款周转率	4.92	4.95	5.26	5.22	5.23
存货周转率	21.79	24.03	25.97	24.25	25.27
每股指标 (元)					
每股收益	0.33	0.37	0.47	0.54	0.63
每股经营现金流	0.75	1.16	0.64	0.73	1.16
每股净资产	5.36	5.61	5.89	6.23	6.63
估值比率					
P/E	18.36	16.05	13.45	11.63	9.95
P/B	1.13	1.06	1.06	1.01	0.94
EV/EBITDA	12.31	7.60	6.19	5.48	4.42

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。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、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司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本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。