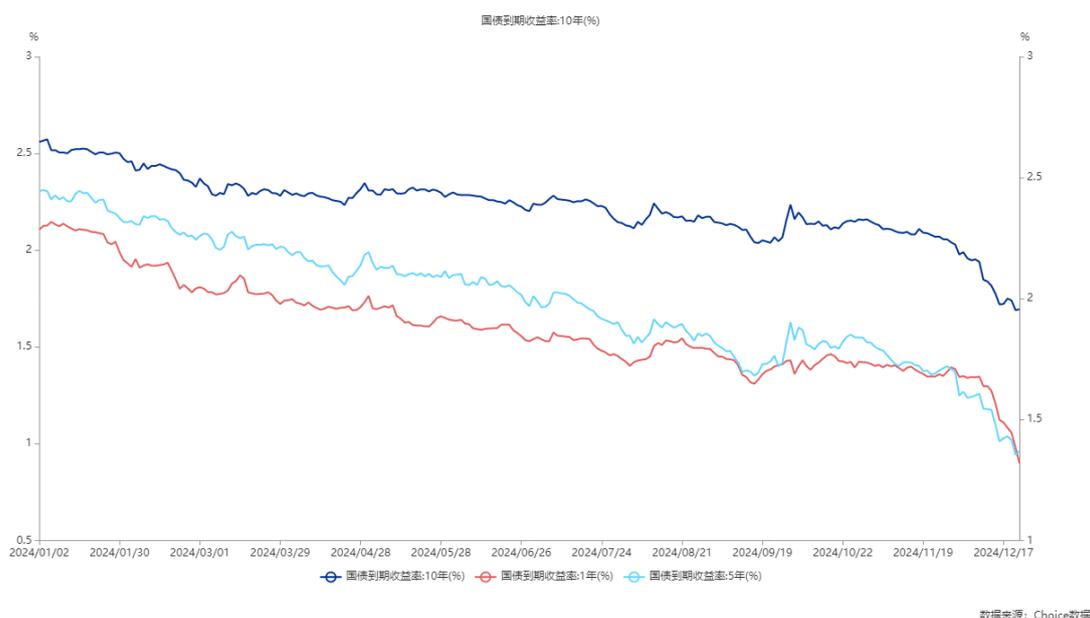


导语：背靠强力大哥，自己也争气。

作者：市值风云 App：萧瑟

“资产荒”下，跑赢长江电力的稀缺红利资产：强现金流支撑高股息，业绩稳增长踏平周期

未来货币政策持续宽松的预期之下，12月以来国债收益率水平持续下探，其中10年期收益率更是下破2%大关，创下22年以来的新低。



(来源：Choice 终端)

随着存量债券的陆续到期，全市场内的高收益率资产将会愈发稀缺，倒逼险资、银行理财这类大量持有短债的投资者扩大风险敞口以维持收益水平。

这样的资产荒背景下，高股息权益资产的配置价值反倒是愈发突出。这不，近期各大银行股就接连创下历史性新高，水电、电信运营商等公司也均有大幅上涨。

但我们今天的主角并非来自上述行业，这家公司不仅近年来业绩增长迅速，潜在的红利属性也是十分突出。

——以下为付费部分（不可见）——

一、中海油生产环节专属油服供应商

这家公司便是吾股排名高居 29 位的海油发展（600968.SH）。



(来源：市值风云 APP)

海油发展是中海油集团旗下的海上油服企业，截至 2023 年三季度末，后者直接持股 81.65%，股权结构一目了然。



(来源：中海油服公告)

我们都知道，中海油集团是我国海域最主要的石油和天然气生产商。

据中国海油 (600938.SH) 招股书，截至 2020 年末中海油在我国海域拥有油气探矿权 239 个，面积约 130 万平方公里，占比均超过我国海域总探矿权数量和面积的 95%，几乎主导了国内全部的海上油气资源。

一般而言，海上油田的油服业务流程包括资源勘探、油气田开发、油气资源生产三大环节。

勘探环节为最初阶段，主要任务是寻找工业性的油气藏，该阶段成本占比约 10%-20%。

开发环节包含计算油藏储量，制定开发方案，然后建设钻井、平台等各类海上油气田开发设施，成本占比一般在 40%-60%。

生产阶段是油气开发生产过程中持续时间最长的环节，主要是将开采出的油气经过一系列处理后得到合格的商品油气进行储存或销售，成本占比在 20%-50%。

海油发展主要聚焦于最下游的生产环节，勘探、开发则分别由两家油服行业的兄弟公司——中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）负责。

截至 2024 年三季度末，中海油集团分别直接持有中海油服、海油工程 50.53%、55.33% 股份。

图5: 海洋油气开发过程及主要油服公司业务分工



资料来源: 立鼎产业研究院, 国信证券经济研究所整理

也就是说, 中海油集团既是海油发展的大股东, 也在扮演大客户的角色。

2023年, 海油发展向前五大客户销售额合计 358 亿, 其中 344 亿来自关联方, 直接对兄弟公司中国海油的销售额就有 300 亿的规模, 在总收入中占比超 6 成。

√适用 □不适用

单位: 万元 币种: 人民币

序号	客户名称	销售额	占年度销售总额比例 (%)
1	中国海洋石油有限公司	3,006,225.56	60.97

(来源: 中海油服 2023 年年报)

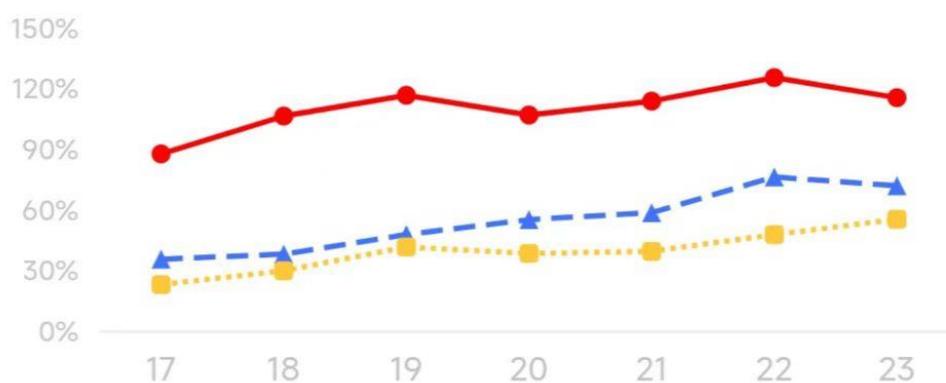
相较于中海油服和海油工程, 海油发展的油服业务有两大突出特点:

一是相较于增量油田，聚焦于生产端的海油发展，**业务量更多锚定于存量油田**，资产运营属性突出，这是红利资产的重要特征之一。

第二点则是更偏向技术服务，资产相对较轻，总资产周转率更加优秀。

总资产周转率

● 海油发展(主) ● 海油工程 ● 中海油服



	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
● 海油发展(主)	87.4%	106.1%	116.4%	106.7%	113.5%	125.2%	115.2%
● 海油工程	35.2%	37.8%	47.5%	54.8%	58.3%	76.0%	71.6%
● 中海油服	22.7%	29.5%	41.3%	38.1%	39.1%	47.4%	55.0%



(来源：市值风云 APP)

具体来看，海油发展的业务布局较为多元，当前可划分为能源技术服务、能源物流服务、低碳环保与数字化服务三大板块。

能源技术服务，即提供包括工程技术、装备设计制造与运维、油气田生产一体化等在内的全方位技术服务，实现提效增产等目的，毛利率 15%-20%，是当前海油发展最大的利润来源。

能源物流服务，主要针对后勤保障，包含物资供应、配餐、仓储配送、货代报关、销售协调、产品贸易等，毛利率 8%-9%，是收入贡献最多的业务。

低碳环保与数字化服务，则是为满足环保需求，拓展出的溢油安全应急、节能环保、污水处理、冷能利用、数字化等服务内容，毛利率 18%-20%。

业务		2021	2022	2023	2024H1
能源技术服务	营业收入 (亿元)	136.52	155.79	188.79	77.76
	毛利率	14.8%	15.6%	15.5%	19.0%
能源物流服务	营业收入 (亿元)	183.97	252.73	230.72	110.73
	毛利率	8.6%	8.2%	8.8%	8.5%
低碳环保与数字化服务	营业收入 (亿元)	86.37	91.17	99.70	34.81
	毛利率	19.1%	18.0%	18.5%	18.2%
分部间抵消 (亿元)		-19.46	-21.85	-26.12	-6.98

(来源：Choice 终端，制表：市值风云 APP)

二、与光同尘，受益海油增储上产

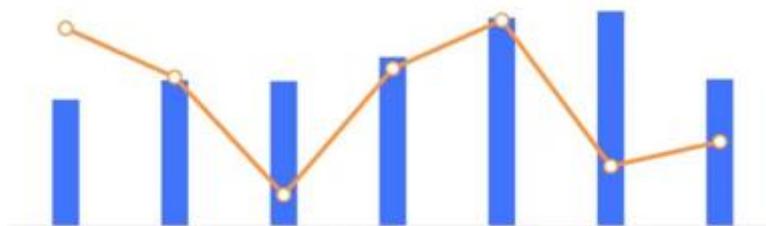
从上表中我们能够感受到，近年来海油发展三大业务均呈现出增长态势。

汇总到业绩层面，2018-2023 年间，海油发展的总营收自 289.75 亿增长至 493.08 亿，CAGR 约 11.2%。

同期内净利润是自 10.66 亿增长至 30.81 亿，CAGR 能够达到 23.6%，增长表现相当强劲，且在 2024 年前三季度，净利润增幅仍有 25.3%的水平。

海油发展 - 营收及增速

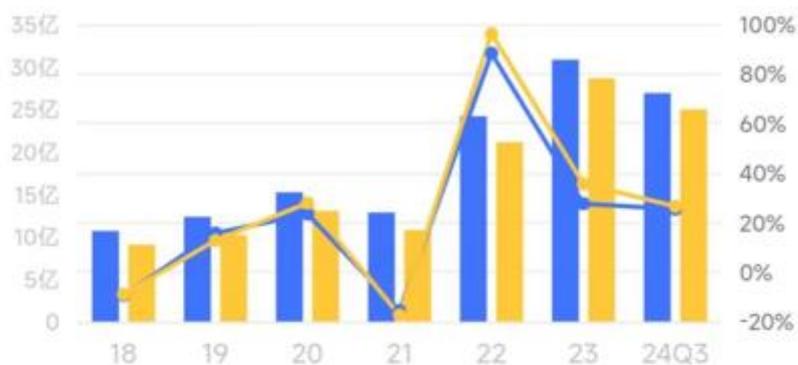
● 营业收入 (元) ● 营收YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
营业收入 (元)	289.7亿	334.6亿	332.1亿	387.4亿	477.8亿	493.1亿	336.7亿
营收YOY	22.2%	15.5%	-0.8%	16.7%	23.3%	3.2%	6.6%

海油发展 - 净利润

● 归母净利润 (元) ● 扣非归母净利润 (元) ● 归母净利润YOY
● 扣非归母净利润YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
归母净利润 (元)	10.7亿	12.3亿	15.2亿	12.8亿	24.2亿	30.8亿	26.9亿
扣非归母净利润 (元)	9.0亿	10.2亿	13.0亿	10.8亿	21.1亿	28.6亿	25.0亿
归母净利润YOY	-9.4%	15.7%	23.4%	-15.6%	88.3%	27.5%	25.3%
扣非归母净利润YOY	-9.0%	12.8%	27.8%	-17.4%	96.1%	35.6%	26.5%



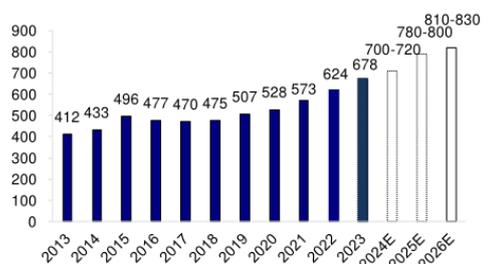
(来源: 市值风云 APP)

海油发展的业绩增长, 自然得益于近年来中海油集团的持续增储上产。

自 2022 年起，中国海油的资本开支强度明显提升，陆续在渤海海域以及南海东部开发了多个亿吨级油田，油气总产量较以往年度增长明显，且预计在 2024-2026 年内仍将进一步提升。

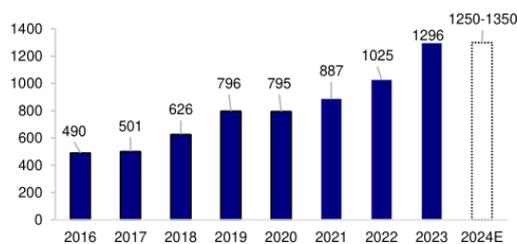
这也意味着，未来两年，海油发展的业绩增长仍有保障。

图4 2013-2026E 中海油油气产量（百万桶油当量）



资料来源：中国海油 2018-2023 业绩发布，中国海洋石油 2016 年报，海通证券研究所

图5 2016-2024E 中海油资本支出（亿元）



资料来源：中国海油 2017-2023 业绩发布，海通证券研究所

背后的深层逻辑，则是对国家层面能源安全的考量。

受制于自然资源禀赋的限制，我国油气资源对外依存度较高，2023 年原油自给率仅有 27.2%，远低于联合国 50%的安全指引，自有油田增储上产是当务之急。

六、强化战略安全保障

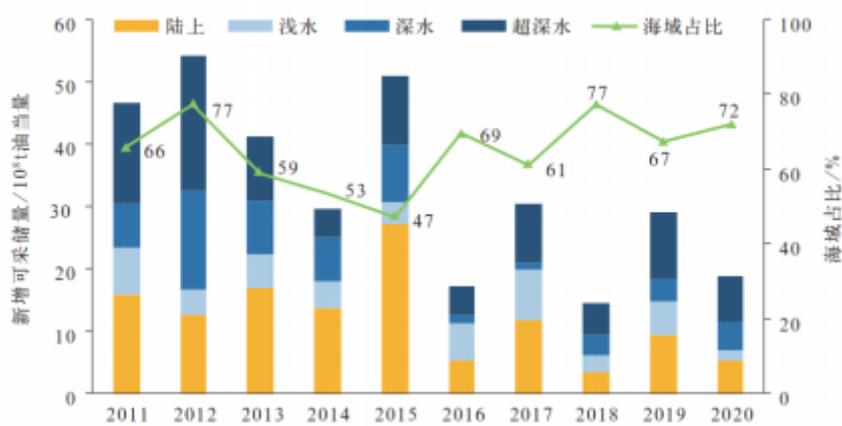
增强油气供应能力。加大国内油气勘探开发，坚持常非并举、海陆并重，强化重点盆地和海域油气基础地质调查和勘探，夯实资源接续基础。加快推进储量动用，抓好已开发油田“控递减”和“提高采收率”，推动老油气田稳产，加大新区产能建设力度，保障持续稳产增产。积极扩大非常规资源勘探开发，加快页岩油、页岩气、煤层气开发力度。石油产量稳中有升，力争2022年回升到2亿吨水平并较长期稳产。天然气产量快速增长，力争2025年达到2300亿立方米以上。

(来源：《“十四五”现代能源体系规划》)

随着勘探程度的日益提高，陆上油田已经很难贡献足够的增量。此外，传统油田在经过长期开发后，也会出现含水率上升、渗透率下降等导致产量衰减的因素，这是全球石油产业都在面临的问题。

与此同时，海域油气资源勘探接连取得突破，叠加开采经济性随技术发展而不断提升，海油开始成为贡献资源增量的主力。据IHS数据，2010-2020年间，全球新增油气储量中海域占比高达64%。

图 28 2010-2020 年间全球新增油气储量海城占比达 64%



数据来源：《中国石油勘探》

《中国海洋能源发展报告 2024》显示，2024 年，我国海洋油气产量有望达到新高，海洋原油新增产量仍将占到年内全国原油增量的 60% 以上。

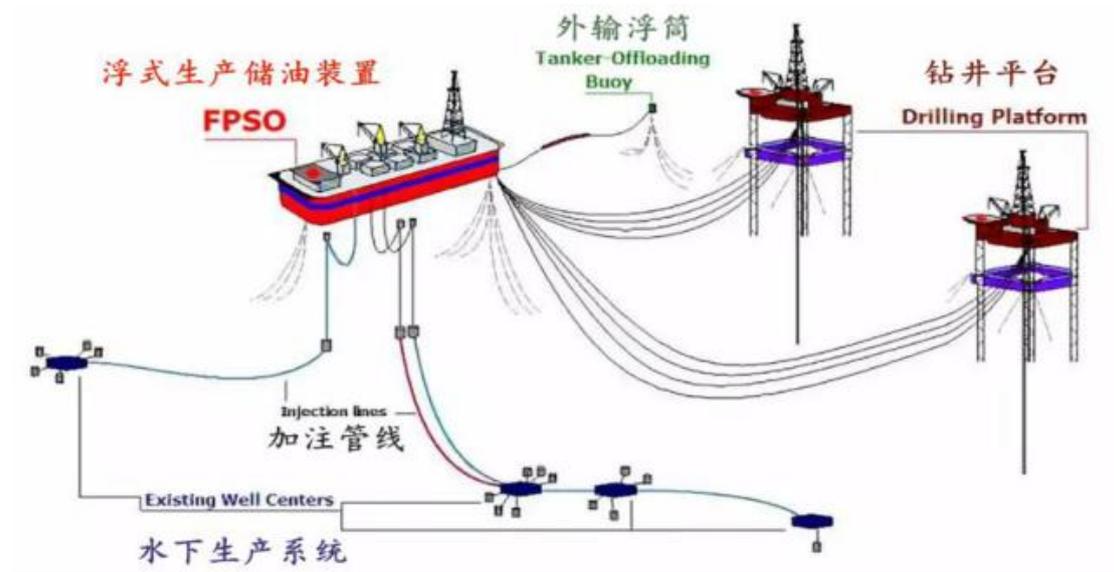
这也解释了，为何近年来中国海油的油气产量增速要明显高于另外两桶油。

		2020	2023	期间增速
油气当量产量 (百万桶)	中国海油	526.8	678	↑28.7%
	中国石油	1625.5	1759.2	↑8.2%
	中国石化	459.0	504.1	↑9.8%

(来源：各公司公告，制表：市值风云 APP)

顺便一提，随着油田勘探活动向深水海域拓展，一类特殊船舶——海上浮式生产储油船 (FPSO) 的应用也会得到推广。

FPSO 是集油气生产、储油卸油、动力发电、人员居住等功能一体的海上石油生产基地，抗风浪能力强、适应水深范围广，主要用于深海或远离陆地油气田的开发。



(来源：《FPSO 国内外发展及市场展望》)

而海油发展正是这一领域内的佼佼者。在 2019 年 IPO 时，其曾在招股书中披露过，自己是彼时国内唯一专业从事 FPSO 运营业务的公司。

截至 2023 年末，海油发展旗下拥有 7 艘 FPSO，位居亚洲第三、全球第四，在国内仍处于主导地位。

图表 30 公司当前 FPSO 数量

名称	吨位 (万吨)	载重量 (万吨)	服役油田	建造年份
海洋石油 111	9.24	14.07	番禺 4-2/5-1	2003 年
海洋石油 112	10.51	15.66	曹妃甸 11-1/2/6	2004 年
海洋石油 113	9.65	15.75	渤中 25-1	2004 年
海洋石油 115	7.55	11.88	西江 23-1	2007 年
海洋石油 116	7.55	12.31	文昌油田群	2007 年
海洋石油 118	10.95	15.79	恩平 24-2 油田	2014 年
海洋石油 123	10		南海陆丰 12-3	2023 年

资料来源：公司公告，华创证券

三、仅出 2 成力，就做出 2.6%股息率

我们再来分析下海油发展的红利属性。

对于高股息标的频出的能源板块来讲，行业的强周期性是无法避免的短板。公司业绩对煤炭、石油、天然气等能源的市场价格颇为敏感，进而会影响到分红的稳定性。

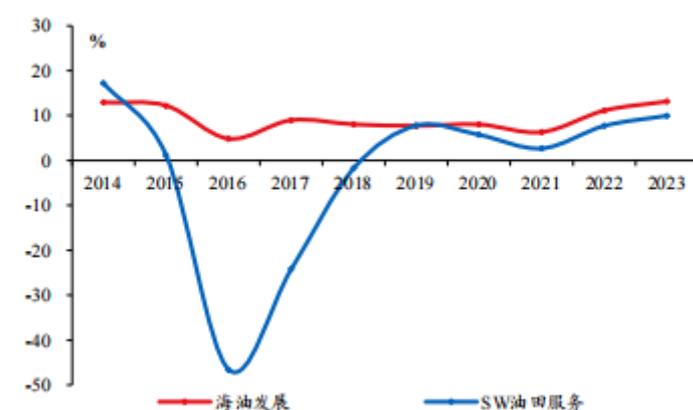
不过从过往的财务表现看，海油发展的盈利能力十分稳健，毛利率常年维持在 12%-14%的区间内，并未与原油价格表现出明显的相关性，可谓旱涝保收。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

ROE 层面, 海油发展近三年来均超过 10%, 无论是数值还是稳定性, 也均要优于油服行业整体水平。

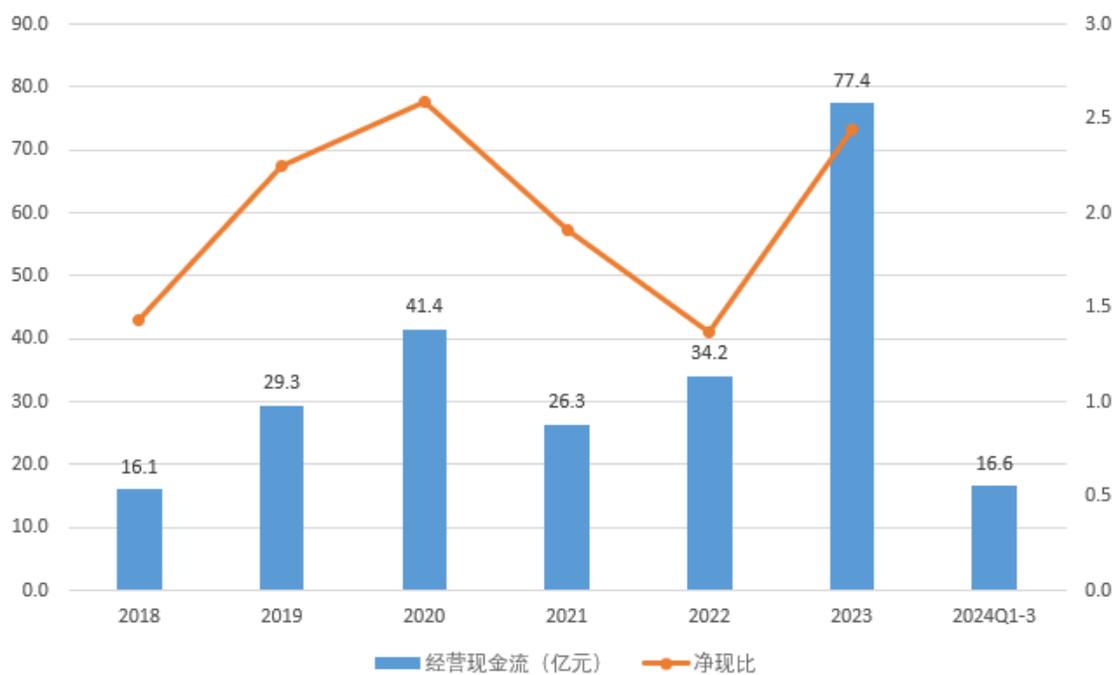
图表 17 海油发展 ROE 与 SW 油田服务板块 ROE



资料来源: wind, 华创证券

有了稳定的盈利能力, 还需要充裕的现金流以支撑分红。

海油发展的利润变现能力同样十分优秀，净现比常年在 1.5 倍以上，部分年份还能达到 2.5 倍。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

2023 年前三季度，经营现金流有 56.4% 的同比下滑，主要原因为年初收付款项的阶段性时间差异。

海油发展曾在中期业绩说明会中表示，全年现金流将保持稳定增长态势。考虑到往年四季度是集中收款期，这一说辞还是有可信度的。

下半年，公司将持续在应收账款清收上发力，进一步提高资产周转效率，逐步增加经营活动现金流入量，降低时间性差异造成的经营活动现金流量净额指标的波动幅度，**预计全年总体保持稳定增长态势。**

(来源：海油发展调研记录)

叠加相对轻资产模式下的低资本支出需求，上市以来（2019-2023）自由现金流合计净流入规模达到 78.6 亿，约为同期净利润总和的 1.4 倍，这表明海油发展是具备实现超 100% 分红率能力的。

我们选取同样具备逆周期属性、且现金流优秀的红利资产代表——长江电力（600900.SH）作为参照。**2019-2023 年间，海油发展合计自由现金流约为当前市值的 30.7%，明显高于长江电力的 25.4%。**

以上均截至 2024 年 12 月 26 日收盘。

上市以来，海油发展的现金分红额度也在逐年走高，但主要驱动因素为公司业绩的增长，分红率常年只有 30%+ 的水准。五年间的合计分红金额更是仅有自由现金流总额的四分之一，显然还留有余力。

海油发展 - 现金分红

● 现金分红（元） ● 占自由现金流比重 ● 分红率



(来源：市值风云 APP)

而按照 2023 年 11.18 亿的分红额度以及当前市值，海油发展的股息率就已经有约 2.6% 的水平，远超 10 年国债收益率。

在央企市值管理需求，以及未来业绩增长预期下，这个数字还有很大的上行空间。