

大步迈进国际化，把握海外景气周期

华泰研究

2025 年 1 月 20 日 | 中国香港

首次覆盖

专用设备

投资评级(首评):

增持

目标价(港币):

10.30

研究员

SAC No. S0570522100004
SFC No. BTM566

倪正洋

nizhengyang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人

SAC No. S0570124010018
wanglongyu@htsc.com

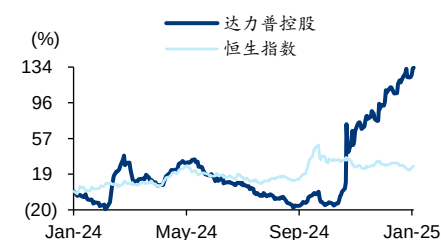
王龙钰

+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	10.30
收盘价(港币 截至 1 月 17 日)	9.73
市值(港币百万)	14,626
6 个月平均日成交额(港币百万)	16.06
52 周价格范围(港币)	3.25-10.50
BVPS(人民币)	0.89

股价走势图



资料来源: S&P

首次覆盖达力普控股，给予“增持”评级，目标价 10.3 港币，基于港股 40 倍 PE 估值。公司是国内领先的石油专用管制造企业，在全球油气资本开支持续向上，海上油气开发结构性高景气背景下，公司以中东生产基地项目为支点撬动 MENA 市场，海外业务或开辟新增长空间，业绩有望快速增长。

全球油气资本开支持续向上，公司油气专用管产品出海前景广阔

短期看来，“欧佩克+”自愿减产期限延长，供给端限制延续对油价支撑作用。中长期视角下，Rystad Energy 预计随着存量油田衰退，2030 年将存在 5700 万桶/日的产能缺口，2030 年前每年全球油气上游投资将保持在 6000 亿美元以上。同时，产储错配+深水油气经济效益优势驱动油气开发结构性向海上倾斜，海上油气开发呈现结构性高景气。克拉克森数据显示 2025 年全球海上油气田项目资本开支预计达到 1594 亿美元，同比+28%。达力普控股深耕石油专用管领域，不断突破海外客户验证，有望受益于全球市场高景气。

公司中东生产基地 9 月正式开工，有望撬动中东/北非(MENA)市场

公司 24 年 3 月发布《中东战略发展规划》拟在中东地区建立区域总部、研发中心、智慧工厂等，项目总设计生产能力为 110 万吨/年，第一期将于 2025 年 9 月开工，至 2028 年 3 月完成并投入运营，产能 30 万吨/年。对比公司当前产能 60 万吨/年增量可观。中东项目位于沙特达曼萨勒曼国王能源城(SPARK)，沙特“Vision 2030”与国内一带一路倡议持续推进，为公司中东项目落地提供有力支撑。从下游需求看，MENA 市场油气公司资本开支意愿仍强，且绿氢产业有望实现跨越性增长，需求潜力显著。

我们与市场观点不同之处

市场担忧油价回落背景下油气行业资本开支收缩，我们认为短期“欧佩克+”自愿减产仍对油价有一定支撑作用，中长期考虑到能源安全因素全球油气资本开支有望维持，同时海上油气投资趋势在产储错配与经济性双重优势驱动下持续向好，巴西国油上修最新五年资本开支计划、钻井平台日费率与利用率高位运行等情况均侧面印证行业高景气度。随着公司在海外重点地区生产基地产能的逐步释放，公司有望成功把握海外油气景气周期。

盈利预测与估值

我们预计公司 24-26 年 EPS 分别为-0.05/0.10/0.24 元。可比公司考虑 A/H 溢价后 H 股 PE 估值均值为 30.52 倍。考虑到公司为国内领先的专业化石油专用管制造企业，25 年国内产能有望翻倍可能承接更多需求，产能 30 万吨/年的沙特厂区或在 2028 年 3 月完成并投入运营，有望充分受益于全球油气资本开支持续向上和新兴市场需求的快速增长，我们给予公司 26 年 40 倍 PE，对应目标价 10.3 港币，给予“增持”评级。

风险提示：油价波动；原材料成本上升；扩产进度不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	4,228	3,850	3,453	4,110	5,671
+/-%	12.36	(8.94)	(10.32)	19.04	37.99
归属母公司净利润(人民币百万)	146.50	130.71	(82.28)	156.46	367.34
+/-%	80.04	(10.78)	(162.95)	(290.16)	134.77
EPS(人民币，最新摊薄)	0.10	0.09	(0.05)	0.10	0.24
ROE(%)	10.65	9.12	(5.79)	10.98	23.29
PE(倍)	85.68	100.71	(165.30)	86.92	37.02
PB(倍)	8.94	9.01	9.86	9.25	8.07
EV EBITDA(倍)	36.37	39.66	118.36	34.80	21.38

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,228	3,850	3,453	4,110	5,671
销售成本	(3,617)	(3,322)	(3,100)	(3,539)	(4,767)
毛利润	610.93	528.18	352.99	570.63	904.01
销售及分销成本	(186.86)	(156.97)	(189.89)	(135.63)	(164.47)
管理费用	(171.50)	(174.96)	(207.15)	(184.95)	(226.86)
其他收入/支出	33.21	45.11	45.11	45.11	45.11
财务成本净额	(108.83)	(88.99)	(94.25)	(117.94)	(141.71)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	176.95	152.37	(93.20)	177.23	416.08
税费开支	(25.36)	(17.85)	10.92	(20.76)	(48.74)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	146.50	130.71	(82.28)	156.46	367.34
折旧和摊销	(127.29)	(133.72)	(126.21)	(136.00)	(144.28)
EBITDA	413.07	375.08	127.26	431.16	702.07
EPS (人民币, 基本)	0.10	0.09	(0.05)	0.10	0.24

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	753.92	576.10	664.92	752.17	1,157
应收账款和票据	1,132	1,340	1,249	1,605	1,703
现金及现金等价物	464.89	432.59	640.29	1,297	1,688
其他流动资产	3.64	0.00	0.00	0.00	0.00
总流动资产	2,355	2,349	2,554	3,653	4,548
固定资产	1,607	1,547	1,652	1,677	1,704
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	224.71	234.60	238.21	241.30	243.87
总长期资产	1,831	1,782	1,890	1,918	1,948
总资产	4,186	4,130	4,444	5,572	6,496
应付账款	795.68	860.70	863.13	1,302	1,614
短期借款	1,180	1,180	1,276	1,376	1,476
其他负债	12.45	5.90	5.90	5.90	5.90
总流动负债	1,988	2,047	2,145	2,684	3,097
长期债务	769.01	595.37	892.77	1,390	1,688
其他长期债务	24.98	27.41	27.41	27.41	27.41
总长期负债	793.99	622.78	920.18	1,418	1,715
股本	134.14	134.52	134.52	134.52	134.52
储备/其他项目	1,270	1,327	1,244	1,336	1,550
股东权益	1,404	1,461	1,379	1,470	1,684
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	1,404	1,461	1,379	1,470	1,684

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	85.68	100.71	(165.30)	86.92	37.02
PB	8.94	9.01	9.86	9.25	8.07
EV EBITDA	36.37	39.66	118.36	34.80	21.38
股息率 (%)	0.40	0.40	0.00	0.48	1.13
自由现金流收益率 (%)	8.45	5.42	(0.81)	2.18	2.96

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	413.07	375.08	127.26	431.16	702.07
融资成本	108.83	88.99	94.25	117.94	141.71
营运资本变动	770.34	455.52	(1.66)	(6.60)	(193.13)
税费	(25.36)	(17.85)	10.92	(20.76)	(48.74)
其他	(502.74)	(466.77)	(94.25)	(117.94)	(141.71)
经营活动现金流	764.14	434.97	136.52	403.80	460.19
CAPEX	(82.94)	(126.73)	(234.57)	(164.27)	(174.17)
其他投资活动	3.84	(21.25)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(79.10)	(147.98)	(234.57)	(164.27)	(174.17)
债务增加量	(519.46)	(173.68)	400.00	600.00	400.00
权益增加量	(0.22)	0.38	0.00	0.00	0.00
派发股息	(53.54)	(54.47)	0.00	(65.20)	(153.08)
其他融资活动现金流	(166.29)	(90.59)	(94.25)	(117.94)	(141.71)
融资活动现金流	(739.51)	(318.36)	305.75	416.86	105.21
现金变动	(54.47)	(31.37)	207.70	656.39	391.24
年初现金	430.19	381.06	432.59	640.29	1,297
汇率波动影响	5.34	1.50	0.00	0.00	0.00
年末现金	464.89	432.59	640.29	1,297	1,688

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	12.36	(8.94)	(10.32)	19.04	37.99
毛利润	46.32	(13.54)	(33.17)	61.66	58.42
营业利润	30.74	(15.54)	(99.56)	27,894	88.98
净利润	80.04	(10.78)	(162.95)	(290.16)	134.77
EPS	79.80	(10.84)	(162.95)	(290.16)	134.77
盈利能力比率 (%)					
毛利率	14.45	13.72	10.22	13.88	15.94
EBITDA	9.77	9.74	3.69	10.49	12.38
净利润率	3.47	3.40	(2.38)	3.81	6.48
ROE	10.65	9.12	(5.79)	10.98	23.29
ROA	3.28	3.14	(1.92)	3.12	6.09
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	105.68	91.90	110.88	99.99	87.63
流动比率	1.18	1.15	1.19	1.36	1.47
速动比率	0.81	0.87	0.88	1.08	1.10

营运能力 (天)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产周转率 (次)	0.95	0.93	0.81	0.82	0.94
应收账款周转天数	114.05	115.60	134.98	124.98	104.98
应付账款周转天数	85.22	89.75	100.11	110.11	110.11
存货周转天数	76.32	72.07	72.07	72.07	72.07
现金转换周期	105.15	97.91	106.95	86.95	66.95

每股指标 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	0.10	0.09	(0.05)	0.10	0.24
每股净资产	0.93	0.97	0.92	0.98	1.12

正文目录

投资要点	5
我们与市场观点不同之处	5
达力普：深耕石油专用管的油气设备专家	6
公司聚焦石油专用管领域多年，产品布局覆盖全产业链	6
资深管理层领航前行，股权激励举措赋能发展	7
23 年以来业绩有所波动，盈利承压静待修复	8
全球油气行业景气度高涨，油气专用管出海前景广阔	10
全球油气资本开支持续向上，海上油气开发结构性高景气	10
海外市场需求高涨，带动中国石油天然气用管出口显著增长	12
公司出口业务有望把握海外复苏周期，海上产品拓展收入增长新空间	13
中东基地开工有望撬动 MENA 市场，公司国际业务大步迈进	15
公司将在中东建立生产基地，计划 2025 年 9 月开工	15
沙特“Vision 2030”叠加“一带一路”倡议，助力项目加速落地	16
中东北非 OCTG 与氢气运输管市场空间可期	17
油气专用管下游客户资本开支可预见，客户基础坚实	17
氢气输送管业务布局未来，市场潜力大	17
公司智能化绿色化生产赋能海外产能爆发力，技术满足沙特阿美高要求	19
盈利预测与估值	20
关键假设及盈利预测	20
估值及投资建议	21
风险提示	21

图表目录

图表 1：公司主要产品包括石油天然气用管、新能源钢管及特殊无缝钢管和管坯	6
图表 2：公司深耕石油专用管领域逾 20 年，产业链的延伸与市场的拓宽构成两条发展主线	6
图表 3：公司与众多国内外客户建立了紧密的合作关系	7
图表 4：公司主要管理层人员具有丰富的油田制造管理经验和专业知识	7
图表 5：公司创始人孟凡勇先生通过盛星有限公司持有达力普控股 47.1% 的股权	8
图表 6：公司 24H1 营业收入为 15.4 亿元，同比-26.2%	8
图表 7：公司 24H1 净利润为-0.7 亿元，同比-223%	8
图表 8：石油天然气用管为第一大核心产品，24H1 收入占比达 65.2%	9
图表 9：石油天然气用管产品 24H1 毛利率为 10.6%	9
图表 10：公司 24H1 毛利率/净利率分别为 8.1%/-4.5%	9
图表 11：公司 24H1 期间费用率为 14.1%，同比+4.0pp	9
图表 12：2023 年以来布伦特原油价格维持中高位震荡	10
图表 13：IEA 预计 2024 年油气上游资本开支为 5700 亿美元	10

图表 14: 存量油田产量自然衰退, 难以满足未来需求	10
图表 15: 产储错配引领油气开发走向深海	11
图表 16: 深水油气经济性正加速凸显	11
图表 17: 全球海上油气田项目资本开支 2025 年预计达到 1594 亿美元	12
图表 18: 巴西国油最新五年计划资本开支上修	12
图表 19: 2021 年以来钻井平台日费率 (千美元/天) 大幅上行	12
图表 20: 24 年钻井平台利用率 (%) 出现短期波动后迅速恢复	12
图表 21: 2024M1-M11 中国石油天然气用套管及导管出口金额为 4188 万美元, 同比+70.6%	13
图表 22: 24M1-M11 石油天然气用套管及导管出口量同比+44.0%	13
图表 23: 24M1-M11 石油天然气用套管及导管出口均价同比+18.5%	13
图表 24: 2018 年公司销售额在石油专用管私营制造商中排名第一	13
图表 25: 2018 年公司出口额在石油专用管私营制造商中排名第三	13
图表 26: 公司海外销售网络覆盖六大洲	14
图表 27: 2022 年以来公司海外收入占比稳定在 20% 以上	14
图表 28: 公司在中海油 2023-2024 年度海上油气田油套管框架协议中中标多个产品序列	14
图表 29: 自 2022 年起中东和北非是公司海外收入贡献最大的地区, 合计占 20% 左右	15
图表 30: 达力普中东项目进展	15
图表 31: 公司自研技术持续突破赋能海外市场竞争力	16
图表 32: 沙特工业设施数量 24 年 6 月同比增长约 8.23%	16
图表 33: 沙特 RHQ 计划包括限制业务往来和税收减免优惠	17
图表 34: 下游石油公司未来资本开支意愿较强	17
图表 35: 中东国家近年来纷纷出台绿氢产业相关政策	18
图表 36: 截至 2023 年 10 月, 中东和北非 (MENA) 地区共开展了 91 个低碳氢项目	18
图表 37: 2023 年达力普可吸入颗粒物、硫氧化物和氮氧化物排放量均低于沧州市生态环境局允许的排放水平	19
图表 38: 可比公司估值表 (截至 2025 年 1 月 17 日)	21

投资要点

公司深耕石油专用管领域逾 20 年，在国内私营制造商中占据领先地位。我们认为随着全球油气上游资本开支持续上行，海上油气开发投资趋势加速，公司海外布局有望迎来显著收获，公司中东基地项目预计 25 年 9 月开工，有望带来远期业绩贡献并且撬动 MENA 市场，助力公司出海收入规模实现跃迁。主要投资要点如下：

全球油气行业景气度高涨，公司油气专用管产品出海前景广阔。全球油气上游资本开支持续开启向上周期。短期看来，“欧佩克+”自愿减产期限延长，产能端限制延续对油价支撑作用。中长期来看，尽管全球正朝可再生能源转型，但国际油气公司认为在向清洁能源转型中仍然需要投资新的油气生产以保证安全的能源供应。Rystad Energy 预测全球液体石油需求将在 2026 年达到峰值，约为 1.05 亿桶/日，并维持到 2030 年，而存量油田产量在 2030 年会衰退至约 4800 万桶/日，意味着供给端将存在 5700 万桶/日的产能缺口。据 Rystad Energy 估计，直至 2030 年末，预计每年的油气上游投资将保持在 6000 亿美元以上。同时，产储错配+深水油气经济效益优势驱动油气开发结构性向海上倾斜，海上油气开发结构性高景气。根据克拉克森数据，全球海上油气田项目资本开支 2025 年预计达到 1594 亿美元，同比+28%。

公司出口业务有望把握海外复苏周期，海上产品拓展收入增长新空间。公司作为在市场具备领先地位的石油专用管私营制造商，不断积极开拓海外市场，有望充分受益于海外油气投资的加速趋势。随着海上油气开发持续加速，公司海上产品或将贡献新的增长空间。公司 2023 年正式开启了海上石油天然气用管产品的规模化元年，代表性事件为：据 2023 年 8 月公司公告，公司在中海油 2023-2024 年度海上油气田油套管框架协议招标项目中取得历史性重大突破，公司成功中标了项目中的多个产品序列。

中东基地开工有望撬动 MENA 市场，公司国际业务大步迈进。公司 24 年 3 月发布《中东战略发展规划》，拟在中东地区建立区域总部、研发中心、智慧工厂等，项目总设计生产能力为 110 万吨/年，第一期将于 2025 年 9 月开工，至 2028 年 3 月完成并投入运营，产能 30 万吨/年。政策层面，沙特“Vision 2030”与国内“一带一路”倡议持续推进，为公司中东项目落地提供有力支撑。公司中东项目位于沙特达曼萨勒曼国王能源城（SPARK），主要产品包括 OCTG 及氢气输送管等。从下游需求看，MENA 市场油气公司资本开支意愿仍强，且绿氢产业有望实现跨越性增长，需求潜力显著。

我们与市场观点不同之处

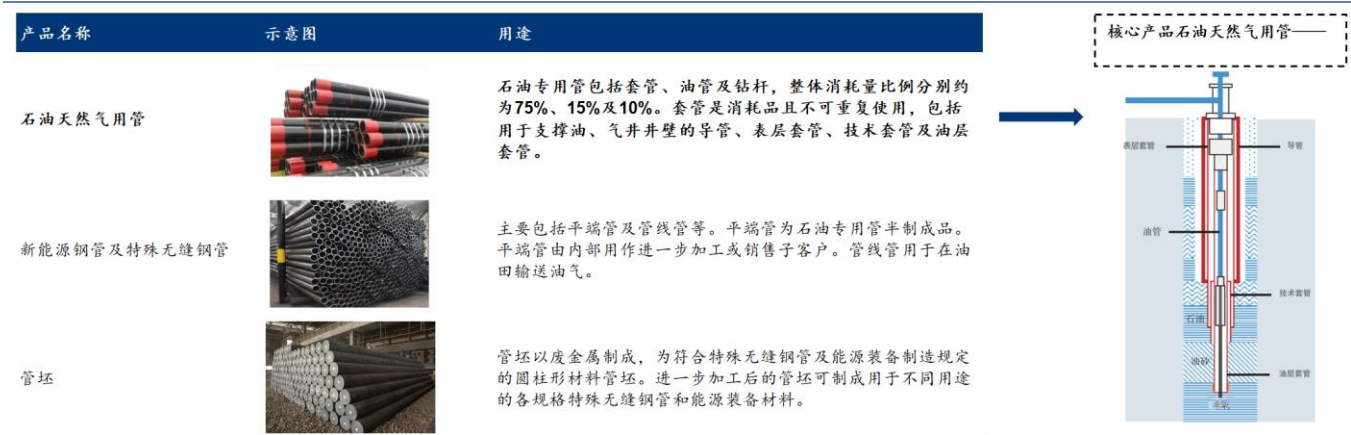
全球油气上游资本支出向好趋势不改，且海上油气开发持续高景气度，公司有望受益于海外市场需求。市场普遍担心油价回落会导致油气行业资本支出缩减。从短期来看，“欧佩克+”的自愿减产举措仍能在一定程度上对油价起到支撑作用。从中长期角度考虑，鉴于能源安全的重要性，全球油气资本支出有望保持稳定。同时，在产储错配以及经济性双重优势的推动下，海上油气投资呈现出持续向好的发展趋势，成为行业结构性增长的亮点。例如，巴西国油上调其最新五年的资本支出计划，以及钻井平台日费率和利用率保持高位运行等情况，都从侧面反映出油气行业的高景气状态。随着公司与海外重点地区，如中东的合作伙伴关系不断深化，以及生产基地产能的逐步释放，公司有望精准把握海外油气行业的景气周期，实现国际化业务版图的不断拓宽，增厚业绩空间。

达力普：深耕石油专用管的油气设备专家

公司聚焦石油专用管领域多年，产品布局覆盖全产业链

公司核心业务为石油天然气用管，产品覆盖全产业链。达力普是一家专业化的石油专用管制造企业，主要产品按照产业链制造过程可分为三类：1) 最终产品——石油天然气用管：包括套管、油管与钻杆，其中公司的主要产品为套管，其用途为在油气钻采过程中支撑油井井壁。2) 中间品——新能源钢管及特殊无缝钢管：主要产品为平端管和管线管，平端管实质为石油专用管的半成品，管线管则用于在油田输送油气。3) 原料——管坯：管坯以废金属制成，进一步加工可以得到中间品无缝钢管。公司的石油天然气用管是主要的对外销售产品，而新能源钢管及特殊无缝钢管、管坯作为中间品与原料，用作内部加工及向子客户销售。公司通过全产业链的完整布局，形成生产、研发、销售的闭环，灵活响应客户需求，保证产品供应，同时提升运营效率。

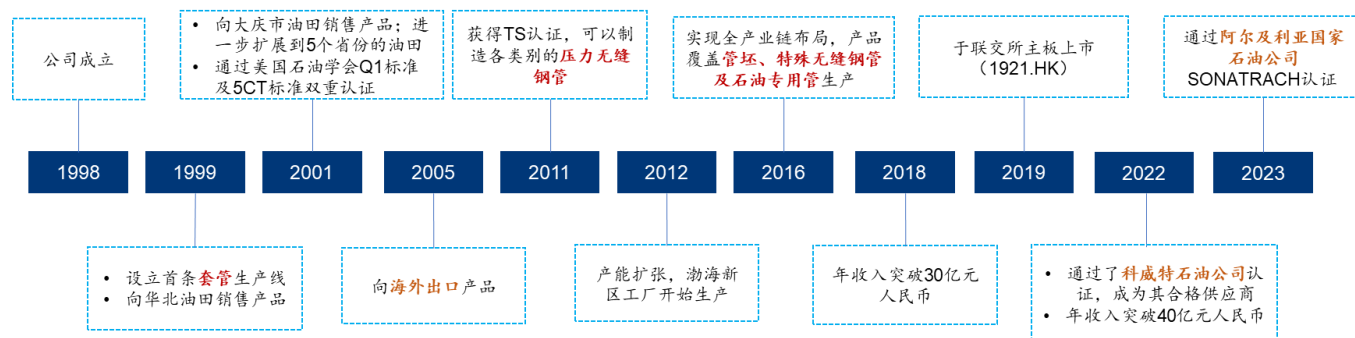
图表1：公司主要产品包括石油天然气用管、新能源钢管及特殊无缝钢管和管坯



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

公司深耕石油专用管领域逾 20 年，产业链的延伸与市场的拓宽构成两条发展主线。达力普创立于 1998 年，经过 20 多年的发展，从当初的中石油系统的油田加工厂，逐步发展成为一个拥有材料研发、生产、石油管轧制、管端加厚、热处理和螺纹加工能力的专业石油管制造企业。一方面，公司的产品从套管逐步延伸到压力无缝钢管，并在 2016 年成功覆盖管坯、特殊无缝钢管等产品的生产，覆盖全产业链；另一方面，在打磨与提升产品实力的同时，公司不断拓宽市场与客户，在国内市场早期从华北油田起步，逐步扩展到多个省份的油田开展，在 2005 年正式进军海外，实现产品出口，尤其近年来公司陆续突破科威特石油公司、阿尔及利亚国家石油公司等海外大型油气企业的认证，海外市场有望成为公司收入增长的又一驱动力。

图表2：公司深耕石油专用管领域逾 20 年，产业链的延伸与市场的拓宽构成两条发展主线



资料来源：公司官网，华泰研究

凭借优质的产品 & 广泛的销售网络，公司已与众多国内外客户建立紧密的合作关系。石油专用管是油田的重要设备之一，为了保证生产的持续稳定，油田客户对于优质的石油专用管供应商有着极强的粘性。公司与核心客户维持着良好的关系，部分客户合作超过 20 年。目前，在国内市场，三大国有石油公司中石油、中石化、中海油均是公司的客户，在海外市场，公司产品取得了科威特、泰国、埃及、阿曼、巴林塔特维尔、厄瓜多尔、美国西方石油公司等国际石油公司认证及美达王、伊藤忠丸红和日本住友等国际知名商社认证。

图表3：公司与众多国内外客户建立了紧密的合作关系



资料来源：公司公告，华泰研究

资深管理层领航前行，股权激励举措赋能发展

公司管理团队分工清晰，以丰富的油田制造管理经验与专业知识赋能公司长远发展。据公司官网披露，孟凡勇先生（截至 2023 年在油田设备业务拥有逾 42 年经验）负责公司整体策略发展及投资管理；张红耀先生（截至 2023 年在石油管制造行业拥有逾 29 年经验）负责生产基地运营及销售；徐文红女士（截至 2023 年在石油管制造业管理拥有逾 18 年经验）负责整体法律合规事宜；孟宇翔先生（截至 2023 年拥有逾 21 年管理经验）负责达力普整体人力及运营管理；殷志祥先生（截至 2023 年在油田营运领域拥有逾 42 年经验）负责达力普整体研发及技术管理。公司从战略、生产销售、法律合规到人力管理、研发技术，各板块分工清晰，且均由经验资深的专业人士负责统筹，优质的管理层有望为公司的长远发展持续赋能。

图表4：公司主要管理层人员具有丰富的油田制造管理经验和专业知识

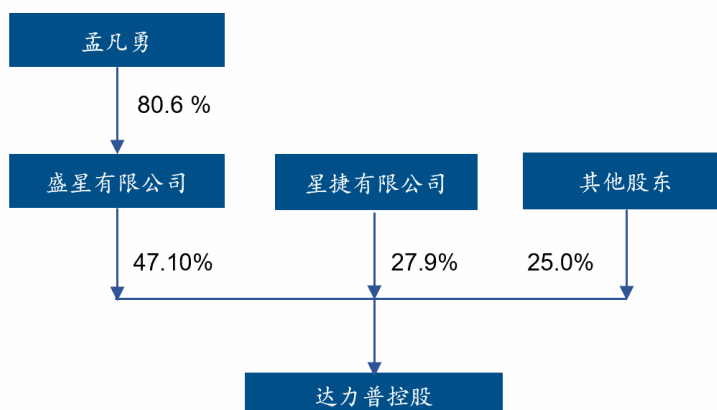
姓名	职务	个人履历
孟凡勇	执行董事兼董事会主席	1981 至 1999 年在华北石油管理局第二钻井工程公司担任多个职位。在油田设备业务拥有逾 42 年经验，同时在石油专用管制造的营运及管理业务拥有逾 25 年经验。 于 1998 年加入达力普，目前负责达力普的整体策略发展及投资管理。
张红耀	执行董事、董事会副主席兼行政总裁	曾就职于宝钢美洲、宝山钢铁、烟台鲁宝钢管、宝山钢铁钢管分公司。在石油管制造行业拥有逾 29 年经验。于 2017 年加入达力普，目前负责达力普的生产基地整体运营及集团整体销售经营事务。
徐文红	执行董事兼法律总监	曾任职于河北金胜律师事务所、华北石油科工贸总公司、华北第二钻井。在商业法律咨询拥有逾 30 年经验，在石油管制造业管理拥有逾 18 年经验。 于 2003 年加入达力普，目前负责达力普整体法律合规事宜。
孟宇翔	执行董事兼行政总裁	曾就职于北京大成房地产、北京金隅置业等，拥有逾 21 年管理经验。 于 2017 年加入达力普，目前负责达力普整体人力及运营管理。
殷志祥	非执行董事	曾就职于华北石油荣盛机械、华北石油管理局第二机械厂，在油田营运领域拥有逾 42 年经验。 于 2010 年加入达力普，目前负责达力普整体研发及技术管理。

注：表中工作年限计算截至 2023 年

资料来源：公司官网，华泰研究

公司创始人控股，股权架构较为集中，并推出购股权及股份奖励等计划激励管理层与员工。公司创始人孟凡勇先生，现任执行董事兼董事会主席，通过盛星有限公司持有达力普控股47.1%的股权，第二大股东星捷有限公司股权占比为27.9%，主要作为创业核心员工持股平台，保障创业团队人员利益。此外，公司在上市前推出购股权计划，旨在激励管理层积极进取，为公司创造更高效益；2022年5月，公司又推出股份奖励计划，充分调动现有高管与员工的积极性，吸引优秀人才。

图表5：公司创始人孟凡勇先生通过盛星有限公司持有达力普控股47.1%的股权

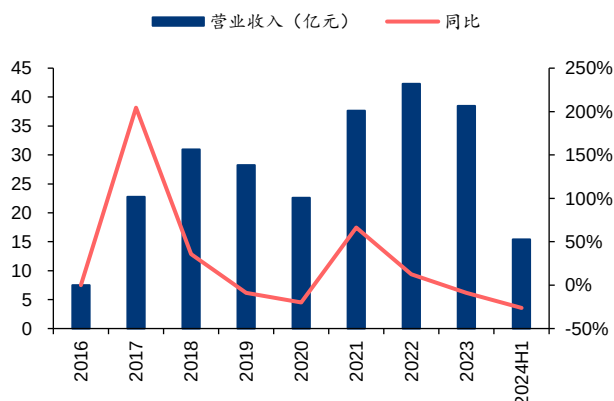


资料来源：公司公告，华泰研究

23 年以来业绩有所波动，盈利承压静待修复

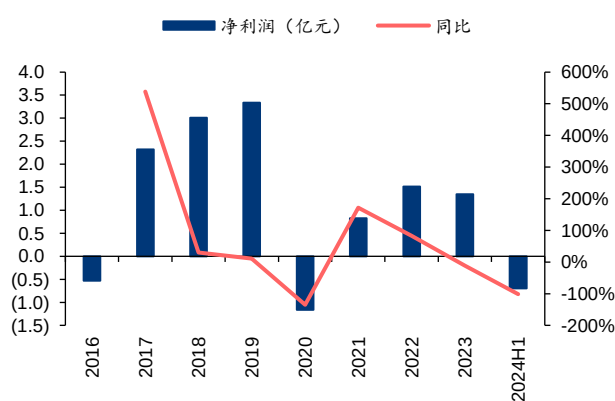
21-22 年公司收入利润持续增加，23 年以来业绩表现有所波动。2021、2022 年公司营业收入分别为 37.6/42.3 亿元，同比分别+66.5%/+12.4%，实现净利润 0.8/1.5 亿元，同比分别+171.2%/+82.8%。公司收入利润在 21-22 年双双回升主要系国内与海外油气市场逐步复苏，公司成功中标多个国内油气田项目，以中东和北非为重点的海外市场拓展也取得突破。但 2023 年以来，受美元高利率背景下的融资压力、地缘冲突、能源博弈等因素影响，油气行业复苏节奏受到干扰，公司石油专用管、无缝管等产品需求因此有所波动，收入利润出现下滑。23 年/24H1 公司营业收入分别为 38.5/15.4 亿元，同比分别-8.9%/-26.2%，净利润分别为 1.3/-0.7 亿元，同比分别-11.3%/-101.2%。

图表6：公司 24H1 营业收入为 15.4 亿元，同比-26.2%



资料来源：Bloomberg，华泰研究

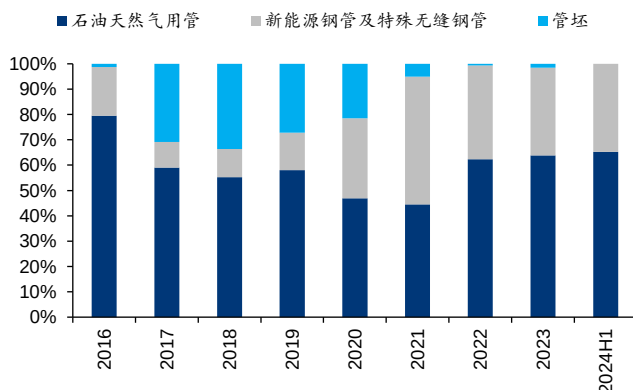
图表7：公司 24H1 净利润为-0.7 亿元，同比-223%



资料来源：Bloomberg，华泰研究

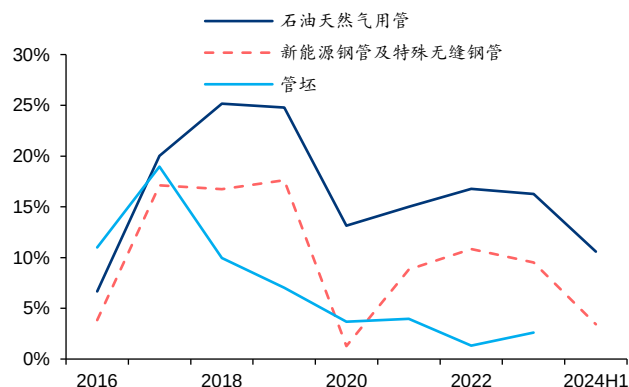
石油天然气用管产品贡献主要营收，毛利率高于无缝钢管与管坯产品。2024H1 公司石油天然气用管产品实现收入 10.0 亿元，占总收入比例达到 65.2%，新能源钢管及特殊无缝钢管实现收入 5.4 亿元，占比达 34.8%，管坯产品在 24H1 未产生销售收入。毛利率方面，公司石油天然气用管产品毛利率整体高于管坯与无缝钢管产品，以 2023 年数据为例，石油天然气用管产品/新能源钢管及特殊无缝钢管产品/管坯产品毛利率分别为 16.3%/9.5%/2.6%。石油天然气用管广泛应用于陆地与海上油气的开采，产品的性能需要适应复杂多变、甚至部分极端恶劣的环境，对于材料研发、加工制造的工艺要求较高，客户验证要求严格，因此附加值较无缝钢管、管坯产品而言较高，是公司的核心产品。

图表8：石油天然气用管为第一大核心产品，24H1 收入占比达 65.2%



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表9：石油天然气用管产品 24H1 毛利率为 10.6%

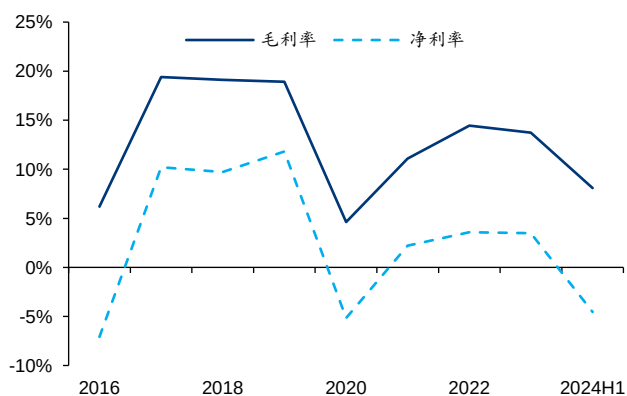


资料来源：Bloomberg，华泰研究

公司 24H1 毛利率和净利率下滑，盈利能力承压。2020 年之后，公司毛利率显著回升，主要系国内外油气行业恢复，产品需求上升，叠加公司自身优化产品结构，提高高端产品比例，代表产品如 DLP-T 系列，通过了美国 API 5C5 2017 四级试验评价，是国际上少数通过新标准四级评价试验的高端产品之一，可大批量用于超深井页岩气开采，故产品价格中枢与毛利率有所提升。24H1 受行业复苏节奏放缓影响，公司产品量价均出现一定调整，盈利能力相对承压，24H1 公司的毛利率与净利率分别为 8.1%/-4.5%，同比分别-5.5pp/-7.2pp。

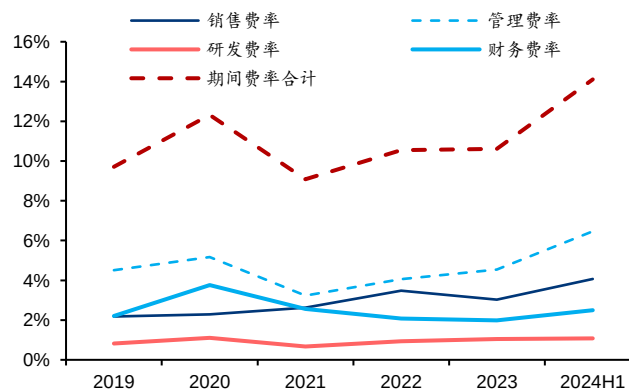
期间费率呈上升趋势，主要受到销售与管理费用影响。公司 24H1 期间费用率为 14.1%，同比+4.0pp，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 4.1%/6.5%/1.1%/2.5%，同比分别+1.0pp/+2.3pp/持平/+0.7pp。销售费率的上升主要受到收入减少的影响，而管理费率的提高主要系人工成本以及以权益结算的股权支付费用增加所致。

图表10：公司 24H1 毛利率/净利率分别为 8.1%/-4.5%



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表11：公司 24H1 期间费用率为 14.1%，同比+4.0pp



资料来源：Bloomberg，华泰研究

全球油气行业景气度高涨，油气专用管出海前景广阔

全球油气资本开支持续向上，海上油气开发结构性高景气

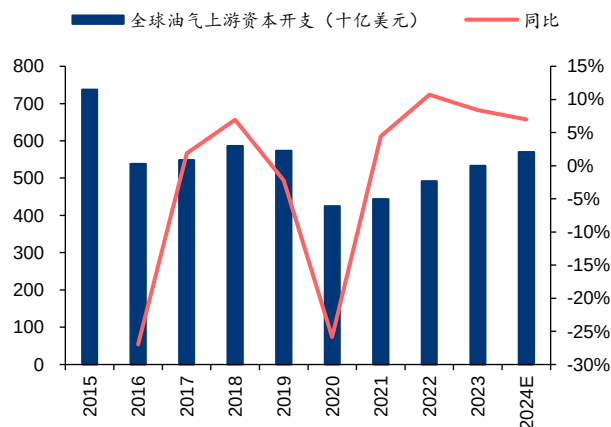
油价维持中高位震荡，全球油气行业资本开支有望持续恢复。2020年4月布伦特原油价格触底后开启强势反弹，甚至在2022年3月-7月持续在100美元/桶以上的超高位区间运行，但在2023-2024年价格有所回落，布伦特原油价格在70-80美元/桶的中高位区间持续震荡。受油价影响2020年以来全球油气上游资本开支开始复苏，据IEA数据，2023年全球油气上游资本开支为5330亿美元，同比+8%，预计2024年该值为5700亿美元，同比+7%。展望2025年，考虑到“欧佩克+”于2024年12月初宣布，将原定12月底到期的日均220万桶的自愿减产措施延长至2025年3月底，并将全面解除减产的时间推迟至2026年12月，预计供给端产能调控措施对于油价的支撑作用或将延续。路透社预测，2025年布伦特原油平均价格为76.61美元/桶，较2024年80.55美元/桶的均价小幅下滑，油价或将仍保持在70-80美元/桶的中高位区间，预计全球油气上游资本开支仍将逐步恢复。

图表12：2023年以来布伦特原油价格维持中高位震荡



资料来源：Wind，华泰研究

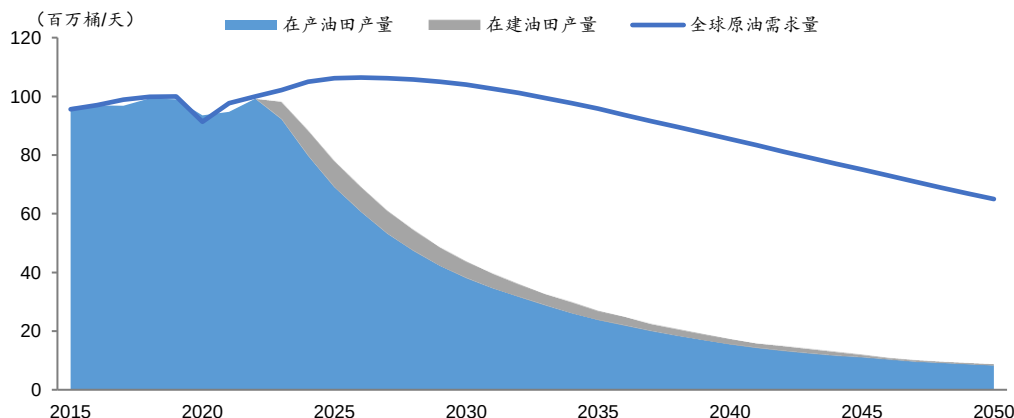
图表13：IEA 预计 2024 年油气上游资本开支为 5700 亿美元



资料来源：IEA，华泰研究

中长期视角下油气供需存在缺口，油气新产能投资具备必要性。中长期来看，尽管全球正朝向可再生能源转型，但国际油气公司认为在向清洁能源转型中仍然需要投资新的油气生产以保证安全的能源供应。Rystad Energy 预测全球液体石油需求将在 2026 年达到峰值，约为 1.05 亿桶/日，并维持到 2030 年，而存量油田产量在 2030 年会衰退至约 4800 万桶/日，意味着供给端将存在 5700 万桶/日的产能缺口。据 Rystad Energy 估计，直至 2030 年末，预计每年的油气上游投资将保持在 6000 亿美元以上。

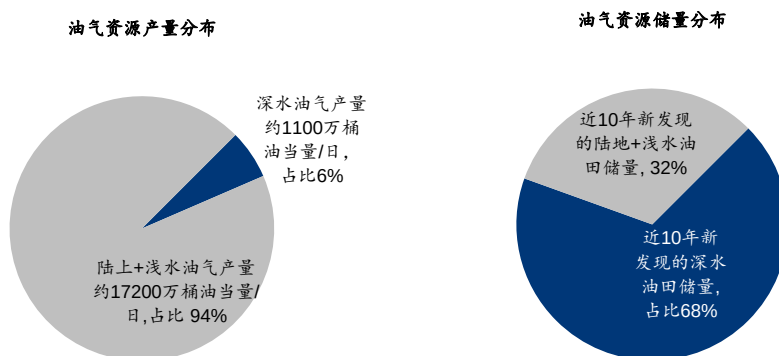
图表14：存量油田产量自然衰退，难以满足未来需求



注：我们认为后续油气行业会存在较为明显的产能缺口，但绝对量较难预测，我们在此引用 Rystad Energy 预测只为说明此趋势
资料来源：Rystad Energy，华泰研究

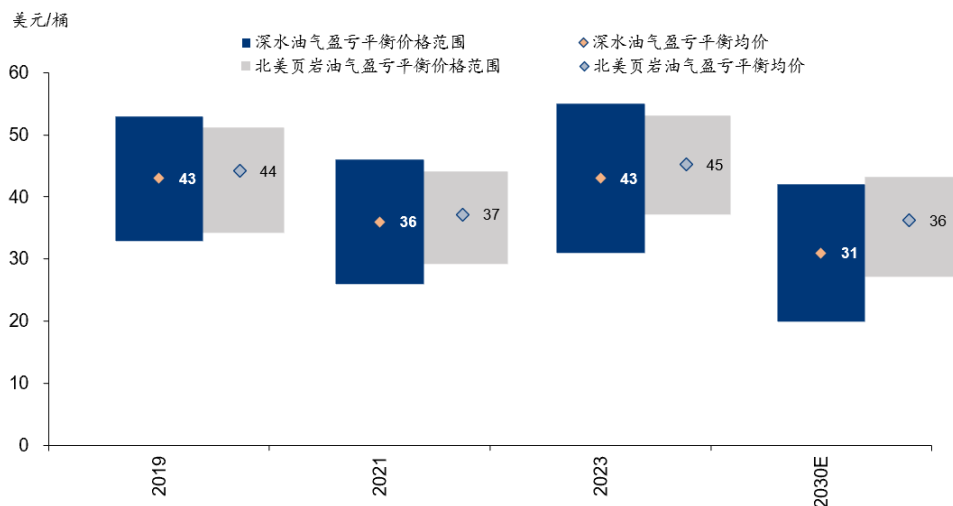
产储错配+深水油气经济效益优势驱动油气开发结构性向海上倾斜。1) 产储错配：从深水油气的产量和储量来看，根据《全球油气勘探开发形势及油公司动态（2022年）》，近十年发现的101个大型油田中，深水油气田数量占比67%，储量占比为68%。截至2022年底，全球深水油气产量占世界总油气产量的6%左右，深水油气的产量和储量形成错配，其丰富的储量资源具备较大的开发潜力。2) 经济性：据 Rystad Energy，2023 年深水油气和北美页岩油气的盈亏平衡价格分别为 43/45 美元每桶，随着深海油气开发技术的不断进步，预计 2030 年深水油气和北美页岩油气的成本将分别达到 31/36 美元每桶，深水油气开发的成本优势将进一步扩大。

图表15：产储错配引领油气开发走向深海



资料来源：《全球油气勘探开发形势及油公司动态（2022年）》，华泰研究

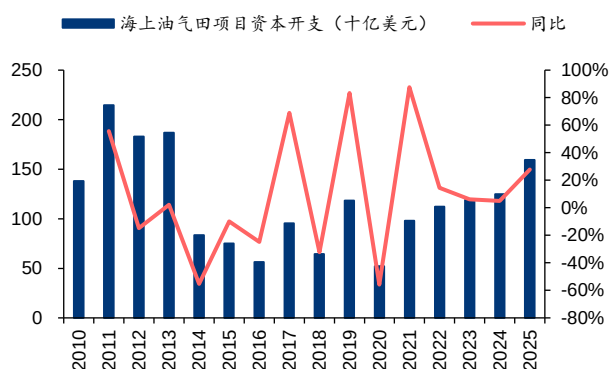
图表16：深水油气经济性正加速凸显



资料来源：Rystad Energy，华泰研究

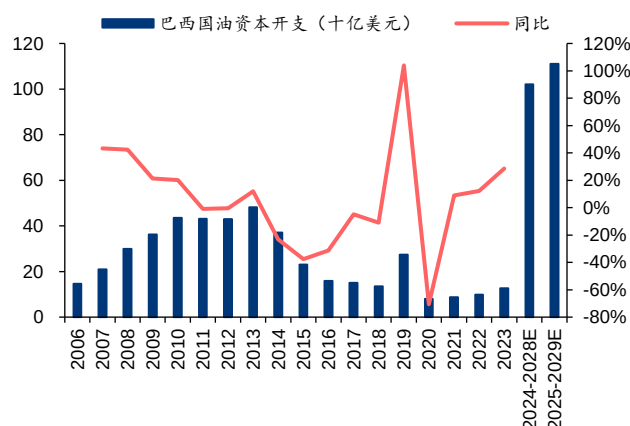
全球海上油气田投资有望加速，代表性油公司巴西国油上修资本开支。根据克拉克森数据，全球海上油气田项目资本开支 2025 年预计达到 1594 亿美元，同比+28%。作为深水油气开发的代表企业与领先者，巴西国油新五年计划资本开支上修，看好海上油气开发前景，公司公告披露 2025-2029 年计划资本开支为 1110 亿美元，较 2024-2028 年计划（1020 亿美元）同比提升 9%。

图表17：全球海上油气田项目资本开支 2025 年预计达到 1594 亿美元



资料来源：克拉克森，华泰研究

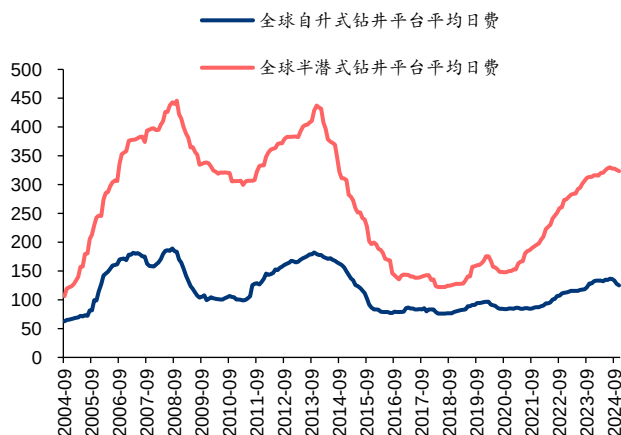
图表18：巴西国油最新五年计划资本开支上修



资料来源：巴西国油公司公告，华泰研究

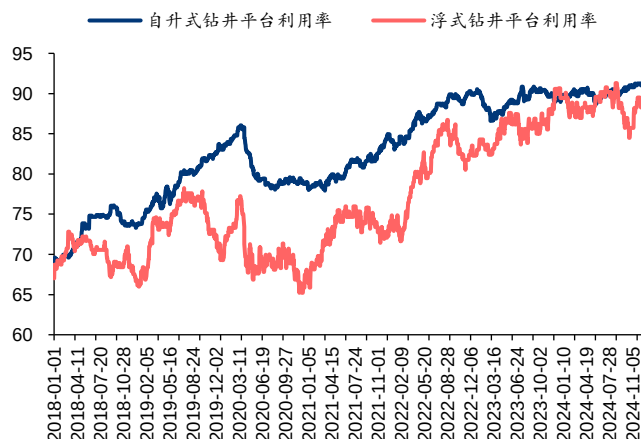
核心海上油气开发设备钻井平台日费率持续攀升，利用率短期波动后迅速恢复，反映行业高景气。钻井平台是海上油田开发阶段的核心设备之一，负责在海底钻井和完井。根据克拉克森数据，2024 年 10 月自升式钻井平台日费约为 32.6 万美元，较 21 年 1 月（15.3 万美元）上涨 113%；2024 年 10 月自升式钻井平台日费约为 12.5 万美元，较 21 年 1 月（8.5 万美元）上涨 47%。利用率角度，受个别事件干扰钻井平台利用率出现短期阶段性波动，但均迅速恢复。如 24 年 4 月沙特退租导致自升平台突发性利用率下降，但其他地区需求增长迅速抵消沙特退租的影响，4 月之后平台利用率整体稳中有升；24Q3 浮式平台新租约调配真空期突发性利用率下降，四季度已快速恢复。部分平台 Q3 合约到期，涉及续租下的重新部署调配，利用率出现暂时性下降，Q4 已明显恢复。钻井平台日费率的上升与利用率的高位运行反应了海上油气开发显著的上行趋势。

图表19：2021 年以来钻井平台日费率（千美元/天）大幅上行



资料来源：克拉克森，华泰研究

图表20：24 年钻井平台利用率（%）出现短期波动后迅速恢复

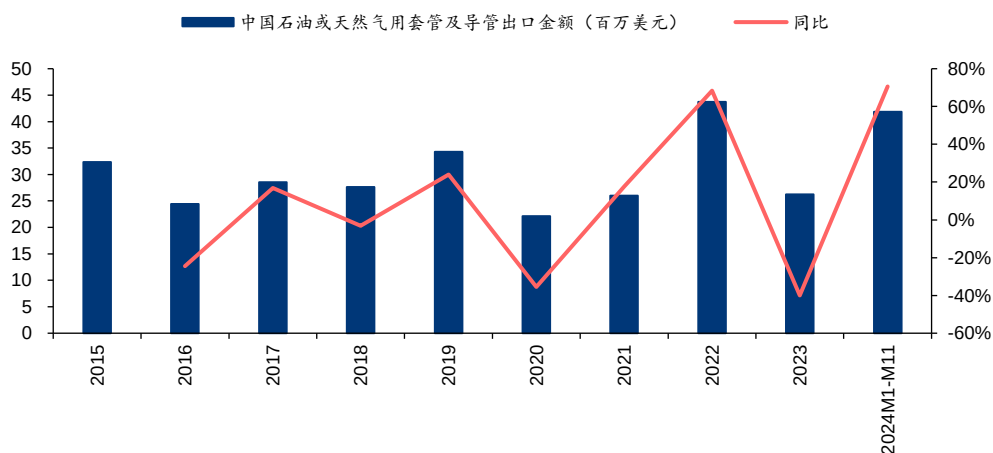


资料来源：克拉克森，华泰研究

海外市场需求高涨，带动中国石油天然气用管出口显著增长

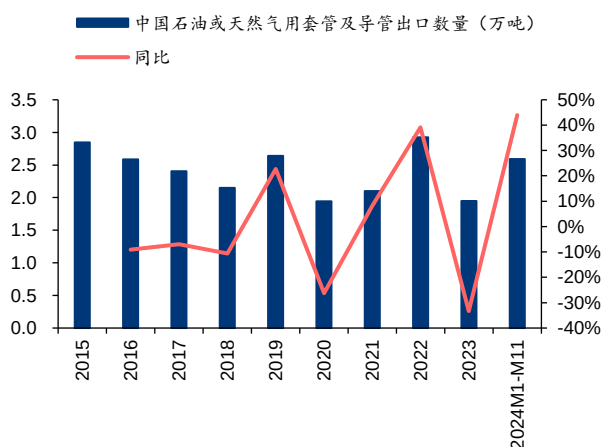
海外油气行业高景气带动石油天然气用管需求增加，中国石油天然气用管出口量价齐升。自 2020 年起油价回升，全球油气行业投资开始恢复，2021 年-2022 年中国石油或天然气用套管及导管出口金额保持增长，2023 年出口金额增速有所回落但 2024 年显著修复。2024M1-M11，中国石油天然气用套管及导管出口金额为 4188 万美元，同比+70.6%。从出口数量和出口均价来看，套管及导管的出口在海外行业高景气、产品高需求的背景下，呈现量价齐升趋势。2024M1-M11，中国石油天然气用套管及导管出口数量为 2.59 万吨，同比+44.0%，出口均价为 1.62 美元/千克，同比+18.5%。

图表21：2024M1-M11 中国石油天然气用套管及导管出口金额为 4188 万美元，同比+70.6%



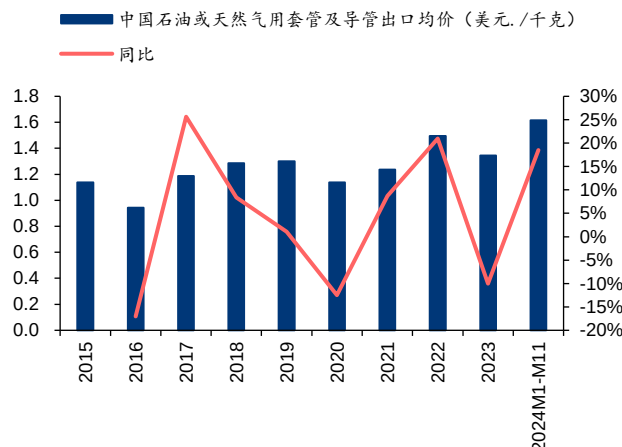
资料来源：海关总署，华泰研究

图表22：24M1-M11 石油天然气用套管及导管出口量同比+44.0%



资料来源：海关总署，华泰研究

图表23：24M1-M11 石油天然气用套管及导管出口均价同比+18.5%



资料来源：海关总署，华泰研究

公司出口业务有望把握海外复苏周期，海上产品拓展收入增长新空间

公司在国内石油专用管私营制造商中处于领先地位，有望率先受益于海外市场高景气。石油天然气用管行业由于复杂的技术要求和较强的客户粘性，市场份额较为集中，据灼识咨询数据，2018 年前两大国营企业石油专用管销售份额合计达到 44.7%，公司排名第三，份额为 9.6%。而如仅考虑私营企业，公司凭借较强的产品质量与优质的客户关系，在私营企业中排名第一。从出口业务来看，据灼识咨询，公司在统计的所有制造商中出口规模排名第七，份额为 5.0%，在私营制造商中排名为第三。公司作为在市场具备领先地位的石油专用管私营制造商，不断积极开拓海外市场，有望充分受益于海外油气投资的加速趋势。

图表24：2018 年公司销售额在石油专用管私营制造商中排名第一

公司	公司性质	排名	销售额 (百万元)	市场份额
公司 A	国有	1	3672.4	22.9%
公司 B	国有	2	3505.8	21.8%
达力普	私营	3	1546.9	9.6%
公司 F	私营	4	1510.8	9.4%
公司 E	国有	5	1490.4	9.3%
公司 D	私营	6	1477.4	9.2%
公司 C	国有	7	458.6	2.9%
公司 G	私营	8	437.3	2.7%

资料来源：灼识咨询，公司招股书，华泰研究

图表25：2018 年公司出口额在石油专用管私营制造商中排名第三

公司	公司性质	排名	出口额 (百万元)	市场份额
公司 A	国有	1	1376.4	26.1%
公司 F	私营	2	908.3	17.2%
公司 B	国有	3	631.0	12.0%
公司 E	国有	4	627.9	11.9%
公司 D	私营	5	413.6	7.8%
公司 C	国油	6	265.6	5.0%
达力普	私营	7	263.5	5.0%
公司 H	私营	8	208.6	4.0%

资料来源：灼识咨询，公司招股书，华泰研究

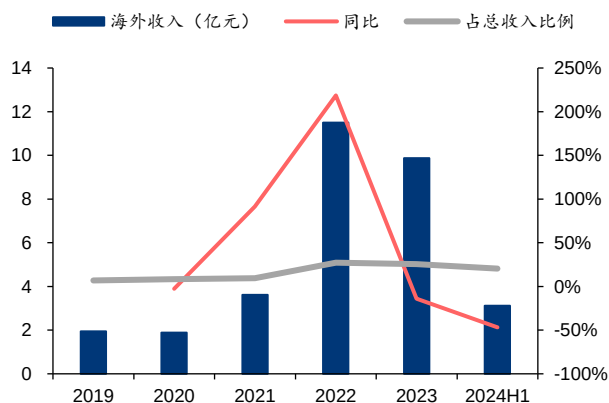
公司销售网络遍布全球，近年来海外收入取得显著突破。公司海外市场产品可销往全球 23 个国家，包括埃及、澳大利亚、泰国、哈萨克斯坦、加拿大、印度尼西亚、新西兰、沙特、乍得、巴基斯坦、土耳其、智利、哥伦比亚、印度等。2022 年开始，公司海外战略取得显著成效，尤其是在中东与北非等地区的销售与客户拓展获得突破。2022 年公司海外收入为 11.5 亿元，同比+218.6%。目前，公司海外收入占比稳定在 20% 以上。

图表26：公司海外销售网络覆盖六大洲



资料来源：公司官网，华泰研究

图表27：2022 年以来公司海外收入占比稳定在 20% 以上



资料来源：公司公告，华泰研究

海上油气开发持续加速，公司海上产品或将贡献新的增长空间。公司 2023 年正式开启了海上石油天然气用管产品的规模化元年，代表性事件为：据 2023 年 8 月公司公告，公司在中海油 2023-2024 年度海上油气田油套管框架协议招标项目中取得历史性重大突破，公司成功中标项目中的多个产品序列，包括油套管光管、非 API 及 API 螺纹钢管等，其中非 API 气密封油套管和 3Cr 高附加值高端产品为公司首次中标。这一中标突破意味着公司的海上相关产品实力获得认可，随着海上油气开发投资在产错错配与经济优势优势的推动下持续上行，公司把握行业景气周期，在海上油气开发市场有望收获新的增长动能。

图表28：公司在中海油 2023-2024 年度海上油气田油套管框架协议中中标多个产品序列

时间	产品类别	中标公司
2023-08-18	油套管光管	黑龙江建龙钢铁有限公司、 达力普石油专用管有限公司 、衡阳华菱钢管有限公司、天津钢管钢铁贸易有限公司、内蒙古包钢钢联股份有限公司
2023-08-03	N80Q 及以下钢级（非 API 螺纹）	江苏常宝钢管股份有限公司、上海宝钢商贸有限公司、衡阳华菱钢管有限公司、天津钢管钢铁贸易有限公司、泰纳瑞斯（青岛）钢管有限公司、瓦卢瑞克石油天然气特种设备（中国）有限公司、 达力普石油专用管有限公司 、汉廷能源科技（无锡）有限公司
2023-08-03	N80Q 及以下钢级（API 螺纹）	山东墨龙石油机械股份有限公司、江苏常宝钢管股份有限公司、上海宝钢商贸有限公司、 达力普石油专用管有限公司 、衡阳华菱钢管有限公司、天津钢管钢铁贸易有限公司、内蒙古包钢钢联股份有限公司
2023-08-03	N80Q 以上钢级	汉廷能源科技（无锡）有限公司、Tenaris Global Services S.A.、山东墨龙石油机械股份有限公司、江苏常宝钢管股份有限公司、上海宝钢商贸有限公司、 达力普石油专用管有限公司 、衡阳华菱钢管有限公司、天津钢管钢铁贸易有限公司、瓦卢瑞克石油天然气特种设备（中国）有限公司

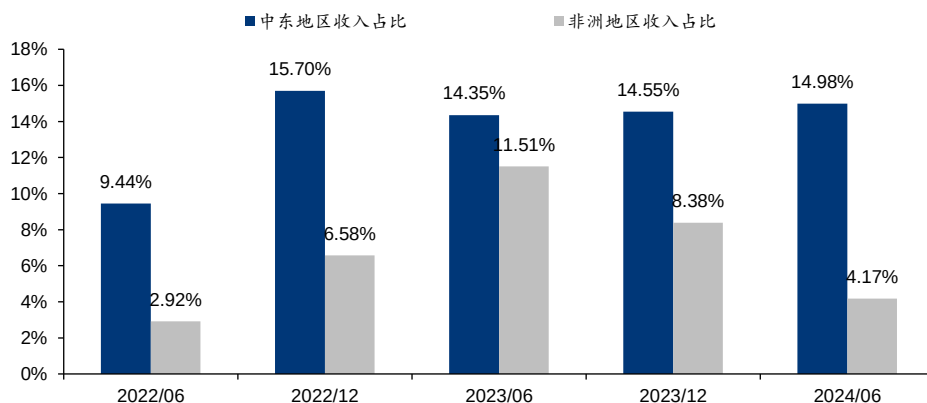
资料来源：天眼查，华泰研究

中东基地开工有望撬动 MENA 市场，公司国际业务大步迈进

公司将在中东建立生产基地，计划 2025 年 9 月开工

公司 24 年 3 月发布《中东战略发展规划》，拟在中东地区建立区域总部、研发中心、智慧工厂和数据控制中心等。达力普深耕中东市场多年，已建立稳定下游客户网络。公司自 2022 年成功进入科威特石油公司合格无缝油管供应商名单和巴林王国塔特维尔石油公司合格无缝套管供应商名单，凭借技术优势打开中东市场。近年来中东市场持续贡献公司海外业务第一大份额，24 年 H1 中东地区收入 2.31 亿元，占公司总营收 14.98%。公司 24 年 3 月发布《中东战略发展规划》，拟在中东地区建立区域总部、研发中心、智慧工厂和数据控制中心等，通过就近建厂完善市场布局。

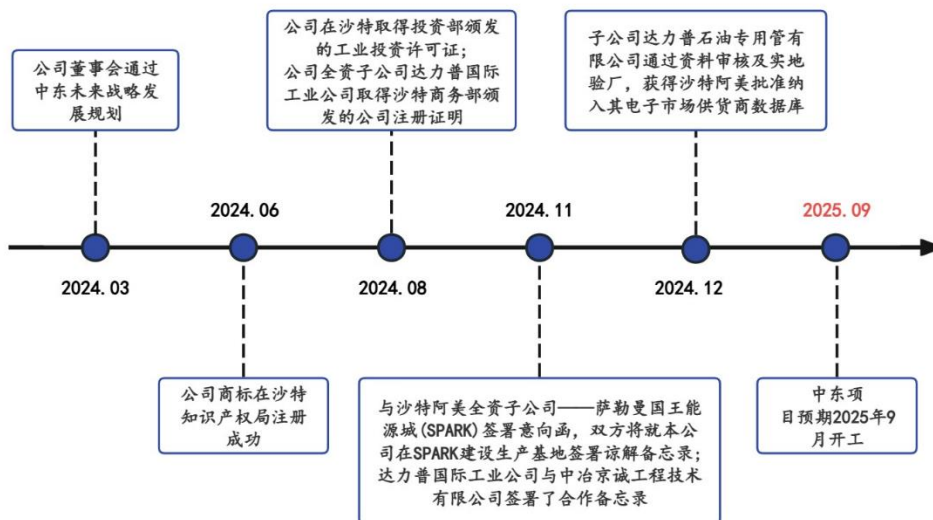
图表29：自 2022 年起中东和北非是公司海外收入贡献最大的地区，合计占 20%左右



资料来源：Wind，华泰研究

达力普中东基地总设计生产能力为 110 万吨/年，第一期将于 2025 年 9 月开工，至 2028 年 3 月完成并投入运营，产能 30 万吨/年。对比公司当前产能为 60 万吨/年，中东基地未来将贡献当前近二倍增量。中东基地项目按期推进，子公司 2024 年 12 月通过资料审核及实地验厂，获得沙特阿美批准纳入其电子市场供货商数据库。受益于国内外政策支撑与中东区位优势，中东基地项目有望进一步撬动中东及北非市场。

图表30：达力普中东项目进展



资料来源：Aramco ExPats，华泰研究

公司中东项目双轮驱动，布局油气领域和新能源领域。公司中东项目位于沙特达曼萨勒曼国王能源城（SPARK），主要产品包括 OCTG 及氢气输送管等。在油气领域，OCTG 产品作为公司的核心优势产品线，通过自研技术构建强技术壁垒，已通过美国石油学会 API SPEC 5CT 和 TS 等国际权威认证，性能指标位居行业前列。受益于中东地区油气开采持续景气，公司 OCTG 产品线有望继续保持稳健增长。在新能源领域，公司前瞻性布局氢能源管材领域，自主研发的氢气输送管在抗氢脆性、密封性等核心指标上实现突破，陆续取得国内知名企业合格供货商资格。随着中东地区积极推进能源结构转型，氢能工业战略快速推进，公司在中东的氢气输送管市场需求可见度高。

图表31：公司自研技术持续突破赋能海外市场竞争力

时间	成果
2024 年 12 月	通过英国标准协会 ISO 37301:2021 合规管理体系认证。
2022 年 7 月	139.7*12.7 毫米 DLP140V DLP-T4 高强韧特殊扣套管顺利入井，深度达 7014.41 米。
2021 年 8 月	获 API Q1 质量管理体系认证证书和 API 5DP 产品认证证书，标志公司 API 产品已经全部通过 API 产品标准认证以及 API Q1 的体系认证。
2020 年 4 月	公司抗硫无缝管线管关键技术开发与应用获河北省技术发明奖。
2020 年 2 月	DLP-T4 无缝套管产品成为国内首个通过美国应力工程服务公司套管 IV 级试验的特殊扣产品。

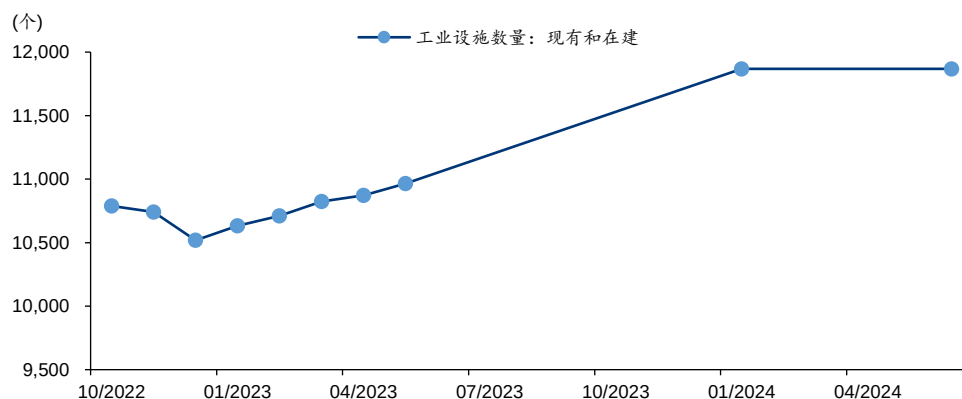
资料来源：公司官网，华泰研究

沙特“Vision 2030”叠加“一带一路”倡议，助力项目加速落地

2001 年起沙特一直是我国在中东地区第一大贸易伙伴，也是我国一带一路倡议的重要伙伴，随着双方战略深入推进，公司将持续受益于政策红利。2022 年 12 月中沙签署《中华人民共和国和沙特阿拉伯王国全面战略伙伴关系协议》和《共建“一带一路”倡议与“2030 愿景”对接实施方案》，通过税收减免和金融便利政策完善投资环境，推动两国基础设施、产能、能源、贸易和投资等领域建设合作。2023 年度中国对沙特新业务的投资额达到 168 亿美元，占比高达 58%。根据 fDi Markets 数据，中国已成为沙特最大的绿地投资来源，2021 到 2024 年 10 月投资额达 216 亿美元。随着一带一路倡议与中东“2030 愿景”战略持续推进，公司项目有望充分受益于相关政策支持。

公司业务布局高度符合沙特“Vision 2030”内涵。根据沙特 2030 愿景，到 2030 年将引进 300 亿美元外商直接投资，推动能源、工业等产业升级发展。沙特自 2016 年 4 月提出“2030 愿景”（Vision 2030），是沙特建国以来最全面的经济转型方案。愿景共分为社会、经济、国家建设三大主题，其中经济方面提到：到 2030 年将油气行业本地化水平从 37% 提升至 75%；将公共投资基金的资产总额从 1600 亿美元提升至 18667 亿美元；将外国直接投资 GDP 占比从 3.8% 提高至 5.7%。根据沙特 2030 愿景，到 2030 年将引进 300 亿美元外商直接投资，推动能源、工业等产业升级发展。截至 2023 年，沙特油气行业本地化水平 59%，进度为 63%，未来沙特通过工业投资计划将进一步推动国内供应链的持续发展。

图表32：沙特工业设施数量 24 年 6 月同比增长约 8.23%



资料来源：CEIC，华泰研究

公司位于沙特达曼萨勒曼国王能源城（SPARK），区位优势明显。SPARK 位于沙特阿拉伯东部省，地处达曼和阿尔哈萨之间，靠近主要油气资源且交通运输便利。园区聚焦原油加工、石油化工、电力、水处理五大战略领域，旨在成为全球能源相关产业的中心，毗邻世界最大的陆上油田——加瓦尔油田。园区紧邻多条交通要道和法赫德国王国际机场，位居区域交通枢纽。公司建厂后有望利用区位优势服务沙特国内市场，并辐射海湾地区。

公司在沙特建立区域总部符合沙特 RHQ 计划，有望受益税收减免政策。基于 2030 愿景，沙特提出 RHQ 计划吸引跨国公司在沙特设立中东和北非（MENA）地区的区域总部，其中有：自 2024 年 1 月 1 日起，沙特政府为在沙特设立区域总部的跨国公司提供 30 年的企业所得税和与 RHQ 相关的预提税减免（0%）；为参与公司提供 10 年“沙特化”（Saudization）雇佣政策豁免，允许企业申请外国专业人才的无限期工作签证。

图表33： 沙特 RHQ 计划包括限制业务往来和税收减免优惠

时间	相关举措
2021 年 2 月	沙特政府首次宣布限制与未在沙特设立区域总部（RHQ）的外国公司的业务往来。
2022 年 2 月	沙特阿拉伯投资部（MISA）在 Invest Saudi 门户网站上发布新指南，为考虑设立 RHQ 的公司提供激励。
2022 年 12 月	沙特财政部引入控制措施，自 2024 年 1 月 1 日起限制政府机构与未设立 RHQ 的跨国公司的商业安排。
2023 年 3 月	沙特投资部长 H.E. Khalid Al-Falih 发表声明，澄清 RHQ 税收结构正在制定中，且 RHQ 收入将获税收减免。
2024 年 1 月	沙特政府为在沙特设立区域总部的跨国公司提供 30 年的企业所得税和与 RHQ 相关的预提税减免（0%）生效。

资料来源：沙特政府官网，华泰研究

中东北非 OCTG 与氢气运输管市场空间可期

油气专用管下游客户资本开支可预见，客户基础坚实

公司 MENA 市场主要客户资本开支意愿强，中东基地建成后订单可见度较高。公司目前在中东和北非市场的主要客户有：科威特石油公司、巴林王国塔特维尔石油公司和阿尔及利亚国家石油公司。公司 2022 年成功进入科威特石油公司合格无缝油管供应商名单和巴林王国塔特维尔石油公司合格无缝套管供应商名单，2023 年 11 月成功入围 SONATRACH 供应商名单。根据石油公司消息，科威特石油公司到 2027-2028 财年将在石油项目上投资约 425 亿美元，以在 2035 年石油日生产能力达到 400 万桶；Sonatrach 将在 2024 年至 2028 年投资 500 亿美元用于石油勘探和开发，其中 360 亿美元用于勘探和生产，以将石油和天然气产量提高 50%。

图表34： 下游石油公司未来资本开支意愿较强

	石油公司	资本开支计划
公司现有客户	Kuwait Oil Company	五年内投入约 100 亿第纳尔(约 330 亿美元)，以在 2025 年将石油产能提升至每天 320 万桶，并在 2035 年进一步提高至每天 400 万桶。
	SONATRACH	在 2024 年至 2028 年投资 500 亿美元用于石油勘探和开发，其中 360 亿美元用于勘探和生产，将石油和天然气产量提高 50%。
公司潜在客户	Saudi Aramco	预计 24-26 年投入 58 个石油、天然气和石化项目、22 个管道和分销开发项目以及 19 个民用和海洋基础设施项目。
未来待开发客户	ADNOC	2023-2027 年投资 1500 亿美元，到 2027 年石油产能提升至每日 500 万桶。
	Qatar Energy	北部油田开发项目持续推进，将增加液化天然气产量从目前的 77 公吨/年到 142 公吨/年。

资料来源：公司官网，MEED，华泰研究

氢气输送管业务布局未来，市场潜力大

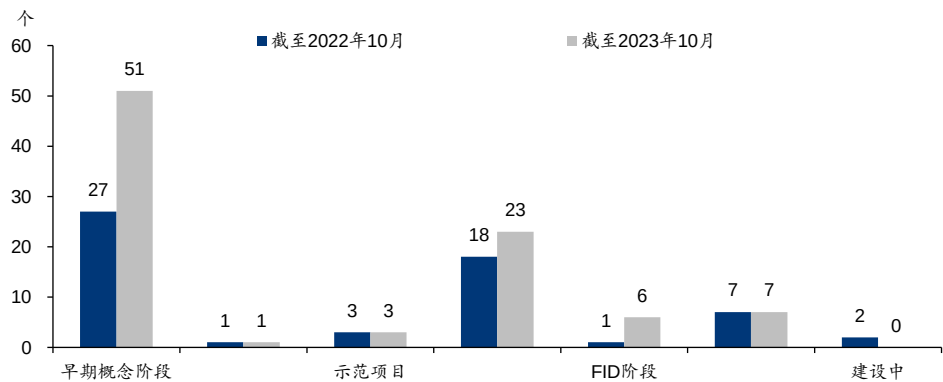
中东地区能源结构性转型叠加资源禀赋优势推动氢能产业发展。中东作为全球传统能源供给的核心区域，长期以来对传统能源的依赖较重。目前中东地区正面临结构性转型压力：一方面快速城镇化进程和人口增长带来能源需求攀升，另一方面全球减排大趋势要求向清洁能源转型。沙特阿拉伯、阿联酋和埃及等国家正积极调整能源战略布局，推进能源结构多元化。受益于中东地区得天独厚的资源禀赋：充足的太阳能、稳定的风能以及大面积的未开发土地资源，发展绿氢产业成为中东能源转型的重要方向。

图表35：中东国家近年来纷纷出台绿氢产业相关政策

国家	氢能产业相关政策	政策内容
沙特阿拉伯	国家氢能战略（2020）	目标成为全球清洁氢能的主要供应国。计划到 2030 年实现清洁氢气产量 290 万吨/年，到 2035 年达到 400 万吨/年。
	绿色沙特倡议	目标到 2030 年每年减少 2.78 亿吨碳排放，并在 2060 年前实现温室气体净零排放。
阿联酋	国家氢能领导力路线图	目标 2030 年实现氢能占全球市场 25% 份额。
	国家氢能战略	目标 2031 年低碳氢生产能力超过 140 万吨；2040 年超过 750 万吨；2050 年超过 1500 万吨。
埃及	国家绿色氢能战略	目标在 2040 年之前占据全球氢能市场 5% 至 8% 的份额，成为区域内最重要的氢能提供者之一，并为减少二氧化碳排放每年 4000 万吨。
	绿色氢能补贴法案	为绿氢及衍生品项目提供一定的激励措施，不仅包括绿色氢及衍生品项目，还延伸至上游和中游设施；议会审批决定为绿色氢项目开发商提供高 55% 的税收抵免和广泛的非税激励措施。

资料来源：hydrogeninsight，国际氢能网，政府官网，华泰研究

图表36：截至 2023 年 10 月，中东和北非（MENA）地区共开展了 91 个低碳氢项目



资料来源：IEA & Leader Associates，华泰研究

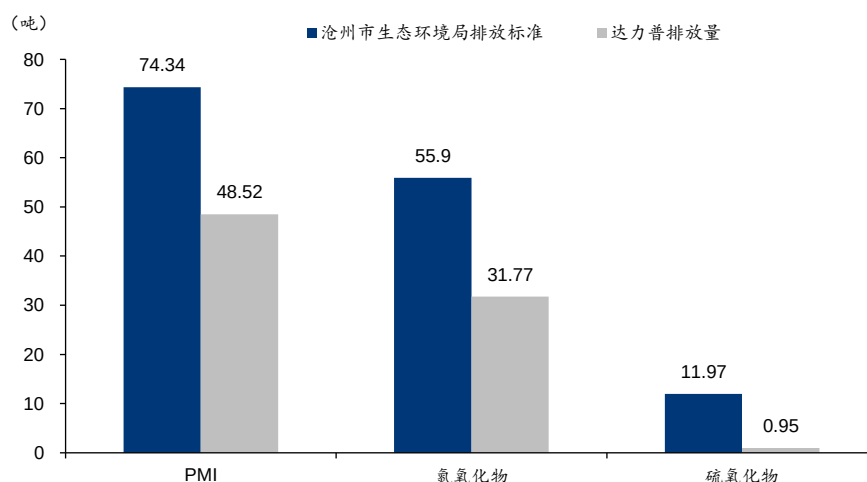
公司氢气输送管业务布局深厚，瞄准海外氢能产业发展机遇，增长潜力显著。公司提早布局新能源业务，2022 年以来新能源用管及特殊无缝钢管在总收入中占比可观，保持在 30% 以上。公司还参与了《氢气储输管道用钢管》标准的编制，以及行业各类标准的修订与审查。从中东地区各国绿氢计划政策目标看，2030 年中东地区氢能产业市场规模有望实现跨越式增长。产业链层面，氢气输送管道作为关键基础设施，其市场空间将受益于区域氢能产业的快速扩张。公司新能源用管多年布局建立一定技术壁垒，板块业务增长潜力显著。

公司智能化绿色化生产赋能海外产能爆发力，技术满足沙特阿美高要求

公司国内工厂已实现全面智能化生产，数字化管理，技术运用于中东基地大幅提升项目竞争力。国内基地建成有新能源用管及特殊无缝钢管智能生产线、智能周转库、接箍智能生产线和石油天然气用管智能生产线。其中运用 MES 系统，从原材切断、外拔内镗、螺纹加工、智能探伤、磷化、成品发货全流程的数据信息管理。在物流管理上运用工业互联网技术，依托人工智能、大数据、云计算等，对物流设备运行状态进行实时监控。

公司绿色化生产卓有成效，满足沙特环保要求。达力普的废气排放主要来源于工业炉窑和设备生产过程中产生的可吸入颗粒物、硫氧化物和氮氧化物。2023 年达力普可吸入颗粒物、硫氧化物和氮氧化物排放量均低于沧州市生态环境局允许的排放水平，并已达到河北省超低排放标准。公司通过全废钢电弧炉冶炼工艺、环形炉余热回收利用技术以及多项智能节能改造项目，有效降低产品排放并提升效率。公司子公司 2024 年 12 月获得沙特阿美批准纳入其电子市场供货商数据库，显示公司在质量、环境和职业健康安全管理体系等方面已符合沙特阿美的严格要求。

图表37：2023 年达力普可吸入颗粒物、硫氧化物和氮氧化物排放量均低于沧州市生态环境局允许的排放水平



资料来源：达力普 2023 ESG 报告，华泰研究

公司项目总承包商为中冶京诚，作为国内冶金领域最早工程承包的企业之一，将保障项目顺利交付。2024 年 11 月达力普子公司与中冶京诚工程技术有限公司签署了合作备忘录，将委托中冶京诚承担在沙特达曼萨勒曼国王能源城将要投资建设的研发中心、智慧中心、制造中心和能动力中心等的工厂总图设计、生产工艺三维设计和工程建设及工程管理工作。中冶京诚是国内最早从事冶金工程设计和工程承包的企业，已有 70 余年行业建造经验。近年来沙特阿美与中国企业在施工和工程项目方面展开了广泛合作，体现中国企业在沙特阿美严格标准体系下认可度高。公司中东项目协同中冶京城，有力保障项目顺利交付。

盈利预测与估值

关键假设及盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司营收达到 34.52、41.10、56.71 亿元，同比-10.3%、19.0%、38.0%；毛利率分别为 10.2%、13.9%、15.9%，不同板块业务的营收、毛利率预测逻辑如下：

1、石油天然气用管：石油天然气用管是公司核心业务，受益于全球油气行业景气度高涨，油气上游资本开支持续开启向上周期，公司油气专用管展现显著增长潜力。根据 Rystad Energy 预测，至 2030 年末每年的油气上游投资将保持在 6000 亿美元以上，全球海上油气田项目资本开支 2025 年预计达到 1594 亿美元，同比+28%。此外，公司国内生产基地正在扩产中，并预计在 2025 年上半年投产，投产后产能将达到 120-140 万吨/年，对比公司当前产能 60 万吨/年，25 年公司产能翻倍，可承接更多需求。受全球经济增速放缓、国际地缘冲突等多重因素的影响，公司 24 年以来石油天然气用管订单增速有所波动（24 年 H1 石油天然气用管业务收入 10.04 亿元，同比-24.90%；板块毛利率 10.57%，同比-5.19pp），我们预计 24 年石油天然气用管业务收入相对减少。但随着下游油气公司资本开支稳健增长叠加公司产能扩张生产能力提高，我们预计 25-26 年公司石油天然气用管业务或将重回增长轨道。预计公司 24-26 年石油天然气用管收入为 22.68/27.22/38.10 亿元，同比增速为 -7.80%/20.00%/40.00%。毛利率方面，我们预计 24 年受收入波动影响略有下降。考虑到未来公司产能扩张规模效应逐渐显现，25-26 年毛利率有望逐步提高。基于该板块 22/23 年毛利率为 16.78%/16.25%，我们预计 24-26 年石油天然气用管板块毛利率为 12.00%/16.00%/18.00%。

2、新能源钢管及特殊无缝钢管：公司新能源钢管及特殊无缝钢管产品主要指平端管和管线管，平端管实质为石油专用管的半成品，管线管则用于在油田输送油气。受益于下游油气公司资本开支上行，项目落地有望加速，公司该板块业务增长潜力较大。此外，我国正加快氢气管道建设，已公布规划的氢气管道建设项目有 10 个，规划总长度将超 1500km。根据中国产业发展促进会氢能分会预测，2025 年前后我国将实现 2~3 个氢气管道示范项目平稳运行。公司新能源管道业务提早布局，还参与了《氢气储输管道用钢管》标准的编制，以及行业各类标准的修订与审查。随着绿氢产业加速推进，公司新能源钢管业务有望释放新的需求。受国际贸易摩擦、油价回调等多重因素的影响，公司 24 年以来新能源钢管及特殊无缝钢管板块业务相对减少（24 年 H1 新能源用管及特殊无缝钢管业务收入 5.45 亿元，同比-21.21%；板块毛利率 3.35%，同比-6.90pp），我们预计 24 年新能源钢管及特殊无缝钢管收入有所波动。但随着油气行业资本开支上行释放订单需求，叠加公司产能扩张提升接单能力，我们预计 25-26 年公司新能源钢管及特殊无缝钢管业务有望维持较快增长速度。预计公司 24-26 年新能源钢管及特殊无缝钢管收入为 11.32/13.36/18.03 亿元，同比增速为 -15.00%/18.00%/35.00%。毛利率方面，公司毛利率 24 年受行业波动影响稍有承压，但随着板块收入增长规模效应显现，且钢价目前预期回升的节奏与幅度较为平缓，我们预计 25-26 年公司毛利率有望恢复增长。基于该板块 22/23 年毛利率为 10.83%/9.52%，我们预计 24-26 年新能源钢管及特殊无缝钢管板块毛利率为 7.00%/10.00%/12.00%。

3、管坯：公司管坯产品主要以废金属制成，进一步加工可以得到中间品无缝钢管，是作为石油天然气用管和新能源钢管及特殊无缝钢管的中间品和原材料。公司管坯产品主要销售向同业公司。受地缘冲突、能源博弈等因素影响，24 年来行业需求偏弱，同业客户生产计划放缓，24 年来公司该板块业务收入波动。但随着油气行业资本上行带动下需求，石油天然气用管与新能源钢管及特殊无缝钢管生产恢复增长，预计 26 年该板块将重回增长轨道。预计公司 24-26 年管坯收入为 0.52/0.52/0.58 亿元，同比增速为 -10.00%/0.00%/10.00%。毛利率方面，我们预计 24 年受收入波动影响稍有承压，但随着板块收入增长规模效应显现，25-26 年毛利率有望恢复增长。基于该板块 22/23 年毛利率为 1.33%/2.60%，我们预计 24-26 年该板块毛利率为 3.00%/3.00%/3.00%。

费用率方面，我们预计公司 2024 年销售费用率有所上升，主要系收入波动影响，但随着公司整体收入增加带来规模效应，25 年开始将有下降，基于公司 22/23/24H1 销售费用率为 4.42%/4.08%/5.14%，我们预测 2024-2026 年公司销售费用率分别为 5.50%/3.30%/2.90%；公司管理费用中包含研发费用，历年来研发费用率相对稳定，考虑到工厂扩产人员需求增加，我们预计 24 年管理费用率略有上升，之后随着管理体系趋于稳定，收入增长带来规模效应将逐年递减，基于公司 22/23/24H1 管理费用率为 4.06%/4.54%/7.04%，我们预计 2024-2026 年分别为 6.00%/4.50%/4.00%；基于公司 22/23/24H1 研发费用率为 1.00%/0.90%/1.07%，我们预计 2024-2026 年公司研发费用率分别为 1.00%/1.00%/1.00%。海内外新建工厂融资需求较大，财务费用或将有所上升，我们预计 2024-2026 年公司财务费用率分别 2.73%/2.87%/2.50%。

估值及投资建议

首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计公司 24-26 年净利润为 -0.82/1.56/3.67 亿元，EPS 分别为 -0.05/0.10/0.24 元。我们选取蜀道装备/通源石油/海锅股份三个在石油/天然气勘探与开发领域和氢能领域提供相关服务与装备的公司作为可比公司，可比公司 A 股 26 年 iFind 一致预期 PE 均值为 39.50 倍。在计算可比公司 PE 估值均值 A/H 溢价率方面，我们选取 AH 两地上市，港股月成交额/总市值与达力普控股相近的三家公司福耀玻璃/洛阳钼业/海螺水泥近一年的 A/H 平均溢价率作为可比公司 PE 估值均值的 A/H 溢价率，计算结果为 32.2%，之后计算得可比公司考虑 A/H 溢价后港股 25/26 年 PE 估值均值为 37.49/30.52 倍。由于公司 2025 年国内完成扩产后的增效不能立即反映在业绩中，因此我们选择 2026 年估值与 EPS 计算目标价格。考虑到公司为国内领先的专业化石油专用管制造企业，预计 25 年公司国内产能翻倍可能承接更多需求；并且公司以中东生产基地项目为支点撬动 MENA 市场，沙特厂区有望 2028 年 3 月完成并投入运营，产能 30 万吨/年，可能为公司打开一个需求体量较大的新兴市场。我们认为相较于可比公司，达力普积极完成全球化布局，有望受益于全球油气资本开支持续向上和新兴市场需求的快速增长，因此我们给予公司 26 年 H 股 40 倍 PE，对应目标价 10.3 港币，给予“增持”评级。

图表38：可比公司估值表（截至 2025 年 1 月 17 日）

公司代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300540 CH	蜀道装备	25.70	0.02	0.28	0.51	0.63	-161.82	93.26	50.47	41.25
300164 CH	通源石油	4.50	0.07	0.08	0.09	0.11	126.51	55.77	48.96	39.58
301063 CH	海锅股份	15.77	0.44	0.29	0.34	0.42	25.96	55.36	46.13	37.66
可比公司均值							-3.12	68.13	48.52	39.50
考虑 A/H 溢价后估值均值							-2.42	52.59	37.49	30.52

资料来源：iFind 一致预期，华泰研究

风险提示

油价波动：油价的波动可能会影响油气行业上游资本支出，从而波及公司石油专用管产品的需求情况，对产品销量、价格与公司收入产生影响。

原材料成本上升：公司主要原材料是废金属，废金属价格受政府政策、市场供需等多个因素影响。若废金属市场价格上升，可能会导致公司产品成本增加，进而影响公司的盈利能力。

扩产进度不及预期：处于规划及建设阶段的产能建设项目，存在由于业务策略调整、技术难题等多方面因素而出现进度延迟的可能性。若进度不及预期，对公司业绩产生贡献的时间节点可能延后。

免责声明

分析师声明

本人，倪正洋，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并未就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师倪正洋本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司