

买入评级（维持） | 目标价：HK\$0.75

海隆控股 (1623.HK) – 更新报告

2025 年 07 月 08 日

完成全部复牌指引，治理重塑完成，估值修复值得期待

|         |          |
|---------|----------|
| 恒生指数    | 23887.83 |
| 恒生中小型指数 | 2743.52  |
| 恒生科技指数  | 5229.56  |

关键市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(港元)       | 0.113      |
| 52 周最高/最低(港元) | 0.115/0.09 |
| 市值(亿港元)       | 1.92       |

分析师  
Head of TMT Research  
Chan Kwok Keung  
SFC No: BUL892  
winson.chan@usmarthk.com

事件回顾

海隆控股于 2024 年 4 月 2 日起暂停买卖，原因是在 2023 年审计过程中，前任核数师罗兵咸永道识别出与俄罗斯附属公司相关的若干关键未决审计事项，主要涉及 2022 年 10 月至 2023 年 12 月期间与 MTC 公司之间的交易结构。该交易包括大额采购与回购安排，反映出公司在内部控制、交易披露及管理层审批等方面存在程序缺口。

为应对监管关注，公司成立独立调查委员会，聘请安永开展法证调查，并同步完成内部控制审查、管理层重整以及历史财务报表补发。截至 2025 年 7 月 7 日，公司已达成港交所全部六项复牌条件，相关问题被界定为**程序性瑕疵而非系统性欺诈**，且不影响已发布财务报表的整体可依赖性。公司股份已于 7 月 8 日上午恢复交易。

核心修复进展：治理结构重塑，监管合规出清

- 1) 公司按港交所要求，完成所有**六项复牌指引**，包括独立调查、补发财报、内控审查、管理层调整、改善合规架构等。2024 年审计报告虽为“不发表意见”，但明确指出为基于持续经营假设而非历史财务可依性，公司财报本身未需追溯重编，重大风险已充分揭示并解决。
- 2) 调查期间，公司对相关责任人进行了降职、记过或解除雇佣，并新增内部审计、法务合规部门职能与通报机制，建立起涵盖重大合同、供应商准入、印章管理等模块的**全球管控制度**。内部监控顾问于 2025 年 5 月 29 日出具终审报告，确认“未发现重大控制缺陷”，港交所据此认定公司复牌条件达成。
- 3) 我们认为，事件本质为海外子公司控制链条与资金操作流程的疏漏，虽引发监管高度关注，但不构成系统性舞弊，相关风险已通过治理结构强化与流程透明化基本出清，整体影响可控。

经营表现：基本面保持稳健，核心业务延续增长

尽管停牌期间公司面临审计与合规整改压力，**2024 年核心经营数据依然展现出显著韧性**。全年实现收入人民币 46.68 亿元，同比增长 9.8%，主要得益于油田服务与海洋工程业务的双轮驱动。油套管贸易订单回暖叠加钻机使用率上升，带动国际钻杆销量达 63,851 吨，中国市场销售 8,115 吨，维持行业领先地位。同时，海洋工程板块受益于新开工项目释放，施工与设备收入同步增长。

毛利总额为人民币 11.22 亿元，毛利率维持在 24.0% 的稳定水平，反映出公司在**产品结构**与**订单议价能力**方面的持续优化。经营利润达到人民币 3.72 亿元，体现出良好的运营杠杆效果。尽管受到汇率波动与融资成本上升影响，全年净利润为人民币 3,007 万元，但公司经营现金流稳定，应收与库存管理持续改善，财务健康度维持可控区间。

公司亦在年度内加强了**海外项目履约能力与营运效率**，为后续中东与东南亚市场订单执行及再融资安排打下基础。与应收账款控制，提升项目执行效率，为海外履约及融资安排创造稳定基础。

#### □ 估值具备修复弹性，维持目标价 HK\$0.75

海隆当前估值处于历史低位，停牌前股价报 HK\$0.113。随着公司复牌，公司治理机制基本重建、核心财务风险充分揭示并消化，市场对其信用重估与估值修复的空间逐步打开。

**我们认为公司核心问题已得到系统性解决，复牌后有望迎来情绪修复与基本面再定价。维持“推荐”评级与目标价 HK\$0.75。**估值支撑因素包括：一是风险释放后的安全边际；二是中东、东南亚及中亚地区项目具备高交付确定性，支撑收入连续性；三是治理调整有助于外部客户及金融机构信心修复；四是复牌初期或将吸引价值型与交易型资金关注，提升流动性与估值锚点。

整体而言，我们认为海隆已进入“估值重建+信用恢复”的早期阶段，具备从停牌事件中修复并重获市场定价权的基础。

#### □ 风险因素

海外业务监管或结算风险仍需持续跟踪；

再融资安排尚未披露，票据压力仍在；

投资者对“不发表意见”仍有情绪扰动空间；

宏观风险：油价波动及全球地缘政治变化可能影响行业需求和项目执行。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期所在市场基准（恒生指数）的表现为标准：

- 推荐：公司股价涨幅超越基准指数大于等于 20%
- 持有：公司股价涨幅超越基准指数介于 5%-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相较基准指数介于±5%之间
- 审慎：不对公司未来 12 个月内股价表现做判断

### 公司长期评级

- A：公司长期成长性高于行业可比平均水平
- B：公司长期成长性与行业可比平均水平相当
- C：公司长期成长性低于行业可比平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数跑赢基准指数 10%以上
- 中性：行业基本面稳定，行业指数较随基准指数±5%之间
- 审慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数-10%以上

## 免责声明

### 重要声明

本报告由盈立证券有限公司(以下简称“本公司”)编制。本公司为香港证监会许可的持牌券商(中央编号:BJA907),香港交易所参与者,持有第 1/4/6/9 类受归管活动牌照,严格遵循《证券及期货条例》,为客户就证券提供意见。本报告基于合法、可靠的已公开资料取得信息,但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析及投资意见基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

本报告所载资料、工具、意见及推测仅对客户提供参考,并非作为所述证券买卖的出价。任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的相关研究报告。

除法律或规则规定必须承担的责任外,本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权属于本公司。未经本公司事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用本报告任何内容,否则由此造成的一切后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

### 分析师声明

负责本研究报告的每一位证券分析师均持有香港证监会授予的第四类牌照,即就证券提供意见。在此申明,分析师本人秉持勤勉的职业态度,对本报告的撰写从始至终保持客观、独立。本报告清晰、准确地反映了证券分析师本人的研究观点。分析师本人过去不曾有、现在没有,未来也不会有与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关的任何形式的报酬补偿。