

2025 年 1 月 6 日

达力普控股 (1921.HK)

SDIOSI

公司动态分析

证券研究报告

油服行业

投资评级:

买入

维持评级

6 个月目标价

10.88 港元

股价 2025-1-6

9.06 港元

中东生产基地将于年内开工

达力普控股 24 年 3 月首次发布《中东战略发展规划》，把握中东地区的能源资源优势及地理区位优势，拟在中东地区建立区域总部，研发及生产中心等。8 月，达力普控股取得沙特投资部颁发的工业投资许可证。11 月达力普与沙特阿美建设的 SPARK 签订关于生产基地建设的 MOU；达力普与中冶京诚签署合作备忘录，中冶京诚负责达力普 SPARK 项目的设计及工程建设等工作。达力普中东项目预期今年 9 月开工，并于 2028 年开始贡献公司收入及利润，且中东地区产品销售毛利率较高。我们考虑达力普国内二期扩产及中东项目的利润贡献，预测 2024/2025/2026/2027 年，公司利润分别为 -9549 万/1.36 亿/3.45 亿/7.33 亿元人民币，我们维持“买入”评级，以 DCF 模型估值，给予目标价 10.88 港元。

报告摘要

达力普控股海外销售快速增长，在中东布局研发生产中心。2024 年 3 月，达力普控股发布《中东战略发展规划》，拟建立中东区域总部及研发生产中心。达力普控股海外市场销售占比超过 25%。公司海外销售主要市场在中东及北非地区，其销售额占公司海外销售额超 85%。我们预期公司拓展中东生产基地，将提升产品在中东及北非市场竞争力，进一步提升海外销售收入。

达力普控股中东生产基地策略性的位于沙特达曼的薩勒曼國王能源城 SPARK。沙特是中国“一带一路”重要伙伴，沙特建设项目有助于获得当地政策、融资支持。沙特地处中东是亚欧非三洲交汇处，区位优势明显。沙特石油产量及储量居世界前列并已发布绿色氢能发展规划，对达力普主力产品 OCTG 及氢气输送管等均有巨大市场需求。薩勒曼國王能源城 SPARK 位于达曼，毗邻世界最大陆上油田加瓦尔油田。SPARK 是由沙特阿美建设，多家石油及油服公司入驻 SPARK。达力普中东项目位于 SPARK 便于就近服务当地市场客户。

达力普控股中东生产基地将于明年正式开工，项目第一期产能 30 万吨/年。达力普控股位于沙特 SPARK 的研发生产中心，将由中冶京诚负责项目的设计、工程建设及工程管理。项目的可行性研究和备忘录中明确，达力普控股 SPARK 项目总设计产能为 110 万吨/年。项目将分两期进行建设，其中项目第一期产能达 30 万吨/年，投资额约 6 亿美元。第一期项目将于 2025 年 9 月开工建设，并于 2028 年 3 月投产，项目建设周期约两年半。SPARK 项目产品主要产品包括 OCTG 及氢气输送管，覆盖中东及非洲等海外市场。

调升目标价至 10.88 港元，维持“买入”评级。达力普控股即将进入产能快速扩张期，公司收入及利润快速增长。同时公司中东项目今年 9 月即将开工。我们预测 2024/2025/2026/2027 年，公司净利润分别为 -9549 万/1.36 亿/3.45 亿/7.33 亿元人民币。我们维持“买入”评级。根据 DCF 估值，给予目标价 10.88 港元。

风险提示：原油价格大幅下降；钢材价格大幅波动；扩产进度慢于预期。

财务及估值摘要

(年结 31/12; 百万 RMB)	FY 2022A	FY 2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售收入	4,228	3,850	3,660	4,363	5,922	9,473
增长率 (%)	12.4%	-8.9%	-4.9%	19.2%	35.7%	60.0%
净利润	151.6	134.5	-95.5	135.9	345.2	733.5
增长率 (%)	82.8%	-11.3%	NA	NA	154.1%	112.5%
毛利率 (%)	14.5%	13.7%	9.0%	13.5%	15.0%	16.5%
净利润率 (%)	3.6%	3.5%	-2.6%	3.1%	5.8%	7.7%
ROE, 平均 (%)	11.0%	9.4%	NA	9.7%	22.5%	39.1%
每股盈利 (元)	0.101	0.091	-0.065	0.090	0.230	0.488
每股净资产 (元)	0.94	0.97	0.91	0.963	1.10	1.39
市盈率 (x)	82.5	91.5	NA	92.7	36.5	17.2
市净率 (x)	8.9	8.6	9.2	8.7	7.6	6.0
股息收益率 (%)	0.43	0.42	NA	0.43	1.10	2.3

数据来源：公司资料，国证国际预测

总市值(百万港元)	13,618.70
流通市值(百万港元)	13,618.70
总股本(百万股)	1,503.17
流通股本(百万股)	1,503.17
12 个月低/高(港元)	3.25/9.35
平均成交(百万港元)	22.63

股东结构

盛星有限公司	47.1%
星捷有限公司	27.9%
其他	25.0%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	16.38	134.35	100.13
绝对收益	16.45	123.70	118.84

数据来源：彭博、港交所、公司

罗璐 能源行业分析师

+86 2213 1410

lilianluo@sdicsi.com.hk

达力普控股中东项目即将开工建设。

图表 1: 达力普控股与 SPARK 签署 MOU



资料来源: 上市公司网站, 国证国际

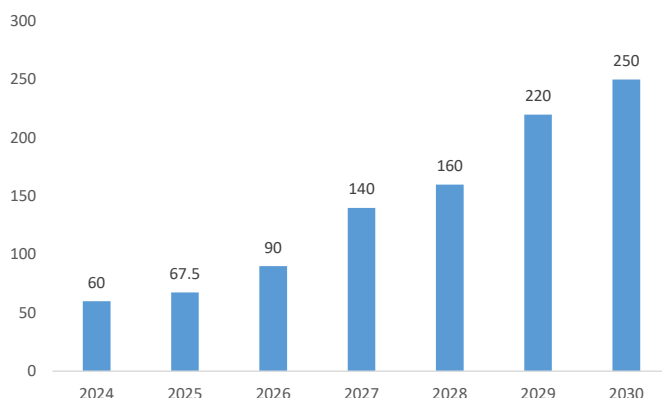
图表 2: 薩勒曼國王能源城 SPARK



资料来源: 维基百科, 国证国际

达力普控股即将进入产能快速扩张期。国内生产基地二期扩产即将分期达产。中东项目将于第一期将于 2025 年 9 月动工, 并于 2028 年分期投入运营。从而推动, 公司的收入及净利润持续快速增长。

图表 3 达力普控股设计产能(万吨/年)



资料来源: 上市公司资料, 国证国际

我们进行盈利预测, 2024/2025/2026/2027 年, 公司净利润分别为-9549 万/1.36 亿/3.45 亿/7.33 亿元人民币。我们按 DCF 估值, 给予目标价 10.88 港元。

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033
(年结 31/12; RMB 000)	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	3,850,020	3,660,000	4,363,333	5,922,000	9,473,333	11,573,669	19,591,324	22,915,181	22,915,181	22,915,181	22,915,181
增长率%	-8.9%	-4.9%	19.2%	35.7%	60.0%	22.2%	69.3%	17.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	237,173	-23,475	249,074	512,170	1,036,455	1,397,582	3,717,959	4,715,116	4,715,116	4,715,116	4,715,116
增长率%	-16.0%	-109.9%	-1161.0%	105.6%	102.4%	34.8%	166.0%	26.8%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT 率%	6.2%	-0.6%	5.7%	8.6%	10.9%	12.1%	19.0%	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%
有效税率%	11.7%	9.8%	15.0%	15.0%	14.9%	14.9%	18.7%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%
EBIT x (1-有效税率)	209,396	-21,178	211,713	435,345	882,499	1,189,709	3,022,946	3,821,825	3,821,797	3,821,753	3,821,703
+ 折旧	135,281	118,772	140,438	205,438	272,105	418,105	856,105	1,075,105	1,075,105	1,075,105	1,075,105
+ 摊销	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ 营运资金变动	167,156	63,077	137,000	-333,173	-759,126	-467,927	-1,790,217	-741,593	-	-	637,945
- 资本支出	-126,731	-316,874	-983,126	-2,078,440	-6,111,160	-8,627,520	-	-	-	-	-
自由现金流, FCF	385,102	-156,203	-493,975	-1,770,830	-5,715,682	-7,487,633	2,088,834	4,155,337	4,896,902	4,896,858	5,534,753
折现年份	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
折现因子	1.0000	0.8963	0.8034	0.7201	0.6454	0.5785	0.5186	0.4648	0.4166	0.3734	0.3347
FCF 现值	385,102	-140,009	-396,858	-1,275,186	-3,689,181	-4,331,835	1,083,171	1,931,366	2,040,071	1,828,550	1,852,478
FY2023-33 FCF 现值总额	-1,097,433										
永续期价值现值	17,559,655										
企业价值	16,462,222										
- 净负债	-1,334,908										
- 少数股东权益	-										
DCF 估值	15,127,314										
假设:											
WACC	11.6%										
永续增长率	1%										

资料来源: 国证国际预测

附表：财务报表预测

(年结 31/12; RMB 000)	FY 2022A	FY 2023A	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
综合损益表					
营业额	4,227,802	3,850,020	3,660,000	4,363,333	5,922,000
销售成本	-3,616,874	-3,321,840	-3,331,210	-3,775,567	-5,036,207
毛利	610,928	528,180	328,790	587,767	885,793
其他营运收入, 扣除利息收入	29,850	40,917	40,917	40,917	40,917
分销成本	-186,864	-156,967	-188,222	-183,260	-207,270
行政管理开支	-171,499	-174,957	-204,960	-196,350	-207,270
经营溢利	282,415	237,173	-23,475	249,074	512,170
融资收入	3,359	4,189	4,189	4,189	4,189
融资费用	-108,828	-88,994	-86,556	-93,432	-110,220
税前盈利	176,946	152,368	-105,842	159,831	406,139
所得税	-25,362	-17,845	10,356	-23,975	-60,921
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	151,584	134,523	-95,486	135,856	345,218
EBITDA	411,282	372,454	95,297	389,512	717,609
EBIT	282,415	237,173	-23,475	249,074	512,170
同比增长 (%)					
销售收入	12.4%	-8.9%	-4.9%	19.2%	35.7%
毛利	46.3%	-13.5%	-37.8%	78.8%	50.7%
净利润	82.8%	-11.3%	-171.0%	NA	154.1%
EBITDA	20.7%	-9.4%	-74.4%	308.7%	84.2%
EBIT	30.4%	-16.0%	-109.9%	NA	105.6%
资产负债表					
非流动资产					
物业、厂房及设备	1,831,450	1,781,721	1,979,823	2,822,511	4,695,513
递延税项资产	-	146	146	146	146
流动资产					
贸易应收账款	2,354,930	2,348,674	2,288,702	2,292,264	2,775,625
存货	1,095,685	1,270,182	1,207,921	1,090,833	1,480,500
现金	753,917	576,105	577,333	654,344	872,826
其他	464,892	432,589	424,866	468,505	343,717
总资产	4,186,380	4,130,395	4,268,525	5,114,775	7,471,138
流动负债					
借贷	1,988,089	2,046,519	2,101,593	2,390,384	2,700,316
应付账款	1,176,756	1,176,235	1,235,047	1,296,799	1,361,639
其他	795,682	860,700	862,744	1,089,668	1,334,643
其他	15,651	9,584	3,802	3,916	4,034
非流动负债	793,991	622,778	801,321	1,277,266	3,116,565
借贷	762,300	591,262	773,263	1,250,698	3,091,485
其他	31,691	31,516	28,058	26,568	25,080
总负债	2,782,080	2,669,297	2,902,913	3,667,650	5,816,881
股本	134,140	134,518	134,518	134,518	134,518
储备	1,270,160	1,326,580	1,231,094	1,312,608	1,519,739
股东权益	1,404,300	1,461,098	1,365,612	1,447,126	1,654,257
非控股权益	-	-	-	-	-
总股东权益	1,404,300	1,461,098	1,365,612	1,447,126	1,654,257
净负债/(现金)	1,474,164	1,334,908	1,583,443	2,078,992	4,109,407
净负债率 (%)	105.0%	91.4%	116.0%	143.7%	248.4%

(转下页...)

财务报表预测 (续)

(31/12 年结; 千元 RMB)	FY 2022A	FY 2023A	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
现金流量表					
税前盈利	176,946	152,368	(105,842)	159,831	406,139
折旧	128,867	135,281	118,772	140,438	205,438
营运资金变动	316,099	167,156	63,077	137,000	(333,173)
其他	142,227	(19,837)	209,637	139,550	(70,005)
经营活动现金流量	764,139	434,968	285,644	576,820	208,399
资本开支	(82,944)	(126,731)	(316,874)	(983,126)	(2,078,440)
其他	3,844	(21,246)	4,189	4,189	4,189
投资活动现金流量	(79,100)	(147,977)	(312,685)	(978,937)	(2,074,251)
贷款变动	-528,170	-171,559	240,812	539,188	1,905,627
其他	(211,336)	(146,799)	(140,097)	(93,432)	(164,562)
融资活动现金流量	-739,506	-318,358	100,715	445,756	1,741,064
净资金流入/(出)	-49,130	-29,866	73,674	43,638	-124,788

财务及估值比率

P/E	82.5	91.5	NA	92.7	36.5
P/B	8.9	8.6	9.2	8.7	7.6
股息率 (%)	0.43	0.43	NA	0.43	1.10
毛利率 (%)	14.5%	13.7%	9.0%	13.5%	15.0%
EBITDA 比率 (%)	9.7%	9.7%	2.6%	8.9%	12.1%
税前利润率 (%)	4.2%	4.0%	-2.9%	3.7%	6.9%
净利率 (%)	3.6%	3.5%	-2.6%	3.1%	5.8%
销售及管理费用率 (%)	8.5%	8.6%	10.7%	8.7%	7.0%
有效税率 (%)	14.3%	11.7%	--	15.0%	15.0%
ROE (%)	11.0%	9.4%	-6.8%	9.7%	22.3%
ROA (%)	3.4%	3.2%	-2.3%	2.9%	5.5%
流通比率	1.18	1.15	1.09	0.96	1.03
应收账款周转天数	112.9	112.1	123.6	96.1	79.2
利息保障倍数	2.68	2.80	-0.28	2.79	4.83
净负债(现金)/股东权益 (%)	105.0%	91.4%	116.0%	143.7%	248.4%
总资产/股东权益	2.98	2.83	3.13	3.53	4.52
派息比率 (%)	35.3%	39.8%	NA	40.0%	40.0%

数据来源: 公司资料; 国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解, 分析, 预测, 推断和期望都是以这些可靠数据为基础, 只是代表观点的表达。国证国际, 其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断, 可随时更改而毋须另行通知。国证国际, 其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险, 若干投资可能不易变卖, 而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标, 财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告, 而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前, 应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工, 可能不时地, 在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问, 投资银行, 或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际, 其母公司和/或附属公司的一位或多位董事, 高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士, 尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国, 或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释), 国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此, 投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权, 任何人不得以任何目的复制, 派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上;
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%;
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%;
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010