

石化机械 (000852)

能源安全、油气装备稳步增长；储备科技、氢能业务蓄势待发

◆ 中石化旗下的油气装备领军企业，积极布局新能源装备等新业务

公司是国内研发实力领先、产品门类齐全的油气和新能源装备研发和制造企业，主导产品涵盖陆地和海洋油气田的油气钻采装备、钻完井工具、集输装备三大领域。近年来受益于国内油气增储上产行动，收入稳步增长、净利润增长迅速。背靠大股东中国石化集团，公司储备的氢能装备、环保装备、化工装备、数字化等新兴业务前景可期。

◆ 油气装备景气度上行，公司具备先发优势有望充分受益

在增储上产等政策推动下，国内油气资本开支有望延续上行趋势。非常规油气在国内占比较高，开发难度和成本较高。国内油气装备市场国产化程度较高。油气资本开支上行将拉动油气装备需求。

作为业内领先的油气装备企业，公司产品门类全，在油气装备产业链中价值含量较高。公司拥有“三桶油”等优质大客户，并建立了完善的营销体系，在国内所有油气田均设有服务站点，并成立了四个区域营销服务中心。油气装备“电动化”符合低碳、低能耗趋势，蕴含较大升级改造机会。

公司电动压裂装备一体化服务项目顺利落地并达到预期效益。油气管道建设有望提速，公司扎根该领域多年，并及时调整产品战略以迎接业务放量。

◆ 背靠中石化，氢能业务潜力大

当前全球氢气主要应用于化工和制造业领域，未来低碳氢源替代化石燃料制氢的空间广阔。公司氢能业务快速取得突破，涵盖制氢、储氢/加氢等环节，并于2023年在以上各环节取得市场突破，2024H1订单已接近2023全年水平。公司加大氢能业务布局，2023年7月大股东授牌公司为“中国石化氢能装备制造基地”，2024年9月公司设立氢能平台子公司，2025年底氢能装备集成制造与测试项目预计投产。依托大股东的赋能及其在氢能全产业链的布局，叠加氢能产业规模增长潜力的释放，公司的氢能业务有望充分受益，并成为公司成长的“第二曲线”。

投资建议：公司的油气装备业务受益于国内油气资本开支上行和非常规油气开采力度的加大。氢能等新兴业务背靠中石化体系有望快速扩张。预计2024~2026年归母净利润1.4/2.3/3.1亿元、EPS分别为0.15/0.24/0.33元，当前股价对应PE分别为39/24/17倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：油气开采资本开支不及预期，项目建设进度不及预期，油气价格和汇率大幅波动，原材料涨价

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7751.91	8398.01	8981.77	10431.78	11969.66
增长率(%)	11.51%	8.33%	6.95%	16.14%	14.74%
归母净利润(百万元)	51.58	91.96	143.48	231.86	312.32
增长率(%)	15.82%	78.29%	56.03%	61.59%	34.70%
毛利率(%)	15.54%	15.90%	17.17%	17.84%	18.28%
每股收益	0.05	0.10	0.15	0.24	0.33
市盈率PE	106.41	59.68	38.25	23.67	17.57
市净率PB	1.89	1.84	1.75	1.63	1.49
资产收益率ROE(%)	1.78%	3.08%	4.58%	6.89%	8.49%

资料来源：中航证券研究所

投资评级

买入

首次评级

2024年10月30日

收盘价(元): 5.76

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股) 956.14

总市值(百万) 5,507.38

流通股本(百万股) 941.00

流通市值(百万) 5,420.17

12月最高/最低价(元) 7.61/4.94

资产负债率(%) 68.55

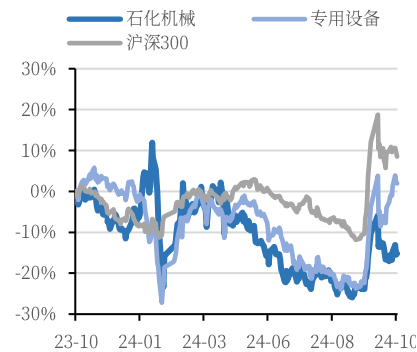
每股净资产(元) 3.23

市盈率(TTM) 62.15

市净率(PB) 1.84

净资产收益率(%) 2.74

股价走势图



作者

曾帅 分析师

SAC执业证书: S0640522050001

联系电话:

邮箱: zengshuai@avicsec.com

王卓亚 分析师

SAC执业证书: S0640523110001

联系电话:

邮箱: wangzybj@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

正文目录

一、 油气装备领军企业，业务布局求新求变.....	4
二、 油气设备景气度上行，氢能行业前景广阔.....	7
(一) 国内增储上产行动推动油气资本开支上行.....	7
(二) 油气设备进入壁垒高，公司布局完善且具备先发优势.....	9
(三) 氢能产业前景广阔，背靠中石化体系潜力大.....	11
三、 盈利预测.....	15
四、 风险提示.....	16

图表目录

图 1 股权结构图.....	4
图 2 “三优四新五特色”技术和产业体系.....	4
图 3 营业收入及其增速.....	5
图 4 归母净利润及其增速.....	5
图 5 各类产品营收(亿元).....	5
图 6 各地区营收(亿元).....	5
图 7 毛利率和净利率.....	6
图 8 期间费用率.....	6
图 9 原油消费和依存度.....	7
图 10 天然气消费和依存度.....	7
图 11 油气价格与油气资本开支的关系.....	7
图 12 三大油气央企的资本开支.....	8
图 13 三大油气央企资本开支和油价走势.....	8
图 14 油服行业市场规模占比（2022 年）.....	9
图 15 油服市场竞争格局（2020 年）.....	9
图 16 钻完井成本构成（2021 年）.....	9
图 17 国内压裂设备市占率（2019 年）.....	9
图 18 全球氢气需求结构.....	11
图 19 全球氢气生产结构.....	11
图 20 氢能核心产业地图.....	12
图 21 2018 以来全球各地区已投运电解槽累计装机情况.....	13
图 22 2030 年全球电解槽累计装机量预计 175~420GW.....	13

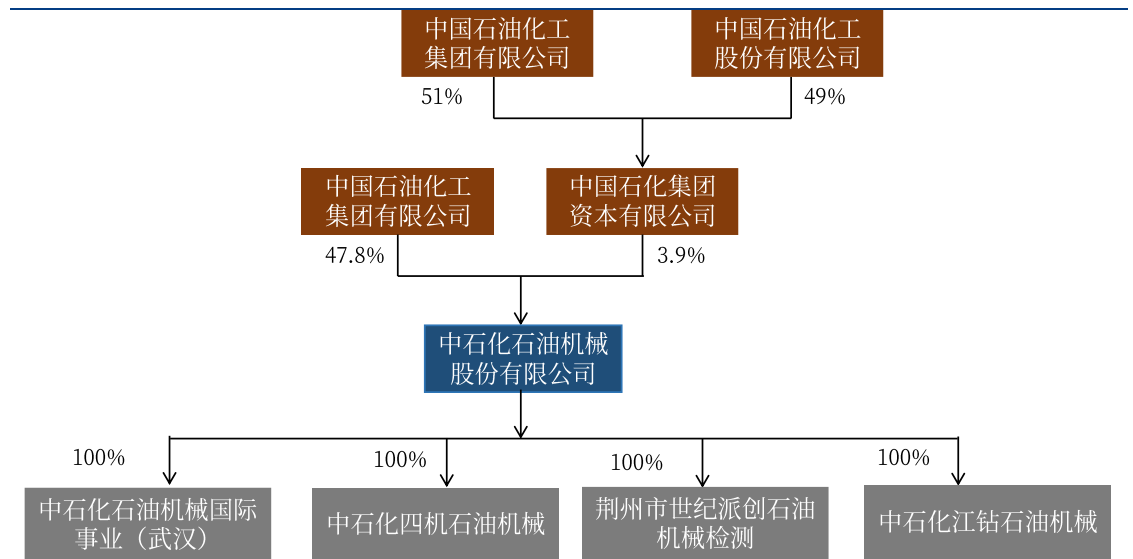


表 1 国家和部委层面促油气增储上产的相关政策	8
表 2 公司油气设备产品和服务矩阵	10
表 3 募投项目进展	10
表 4 中国石化集团全产业链布局氢能	13
表 5 公司氢能装备和服务矩阵	14
表 6 主营业务拆分与预测(百万元)	15
表 7 可比公司当前估值对比	15

一、油气装备领军企业，业务布局求新求变

公司是国内研发实力领先、产品门类齐全的油气和新能源装备研发、制造、专业技术服务企业，主营业务为油气开采高端装备研发与制造、油气集输、加氢/制氢装备研发与制造、石油机械设备检测服务等。多年来公司在超高压结构技术、超高硬材料技术、超高能控制技术、超高精制造技术研发持续发力，产品达到国际先进水平。中国石油化工有限公司（简称“中国石化集团”）为公司控股股东，未来有望在开采、石化和氢能等多领域实现赋能和引领。

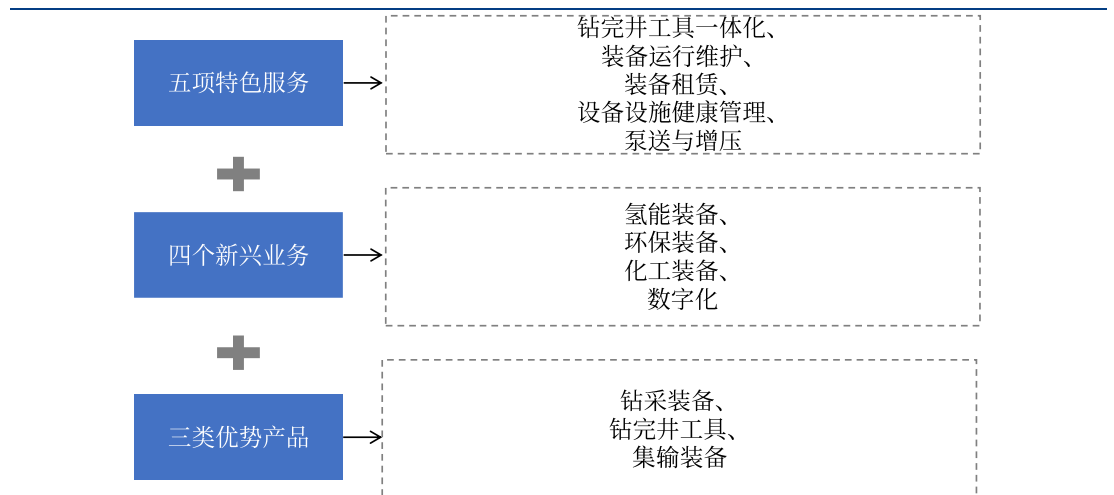
图1 股权结构图



资料来源：iFind，中航证券研究所

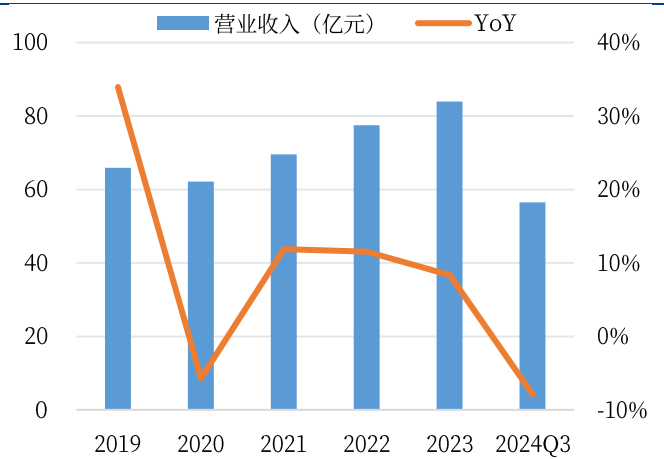
公司拥有柱塞泵、高压管汇、油气钢管、螺杆钻具等 17 条生产线，以及钻井和修井设备、固压装备、天然气压缩机、氢能装备等大型装备总装线。主导产品涵盖油气钻采装备、钻完井工具、集输装备三大领域，覆盖陆地和海洋油气田。历经多年创新发展，形成了“三优四新五特色”技术和产业体系。

图2 “三优四新五特色”技术和产业体系

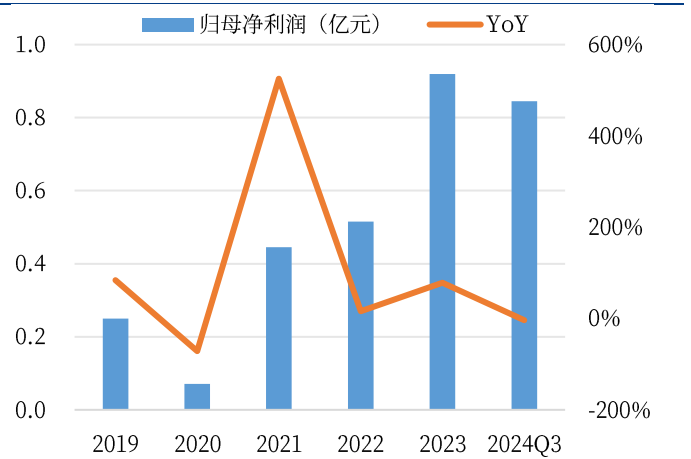


资料来源：公司公告，中航证券研究所

营收稳步增长，净利润改善较快。在国内外油气开采行业由于需求恢复和地缘政治等因素出现景气度上行的背景下，公司自 2019 年以来的营收实现稳步增长，2019~2023 年 CAGR 为 6.3%。公司归母净利润近年来持续实现盈利，且由于低基数而增长较快，2019~2023CAGR 为 38.6%。2024 年前三季度公司实现营收 56.4 亿元、同比-7.9%，归母净利润 0.9 亿元、同比-3.8%。我们推测中报提及的国内油气干线管网建设速度整体放缓、部分项目开工滞后等因素，导致钢管产品收入大幅下降对于整体业绩的拖累延续到第三季度。

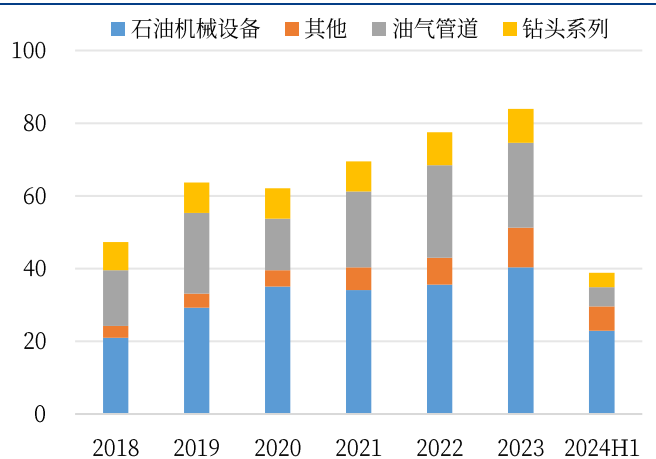
图3 营业收入及其增速


资料来源：iFind，中航证券研究所

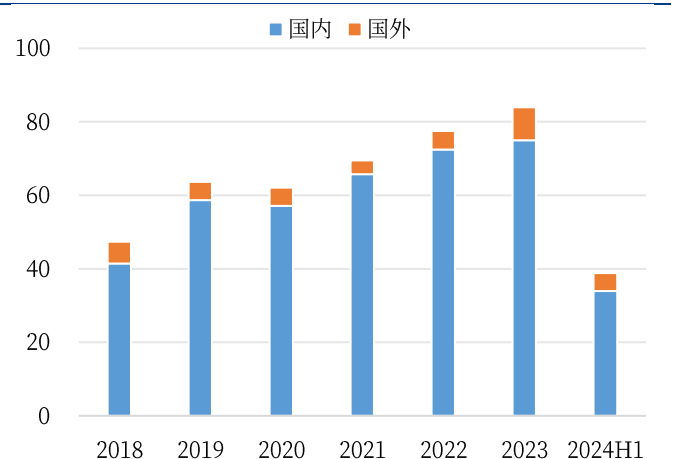
图4 归母净利润及其增速


资料来源：iFind，中航证券研究所

油气设备为公司主营产品，国内市场为公司经营的重心，且大客户集中程度较高。石油机械设备、油气管道、钻头系列长期以来为公司主要营收来源，其中 2023 年石油机械设备、油气管道、钻头系列的收入占比分别为 48%、27.8%、11.2%。随着公司新业务的拓展，其他系列产品的营收占比近年来持续提升。近年来国内市场为公司贡献的营收比重维持在 85%以上。公司拥有中石油、中石化、中海油等优质客户资源。前五大客户的销售额占比自 2019 年以来维持在 70%以上。此外，公司积极开拓国际热点市场，国外业务收入占比近年来持续提升。

图5 各类产品营收(亿元)


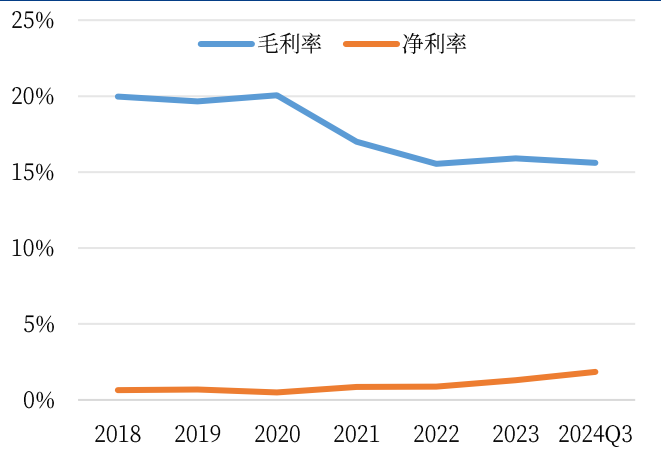
资料来源：iFind，中航证券研究所

图6 各地区营收(亿元)


资料来源：iFind，中航证券研究所

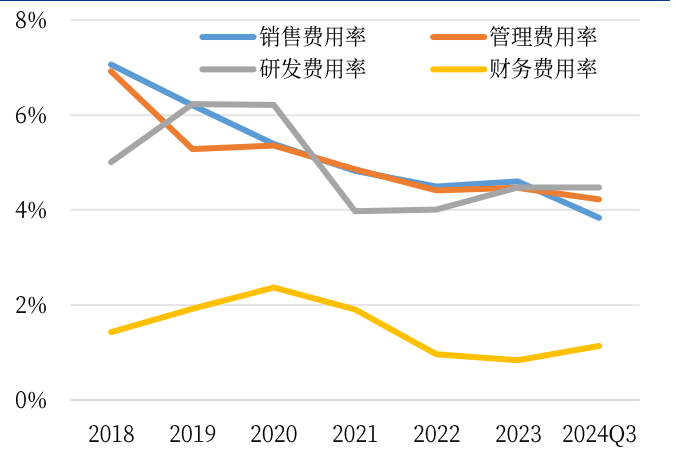
公司费用控制较好，助推净利率稳步提升。近几年公司毛利率呈下行趋势，但同时四大费用率均不同程度地呈下降趋势。在控费增效的推动下，公司净利率呈上行趋势，并于 2024Q3 达到近五年新高 1.9%。

图7 毛利率和净利率



资料来源：iFind，中航证券研究所

图8 期间费用率



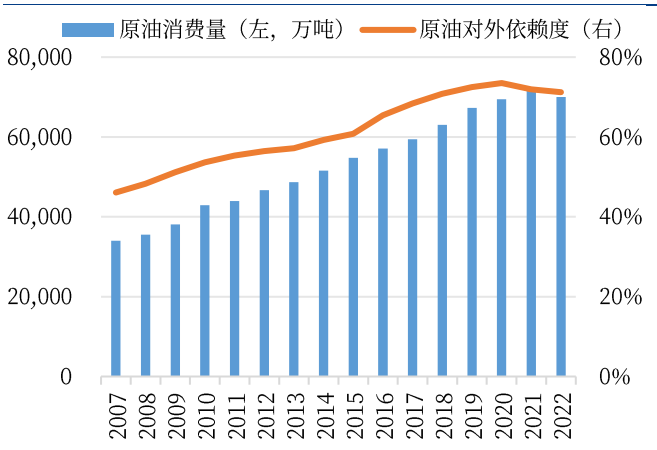
资料来源：iFind，中航证券研究所

二、油气设备景气度上行，氢能行业前景广阔

(一) 国内增储上产行动推动油气资本开支上行

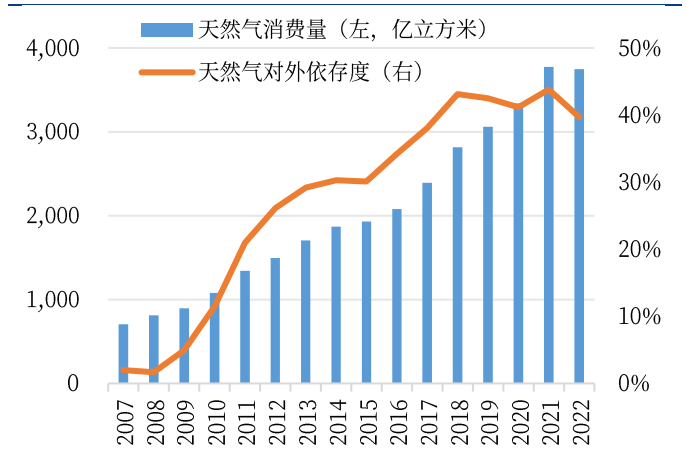
国内油气需求持续增长，但进口依赖度较高。石油和天然气是主要能源和化工原料。国内经济增长推动原油和天然气消费规模扩大。但国内油气产量却难以满足日益增长的油气需求。国内油气的进口依赖度与油气需求同步呈上升趋势，其中原油和天然气在 2022 年的进口依赖度分别高达 71%和 40%左右。

图9 原油消费和依存度



资料来源：海关总署，国际统计局，中航证券研究所

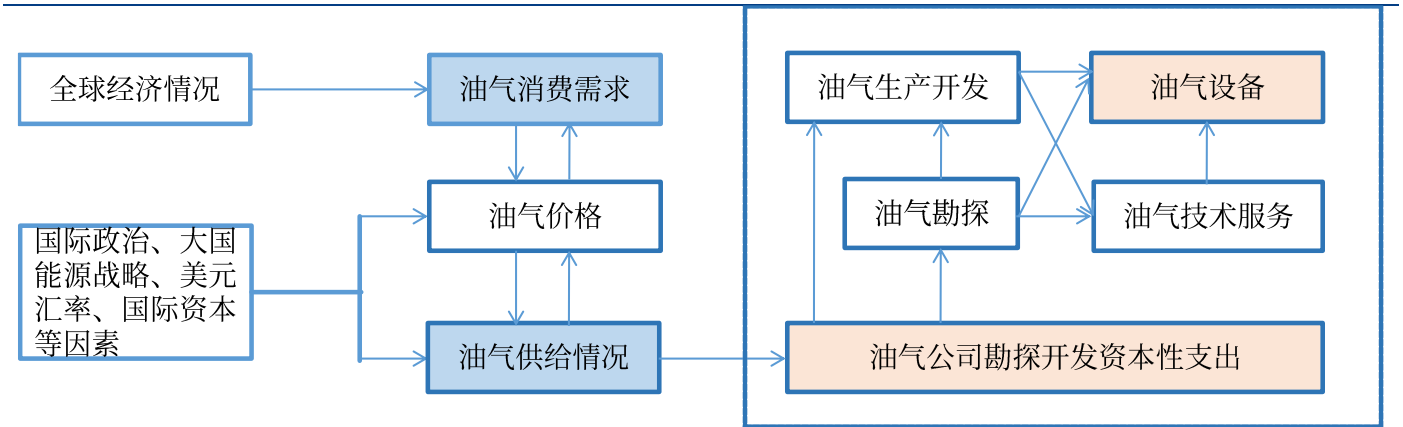
图10 天然气消费和依存度



资料来源：国家统计局，中航证券研究所

油气价格、供求关系等多重因素决定着油气公司的资本开支。由于油气公司的资本开支在上一年末制定，因此油气价格波动的影响存在着滞后性。对于以盈利为导向，投资收益对油气价格波动较敏感的油气公司，油气价格波动是其资本开支的主要影响因素。对于油气价格下跌的预判，一方面将导致其削减资本开支，另一方面会促使其限制产量稳定价格来保障现有的市场份额。而对于油气财政依赖度高、油气进口依赖度高的国家，出于能源安全、财政增收等因素将促使其维持既定的资本开支水平，油气价格波动的影响相对较小。

图11 油气价格与油气资本开支的关系



资料来源：迪威尔招股说明书，中航证券研究所

国内以三大油气央企（中石油、中石化、中海油）为代表的油气公司的资本开支呈上

行趋势。2020 年以前，全球油价波动对于三桶油的资本开支力度影响略微滞后。2020 年之后，全球油价由于地缘政治、疫情和宏观经济波动等因素，变动幅度较大。而同时期三桶油资本开支稳步增长，投资力度与油价波动的相关性减弱。一方面，在国家能源局 2019 年提出“油气增储上产七年行动计划”的背景下，国内油气公司纷纷加大油气勘探开发和科技投入力度。另一方面，在“双碳”战略目标下，三桶油纷纷加大对对于新能源和低碳技术的投资力度。

图12 三大油气央企的资本开支

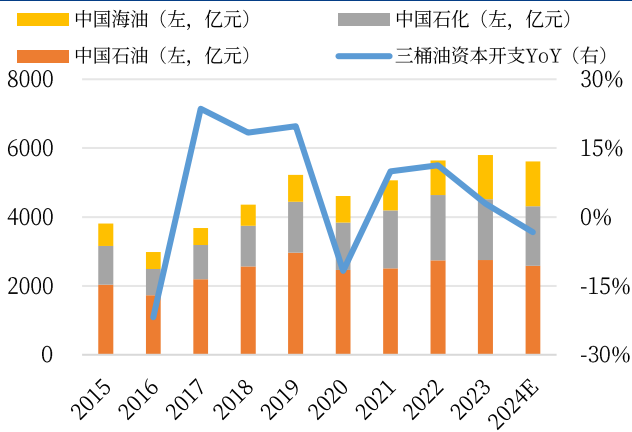
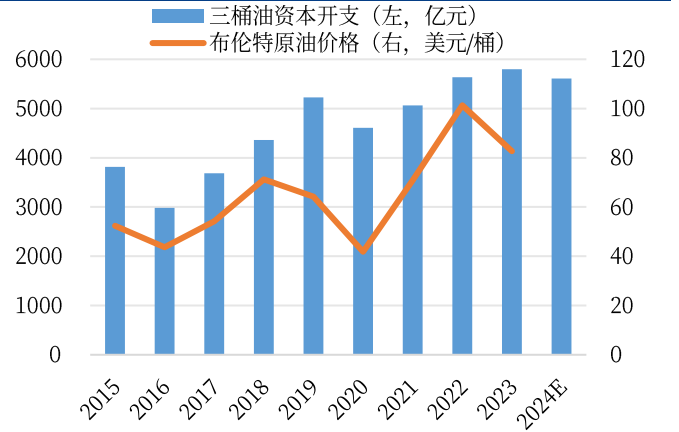


图13 三大油气央企资本开支和油价走势



资料来源：中国石油、中国石化、中国海油公司公告，中航证券研究所

资料来源：中国石油、中国石化、中国海油公司公告，英国石油公司(BP)，中航证券研究所

国内油气资源丰富，但易勘探开发的常规油气资源占比少，而非常规油气资源比率高且种类多。据自然资源部评价结果，我国页岩气技术可采资源量 21.8 万亿立方米，位居世界前列，EIA 评估为世界第三。非常规油气已成为重要的战略接替能源。相较于常规油气，非常规油气的勘探和开采的难度更大、成本更高。

表1 国家和部委层面促油气增储上产的相关政策

时间	发布单位	文件或会议名称	主要内容
2019 年	国家能源局	《大力提升油气勘探开发力度工作推进会》	为进一步把 2019 年和今后若干年大力提升油气勘探开发各项工作落到实处，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。
2022 年	国家发改委、国家能源局	《“十四五”现代能源体系规划》	到 2025 年，国内能源年综合生产能力达到 46 亿吨标准煤以上，原油年产量回升并稳定在 2 亿吨水平，天然气年产量达到 2300 亿立方米以上。积极扩大非常规资源勘探开发，加快页岩油、页岩气、煤层气开发力度。
2024 年	国家能源局	《2024 年能源工作指导意见》	原油产量稳定在 2 亿吨以上，天然气保持快速上产态势。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，推进老油田稳产，加快新区建产，强化“两深一非一稳”重点领域油气产能建设。
2024 年	国家能源局党组	《以能源转型发展支撑中国式现代化》	加大油气勘探开发和增储上产，确保国内原油产量长期稳定在 2 亿吨水平、天然气自给率不低于 50%。

资料来源：政府官网，中航证券研究所

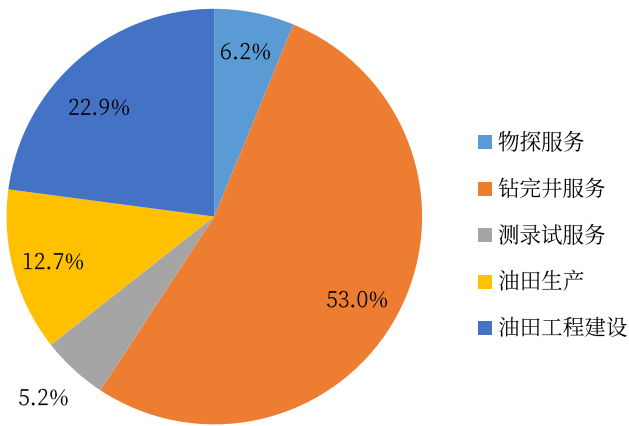
国内增储上产等政策带动油气开采产业景气度上行。面临国内油气需求高增、油气依存度上升的严峻形势，2019 年国家能源局提出“增储上产七年行动计划”。后续出台的政策文件提出国内原油产量回升并稳定在 2 亿吨以上，天然气产量 2300 亿立方米以上、自给率不低于 50%，加大力度开发非常规油气等目标。国内增储上产等行动方案支撑国内油气勘探开采较强的投资力度。此外，以三桶油为代表的国内油气公司逐渐加强海外油气业务的开拓。国内增储上产行动等政策推动国内头部油气公逐步加大

资本开支力度和扩大油气业务开拓范围，将拉动对于国内油气设备的采购需求。

(二) 油气设备进入壁垒高，公司布局完善且具备先发优势

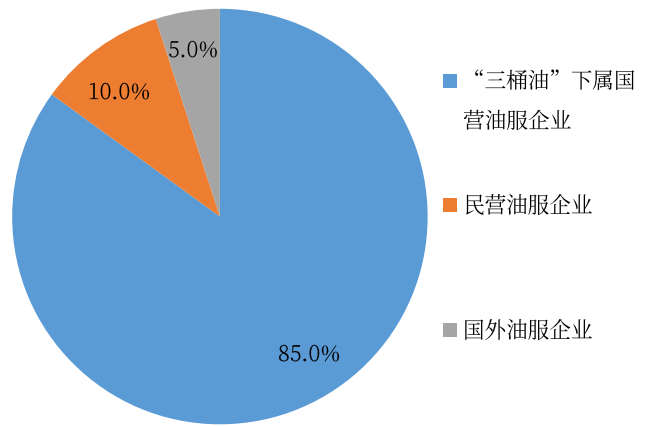
国内油服市场主要由国内企业占据。“三桶油”下属的国营油服企业占据近 85% 的市场份额，形成寡头竞争格局。而民营、外资油服企业的市占率则分别为 10%、5%。借助国内油服市场经验和技术的积累以及成本和供应优势，国内油气装备企业具备开辟和进军海外市场的潜力。油服行业细分市场按规模大小依次为钻完井服务、油田工程建设、油田生产、物探服务、测录试服务，占比大小依次为 53%、22.9%、12.7%、6.2%、5.2%。钻完井服务属于市场规模最大的细分市场。

图14 油服行业市场规模占比（2022年）



资料来源：智研咨询，中航证券研究所

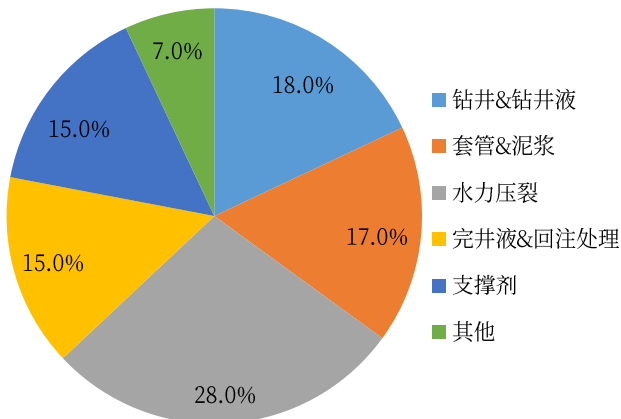
图15 油服市场竞争格局（2020年）



资料来源：华经情报网，中航证券研究所

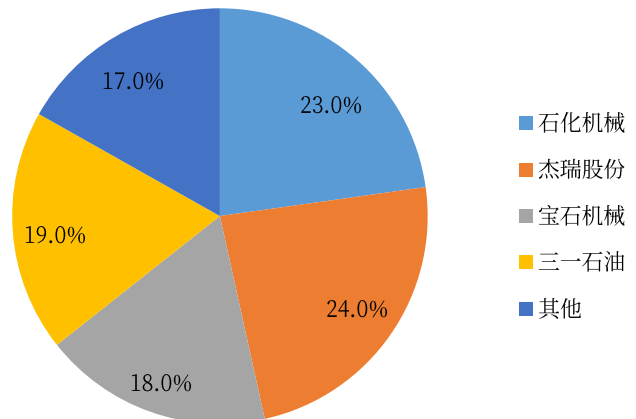
钻完井服务按成本构成分为水力压裂、钻井+钻井液、套管+泥浆、完井液+回注处理、支撑剂等，成本占比分别为 28%、18%、17%、15%、15%。油田压裂设备不仅在钻完井服务中的成本占比较高，且对专业性、安全和可靠性要求较高，一旦在作业过程中压裂设备出现问题，可能使所钻井完全报废。而压裂设备通常需要根据作业环境和客户作业习惯进行定制化生产。因此压裂设备行业的进入壁垒和客户粘性均较高、行业格局稳固。公司是国内压裂设备双寡头之一，市场份额 23%、保持领先。

图16 钻完井成本构成（2021年）



资料来源：立鼎产业研究院，中航证券研究所

图17 国内压裂设备市占率（2019年）



资料来源：立鼎产业研究院，中航证券研究所

自主掌握油气设备核心技术，产品门类全，营销体系完善。公司油气设备覆盖钻采设备、钻完井设备、集输设备三大类，不仅油气装备产品门类齐全、在油气装备产业链中价值含量高，是中国石化油气装备研发制造服务中心。在研制能力上，公司拥有压裂装备、钻头、桥塞三项国家制造业单项冠军，同时持续升级超高压结构、超高硬材料、超高能控制、超高精制造“四超”系列核心技术。营销体系方面，公司具备完善的市场服务体系，可全方位提供产品供给、租赁、运维与技术服务的一体化解决方案。在国内所有油气田均设有服务站点，并成立了四个区域营销服务中心，在国外市场划分五个重点区域，并成立了1个海外代表处，能够紧贴作业一线，及时解决工程难题，在服务用户中创造价值、实现共赢。

表2 公司油气设备产品和服务矩阵

环节	产品	服务或解决方案
钻采装备	压裂泵、混砂装置、高压管汇等为核心的成套压裂装备和技术体系； 快移快装、沙漠整移、低温等特色钻井装备； 海洋、低温和沙漠、超低密度等特色固井装备； 万米超深井、油电双驱、网电储能等特色修井装备； 大容量车载式、井架式、复合式等特色连续油管作业装备； 高压油气井带压作业装备。	油气钻采设备精密测量、理化分析、无损检测和性能试验等业务；电动压裂装备制造一体化服务。
钻完井工具	全系列牙轮钻头、“锋”系列PDC钻头、“龙”系列混合钻头、大扭矩等壁厚螺杆钻具等钻井工具； 扭力冲击器、水力振荡器等特色提速工具； 桥塞、水泥承留器、滑套、封隔器等系列完井工具。	钻完井工具一体化解决方案；钻完井工具米费制、全井承包、租赁式服务、工具串服务。
集输装备	标准化平台增压、快移快装气举排水、集输增压、储气库等系列天然气压缩机； 直缝埋弧焊钢管、螺旋埋弧焊钢管、高频焊钢管、热煨弯钢管四种油气集输钢管。	天然气集输增压装备解决方案

资料来源：公司公告，中航证券研究所

2022年公司通过非公开定向发行股票的方式募集到10亿元资金，用于投资产线升级和改造项目。电动压裂装备一体化服务项目和螺旋焊管机升级改造工程项目均已于2022年投产，分别累计投资2.2亿元和7267万元。另外，公司已决定终止螺旋焊管机升级更新改造二期工程项目，并将其资金和电动压裂装备一体化服务项目节余募集资金，共计约2.2亿元，用来实施氢能装备集成制造与测试项目。油气田增压采收压缩机产线智能化升级改造项目则预计延期至2025年8月投产。

表3 募投项目进展

项目名称	募集资金承诺投资总额 (万元)	调整后投资总额 (万元)	累计投入金额 (万元)	项目进展	项目达到预定可使用日期
电动压裂装备一体化服务	32,000	22476	22476	已结项	2022年6月30日
螺旋焊管机组升级更新改造工程	7,280	7280	7267	已完工	2022年12月31日
螺旋焊管机组升级更新改造二期工程	12,720	0	0	已变更	/
油气田增压采收压缩机产线智能化升级改造	18,000	18000	5997	正在建设期	2025年8月31日
氢能装备集成制造与测试	0	22244	0	待开工	2025年12月31日
补充流动资金	30,000	30000	29623	/	/
合计	100000	100000	65363	/	/

资料来源：公司公告，中航证券研究所

油气设备电动化浪潮蕴含机会，公司稳步推进电动油气装置业务布局。油气设备的电动化可有效降低碳排放，改善能源消耗高、开采效率低、环境污染大等问题，符合油田绿色开发理念。而且，部分电动油气设备比如电动压裂装置，相较于传统油气压裂装置具有运维成本低、制造周期短、低碳环保等优势。压裂设备主要用于非常规油气开发，在非常规油气资源占比高的国内市场空间较大。

公司在电动油气装备上，投产电动压裂装备一体化服务项目。该项目在 2023 年实现效益 3377.7 万元，达到预计效益水平。同时，在产品创新上，公司研制出单机功率世界最大的连续满载 8000 型电动压裂装备，并在胜利牛页 1 试验井组，首次配套 72000hpx2 全电动压裂机组，创页岩油双机组同步电动压裂新模式、世界最大规模压裂纪录。

油气管道建设有望提速，公司及时调整战略顺应直缝钢管占比上升趋势。据国家《中长期油气管网规划》，至 2025 年全国油气管网规模达到 24 万公里，其中原油、成品油、天然气管道里程分别为 3.7 万公里、4.0 万公里和 16.3 万公里。近年受全国范围内公共卫生事件影响，加上国家油气管网体制正处于整合期，导致国内油气干线管网建设速度整体放缓。预计 2024 年四季度恢复开工。

由于原料价格差异缩小，螺旋钢管相对于直缝钢管的综合价格优势逐步尚失，导致部分重点项目设计单位更多地使用直缝钢管。螺旋钢管市场份额未来或进一步被挤占。因而公司终止实施“螺旋焊管机组升级更新改造二期工程”项目，以提高募集资金的利用率。

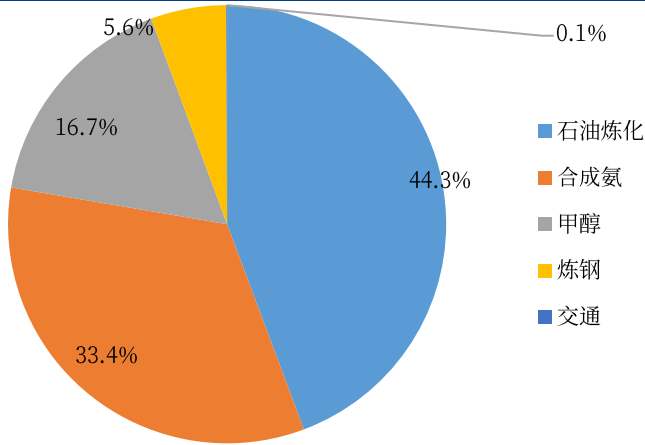
同时，公司的直缝钢管生产线有 20 余年生产制造经验，沉淀了大量的工艺、制造等核心技术，在行业内有较强的竞争优势。公司及时调整生产和投资战略，有望受益于油气管道建设的提速，加快提升钢管业务收入。国外市场方面，公司依托沙特阿美认证优势积极运作中东、东亚等管道项目，成功获取批量钢管订单。

(三) 氢能产业前景广阔，背靠中石化体系潜力大

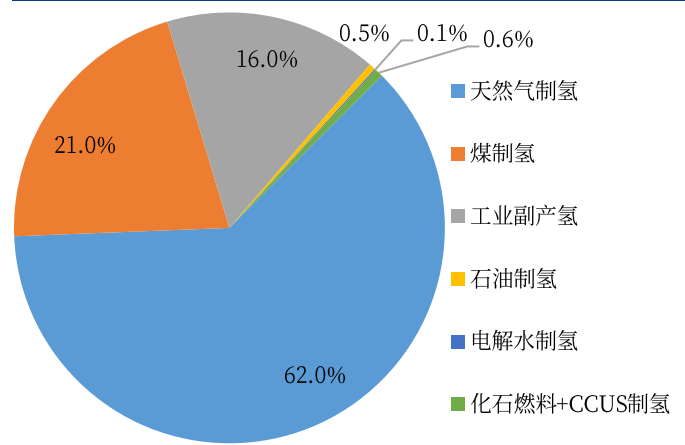
氢气主要应用于化工和制造业领域，未来低碳氢源替代化石燃料制氢的空间广阔。分应用行业看，现阶段氢气主要应用于工业和石油炼化领域。2022 年全球氢气约 56% 用于工业领域(合成氨、制甲醇、炼钢等)、约 43% 用于炼化，而交通领域使用占比仅 0.04%。除了传统领域的氢需求随经济增长与产业转移而增长外，氢在交通、电力、建筑等领域的新应用是全球氢气需求增长的另一主要动力。据 IEA 统计，2022 年全球氢气供需平衡、总量 9500 万吨左右，其中化石燃料制氢产量占比超 80%，是现阶段全球主流制氢方式。而电解水制氢和配套 CCUS 的化石燃料制氢等低碳氢源在全球产量占比不足 1%、不足 100 万吨。据 IEA 预测，2030 年全球氢需求的 1.5 亿吨中，低碳氢源的产量将突破 6900 万吨、占氢气总产量 46%，其中蓝氢和绿氢产量分别为 1800 万吨和 5100 万吨、占比 12% 和 34%。

图18 全球氢气需求结构

图19 全球氢气生产结构



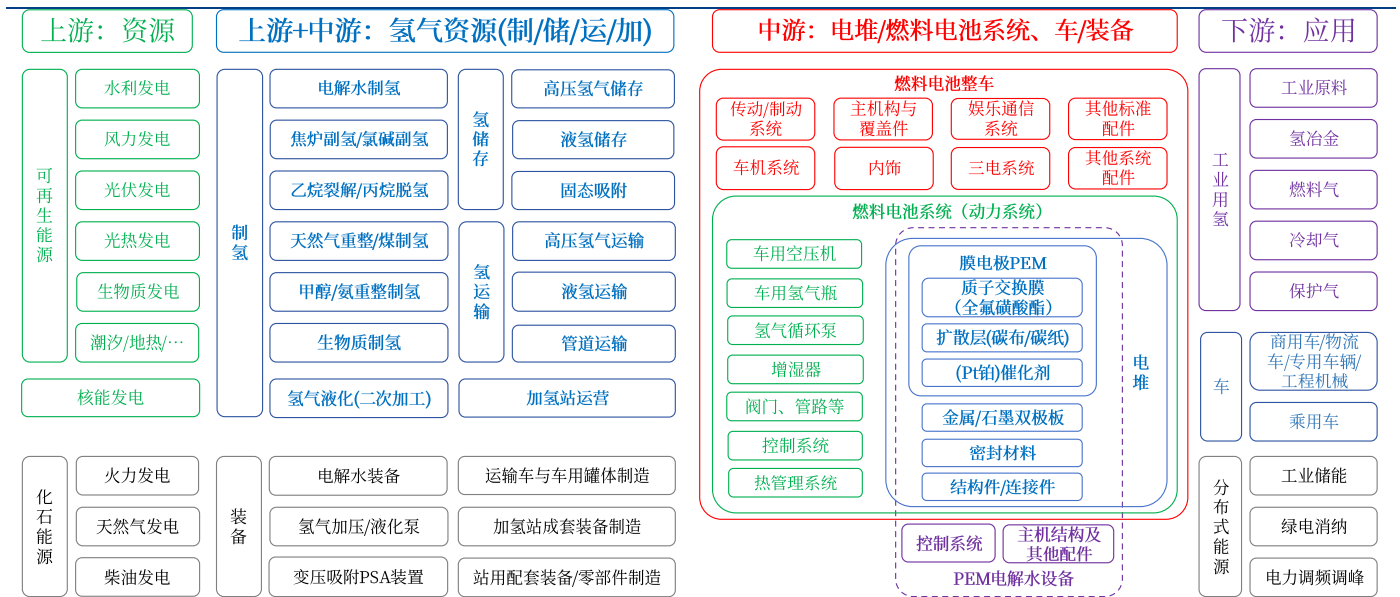
资料来源：IEA，中航证券研究所



资料来源：IEA，中航证券研究所

氢能产业链主要环节包括传统/清洁能源、氢的制/储/运、氢化学反应/能量转换装备、氢应用装备(加氢设备与燃料电池)、工业/民用/交通部门的氢能利用环节。目前各领域、各环节氢能推广的最核心逻辑是“成本由谁承担”和“全球/国家碳中和政策”两方面。因此我们预计在未来的3年内、甚至更长时间，氢能应用的推广速度排序依次是：工业原材料>工业辅材>民用燃气>商用车+专用车+工程机械等场景>热电联供>乘用车。未来氢能核心推广的动力将从政策(如财政补贴)推动逐步转向经济性(包括直接运营成本和碳税成本等)驱动。

图20 氢能核心产业地图



资料来源：中航证券研究所总结

注：核能发电是否清洁能源存在争议，因各国家/地区法规而异

全球电解槽行业发展迅速，目前中国市场已成为全球的主导。据 IEA 统计，2022 年全球电解槽累计装机量 700MW(同比+20%)，新增装机量约 117MW，其中中国与欧洲累计装机量占比分别为 30%和 30%、美国和加拿大合计占比约 10%、其余地区占比约 30%。2018 年国内累计装机量占全球比重不足 1%，但自 2021 年开启突破式增长，据 IEA 预测，2023 年全球累计装机量将突破 2GW，中国累计装机量将达到 1.2GW(实际当年招标量超过 1.7GW)。截至 2023 年 10 月，IEA 统计的制氢项目，预

测 2030 年全球电解槽累计装机量至少为 175GW，如果将尚处于早期阶段的制氢项目纳入统计，2030 年的全球电解槽累计装机量将达到 420GW。

图21 2018 以来全球各地区已投运电解槽累计装机情况

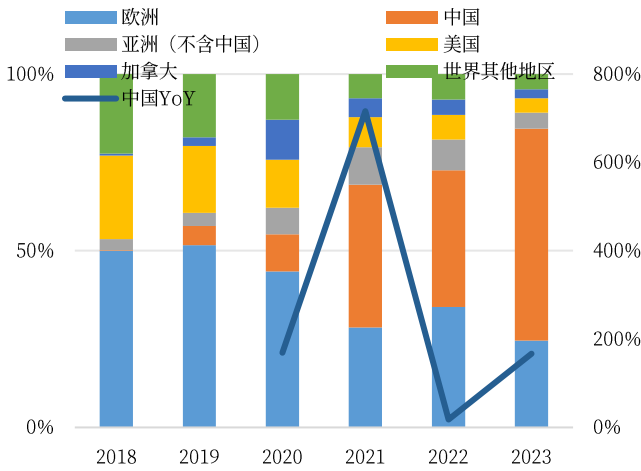
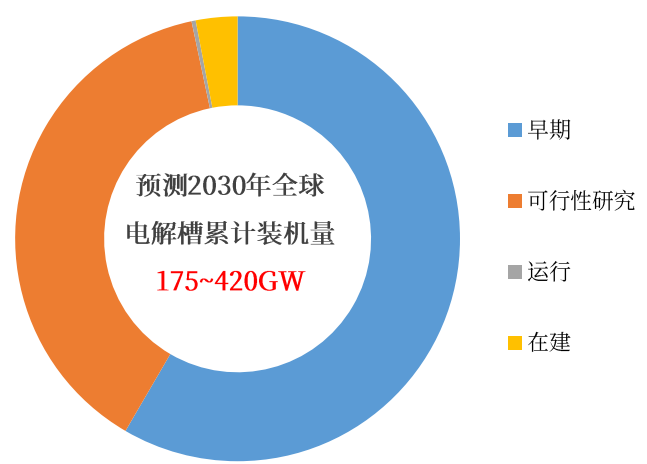


图22 2030 年全球电解槽累计装机量预计 175~420GW



资料来源：IEA，中航证券研究所

注：根据 IEA 数据库自行统计，仅用于反映趋势。

资料来源：IEA，中航证券研究所

注：数据源于截至 2023 年 10 月 IEA 统计的全球制氢项目

控股股东中国石化集团目标打造中国第一氢能公司，并通过收并购和投资自建等方式实现氢能全产业链布局。中国石化集团是中国最大的成品油和石化产品供应商，世界第一大炼油公司、第二大化工公司、拥有加油站总数位居世界第二，是全国最大的氢生产与利用主体，在氢能产业链涉及的关键材料和基本化学品方面具有优势。

中国石化集团旗下的中国石化(600028.SH)将氢能作为新能源的核心业务，并公布氢能业务 2050 年发展愿景：①氢能交通领域，保持加氢站数量、加氢能力全国最大；氢气来源 100%来自非化石能源；形成功能齐全、遍布全国的低碳交通能源供应网络，助力国家道路交通领域实现碳中和。②绿氢炼化：炼化企业用氢 100%来自于蓝氢和非化石能源制氢，通过绿氢炼化助力中国石化高质量完成碳中和目标。

表4 中国石化集团全产业链布局氢能

产业链	制氢装备	制绿氢项目			储氢装备	加氢站装备	加氢站运营	燃料电池系统	催化剂材料			
公司简称	石化机械 000852.SH	康明斯恩泽 (广东)氢能 源科技	中石化新星 (内蒙古)西氢 东送新能源	中石化新星 内蒙古绿氢 新能源	中石化新星 新疆绿氢新 能源	北京中科 富海	浙江蓝能 氢能	北京海德 利森	舜华新 能源	东方电气石化 氢能(江西)	上海重塑	中石化催化 剂(天津)
主要产品/项目	AWE, PEM 电解 槽, 加氢关 键设备, 制 氢与加氢解 决方案	PEM 电解 槽	乌兰察布 10 万吨/年风光 制氢一体化 项目	鄂尔多斯市 风光融合绿 氢示范项目	中石化库车 绿氢示范项 目	低温制冷 装备、氢 液化装置	长管拖 车、高压 管束集装 箱	加氢站核 心设备	加氢站 核心设 备	加氢站运营	32~220KW 燃 料电池系统	催化剂
投资主体	中国石化集 团	中石化资本	中石化新星 石油公司	中石化新星 石油公司	中石化新星 石油公司	中石化资 本	中石化资 本	中国石化 恩泽基金	中石化 资本	中石化销售公 司(与东方电气 联合成立)	中石化资本	中石化催化 剂有限公司
持股	51.10%	50%	100%	100%	100%	2.70%	/	12.90%	10%	49%	14.30%	100%

资料来源：金联创氢能，中航证券研究所

公司氢能产业布局全面并快速取得突破。2021 年氢能装备分公司成立，主要产品涵盖制氢、加氢、储运等关键环节装备的研制与服务，实现年产加氢装备 25 套的生产规

模。氢能装备产品线包括 AWE 电解槽、PEM 电解槽等制氢装备，及氢气压缩机、加氢机、站控系统 etc 加氢设备，并能够提供氢储运、制氢等服务或解决方案。研发成果方面，公司投入运行国内首座氨制氢加氢一体站装备、试验完成 90MPa 液驱式氢气压缩机、试制成功输氢钢管。2023 年在制氢设备方面，实现碱性和 PEM 电解槽制氢设备订单零突破。加氢设备方面，建设 8 座加氢站、供应设备与提供后续服务，累计加氢量超过 2000kg。供氢设备方面，中标大排量隔膜式氢压缩机。此外，公司积极寻求成为国内纯氢大口径长输管道钢管的主力供应商。2024 年上半年公司实现氢能装备订货 6,231 万元，接近 2023 年全年订单水平。

表5 公司氢能装备和服务矩阵

环节	产品	服务或解决方案	
氢能装备	氢气压缩机	加氢站解决方案	
	储运/加氢	加氢机	制氢加氢一体化解决方案
		站控系统	大排量充装解决方案
		其他加氢站关键设备	车载供氢系统解决方案
	制氢	碱水制氢关键装备	兆瓦级 PEM 制氢解决方案
		PEM 制氢关键装备	绿电碱水制氢解决方案

资料来源：公司公告，中航证券研究所

氢能业务在公司业务体系的重要性提升。2024 年 9 月为了顺应市场投标需求，提高市场开拓效率，加快氢能装备产业向市场经营实体转变，也为后续潜在合资合作和资本运作搭建好氢能装备业务平台，快速发展壮大氢能装备新产业，公司决定出资 1 亿元设立氢能机械子公司。2023 年 7 月，控股股东中国石化集团授牌公司为“中国石化氢能装备制造基地”。依托中国石化集团的赋能以及其在氢能全产业链的布局，叠加氢能产业规模增长潜力的释放，公司的氢能业务有望充分受益。

三、盈利预测

我们预计油气行业资本开支上行，非常规油气开采维持较大力度。公司作为业内领先的油气设备企业将充分受益。氢能等其他新业务发展前景广阔，随着业务体系的逐步完善，收入规模有望稳步提升。同时，随着收入规模扩大以及控费增效持续取得进展，公司的盈利水平有望提升。预计 2024~2026 年，石油机械设备收入 yoy 分别为 17%/14%/15%，毛利率约 22%；油气管道收入 yoy 分别为-20%/25%/15%，毛利率约 5.5%；钻头系列收入 yoy 分别为 4%/4%/4%，毛利率约 26%；其他收入 yoy 分别为 30%/20%/20%，毛利率约 15%。

表6 主营业务拆分与预测(百万元)

主营业务	财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
石油机械设备	收入	4031	4716	5377	6183
	成本	3201	3712	4177	4792
	毛利率	21%	21%	22%	23%
油气管道	收入	2334	1867	2334	2684
	成本	2216	1773	2202	2516
	毛利率	5%	5%	6%	6%
钻头系列	收入	942	979	1019	1059
	成本	702	727	752	776
	毛利率	26%	26%	26%	27%
其他	收入	1092	1419	1703	2044
	成本	945	1229	1440	1698
	毛利率	13%	13%	15%	17%

资料来源：iFind，中航证券研究所

相比于可比公司，公司除油气装备业务，还重点布局和实施氢能业务。氢能市场的上升空间广阔，公司有望充分受益于氢能市场需求提升。此外，年初国资委提出新“国九条”支持央企进行市值管理，即以提高上市公司质量为基础，为提升投资者回报能力和水平而实施的战略管理行为。未来央国企的估值有望得到重估。

首次覆盖给予公司“买入”评级。

表7 可比公司当前估值对比

股票代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002353	杰瑞股份	33.73	356.40	2.7	3.2	3.7	13	11	9
600871	石化油服	2.02	307.85	0.1	0.1	0.1	40	29	25
688377	迪威尔	15.30	29.78	1.0	1.2	1.5	16	12	10
可比公司均值				1.2	1.5	1.8	23	17	15
000852	石化机械	5.74	54.88	0.2	0.2	0.3	38	24	18

资料来源：iFind，中航证券研究所

注：收盘价为 10 月 29 日收盘价，可比公司盈利预测来源于 iFind 一致预期

四、风险提示

- 1) 油气开采资本开支不及预期：油气开采行业资本开支不及预期会影响到对于油气装备采购的投入。
- 2) 项目建设进度不及预期：如果项目建设进度不及预期将会影响投资回报率和无法及时响应市场需求的变化等，进而影响业绩增长潜力的释放。
- 3) 油气价格和汇率大幅波动：油气价格和汇率大幅波动，会影响汇兑损益、下游客户需求、原材料成本等，进而造成公司业绩波动。
- 4) 原材料涨价：原材料大幅涨价会造成生产成本上涨，进而影响公司盈利能力。

财务报表与财务指标

利润表(百万元)	资产负债表(百万元)					现金流量表(百万元)			
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8398	8982	10432	11970	货币资金	1416	898	1043	1197
%同比增速	8.3%	7.0%	16.1%	14.7%	交易性金融资产	0	0	0	0
营业成本	7063	7439	8571	9782	应收账款及应收票据	2869	2977	3561	4048
毛利	1335	1542	1861	2188	存货	3385	4102	4526	5082
%营业收入	15.9%	17.2%	17.8%	18.3%	预付账款	346	491	596	611
税金及附加	47	51	60	68	其他流动资产	89	91	102	122
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	流动资产合计	8141	8610	9878	11118
销售费用	387	417	478	552	长期股权投资	37	37	40	43
%营业收入	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	投资性房地产	28.02	24.88	22.06	19.70
管理费用	375	411	468	540	固定资产合计	1472	1452	1499	1470
%营业收入	4.5%	4.6%	4.5%	4.5%	无形资产	90	68	49	24
研发费用	376	373	439	512	其他非流动资产	141	135	136	146
%营业收入	4.5%	4.2%	4.2%	4.3%	资产总计	10044	10459	11678	12878
财务费用	70	98	101	104	短期借款	2268	2340	2407	2531
%营业收入	0.8%	1.1%	1.0%	0.9%	应付票据及应付账款	3450	3729	4365	4888
资产减值损失	-32	-31	-43	-45	预收账款	0	0	0	0
信用减值损失	18	-6	5	8	其他流动负债	1050	942	1175	1349
其他收益	0	0	0	0	流动负债合计	6768	7011	7947	8768
投资收益	5	2	5	4	长期借款	39	28	18	9
其他收益	37	28	29	31	其他非流动负债	90	90	90	90
公允价值变动收益	0	0	1	2	负债合计	6897	7128	8055	8867
资产处置收益	6	3	4	4	归属于母公司的所有者权益	2987	3131	3363	3678
营业利润	114	189	316	416	少数股东权益	161	200	259	333
%营业收入	1.4%	2.1%	3.0%	3.5%	股东权益	3148	3331	3623	4011
营业外收支	6	8	5	6	负债及股东权益	10044	10459	11678	12878
利润总额	120	197	321	423					
%营业收入	1.4%	2.2%	3.1%	3.5%					
所得税费用	11	14	30	36					
净利润	109	183	291	386					
%营业收入	1.3%	2.0%	2.8%	3.2%					
归属于母公司的净利润	92	143	232	312					
%同比增速	78.3%	56.0%	61.6%	34.7%					
少数股东损益	17	40	59	74					
EPS (元/股)	0.10	0.15	0.24	0.33					
					经营活动现金流净额	686	-313	356	311
					投资	0	0	0	0
					资本性支出	101	170	172	174
					其他	-5	2	4	6
					投资活动现金流净额	-106	-168	-168	-168
					短期借款	-131	72	67	124
					长期借款	8	-11	-9	-9
					普通股增加	15	0	0	0
					资本公积增加	55	0	1	2
					其他筹资现金流	-78	-98	-102	-106
					筹资活动现金流净额	-131	-37	-43	11
					现金净流量	449	-518	145	154

资料来源：中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637