

海油发展 (600968)

证券研究报告

2024年08月23日

跟踪报告：公司业绩为何具备稳定性与持续性？

公司近年来业绩稳定提升

公司业绩的稳定和持续性源于其独特的业务优势、与油价关联度较低的业绩特点以及强大的成本管控能力。人均创收从2019年的219万提升至2023年的343万，增幅达到56.5%；人均创利的增长更为明显，从2019年的8.08万元增长到2023年的21.44万元，五年的时间接近翻了2.65倍。

海油增储上产趋势有望确定，公司处于油气开发生产阶段

我国油气对外依存度居高不下，2023年我国石油和天然气对外依存度分别为74.6%、41.98%，增储上产有望成为必然趋势。中海油作为国内油气增产的主力军，近年来在勘探开发方面取得显著成果，储量持续创新高，产量稳定增长。油气生产阶段业务的生命周期可达20-50年，是公司业务发展的核心环节。公司聚焦油气生产阶段提供专业技术服务，业务定位明确，涵盖提高油气田采收率、装备制造与运维等多个领域。

公司业绩有效抵御油价扰动，稳产任务提振远期需求

公司凭借稳定的盈利能力与全产业链的业务体系，有效抵御了油价波动等外部风险，近年来毛利率与净利率均实现显著提升。公司的ROE同样表现优异，中枢得到系统性抬升，2019-2021年平均为7.34%，2023年为13.13%。其独特的业务经营模式，特别是与中海油的深度绑定（2016-2023前五名客户销售额中关联方销售额比例平均为65.2%），确保了业务量的稳定与盈利水平的持续增长。国内油田开发成本上升，稳产任务艰巨，公司领先布局多项提升采收率技术，并成功应用于实际生产。新老油气田为公司的制造与运维服务带来需求持续增长，为业绩的长期发展提供了坚实支撑。

公司控费能力出色，技术创新推动降本增效

公司凭借出色的控费能力，通过聚焦提质增效与“三费”压降，实现了成本管理的显著优化。销售、管理、财务费用率三费率之和由2019年的5.62%下降到2023年的3.97%。2023年公司ROIC达到11.8%，相比2019年(7.21%)提升明显。同时技术创新成为降本增效的关键驱动力，不仅自主研发技术提升油田生产效率，还创新服务模式降低成本，数字技术的应用更推动了生产效率和交付速度的飞跃，整体提升了公司的运营效能。

盈利预测与估值

我们维持归母净利润预测为2024/2025/2026年35.3/38.75/43.84亿元。对应EPS分别0.35/0.38/0.43元，PE 10.94/9.97/8.81倍，维持“买入”评级。

风险提示：上游油气价格波动风险；市场竞争加剧风险；油气副产品需求不及预期风险；安全事故及保险不足的风险；国内油气增储上产进度不及预期的风险；极端天气影响公司正常作业的风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	47,784.49	49,307.96	54,982.50	60,677.86	66,468.68
增长率(%)	23.35	3.19	11.51	10.36	9.54
EBITDA(百万元)	5,897.06	6,498.27	6,376.24	6,812.17	7,451.18
归属母公司净利润(百万元)	2,416.23	3,081.13	3,530.51	3,875.17	4,383.72
增长率(%)	88.25	27.52	14.58	9.76	13.12
EPS(元/股)	0.24	0.30	0.35	0.38	0.43
市盈率(P/E)	15.99	12.54	10.94	9.97	8.81
市净率(P/B)	1.73	1.57	1.45	1.33	1.22
市销率(P/S)	0.81	0.78	0.70	0.64	0.58
EV/EBITDA	3.78	2.74	4.29	3.47	2.96

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	石油石化/油服工程
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	3.8元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	10,165.10
流通A股股本(百万股)	10,165.10
A股总市值(百万元)	38,627.40
流通A股市值(百万元)	38,627.40
每股净资产(元)	2.47
资产负债率(%)	39.09
一年内最高/最低(元)	4.64/2.62

作者

张樨樨	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003	
zhangxixi@tfzq.com	
厉泽昭	联系人
lizezhao@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《海油发展-季报点评：一季报点评：Q1 利润高速增长，持续发展新质生产力》2024-04-27
- 《海油发展-年报点评报告：业绩超预期，成本强管控，能源技术服务放量增长》2024-04-16
- 《海油发展-首次覆盖报告：踏浪再出发，多元化海上油气服务商持续高景气》2023-11-22

内容目录

海油发展：业绩的稳定和持续性来自于哪里？	3
1. 业务特点：主要集中在油气开发生产阶段	4
1.1. 我国油气对外依存度高居不下，增储上产趋势确定	4
1.2. 海油新发现硕果累累，是国内增产主力军	4
1.3. 生产阶段：油气开发中生命周期最长的环节	6
2. 业绩特点：业务强绑定下抗风险能力强，稳产打开业绩空间	7
2.1. 业绩稳定抬升，与油价关联度较低	7
2.2. 深度绑定中海油，业务主要集中国内	7
2.3. 老旧油田衰退下，稳产任务艰巨，提振公司运维需求	8
3. 强成本管控：控费能力出色，技术创新推动降本增效	10
4. 盈利预测与估值	10
5. 风险提示	11

图表目录

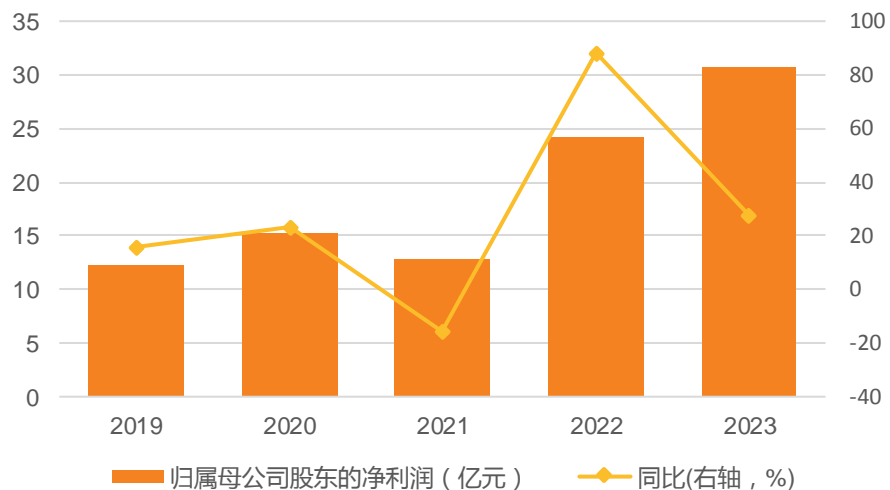
图 1：2019-2023 公司归母净利润及增长情况	3
图 2：2019-2023 公司人均创收及增长情况	3
图 3：2019-2023 公司人均创利及增长情况	3
图 4：2014-2023 年我国石油天然气对外依存度情况	4
图 5：2018-2023 中海油产量数据及 2024-2026 计划	4
图 6：2018-2023 年中海油净证实储量及储量替代率	4
图 7：2019-2023 公司净利率毛利率情况	7
图 8：2019-2023 公司 ROE 稳定抬升，抵御油价波动	7
图 9：2016-2023 公司前五名客户销售额中关联方比例	7
图 10：2019-2023 公司境内外营收比例	7
图 11：2018-2024Q1 中海油桶油成本整体控制较好	8
图 12：南海东部油田海陆通讯网络	9
图 13：公司 2019-2024Q1 三费情况（单位：百万元）	10
图 14：公司 2019-2023ROIC、ROP 情况	10
表 1：中国海油 2024 上半年主要油气田发现和进展	5
表 2：石油和天然气行业的生命周期五阶段	6
表 3：常规油气提高油气采收率技术及能源效率的技术及公司在各领域的相关成果	8

海油发展：业绩的稳定和持续性来自于哪里？

作为中海油旗下油服公司，海油发展（以下简称公司）的业务独特，是我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。公司具备综合性强、风险抵御能力强的业务竞争优势。从财报上的各项指标我们可以看出公司近年来业绩表现优异，盈利稳定性，成本控制能力出色，运营高效。

公司自上市以来利润显著提升。公司的归母净利润从 2019 年的 12.33 亿元增长到 2023 年的 30.81 亿元，CAGR 达到 25.7%。除 2021 年受减值一次性影响利润下滑，此外均维持双位数比例增长。

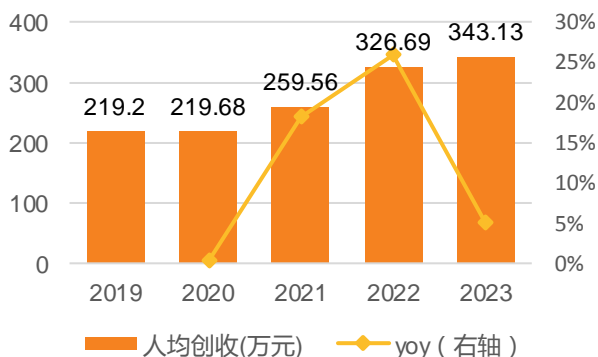
图 1：2019-2023 公司归母净利润及增长情况



资料来源：wind，天风证券研究所

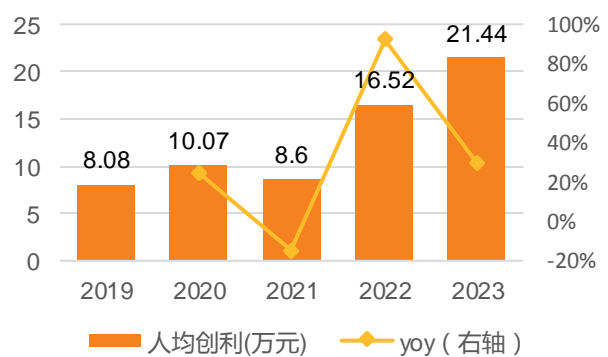
人均创效显著提升。公司近年来员工数量控制良好，员工总数连年下降，从 2019 年的 15266 人下降到 2023 年的 14370 人。伴随的是人均创收、创利的大幅提升：人均创收从 2019 年的 219 万提升至 2023 年的 343 万，增幅达到 56.5%；人均创利的增长更为明显，从 2019 年的 8.08 万元增长到 2023 年的 21.44 万元，五年的时间接近翻了 2.65 倍，体现了公司优异的人均创效能力。

图 2：2019-2023 公司人均创收及增长情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2019-2023 公司人均创利及增长情况



资料来源：wind，天风证券研究所

我们认为公司出色的业绩表现和稳定性得益于以下几方面

1. 业务特点：主要业务位于油田勘探中后端工作阶段，行业景气持续
2. 业绩特点：与油价关联度较低，业务集中在国内，稳产打造基本盘

3. 强成本管控：控费能力出色，技术创新推动降本增效

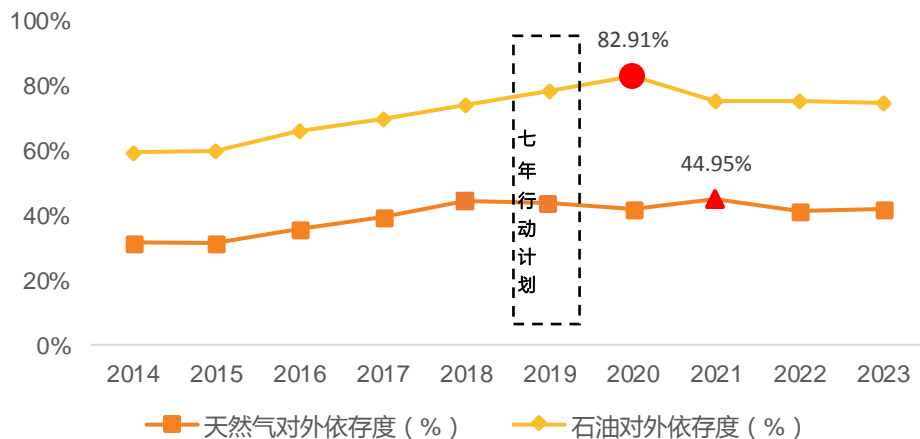
1. 业务特点：主要集中在油气开发生产阶段

1.1. 我国油气对外依存度高居不下，增储上产趋势确定

七年行动计划接近尾声。“七年行动计划”始于 2019 年 5 月国家能源局提出的“石油企业要落实增储上产主体责任，不折不扣完成 2019—2025 七年行动方案工作要求”。该计划提出之时恰逢中国油气需求快速增长，而国内石油产量连续 3 年下降，天然气产量增速落后于消费增速，导致中国油气进口增速较快，对外依存度持续升高。

对外依存度仍处高位，增储上产任务艰巨。按照英国能源研究院（EI）《世界能源统计年鉴（2024）》的数据，中国石油产量在 2015 年达到历史峰值 2.15 亿吨之后，连续 3 年低于 2 亿吨，2018 年降至 1.89 亿吨，比 2015 年降低约 12%。同期，国内原油需求从 5.57 亿吨增至 6.35 亿吨，增幅 14%。供需错配下，我国油气对外依存度高居不下，2023 年我国石油和天然气对外依存度分别为 74.6%、41.98%（2019 年分别为 78.39%、43.53%），相较于 2019 年改善并不明显，对于国内大型油气企业而言，提升能源自给率仍然迫在眉睫。

图 4：2014-2023 年我国石油天然气对外依存度情况



资料来源：中能传媒研究院，《中国能源大数据报告(2024)》，天风证券研究所

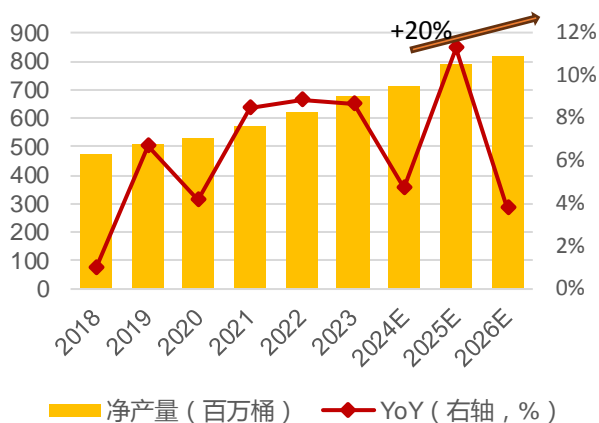
1.2. 海油新发现硕果累累，是国内增产主力军

三桶油持续推进勘探开发，24H1 中海油原油新增产量占比超七成。今年以来三桶油持续加快国内油气资源勘探开发步伐，2024 年上半年我国规模以上工业原油产量 1.07 亿吨，规模以上工业天然气产量 1236 亿立方米。分别同比增长 1.9%和 6%。其中海油贡献最为明显，实现国内原油增产量占全国总增量七成以上。

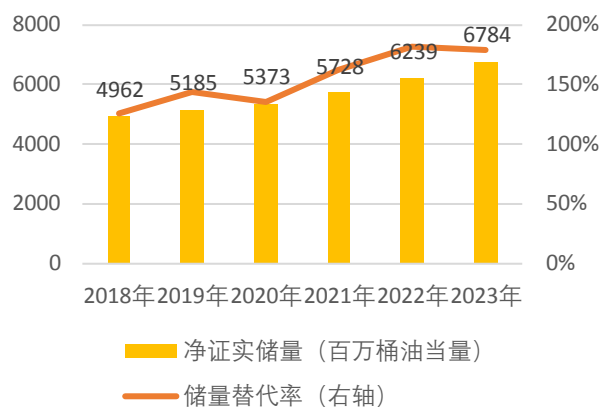
2023 年海油储量续创新高，中期规划产量稳定增长。2023 年，中海油证实储量再创历史新高，达 6,784 百万桶油当量，储量替代率达 180%。2024 年 Q1，中海油净产量持续强劲增长，达到 180 百万桶油当量，同比上升 9.9%。根据中海油 2024 年年度战略展望，当年将勘探策略定为坚持稳油增气、向气倾斜、推进非常规；区位上稳定渤海，加快南海，拓展东海，探索黄海，做强海外；2024 年储量替代率预计不低于 130%。中海油将坚持增储上产，油气产量保持强劲增长。2024-2026 年滚动产量目标为 700-720、780-800、810-830 百万桶油当量。

图 5：2018-2023 中海油产量数据及 2024-2026 计划

图 6：2018-2023 年中海油净证实储量及储量替代率



资料来源：中海油官网，公司公告，天风证券研究所



资料来源：中海油官网，天风证券研究所

2024 年中海油在南海、渤海接连收获重大发现。今年以来中海油宣布了开平南油田、秦皇岛 27-3 亿吨级油田、龙口 7-1 油气田这些重大勘探成果。

开平南油田：位于南海珠江口盆地，探明油气地质储量达到 1.02 亿吨油当量，是我国在深水领域自主发现最大的油田，也是全球核杂岩型凹陷最大的商业发现，打破了我国深水深层原油一直没有规模性发现的局面。经测算，开平南油田提炼成汽油后能够满足百万级人口城市居民日常交通使用超 25 年。

秦皇岛 27-3 油田：位于渤海中北部海域，探明石油地质储量达 1.04 亿吨，这是该海域时隔 10 年再次获得重大油气发现。该油田的发现是渤海浅层岩性勘探思路的又一次重要实践，按正常开采，秦皇岛 27-3 油田能够开采原油近 2000 万吨，提炼成汽油后能够满足百万级人口城市居民日常交通使用超 10 年。

龙口 7-1 油气田：位于渤海东部海域，经测试，该井日产天然气近百万立方米，日产原油约 210 立方米，创造了渤海油田天然气测试产能的最高纪录。本次中生界火山岩的成功钻探，不仅展示了渤海中生界火山岩广阔的勘探前景，也进一步表明公司在中深层勘探认识与技术上的重要突破。

表 1：中国海油 2024 上半年主要油气田发现和进展

油气田	具体进展
陵水 36-1 气田	测试成功，探井测试无阻天然气流量超 1000 万立方米/日，实现我国首个超深水超浅层气田发现
开平南油田	探明油气地质储量 1.02 亿吨油当量，平均水深约 500 米，是我国在深水领域自主发现的最大油田
陆丰油田群	二期开发项目投产，主要包括陆丰 8-1 油田、陆丰 9-2 油田和陆丰 14-8 油田，预计 2025 年将实现日产原油 22600 桶的高峰产量
恩平 21-4 油田	开发项目投产，其中 A1H 井钻井深度 9508 米，水平位移 8689 米，是我国海上第一深井，同时创造我国钻井水平长度记录
“深海一号”超深水大气田	累产天然气超 80 亿立方米，保持高产稳产运行状态，“深海一号”二期工程加速推进，钻井作业总进尺已超过 5 万米。
绥中 36-1/旅大 5-2 油田	二次调整开发项目投产，预计 2025 年将实现日产原油约 30300 桶的高峰产量
秦皇岛 27-3	亿吨级油田探明石油地质储量 1.04 亿吨，是渤海中北部海域第一个亿吨级岩性油田。

资料来源：碳客 Lab 微信公众号，天风证券研究所

1.3. 生产阶段：油气开发中生命周期最长的环节

生产阶段处于油气开发后端，核心是提升采收率。“生产”就是在一个已经过“勘探”确定有石油，并且经过制定“开发”方案确定如何获取石油的地域，研究以什么速度“采出”石油，从而提高此油田的最终石油采收率，或者说最终尽可能多地将地下石油“采到”地面上来。

生产阶段的业务生命周期最长。根据英国政府发布的油气行业生命周期研究报告，石油和天然气部门包括三个主要活动:上游（勘探和生产）、中游（运输和加工）和下游（向最终用户/消费者分销和销售）。中游和下游活动是从开发阶段开展的，与生产阶段同时发生。根据生命周期的划分，生产阶段的生命周期可达 20-50 年，远超过其余几个阶段。

上游石油和天然气行业的生命周期分为五个阶段:

表 2：石油和天然气行业的生命周期五阶段

阶段	时间	内容
1. 勘探	1-5 年	<p>通过地质调查勘探潜在可行的石油/天然气资源。</p> <p>政府通过直接谈判或投标过程，为自己的勘探寻求投资或授予公司勘探权。特许权可以授予国际公司，在特定的地理区域进行勘探，并签订合同，对发现的任何石油或天然气的权利进行管理。执照和许可证的期限因国家和执照或区块而异。国际公司可以单独勘探，或者两家或两家以上的公司可以组成合资企业共同勘探，其中一家公司被指定为作业者。</p> <p>如果没有发现潜在可行的油/气源，作业将被终止。</p> <p>在发现潜在可行的石油/天然气资源的地方，将进行进一步的勘探。公司将制定下一阶段的工作计划。将对勘探的技术和商业部分以及社会和环境评估进行投资。</p>
2. 评估	4-10 年	<p>对被确定为可能含有可行油气源的地点进行更详细的检查。可以开发基础设施来访问站点。计划现场钻井，并钻探探井，以寻找和测绘石油/天然气储量。</p> <p>根据油田的位置，公司将与政府合作，因为他们的业务对当地环境和经济的影响越来越大。</p> <p>如果没有发现商业上可行的石油/天然气，作业将被终止。</p> <p>如果石油/天然气储量被认为具有商业可行性，勘探公司将准备开发该地区。</p>
3. 开发	4-10 年	<p>政府合同和许可可能会被修改/更新，场地已准备好进行生产。作为勘探和初始钻井阶段的一部分，有限的基础设施和现场开发已经到位，但在油田开发阶段，作业将急剧增加，在该阶段结束时将生产第一批石油/天然气。</p>
4. 生产	20-50 年	<p>石油/天然气储备正在被开采和运输以进行加工和分配。任何油田的石油/天然气量都存在不确定性，因此很难预测该阶段的产量波动，开采速度通常会达到峰值，并在油田商业寿命末期逐渐下降。</p>
5. 关闭	2-10 年	<p>一旦开采剩余储量不再具有成本效益，场地将被停用，运营公司通常负责将该场地恢复到尽可能接近原始状态。如果需要环境监测，这个阶段可能需要几十年。</p>

资料来源：GOV.UK，天风证券研究所

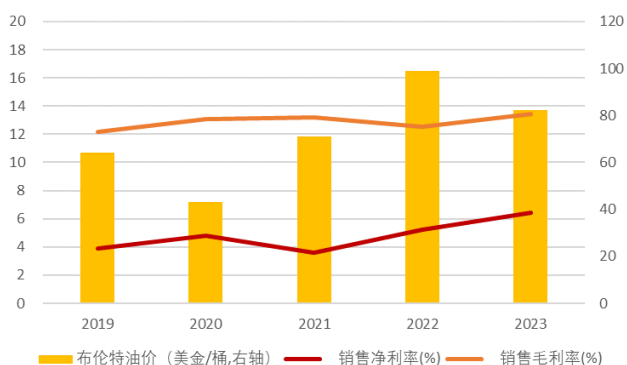
公司主要聚焦生产阶段，定位明确。作为能源技术服务企业，公司主要聚焦油气生产阶段提供专业技术服务。三大业务板块主要聚焦海上、陆上油气生产领域，为海上油气资源的稳产增产提供技术及装备保障服务，并持续拓展陆上非常规油气田业务，同时通过物流、销售、配餐等能源物流服务提供全方位综合性生产及销售支持。具体业务主要涵盖提高油气田采收率、装备制造与运维、FPSO 一体化服务、安全环保、绿色低碳、数字化、供应链服务等能源技术服务。公司与其他两家海油旗下的专业公司在海洋油气的勘探、开发、生产环节中各有分工，独立发展。

2. 业绩特点：业务强绑定下抗风险能力强，稳产打开业绩空间

2.1. 业绩稳定抬升，与油价关联度较低

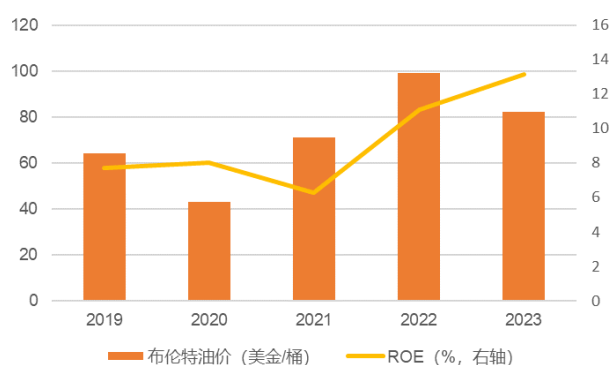
公司近年来盈利能力稳定，有效抵御外部波动。2019-2023 年，公司的毛利率、净利率分别从 12.17%、3.89% 提升至 13.47%、6.43%，年度振幅较小且整体趋势向上。公司的 ROE 同样表现优异，中枢得到系统性抬升，2019-2021 年平均为 7.34%，2023 为 13.13%，提升显著。在国际宏观情况复杂多变，能源品价格大幅波动的情况下展现了极强的抗风险能力和优质的盈利能力。这得益于公司全产业链的业务体系和一体化的发展模式，为实现公司高质量可持续发展奠定了可靠基础。

图 7：2019-2023 公司净利率毛利率情况



资料来源：wind，中海油官网，天风证券研究所

图 8：2019-2023 公司 ROE 稳定抬升，抵御油价波动



资料来源：wind，中海油官网，天风证券研究所

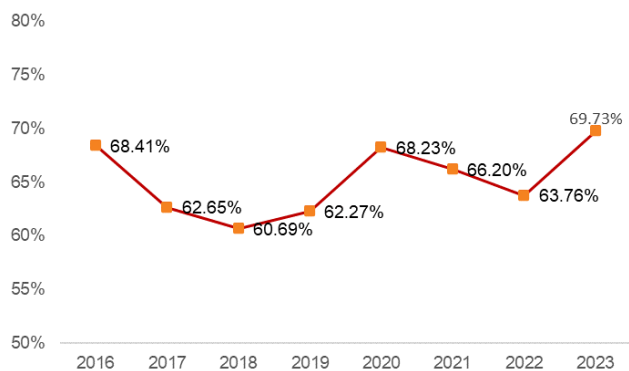
公司独特的业务经营模式使得业绩能够穿越周期。与同行业其他公司相比，公司独特的业务经营模式增强了抵御行业下行周期风险的能力。能源消费需求与宏观经济情况密切相关，对油价变化相对不敏感，而在产油田的桶油边际开采成本相对较低，短期内不会进行减产，因此油田在生产阶段对专业服务的需求较为稳定；同时公司业务覆盖海洋石油各主要生产环节，并集中定位于生产环节，与可比公司相比，公司受石油公司削减上游勘探开发资本性支出的冲击相对较小。

2.2. 深度绑定中海油，业务主要集中国内

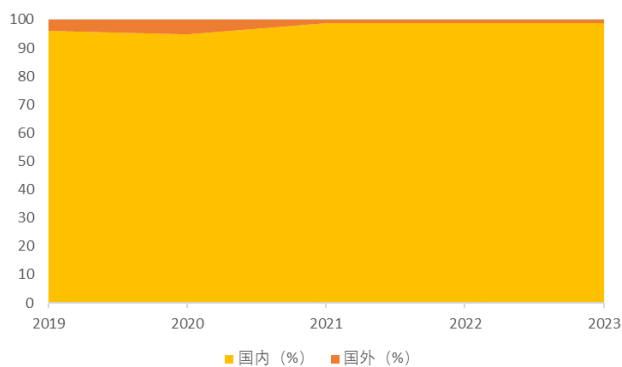
公司主要服务中海油国内业务。公司与关联方股东中海油及中海油下属公司之间的销售额比例持续稳定（2016-2023 前五名客户销售额中关联方销售额比例平均为 65.2%），保证了公司充沛的工作量和盈利水平。公司境内外营收差距明显，主要集中在国内，近三年国外收入占比均值仅为 1.33%，外部风险较小。2023 年，公司来源于国际市场的营业收入为人民币 6.47 亿元，同比提高 4.73%；毛利率 14.03%，同比提高 3.54 个百分点，主要原因是技术产品服务收入比重提高，毛利率提升。

图 9：2016-2023 公司前五名客户销售额中关联方比例

图 10：2019-2023 公司境内外营收比例

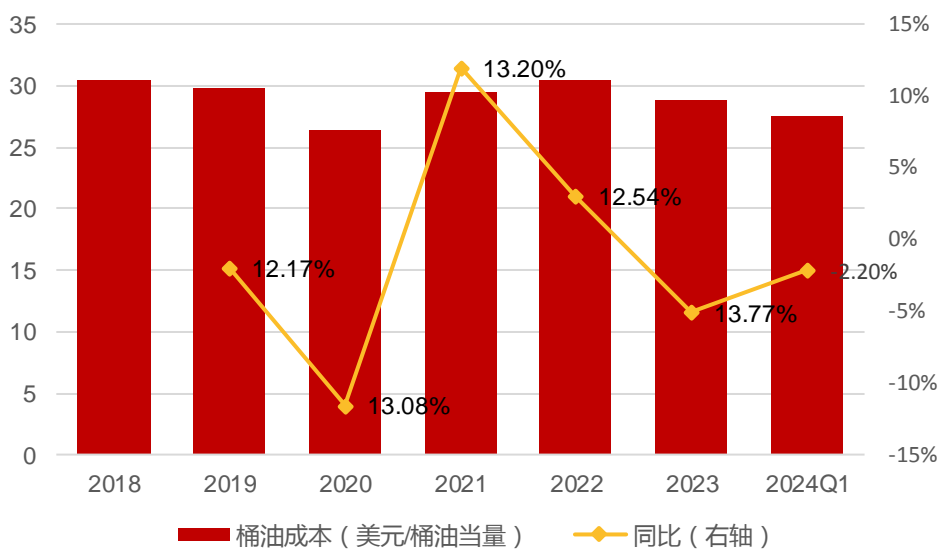


资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：2018-2024Q1 中海油桶油成本整体控制较好



资料来源：中海油官网，天风证券研究所

2.3. 老旧油田衰退下，稳产任务艰巨，提振公司运维需求

新老油田各含隐患，我国油田面临开发成本上扬挑战。老油田进入高含水期，新发现油田品位低，开发成本逐年上升，对油田效益造成挑战。大部分老油田进入高含水和高采出程度的“双高”阶段，新发现的油田基本都具有低丰度、低渗透率、低产量的“三低”的低品位特点，两者都会使得成本逐年上升，吨油成本增高，效益受损。从油气采收率角度来看，全球原油平均采收率 36%，我国除大庆油田是 46%以外，其他油田原油采收率在 22%~29%，进一步提高原油采收率的难度加大。

表 3：常规油气提高油气采收率技术及能源效率的技术及公司在各领域的相关成果

主要技术	应用定位	具体内容	公司相关成果
水驱	提高采收率的主体技术	我国陆上油田高含水和低渗透油藏都采用细分开发层系、完善注采系统、压裂酸化技术、研制新型地下和地面水处理系统、提高注入水和返出水的利用率、动态优化调控注采参数，实现老油田长期稳油控水，提高原油采收率 8%到 10%。	耐高温高盐调驱体系一直是水驱技术的短板，工程技术公司用三年时间，开发出上千个样品，终于研发出具有国际领先水平海水基耐高温高盐冻胶体系。2018 年，该体系在南海西部油田某井应用，含水下降 10%，产油量增加 15 方/天。2022 年 4 月，再次升级后的冻胶分散体平台产注一体化调驱技术在南海西部油田应用取得成功，平台日增油达 30 方/天。

化学驱	高含水老油田提高采收率的首选技术	使用“表面活性剂+聚合物+碱”的不同技术组合，主要通过聚合物驱、三元复合驱、二元复合驱等技术改善油水界面性质，使更多的原油从岩石孔隙中被驱替出来，该技术可提高原油采收率 8%到 15%。	研发人员针对歧口 17-2 油田高温、高含水等特点，从分子结构设计出发，加快驱油剂定制化研发步伐。成功研制的产品不但核心性能指标达到国内领先水平，而且为二期聚合物生产线建设提供技术保障。截至 23 年 9 月，已有三批次累计约 600 吨自主化产品成功下线，正在歧口 17-2 油田 11 口井开展井组扩大注入。
气驱	特高含水油田和低渗透/致密油气田提高采收率的必选技术	通过向油藏注入气体(如二氧化碳、天然气或氮气)来提高油藏的压力和改善油气流动性，若注二氧化碳，既提高油的采收率，又减少温室气体的排放，实现碳捕集、封存和利用 (CCUS)。这种方法在我国吉林、大庆、胜利油田已扩大应用规模，提高原油采收率 10%至 20%	2023 年，清洁公司成功承揽首个 CCUS 领域总包项。高栏终端二氧化碳回收利用产能配套建设项目的详细设计工作均由清洁能源公司独立完成。据估算，该项目的成功实施，平均每年可减少二氧化碳排放量约 18 万吨，相当于植树 1000 万棵。
热采技术	稠油、超稠油和油砂开采的主体技术	通过向油藏注入热量来降低油的黏度，提高其流动性，将流动性差或不流动的原油开采到地面。根据我国辽河、新疆和胜利油田的不同稠油油藏特点，注气吞吐、蒸汽驱、蒸汽辅助重力排油、火烧油层等加热油藏技术均有成功应用，提高稠油采收率 20%到 50%。	2008 年，工程技术公司开始稠油热采技术攻坚；2018 年，高温井下安全控制技术在旅大 27-2 油田测试获得成功。截至 23 年 9 月，该技术在渤海油田应用 38 井次，故障率接近于零。2020 年，由中海油研究总院牵头，有限天津分公司和工程技术公司组成联合科研团队，研究稠油热采新工艺。2023 年 4 月，稠油热采电潜泵注采一体化技术在旅大 21-2 油田成功实施

资料来源：中国石化新闻网，海油发展微信公众号，天风证券研究所

公司领先布局各项提升采收率技术。水驱、化学驱、气驱、热采技术均有相关研发及应用。以水驱技术为例，在渤海油田 80%以上的动用储量需注水补充能量约 90%的油气产量来源于注水。水驱开发因此被称为海上油田上产稳产的“压舱石”，是提高采收率最经济、见效快的技术手段。在水驱油田细分层系开发领域，工程技术公司深耕 20 年以上。通过加强区块、井组以及单井的油藏动态分析，深入剖析动态变化原因和水驱措施的适应性，对含水上升、能量不足的井组再认识、再分析，实施注水优化、周期注水、堵水调剖等多手段调控措施，实现浅部调剖向深部调驱转变，形成了毫米级、微米级、纳米级等不同粒径的堵剂体系，满足不同渗流特征油藏调驱需求。

图 12：南海东部油田海陆通讯网络



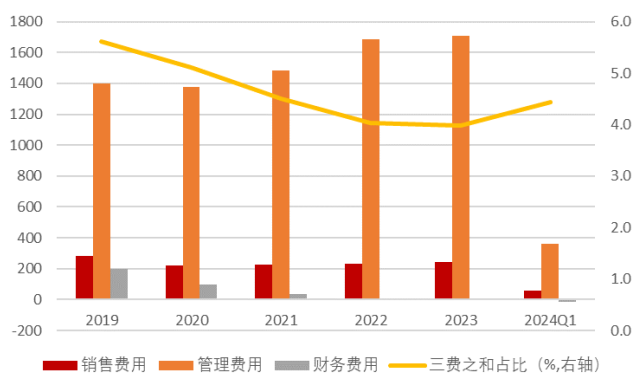
资料来源：海油发展微信公众号，天风证券研究所

新老油气田催生制造运维需求，为公司业务提供机遇。近年来，海油系统内新、老油气田逐渐增多，根据中海油深分的《中国特色世界一流深水油气田实施方案》，将“全面提升油田开采水平，夯实在生产稳产”列入重点任务。具体目标包括 ①深化精细油藏描述，提升在生产油田采收率 ②加大稳油控水力度，迭代优化采油工艺措施 ③破除地面工艺瓶颈，全面提升装备保障能力等。新油田将带动油田生产设备的制造需求，而老油田的生产设备需要更多运维保障服务，为公司的装备运维服务的稳步发展提供更大空间。

3. 强成本管控：控费能力出色，技术创新推动降本增效

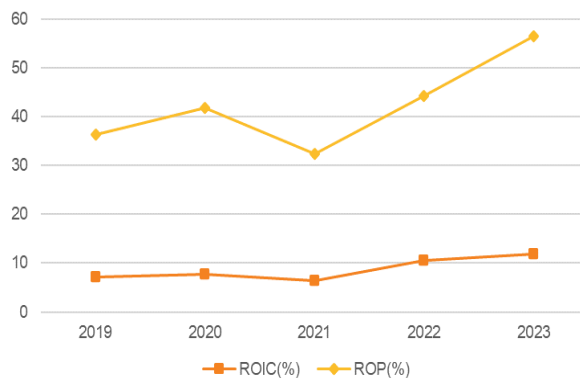
公司坚持“一切成本皆可降”，聚焦提质增效、“三费”压降、维修费降本三大领域一体发力，持续推进成本管理精益化。销售、管理、财务费用率三费率之和由 2019 年的 5.62% 下降到 2023 年的 3.97%。公司 ROIC、ROP 两项指标同样表现出色，2023 年公司 ROIC 达到 11.8%，相比 2019 年（7.21%）提升明显。

图 13：公司 2019-2024Q1 三费情况（单位：百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：公司 2019-2023 ROIC、ROP 情况



资料来源：wind，天风证券研究所

技术创新是提质降本增效的源头。公司在聚焦油田生产环节做好技术服务的同时，也努力为有限公司降低成本。2022 年，公司自主研发的冻胶分散体平台产注一体化调驱技术阶段增油超过 3000 方，一井次施工实现降本 130 万元。常州院海上模块腐蚀防护总包服务模式已成功推广至五个海域 26 座平台，通过打造“勘验分析+治理方案+配套涂料+集成涂装+监理验收+质保维保”全方位成套腐蚀防护一体化商务模式，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%。

数字技术是推动提质降本增效的动力。以智能工厂为例，2022 年海油发展常州院智能工厂在国内涂料行业首次实现了集批量线、柔性线、灌装线于一体的生产制造，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%。

在海上运维方面，公司积极推动油套管业务数字化转型，完成了油套管数字化生产线建设和智能场景应用，产线自动化率提高 20%、单批次制造时间缩短 40 分钟，综合产能提高 44%，产品制造过程中人力减少 40%，产品一次合格率由 93% 提升至 95%。

4. 盈利预测与估值

我们维持归母净利润预测为 2024/2025/2026 年 35.3/38.75/43.84 亿元。对应 EPS 分别 0.35/0.38/0.43 元，PE 10.94/9.97/8.81 倍，维持“买入”评级。

5. 风险提示

上游油气价格波动风险：油价可能会通过影响公司资本开支间接影响公司业绩情况，与此同时，公司能源物流板块收入与油价关联度较高，如果油价剧烈波动会对公司经营业绩产生影响。

市场竞争加剧风险：随着我国油气改革进程的加快和油服市场对民营和国际资本的开放，可能面临来自民营企业和海外企业的竞争。例如在 FPSO 运营领域，可能面临 SBM、MODEC、Bluewater 等同行国际公司的竞争。

油气副产品需求不及预期风险：公司对外销售液化气、凝析油、稳定轻烃，同时从事海上柴油的运输和供应，下游车用燃料、工业制造、化工生产等应用领域的需求直接影响公司产品销售毛利水平。

安全事故及保险不足的风险：如果公司生产作业过程中出现重大事故且保险赔付不足，则可能会对公司的业务及未来前景造成不利影响。

国内油气增储上产进度不及预期的风险：公司业务与国内油气开采进程深度绑定，如果整体进展不及预期将会影响公司业务开展。

极端天气影响公司正常作业的风险：以台风为代表性的极端天气会对海上油气公司作业产生消极影响，极端天气影响时间越久、次数越多，海上油气田产量损失越大。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,738.69	8,219.21	8,271.47	12,284.42	13,789.34
应收票据及应收账款	12,486.86	10,288.68	11,093.41	12,503.54	13,345.39
预付账款	44.38	91.43	40.00	104.61	53.34
存货	855.41	748.87	1,053.80	929.64	1,236.78
其他	3,790.50	3,189.29	6,485.46	6,395.46	7,356.08
流动资产合计	20,915.85	22,537.47	26,944.13	32,217.67	35,780.93
长期股权投资	2,242.09	2,892.38	3,192.38	3,492.38	3,792.38
固定资产	8,573.52	10,558.14	10,376.68	9,645.23	8,673.78
在建工程	2,023.97	912.28	1,912.28	2,712.28	3,312.28
无形资产	2,350.32	2,359.19	2,216.49	2,073.79	1,931.08
其他	2,168.43	3,394.91	2,092.62	1,445.91	1,146.91
非流动资产合计	17,358.33	20,116.90	19,790.45	19,369.58	18,856.43
资产总计	40,670.87	44,905.59	46,734.58	51,587.25	54,637.36
短期借款	57.52	57.02	50.00	50.00	50.00
应付票据及应付账款	11,284.37	12,724.12	12,577.72	15,261.32	15,146.06
其他	2,984.61	3,425.74	4,113.08	3,835.54	4,374.41
流动负债合计	14,326.50	16,206.88	16,740.80	19,146.86	19,570.47
长期借款	1,161.16	1,506.72	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,618.84	1,477.20	1,548.02	1,548.02	1,548.02
非流动负债合计	2,780.00	2,983.92	2,548.02	2,548.02	2,548.02
负债合计	17,631.49	19,601.02	19,288.82	21,694.88	22,118.49
少数股东权益	711.82	677.02	744.67	816.53	895.11
股本	10,165.10	10,165.10	10,165.10	10,165.10	10,165.10
资本公积	1,725.53	1,726.63	1,726.63	1,726.63	1,726.63
留存收益	10,316.88	12,533.98	14,722.90	17,048.00	19,590.56
其他	120.05	201.84	86.46	136.11	141.47
股东权益合计	23,039.38	25,304.57	27,445.76	29,892.38	32,518.87
负债和股东权益总计	40,670.87	44,905.59	46,734.58	51,587.25	54,637.36

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	47,784.49	49,307.96	54,982.50	60,677.86	66,468.68
营业成本	41,792.37	42,667.61	47,430.56	52,186.77	57,001.35
营业税金及附加	199.69	213.63	238.21	262.88	287.97
销售费用	234.49	244.57	272.71	300.96	329.69
管理费用	1,688.16	1,705.33	1,863.55	2,036.02	2,230.33
研发费用	1,329.64	1,162.04	1,412.85	1,559.20	1,708.00
财务费用	0.25	10.00	(27.65)	(73.94)	(112.67)
资产/信用减值损失	(180.87)	(47.94)	(94.89)	(94.89)	(94.89)
公允价值变动收益	6.96	14.04	342.98	145.57	152.85
投资净收益	359.45	379.27	398.23	414.16	426.59
其他	(643.52)	(900.16)	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,997.86	3,859.58	4,438.59	4,870.80	5,508.55
营业外收入	11.35	41.64	33.32	33.32	33.32
营业外支出	24.76	47.17	44.52	44.52	44.52
利润总额	2,984.45	3,854.04	4,427.39	4,859.61	5,497.36
所得税	487.18	685.76	787.77	864.68	978.15
净利润	2,497.27	3,168.29	3,639.62	3,994.93	4,519.21
少数股东损益	81.04	87.15	109.11	119.77	135.48
归属于母公司净利润	2,416.23	3,081.13	3,530.51	3,875.17	4,383.72
每股收益(元)	0.24	0.30	0.35	0.38	0.43

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	23.35%	3.19%	11.51%	10.36%	9.54%
营业利润	54.98%	28.74%	15.00%	9.74%	13.09%
归属于母公司净利润	88.25%	27.52%	14.58%	9.76%	13.12%
获利能力					
毛利率	12.54%	13.47%	13.74%	13.99%	14.24%
净利率	5.06%	6.25%	6.42%	6.39%	6.60%
ROE	10.82%	12.51%	13.22%	13.33%	13.86%
ROIC	17.67%	20.74%	26.94%	25.56%	31.54%
偿债能力					
资产负债率	43.35%	43.65%	41.27%	42.05%	40.48%
净负债率	-9.88%	-23.23%	-24.45%	-35.88%	-37.61%
流动比率	1.57	1.49	1.61	1.68	1.83
速动比率	1.51	1.45	1.55	1.63	1.77
营运能力					
应收账款周转率	4.05	4.33	5.14	5.14	5.14
存货周转率	59.53	61.47	61.00	61.18	61.36
总资产周转率	1.25	1.15	1.20	1.23	1.25
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.30	0.35	0.38	0.43
每股经营现金流	0.34	0.76	0.50	0.70	0.45
每股净资产	2.20	2.42	2.63	2.86	3.11
估值比率					
市盈率	15.99	12.54	10.94	9.97	8.81
市净率	1.73	1.57	1.45	1.33	1.22
EV/EBITDA	3.78	2.74	4.29	3.47	2.96
EV/EBIT	5.18	3.63	6.01	4.78	3.98

资料来源:公司公告,天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，天风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。

天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com