

公司研究

中标 46 亿元天然气管道项目，中国石油集团入股助力长远发展

——石化油服（600871.SH/1033.HK）公告点评

A 股：增持（维持）

当前价：2.09 元

H 股：增持（维持）

当前价：0.69 港元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

分析师：王礼沐

执业证书编号：S0930524040002

010-56513142

wanglimo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	189.79
总市值(亿元):	396.67
一年最低/最高(元):	1.60/2.27
近 3 月换手率:	20.28%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.17	-3.99	0.89
绝对	-5.43	12.37	9.42

资料来源：Wind

相关研报

乘油服景气之风，深化改革紧抓降本增效——石化油服（600871.SH/1033.HK）动态跟踪报告（2024-08-19）

要点

事件 1:

公司发布工程中标公告，公司中标川气东送二线天然气管道工程鄂豫赣皖浙闽段干线施工总承包项目，中标金额为人民币 45.86 亿元。

事件 2:

公司发布《关于国有股份划转的进展公告》，此前中国石化集团拟将 7.59 亿股的公司 A 股股份无偿划转给中国石油集团，约占公司公告日总股本 4.00%。划转已取得国务院国资委的批准，后续将按照有关法律法规办理股份过户登记手续。

点评:

中标金额占公司 23 年营收的 5.73%，管网公司市场开拓再获重大突破

公司主要负责承建全长约 834 公里天然气管道，工期为 1000 天，该项目彰显了公司长输管道施工品牌硬实力。川气东送二线天然气管道工程业主方为国家管网公司，是实现我国天然气管网“五纵五横”新格局的关键一步，工程建成后，每年将为沿线地区输送天然气超 200 亿立方米，进一步促进中西部和东部沿海地区区域协调发展。2023 年国家管网集团是公司第三大客户，占公司营收比例的 5.6%，公司持续拓展国家管网集团市场，优质规模市场更加集中。

股权结构得到进一步优化，合作互补共谋发展

股权划转完成前，中国石化集团直接持有公司 107.28 亿股，约占公司总股本的 56.52%，股权划转完成后，中国石化集团仍为公司控股股东，中国石油集团将成为公司第三大股东。本次股权划转将使公司股权结构得到进一步优化，有利于公司在全体股东的支持下，持续提升治理水平、增进市场认同并促进价值实现。

中国石化与中国石油是中国能源行业的两大巨头，股份划转可以进一步加深双方的战略合作关系，有助于双方在资源、技术、市场等方面的共享与协同，推动资源整合和优势互补，提高资源利用效率。公司通过引入中国石油作为新的股东，可以分散股权，降低单一股东的风险，同时增加公司的资本实力和股东背景多样性，为工程公司未来的发展提供更多可能性和支持，提升全球市场竞争力。

前三季度新签合同额稳步提升，加速拓展国内外市场和海外市场

公司大力提升工程技术服务能力，全力开拓国内外优质市场，前三季度累计新签合同额为 750.7 亿元，同比增长 6.2%，其中，中国石化集团公司市场新签合同额为 398.5 亿元，同比下降 8.8%；国内外市场新签合同额为 190.0 亿元，同比增长 46.7%；海外市场新签合同额为 162.2 亿元，同比增长 15.5%。公司在国内外市场深化和国家管网集团的合作，中标国家管网集团天然气管道项目，合同额 65.2 亿元。在海外，公司深耕中东市场，持续加大对沙特、科威特、厄瓜多尔、墨西哥、乌干达等优质规模市场开拓，代表性合同包括沙特国家天然气管网项目（79.56 亿元）、东巴油田 CPF 项目（9.95 亿元）等。公司预计 2024 年新签合同额将达到 900 亿元以上，为公司未来发展创收奠定坚实基础。

油服行业景气叠加母公司维持较高上游资本开支，公司有望持续受益

母公司中国石化积极响应油气增储上产“七年行动计划”，23年实现上游资本开支778亿元，24年预计上游资本开支776亿元，中国石化上游资本开支维持高位将有力支持公司国内业务发展。国际方面，国际油气工程行业受高油价背景下油公司资本开支的增长所推动，呈逐步复苏态势。根据S&P Global预测，2024年全球上游勘探开发资本支出约6079亿美元，同比增加5.7%。全球油田服务市场规模持续增长，公司将获得更多服务机会，业绩有望继续增长。

盈利预测、估值与评级

公司深耕国内外市场，加强与管网公司等重要客户的合作，有望实现盈利能力的持续回升。我们维持公司24-26年盈利预测，预计24-26年公司归母净利润分别为10.08、12.62、14.50亿元，对应的EPS分别为0.05、0.07、0.08元/股，维持对公司A股和H股的“增持”评级。

风险提示：原油和天然气价格大幅波动，上游资本开支不及预期，成本波动风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	73,773	79,981	86,676	92,667	99,331
营业收入增长率	6.10%	8.42%	8.37%	6.91%	7.19%
净利润（百万元）	464	589	1,008	1,262	1,450
净利润增长率	158%	27%	71%	25%	15%
EPS（元）	0.02	0.031	0.05	0.07	0.08
ROE（归属母公司）（摊薄）	6%	7%	11%	12%	12%
P/E（A股）	86	67	39	31	27
P/E（H股）	26	20	12	10	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-11-01；汇率：按1HKD=0.9159CNY换算；公司于2024-09-19注销股份，总股本变为189.79亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	73,773	79,981	86,676	92,667	99,331
营业成本	68,003	74,187	79,294	84,850	90,931
折旧和摊销	3,159	3,224	4,159	4,348	4,645
税金及附加	291	330	357	382	410
销售费用	75	83	55	59	63
管理费用	2,303	2,394	2,595	2,774	2,974
研发费用	1,839	2,084	2,167	2,317	2,483
财务费用	628	894	1,059	931	854
投资收益	27	55	55	55	55
营业利润	732	900	1,560	1,961	2,257
利润总额	729	928	1,588	1,989	2,285
所得税	266	339	580	727	835
净利润	464	589	1,008	1,262	1,450
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	464	589	1,008	1,262	1,450
EPS(元)	0.02	0.03	0.05	0.07	0.08

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,198	5,577	7,344	7,845	8,360
净利润	464	589	1,008	1,262	1,450
折旧摊销	3,159	3,224	4,159	4,348	4,645
净营运资金增加	-2,256	-1,342	-1,150	-1,148	-1,231
其他	2,830	3,106	3,327	3,382	3,496
投资活动产生现金流	-3,951	-4,059	-4,781	-5,370	-6,445
净资本支出	-3,831	-4,078	-4,300	-5,400	-6,500
长期投资变化	50	553	0	0	0
其他资产变化	-170	-535	-481	30	55
融资活动现金流	-1,051	-558	-2,328	-2,264	-1,680
股本变化	0	0	-5	0	0
债务净变化	550	741	-1,670	-1,693	-1,226
无息负债变化	6,032	2,625	2,968	3,135	3,439
净现金流	-674	988	236	211	235

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	7.8%	7.2%	8.5%	8.4%	8.5%
EBITDA 率	9.3%	8.9%	7.8%	7.7%	7.7%
EBIT 率	1.9%	1.6%	3.0%	3.0%	3.0%
税前净利润率	1.0%	1.2%	1.8%	2.1%	2.3%
归母净利润率	0.6%	0.7%	1.2%	1.4%	1.5%
ROA	0.7%	0.8%	1.3%	1.6%	1.7%
ROE (摊薄)	6.2%	7.3%	11.2%	12.3%	12.3%
经营性 ROIC	7.3%	6.6%	15.1%	16.3%	17.3%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	90%	89%	88%	87%	86%
流动比率	0.59	0.59	0.61	0.63	0.64
速动比率	0.57	0.58	0.59	0.61	0.62
归母权益/有息债务	0.37	0.39	0.48	0.60	0.73
有形资产/有息债务	3.17	3.21	3.62	4.13	4.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	71,201	75,163	77,468	80,173	83,836
货币资金	1,838	2,816	3,052	3,263	3,497
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	10,537	10,602	11,512	12,474	13,543
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	3,197	2,760	2,991	3,198	3,428
存货	1,116	1,204	1,287	1,377	1,476
其他流动资产	3,831	5,228	5,362	5,482	5,615
流动资产合计	36,540	39,325	40,954	42,582	44,390
其他权益工具	134	136	136	136	136
长期股权投资	50	553	553	553	553
固定资产	24,849	24,794	22,483	22,882	23,719
在建工程	467	696	2,779	2,952	3,376
无形资产	481	443	421	400	380
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	-	536	536	536
非流动资产合计	34,660	35,838	36,514	37,591	39,446
总负债	63,773	67,140	68,437	69,879	72,092
短期借款	17,923	19,907	18,037	16,145	14,718
应付账款	25,601	26,374	28,189	30,164	32,326
应付票据	7,990	8,822	9,429	10,090	10,813
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	-	-	-	-	-
流动负债合计	62,445	66,127	67,036	67,918	69,531
长期借款	481	319	519	719	919
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	18	420	779	1,179
非流动负债合计	1,328	1,013	1,402	1,961	2,561
股东权益	7,427	8,023	9,031	10,294	11,744
股本	18,984	18,984	18,979	18,979	18,979
公积金	11,918	11,918	12,024	12,150	12,295
未分配利润	-23,807	-23,216	-22,309	-21,172	-19,867
归属母公司权益	7,427	8,023	9,031	10,294	11,744
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.10%	0.10%	0.06%	0.06%	0.06%
管理费用率	3.12%	2.99%	2.99%	2.99%	2.99%
财务费用率	0.85%	1.12%	1.22%	1.00%	0.86%
研发费用率	2.49%	2.61%	2.50%	2.50%	2.50%
所得税率	36%	37%	37%	37%	37%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.22	0.29	0.39	0.41	0.44
每股净资产	0.39	0.42	0.48	0.54	0.62
每股销售收入	3.89	4.21	4.57	4.88	5.23

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE (A 股)	86	67	39	31	27
PB (A 股)	5.3	4.9	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	13	13	9	8	7
股息率	0%	0%	0%	0%	0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，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，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP