

深海油气设备专精特新小巨人

华泰研究

2023年1月09日 | 中国内地

首次覆盖

专用设备

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

54.80

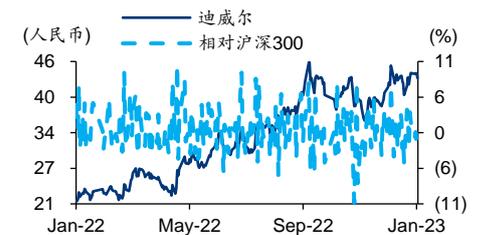
研究员
SAC No. S0570522100004 nizhengyang@htsc.com
+ (86) 21 2897 2228

研究员
SAC No. S0570522120002 shaoyuhao@htsc.com
+ (86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	54.80
收盘价(人民币 截至1月6日)	43.09
市值(人民币百万)	8,388
6个月平均日成交额(人民币百万)	46.82
52周价格范围(人民币)	21.48-45.85
BVPS(人民币)	8.18

股价走势图



资料来源: Wind

深海油气成重要增量, 高壁垒核心部件供应商迎增长机遇期

根据 OPEC 相关研究, 未来油气重要增量来自于拉美深海地区, 带动深海油气设备的需求。深海油气设备对生产工艺要求高, 客户认证严格。迪威尔作为众多全球油服公司重要供应商有望受益于深海结构景气机遇。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 1.43/2.67/3.77 亿元, EPS 为 0.73/1.37/1.94 元, 同比增长 342.94%/87.04%/41.35%, 对应 22-24 年 PE 分别为 59/31/22 倍。可比公司 23 年 PE 均值为 27 倍, 考虑到公司产品的高壁垒及自身的高成长性, 享有一定估值溢价。给予公司 23 年 40 倍 PE, 对应目标价 54.8 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

储量/成本催化深海结构高景气, 深海采油树订单持续高增

深水、超深水资源潜力丰富, 探明率较低, 更容易发现大型油气藏。据 IHS 统计, 近 10 年全球新的油气发现有 74% 的分布在海域。2021 年深海原油盈亏平衡点为 43 美元/桶 (已低于北美页岩气盈亏平衡点 44 美元/桶)。据 GlobalData 预计, 2018-2025 年全球新增油气开发中海域油气项目共支出 12,510 亿美元, 占支出总额的 73.4%。根据 Westwood, 1-11 月累计深海采油树订单已同比增长 30%。

知名深海油气设备厂商, 客户资源优质, 产品订单屡获突破

迪威尔是全球知名的专业研发、生产和销售深海、压裂等油气钻采设备承压零部件的高新技术企业。全球深海油气水下开采设备或系统技术主要被 TechnipFMC、Aker Solutions、Schlumberger 和 Baker Hughes 垄断, 四家公司 2018 年的市场份额达到 81%。深海油气装备专用件制造难度高, 因此任何品类、级别的产品都需要经过客户严苛的审核。凭借多年的研发投入和超过行业标准的低温冲击韧性、大壁厚产品的均匀性等性能, 迪威尔成为上述四家公司在亚太区域最重要的供应商。22H1 公司累计承接了 175 个深海油气项目的专用件产品订单, 去年同期仅 15 个订单, 深海项目屡获突破。

产业链延伸, 堆焊增强竞争力, 多向模锻升级工艺

不断延伸业务链, 公司从锻造工厂、投资热处理, 延伸精加工、堆焊、组装等业务环节, 承接客户的制造转移, 满足不断增加的供应需求, 提升核心制造能力。投入研发的堆焊工艺提高了深海设备耐冲刷、耐腐蚀的能力; 向太原一重订购的世界上最大的 350MN 多向双动复合挤压成形液压机采用多向模锻工艺, 可用于特殊工况如深海、压裂等装备关键部件的成形制造, 是核心技术储备。相较传统锻件的自由锻工艺, 节约了材料, 提高了产品性能。

风险提示: 上游油气企业资本开支下滑; 深海设备竞争格局恶化; 原材料成本超预期上升。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	708.10	527.94	1,034	1,544	2,023
+/-%	2.05	(25.44)	95.89	49.28	31.02
归属母公司净利润(人民币百万)	80.26	32.19	142.58	266.73	377.03
+/-%	(15.36)	(59.89)	342.94	87.07	41.35
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.41	0.17	0.73	1.37	1.94
ROE (%)	7.20	2.14	9.21	15.36	18.32
PE (倍)	104.52	260.59	58.83	31.45	22.25
PB (倍)	5.53	5.62	5.23	4.49	3.73
EV EBITDA (倍)	55.21	101.45	43.33	23.39	17.38

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心观点和推荐逻辑	3
与市场不同的观点.....	3
历史股价复盘.....	4
迪威尔：深海油气设备专精特新小巨人	5
专注油气开采设备，深海产品占比不断提高.....	5
22Q1-3 毛净利率回升，研发费用维持高位.....	6
油价中枢有望维持高位，资本支出周期性减弱刚性增强	7
深海为全球开发新机遇，深海采油树订单印证高景气	9
近十年新发现海上油气占比 74%，海油盈亏平衡点持续下降.....	9
深海设备制造难审核严，1-11 月累计深海采油树订单同比增长 30%.....	11
产业链延伸叠加技术领先，深海油气项目专用件订单屡获突破	16
高性能产品打入垄断市场，深海油气项目专用件订单屡获突破.....	16
产业链延伸，堆焊与多向模锻升级工艺.....	16
估值与风险提示	18
盈利预测.....	18
可比公司估值.....	19
风险提示.....	20

核心观点和推荐逻辑

专精特新小巨人，知名深海油气设备厂商。迪威尔是全球知名的专业研发、生产和销售深海、压裂等油气钻采设备承压零部件的高新技术企业。目前已形成以深海油气水下开采设备、页岩气压裂设备、陆地油气开采设备等专用承压件为主的系列产品，广泛应用于全球各大主要油气开采区的深海钻采、页岩气压裂、陆地井口、高压流体输送等油气设备领域。公司建立了 CNAS 国家实验室，先后被认定为国家火炬计划重点高新技术企业、国家专精特新小巨人企业、省高成长型中小企业等。我们对报告核心观点和公司推荐逻辑总结如下：

1) 储量/成本催化深海油气，1-11 月累计全球深海采油树订单同比增 30%。随着陆上的油气勘探日趋成熟，新发现的油气藏规模越来越小。相比之下，深水、超深水资源潜力丰富，探明率较低，更容易发现大型油气藏。据 IHS 统计，近 10 年全球新的油气发现有 74% 的分布在海域。2021 年深海原油盈亏平衡价格为 43 美元/桶（已低于北美页岩气盈亏平衡价格 44 美元/桶）。据 GlobalData 预计，2018-2025 年全球新增油气开发中海域油气项目共支出 12,510 亿美元，占支出总额的 73.4%。根据 Westwood，1-11 月累计深海采油树订单已同比增长 30%。而深海油气装备专用件会受到高压、强腐蚀、低温度等因素影响，制造难度高，因此任何品类、级别的产品都需要经过客户严苛的审核。

2) 知名深海油气设备厂商，客户资源优质，产品订单屡获突破。迪威尔是全球知名的专业研发、生产和销售深海、压裂等油气钻采设备承压零部件的高新技术企业。全球深海油气水下开采设备或系统技术主要被 TechnipFMC、Aker Solutions、Schlumberger 和 Baker Hughes 垄断，四家公司 2018 年的市场份额达到 81%。凭借超过行业标准的低温冲击韧性、大壁厚产品的均匀性等综合性能，迪威尔成为上述四家公司在亚太区域最重要的供应商。22H1 公司累计承接了 175 个深海油气项目的专用件产品订单，去年同期仅 15 个订单，实现从试订单到批量订单的突破。

3) 产业链延伸，堆焊增强竞争力，多向模锻升级工艺。不断延伸业务链，公司从锻造工厂、投资热处理，延伸精加工、堆焊、组装等业务环节，承接客户的制造转移，满足不断增长的供应需求，提升核心制造能力。投入研发的堆焊工艺提高了深海设备耐冲刷、耐腐蚀的能力；向太原一重订购的世界上最大的 350MN 多向双动复合挤压成形液压机采用多向模锻工艺，可用于特殊工况如深海、压裂等装备关键部件的成形制造，是核心技术储备。相较传统锻件的自由锻工艺，节约了材料，提高了产品性能。

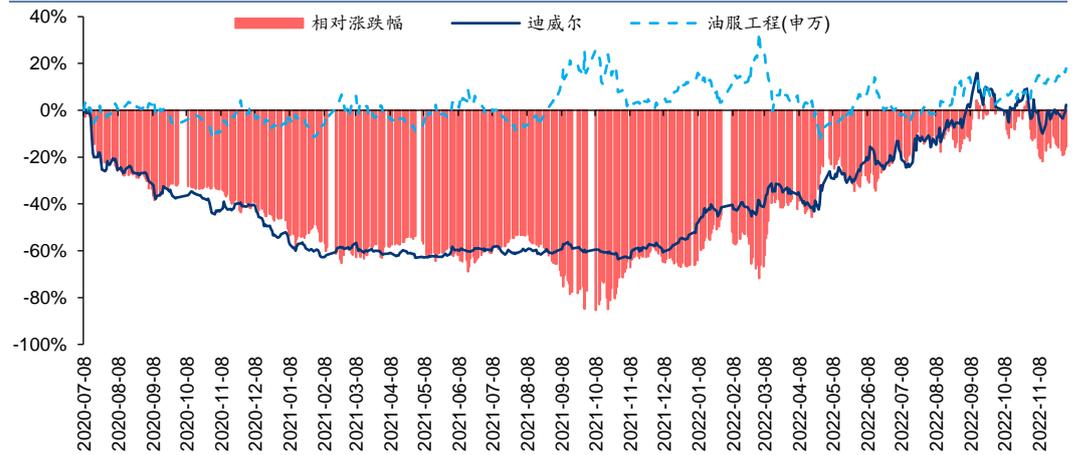
与市场不同的观点

我们看好深海结构高景气和国产替代给公司带来的机会。市场认为在全球碳中和背景下，传统油气企业将逐渐缩小资本开支，忽略了其中的结构性机遇。由于全球油气消耗量依然维持高位，油井又有衰减的特征，油气企业依然需要维持其资本开支。但在降本增效的背景下，深海油气因其高储采比和低成本备受企业重视。深海油气设备因其工作环境恶劣，质量要求高，技术难度大，验证严格，供应商此前主要以外企为主，迪威尔深海产品已进入全球大型油服公司供应链，有望受益于深海结构高景气机会及国产替代的提速。

历史股价复盘

2020-2021 年，受到新冠疫情、地缘政治及供求关系的影响，国际油气价格大幅波动，国际油气公司普遍消减资本性投资，行业景气度下降，迪威尔 2020 年归母净利润同比下滑 15.36%，2021 年下滑 59.89%。而油服工程（申万）指数由于其成本股国内业务占比较多，在能源保供的形势下，所受影响远小于以海外业务为主的迪威尔。2022 年以来，油价迅速回升，上游油气公司的扩产意愿增强，迪威尔产品结构优化，深海及压裂领域订单不断增加，实现从“零件”订单到“部件”订单的升级，股价也迅速回升。

图表1：2020 年 7 月以来迪威尔涨跌幅及相对油服工程（申万）指数涨跌幅表现



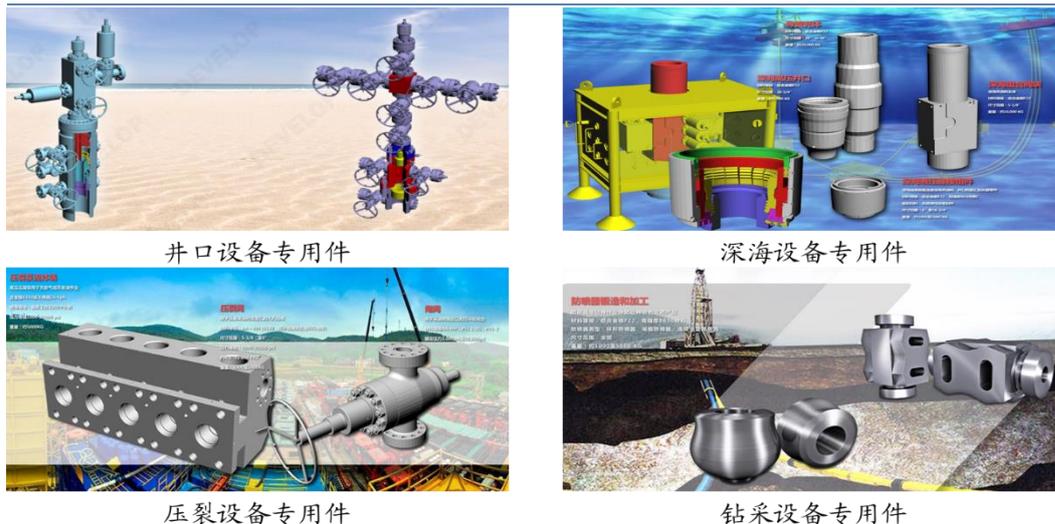
资料来源：Wind，华泰研究

迪威尔：深海油气设备专精特新小巨人

专注油气开采设备，深海产品占比不断提高

专精特新小巨人，知名深海油气设备厂商。迪威尔是全球知名的专业研发、生产和销售深海、压裂等油气钻采设备承压零部件的高新技术企业。目前已形成以深海油气水下开采设备、页岩气压裂设备、陆地油气开采设备等专用承压件为主的系列产品，广泛应用于全球各大主要油气开采区的深海钻采、页岩气压裂、陆地井口、高压流体输送等油气设备领域。公司建立了 CNAS 国家实验室，先后被认定为国家火炬计划重点高新技术企业、国家专精特新小巨人企业、省高成长型中小企业等。

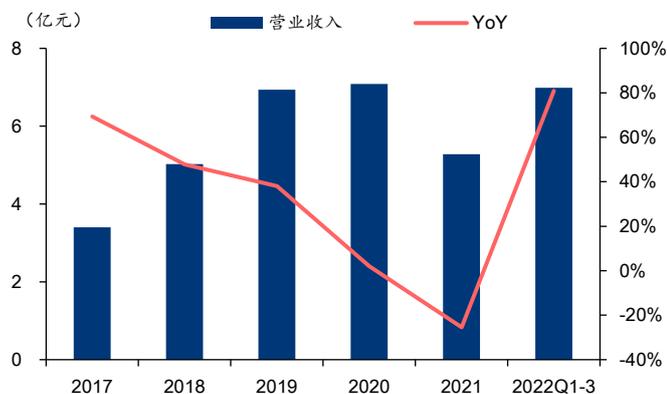
图表2：迪威尔主要产品



资料来源：迪威尔官网，华泰研究

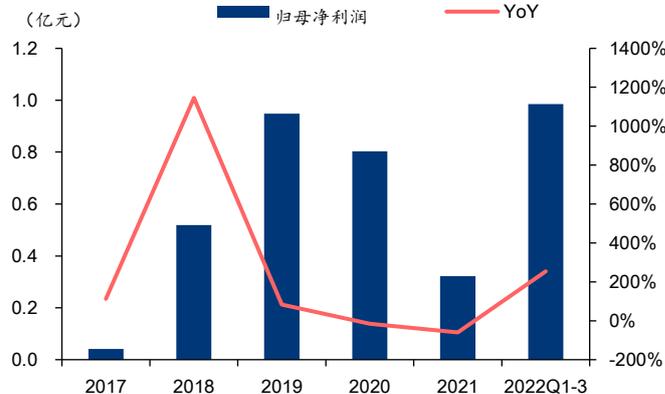
深海产品生产要求高，22Q1-3 归母净利同比高增印证深海油气高景气。油气田开采设备需要承受高压、强腐蚀、高低温差等多种工况环境，装备专用件产品性能要同时满足高强度、低温韧性及性能均匀性，制造难度大。特别是深海油气设备要求高安全性，使用寿命长，耐高压，耐低温，且核心部件厚度大、形状复杂，对生产工艺要求极高。2021 年受疫情影响，国内压裂市场订单缩减及欧美等地区的大型油气公司都大幅度减少资本性支出，叠加原材料涨价，导致公司订单减少，营收净利均出现下降。随着全球疫情好转，公司深海及压裂订单增加，22Q1-3 业绩重回高增轨道，营收和归母净利分别同比增长 80.87% 和 254.05%，印证深海油气高景气。

图表3：迪威尔 22Q1-3 营收同比增长 80.87%



资料来源：Wind，华泰研究

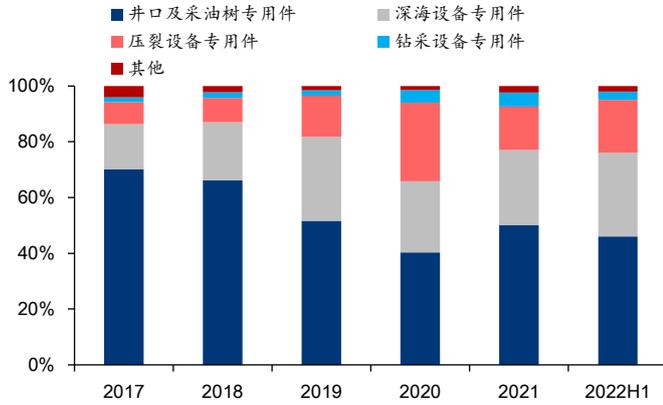
图表4：迪威尔 22Q1-3 归母净利润同比增长 254.05%



资料来源：Wind，华泰研究

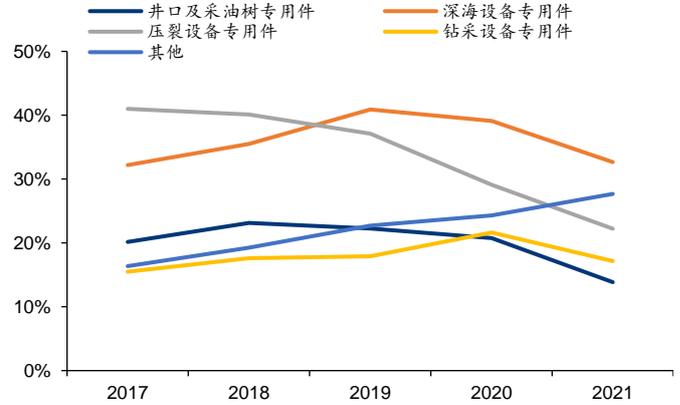
21年深海营收占比27%，毛利率32.67%。迪威尔目前形成了井口及采油树专用件、深海设备专用件、压裂设备专用件及钻采设备专用件为主的四大产品系列。高毛利深海产品从17年的占比16%上升至21年的27%，22H1继续上升至30%，并且毛利率在21年面临原材料涨价和疫情双重压力下依然保持了32.67%的高毛利率。

图表5：迪威尔22H1深海设备专用件营收占比上升至30%



资料来源：Wind，华泰研究

图表6：21年深海产品在原材料和疫情利空下毛利率仍高达32.67%

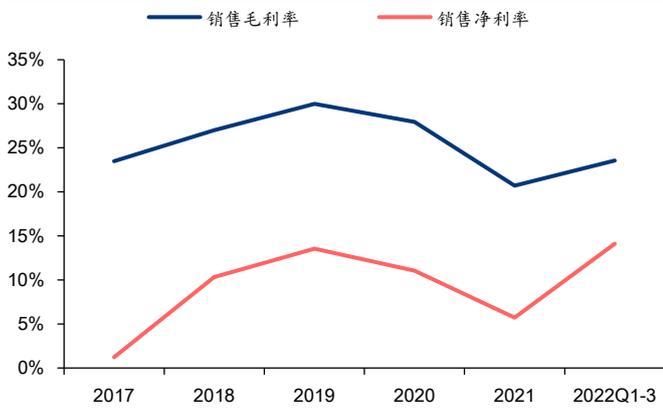


资料来源：Wind，华泰研究

22Q1-3毛净利率回升，研发费用维持高位

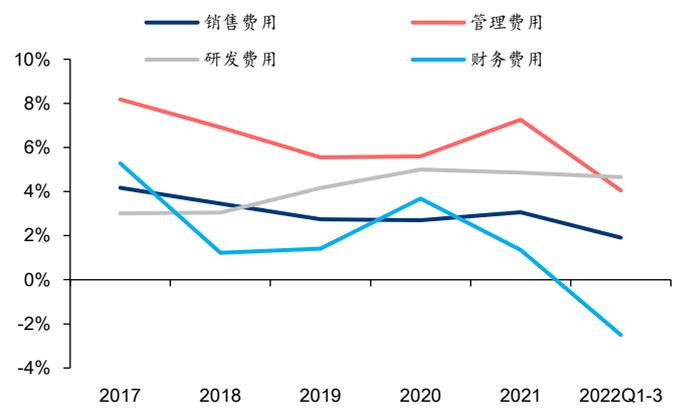
22Q1-Q3毛净利率回升，研发费用维持高位。2021年公司毛净利率下降主要系：1) 国内压裂及欧美等地油气公司大幅度减少资本支出，订单减少；2) 市场订单减少导致竞争激烈，产品平均销价同比降低10%左右；3) 原材料和能源成本大幅上涨。22Q1-3毛净利率回升主要系高毛利深海产品占比提高。公司研发费用率维持稳定，2019年以来一直维持在4%以上；未来随着公司规模扩大，管理费用率有望持续下降。

图表7：迪威尔22Q1-3毛净利率回升



资料来源：Wind，华泰研究

图表8：迪威尔研发费用率2019年以来维持4%以上

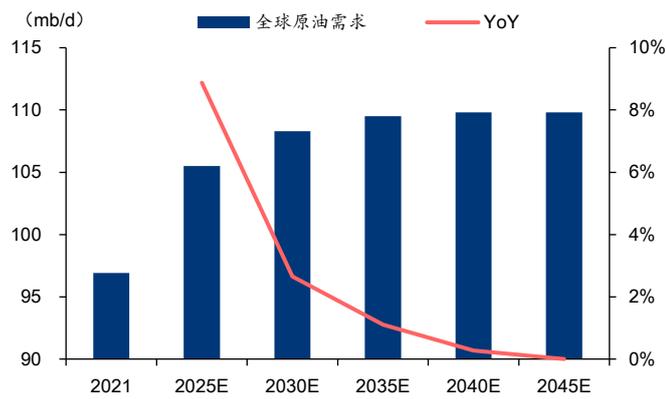


资料来源：Wind，华泰研究

油价中枢有望维持高位，资本支出周期性减弱刚性增强

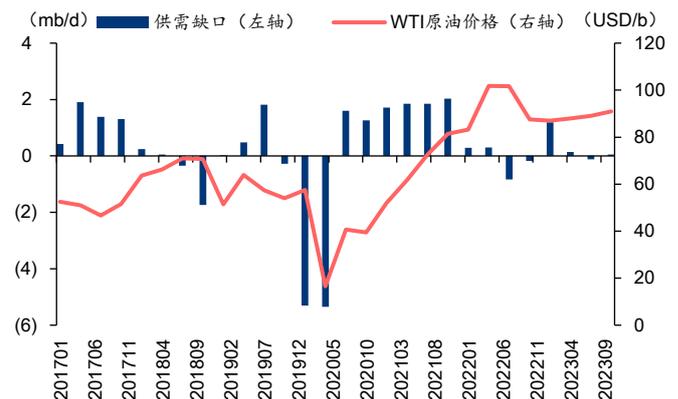
全球原油需求预计 2040 年见顶，油价中枢有望维持高位。据 OPEC 预计，2022 年全球原油需求将达 100.3mb/d，仅略高于 2019 年疫情前水平，并于 2040 年见顶。EIA 预测 2023 年 10 月前，全球原油供需将维持紧平衡状态，WTI 原油价格维持在 90USD/b 左右。根据华泰证券研究所化工团队观点（《原油价格趋势向上，供需面皆有助力》，2022 年 10 月 9 日）：中长期而言，在总需求见顶预期下，产油国协同限产保价动力强，而长期在开采及转化（炼厂）端的资本开支不足导致了石油产业整体在全球经济萧条/衰退通道中的高盈利，使原油中枢价格维持在相较历史的高位水平，尽管进一步的需求衰退或将拖累油价上行，但我们认为高油价中枢得到持续验证。

图表9：预计 2040 年全球原油需求见顶



资料来源：OPEC，华泰研究

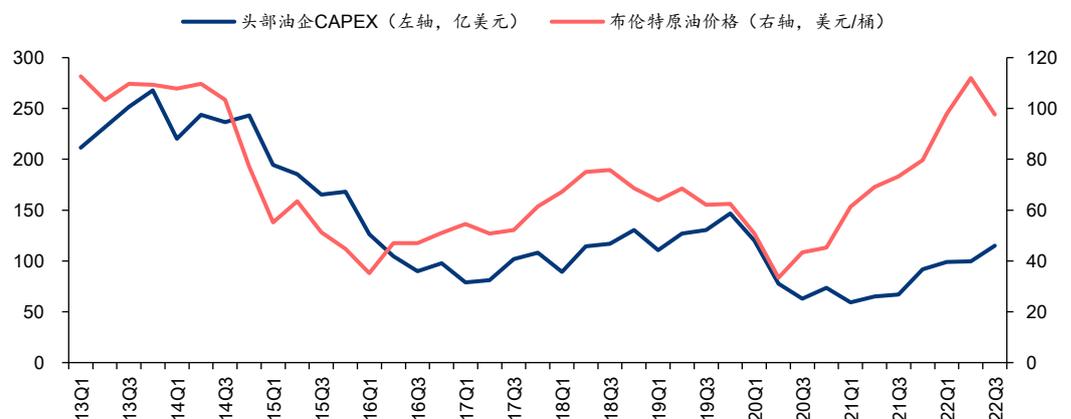
图表10：23 年原油供需紧平衡，油价有望维持高位



资料来源：EIA，华泰研究

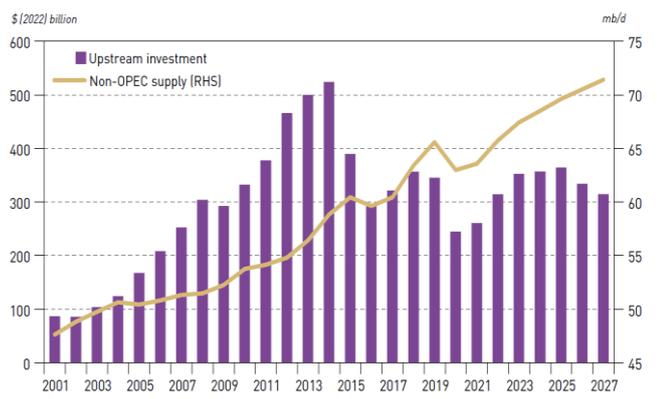
资本支出周期性减弱刚性增强，未来增量主要来自于美国及拉美深海地区。我们以雪佛龙、康菲石油、西方石油和埃克森美孚作为样本，发现在 2020 年以前，油企资本开支基本滞后油价 6-12 个月，2020 年以后周期性大幅减弱。我们认为在全球碳中和的背景下，油企资本开支刚性有望增强，因为在未来高油价中枢的预期下，叠加传统油田产量年均衰减 5%，页岩油投产第一年之后就会衰减 50% 以上的现实情况，全球石油企业需要增加资本开支来维持原本的产量。据 OPEC 预计，全球上游石油企业 2020-2025 年的资本开支又将进入上行周期。2021-2027 年，非 OPEC 地区原油增量主要来自于美国和拉美地区，也就是来自于美国页岩油气和拉美深海油气。

图表11：2020 年以前头部油企资本开支基本滞后油价 6-12 个月



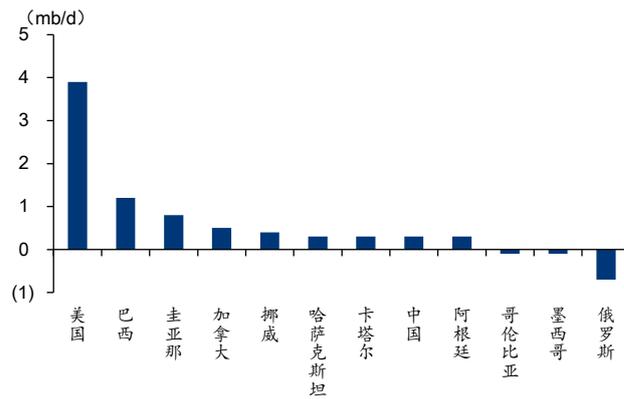
注：以雪佛龙、康菲石油、西方石油和埃克森美孚作为样本，资本开支为单季度值
资料来源：Wind，华泰研究

图表12: 新一轮资本周期开启



资料来源: OPEC, 华泰研究

图表13: 2021-2027 年非 OPEC 地区原油增量主要来自美国和拉美



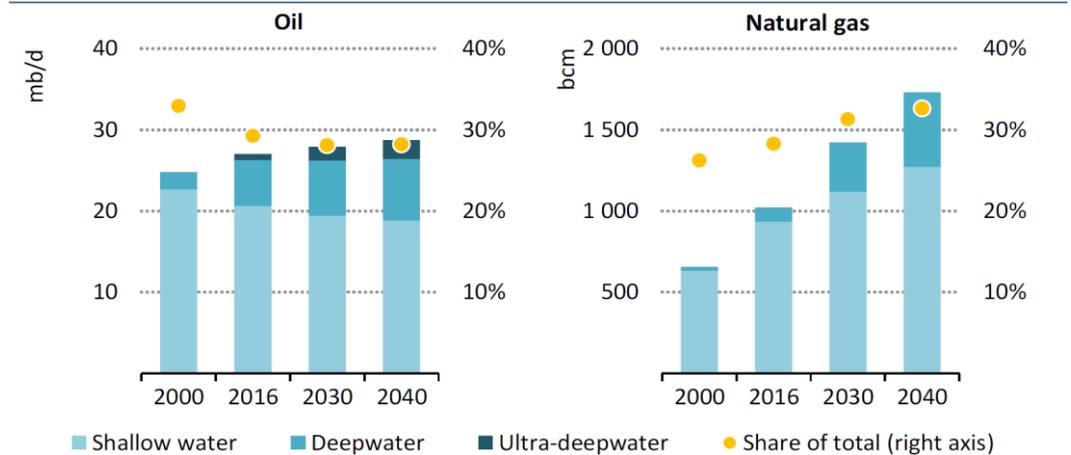
资料来源: OPEC, 华泰研究

深海为全球开发新机遇，深海采油树订单印证高景气

近十年新发现海上油气占比 74%，海油盈亏平衡点持续下降

海上油气可分为浅海深海超深海，深海和超深海占比有望提高。根据 IEA 分类，0-400m 为浅海油气，400-2000m 为深海油气，2000m 以上则为超深海油气。2016 年，海上原油产量占全球 30% 左右，海上天然气占全球 20% 左右，其中产量主要由浅海贡献，未来深海和超深海产量占比有望提高。从投资区域看，国际大公司广泛进入的重点区域主要有巴西盐下油藏、苏里南圭亚那盆地、美国墨西哥湾等地区。此外，西非海域和我国的南海也将是未来深水油气勘探开发的热点地区。

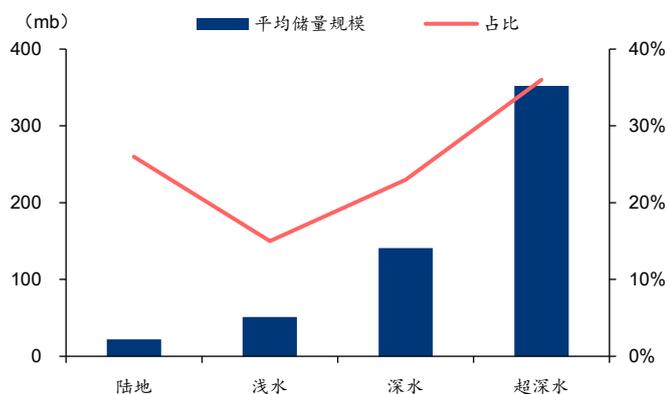
图表14：全球深海和超深海油气产量占比有望提高



资料来源：IEA2018 年《Offshore energy outlook》，华泰研究

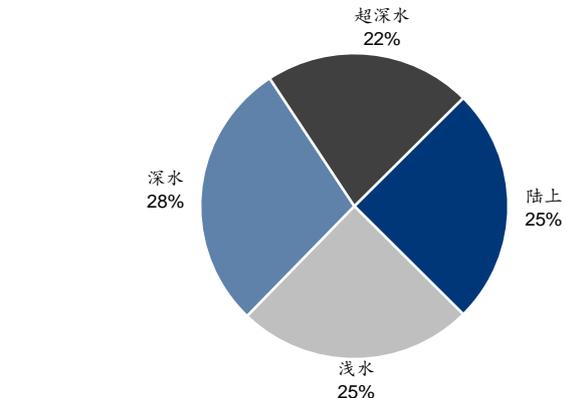
近十年新发现海上油气占比 74%，深海超深海占 20 年 1-10 月新发现油气 50% 以上。随着陆上的油气勘探日趋成熟，新发现的油气藏规模越来越小。相比之下，深水、超深水资源潜力丰富，探明率较低，更容易发现大型油气藏。据 IHS 统计，近 10 年全球新的油气发现有 74% 的分布在海域，其中深水占 23%，超深水占 36%。Rystad Energy 研究显示，截至 2020 年 10 月，全球已有 73 个重要油气新发现，陆上 36 个，海上 37 个。以储量计，新发现海洋油气储量占比超 3/4，超深水区占 33%，深水占 38%，浅水区占 29%。其中，新发现天然气可采储量约 37.5 亿桶，占发现储量的 46%。

图表15：近十年新发现海上油气占比 74%



资料来源：吴林强等 2018 年《全球海洋油气勘探开发特征及趋势分析》，华泰研究

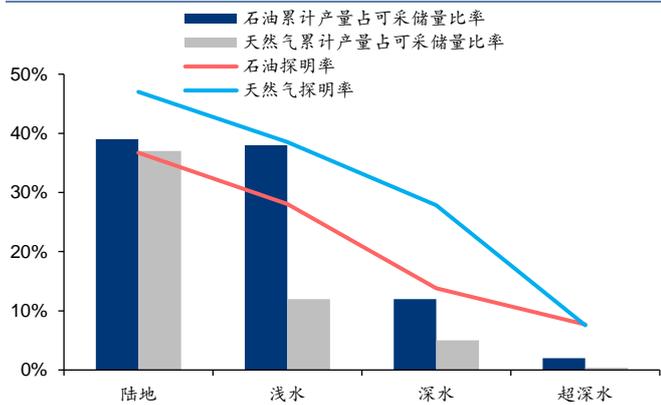
图表16：深海超深海占 20 年 1-10 月新发现油气 50% 以上



资料来源：Rystad Energy，华泰研究

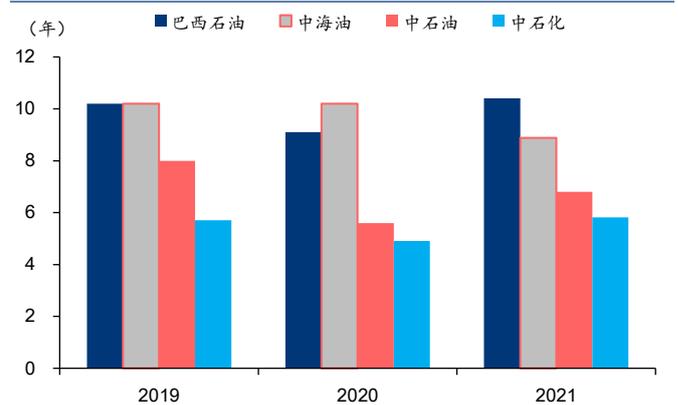
海洋油气利用率探明率双低，海洋油企储采比拉开差距。从开发利用情况来看，2017年深水和超深水的石油累计产量仅占其技术可采储量的12%和2%；天然气累计产量仅占5%和0.4%，远低于陆上油气的39%和37%。从探明程度上看，海洋石油和天然气尚处于勘探早期阶段，浅水、深水和超深水的石油探明率分别为28.05%，13.84%和7.69%，远低于陆上的36.72%；天然气分别为38.55%、27.85%和7.55%，远低于陆上的47.01%。根据各油气企业年报，以海洋油气开采为主的巴西石油2021年原油储采比最高，达到10.4年，高于中海油、中石油和中石化的8.9、6.8和5.8年。

图表17：海洋油气利用率探明率双低



资料来源：吴林强等2018年《全球海洋油气勘探开发特征及趋势分析》，华泰研究

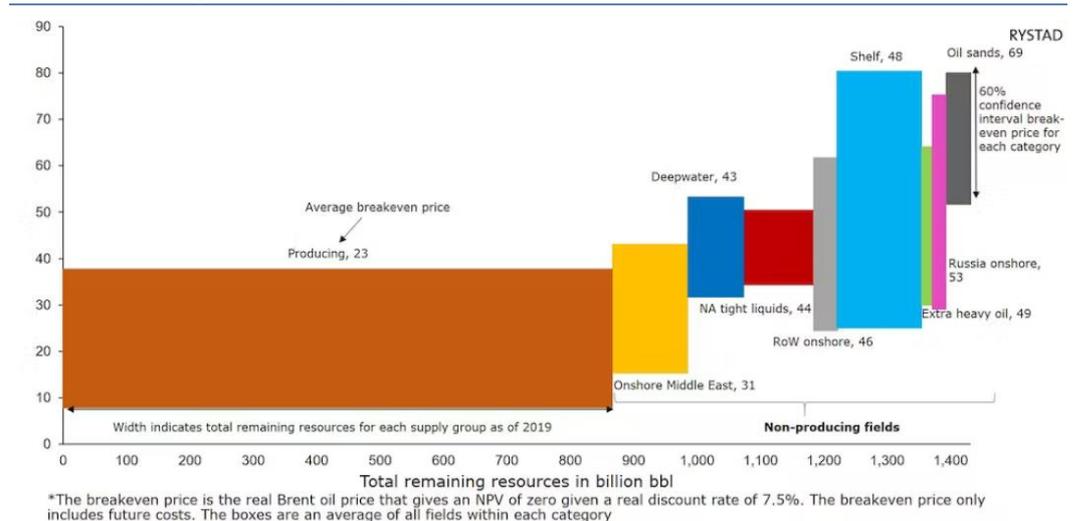
图表18：海洋油企储采比高于传统油企



资料来源：各公司年报，华泰研究

海油盈亏平衡点持续下降，经济性显现。Rystad Energy在其2015年10月的报告中指出，全球海油对应的Brent原油盈亏平衡价格范围为59-63美元/桶，得益于海上石油开采技术的发展以及海上钻井业务的合并带来的规模效应，海上油气开采成本大幅降低。自2014年以来下降40%，海上深水仍然是成本最低的供应来源之一。2018-2021年间，近海深水的盈亏平衡价格下降了30%，浅水领域的开采成本下降了17%。据Rystad Energy分析，2021年深海原油盈亏平衡价格为43美元/桶（已低于北美页岩气盈亏平衡价格44美元/桶），浅海大陆架原油盈亏平衡价格为48美元/桶。

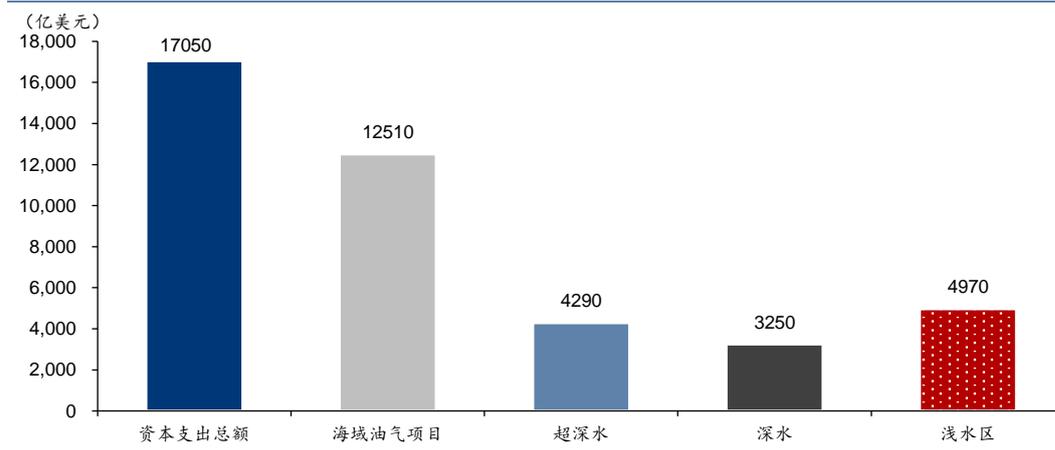
图表19：海油盈亏平衡点低于北美页岩气



资料来源：Rystad Energy，华泰研究

全球海洋油气勘探开发迎来新机遇。随着陆上油气资源开采难度和成本的增加，世界油气勘探开采正逐渐转向海洋。深水、超深水海域，勘探程度低，油气资源储量丰富。据中国石油网，自2018年来，南美北海岸、北美墨西哥湾等区域相继获得多处重大油气勘探突破，深水油气正逐渐成为未来油气产量新的增长点和石油公司上游投资的焦点。据 GlobalData 预计，2018-2025 年全球新增油气开发项目 615 个，在整个周期内共需资本支出约 1.7 万亿美元，有望生产原油超过 120.03 亿吨，天然气 24.56 万亿立方米。在这些资本支出中，海域油气项目共支出 12,510 亿美元，占支出总额的 73.4%。其中，超深水、深水和浅水区的资本支出分别为 4,290 亿美元、3,250 亿美元和 4,970 亿美元。

图表20：2018-2025 年全球新增油气开发项目资本开支占比 73.4%

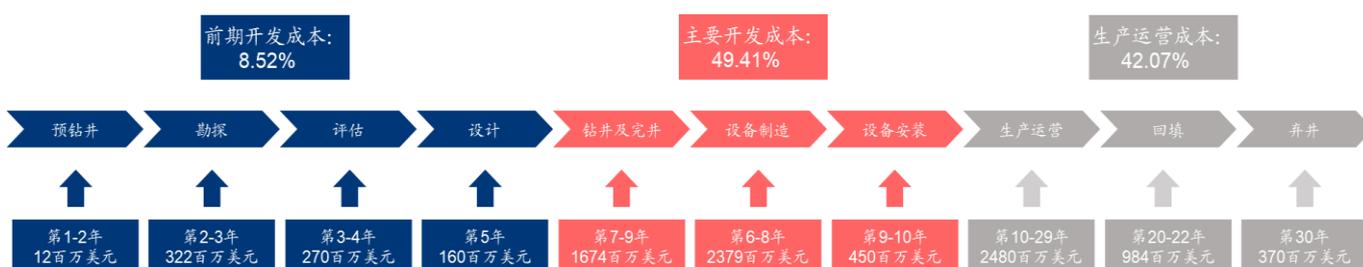


资料来源：GlobalData，中国石油新闻中心，华泰研究

深海设备制造难审核严，1-11 月累计深海采油树订单同比增长 30%

深海油气全生命周期时间长达 30 年，开发阶段投资密度大。深海油气投资金额主要集中在开发成本，其中为期 5 年的前期开发成本占总成本的 8.52%，为期 5 年开发阶段的成本占比为 49.41%，为期 20 年的生产运营阶段成本占比为 42.07%，开发阶段的投资密度显著高于其他阶段，并且设备制造占总投资额的 26.11%。

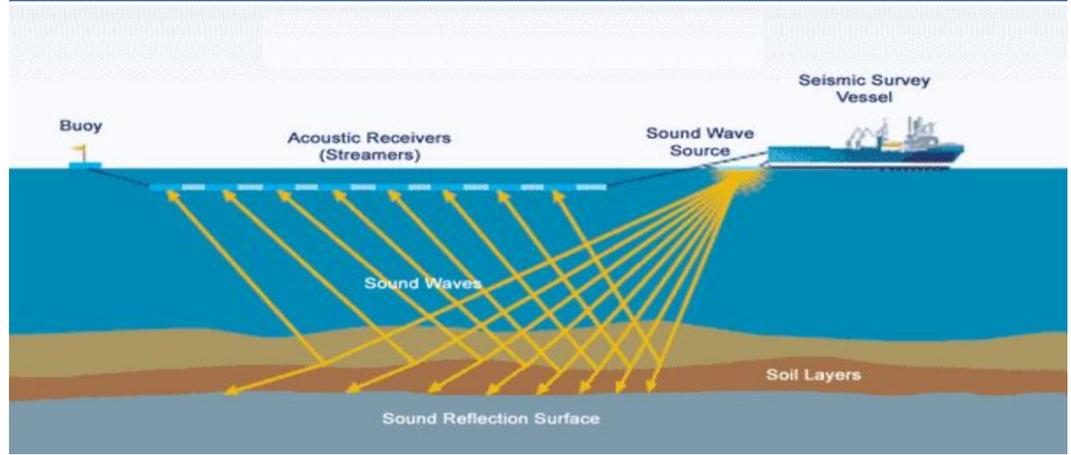
图表21：深海油气开发阶段投资密度大



资料来源：NOIA 2021 年《The Gulf of Mexico Oil & Gas Project Lifecycle: Building an American Energy & Economic Anchor》，华泰研究

勘探船是海上油气前期开发的重要设备。在开采前必须先定位近海石油和天然气的位置。地球物理公司通过能量源在海底反弹的声波，进行分析和勘探。在水中，能量源通常是一排不同大小的气室，充满压缩空气，被拖在勘探船后面，向水中释放出高压能量。返回的声波被沿一系列电缆间隔开的水听器探测和记录。在整个过程中采用严格的环保措施，以确保海洋哺乳动物和其他海洋生物的健康和安全。

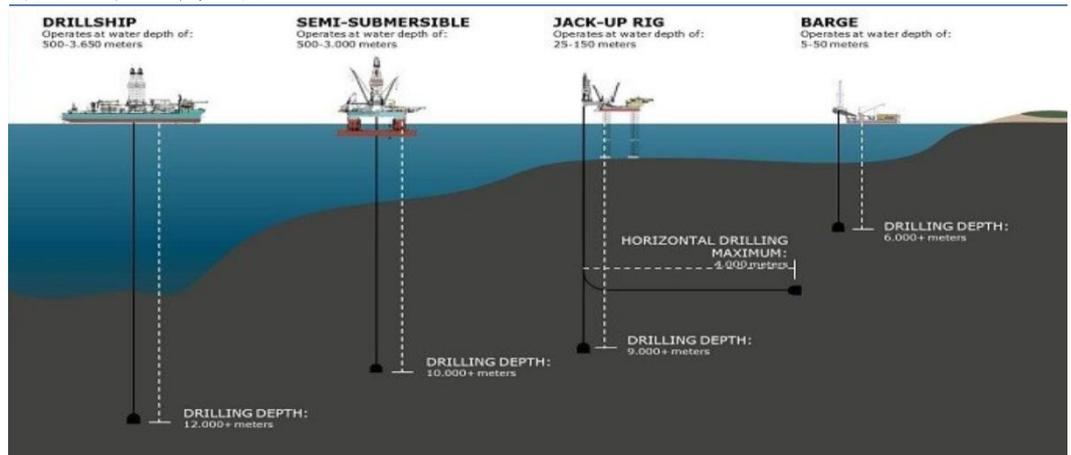
图表22: 勘探船勘探原理



资料来源: NOIA, 华泰研究

海上钻井设备可根据作业水深依次分为驳船、自升式平台、半潜式漂浮平台和钻井船。一旦发现潜在的石油时, 公司将用移动式海上钻井装置 (MODU) 钻探勘探井。当 MODU 打到油时, 工程师密封油井, 为生产钻机做准备。一些 MODU 被改装成生产钻机, 这意味着一旦发现石油, 它们会从钻探石油转为捕获石油。大多数时候, 石油公司会用一个更永久的石油生产钻井平台来取代 MODU, 以收获石油。驳船、自升式平台、半潜式漂浮平台和钻井船是四种主要类型的 MODU。

图表23: 海上钻井平台分类



资料来源: NOIA, 华泰研究

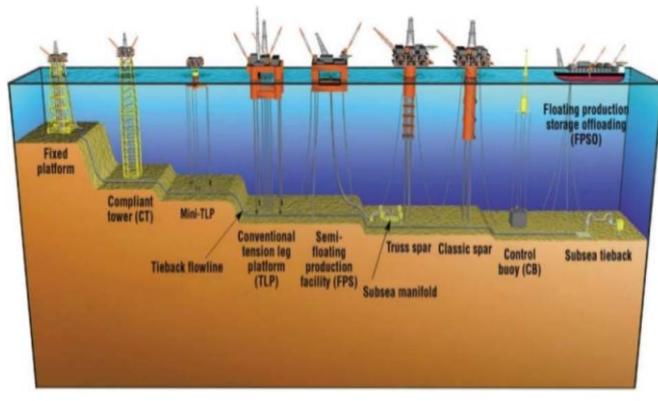
图表24: 海上钻井平台简介

海上钻井平台分类	作业水深	简介
驳船 (Barge)	垂直钻井 < 6000m	设备通常由一艘驳船组成。该驳船停靠在海床上 30 至 35 英尺的深度, 驳船甲板上的钢柱延伸至吃水线以上, 钻孔平台位于钢柱顶部。这些钻机通常用于平静水面。
自升式平台 (Jack-Up Rig)	水平钻井 < 4000m, 垂直钻井 < 9000m	自升式平台是一种位于浮动驳船顶部的钻井平台。由一艘船将驳船拖到预定位置现场, 一旦定位, 自升式平台可以将底部向下延伸到海底, 一旦底部固定好, 自升式平台将上升到水位以上, 使钻机免受潮汐运动和波浪的影响。自升式平台可以在最深 525 英尺的地方运行。
半潜式平台 (Semisubmersibles)	垂直钻井 < 10000m	设备一般漂浮在海洋表面。部分平台拥有推进系统, 使他们能够依靠自己的动力导航到钻井现场, 而另一些则需要船将它们拖到正确的位置。有些可以从钻井平台转换为生产平台, 从而减少转移成本。
钻井船 (Drillship)	垂直钻井 < 12000m	钻井船是在顶层甲板上有钻井平台的船。钻头通过船体上的一个孔进行操作, 钻井船可以引导到钻井现场, 然后在钻井平台钻探石油时使用锚和螺旋桨的组合来纠正漂移, 同时它们可以在深水条件下运行。

资料来源: NOIA, 华泰研究

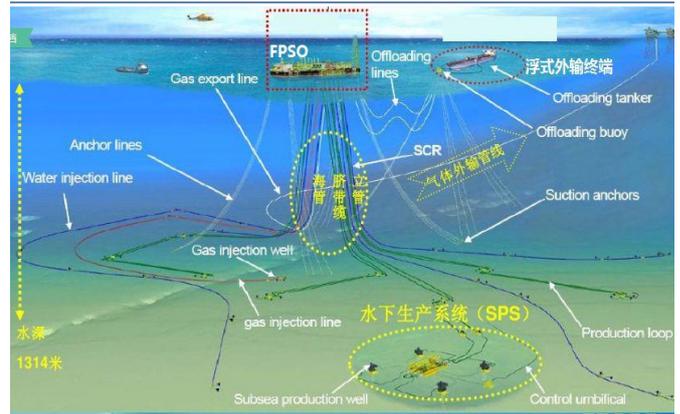
不同环境对应不同生产平台, 海底系统中井口设备至关重要。深海油气生产平台是一个工程奇迹, 可以在超深水和高压下钻探生产, 按照适用环境分为固定式、顺应塔式和半潜式等平台。其中, 水下生产系统是开发深水油气田的关键装备, 水下采油树所构成的井口设备是海洋油气水下生产系统的核心组成部分。

图表25: 海上油气生产平台



资料来源: NOIA, 华泰研究

图表26: 尼日利亚 OML130 深水油田开采系统



资料来源: 石油圈, 华泰研究

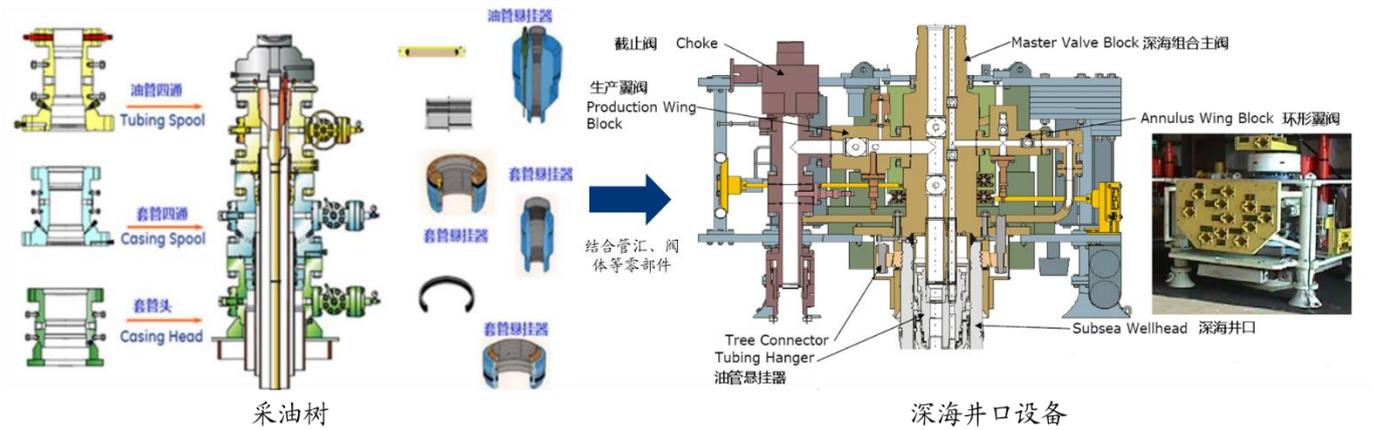
图表27: 海上油气生产平台分类及简介

分类	适用环境	简介
固定平台 (FP)	水深 457 米的海域	FP 由一个导管架 (由打入海床的桩支撑的管状钢构件制成的高垂直部分) 和一个放置在顶部的甲板组成, 为船员宿舍、钻井平台和生产设施提供空间。通常固定平台在水深 1,500 英尺的地方安装。
顺应塔式平台 (CT)	水深 305-610 米的米海域	CT 由一个狭窄、灵活的钢铁塔和一个桩基组成, 可以支撑用于钻井和生产操作的甲板。与固定平台不同, 钢铁塔通过承受显著的横向偏转来承受较大的横向力, 通常用于 1,000 到 2,000 英尺的水深。
Mini-Tension Leg 平台 (Mini-TLP)	水深 305-610 米的海域(油气产量较小的海域)	Mini-TLP 是一种成本相对较低的浮动微型 Tension Leg 平台平台, 用于储量较小的海域, 因为使用 Tension Leg 平台经济效益低。它同时还可以用作公用事业、卫星检测或早期生产平台。
Tension Leg 平台 (TLP)	水深 1220 米的海域	TLP 由一个浮动的平台和一些金属触须组成, 由垂直的金属触须固定在适当的位置, 后通过固定模板连接到底部。目前较大的 TLP 平台已成功部署在接近 4,000 英尺的深海中。
浮式生产系统 (FPS)	超深水	FPS 由一个配备钻井和生产设备的半潜式装置组成。它用钢丝绳和链条固定在适当的位置, 或者可以使用推进器进行动态定位, 海底油气通过生产管道输送到地面甲板。目前 FPS 可用于超深水。
SPAR 平台 (SPAR)	水深 915-2286 米的海域	SPAR 由一个支撑甲板的大直径单个垂直圆柱体组成。它有一个固定平台 (带有钻井和生产设备的露天甲板)、三种类型的管道(生产、钻井和出口), 以及使用锚定在海底的 6-20 条悬索系统停泊的船体。SPAR 平台用于水深达 3,000 英尺的区域; 现有技术可以将其使用区域扩展到水深达 7500 英尺的地方。
海底系统 (SPS)	水深大于 1524 米的海域	SS 是连接单个海底油气井到附近的平台、FPS 或 TLP,再到其他生产井和远处的控制生产设施的系统。这些系统目前用于大于 5,000 英尺的水深中。
浮式生产、储存和卸载系统 (FPSO)	偏远深水海域	FPSO 由一艘停泊在海底的大型油轮型船舶组成。FPSO 主要处理和储存附近海底油气井的生产, 并定期将储存的石油卸载到较小的油轮上。然后油轮将石油运输到陆上设施进行进一步加工。FPSO 可适用于位于不存在管道基础设施的偏远深水地区的边缘区域。

资料来源: NOIA, 华泰研究

深海井口主要包括深海采油树、管汇、阀体等组成, 相较于陆上设备要求更高。井口及采油树专用件是指在石油、天然气钻井开采过程中, 用于控制气、液 (油、水等) 流体压力和方向的设备。悬挂套管、油管, 并密封油管与套管及各层套管环形空间的井口装置中的零部件包括采油树阀、悬挂器、套管头、油管头、四通、法兰等。由于深海油气设备的安装操作难度高及使用环境恶劣, 相较于陆上井口设备, 深海油气井口设备对专用件的承压、抗腐蚀等各项性能指标和可靠性有着更高的要求。

图表28：深海井口设备

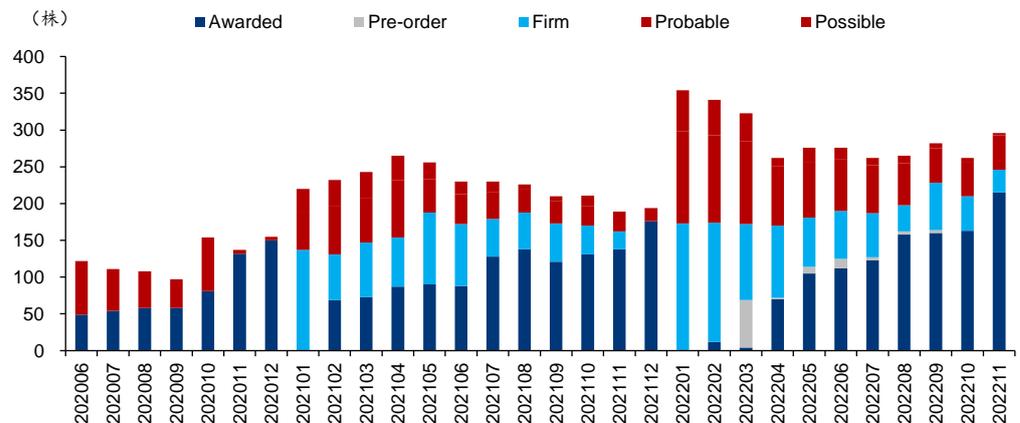


资料来源：迪威尔招股说明书，华泰研究

深海油气装备制造难度大，客户审核严格。每一个油气田开采的工况都不一样，随着油气开采技术的不断提升，开采的工况环境越来越复杂，特别是深海油气的开采，装备专用件会受到高压、强腐蚀、低温度等因素影响，针对不同的工况环境影响因素，对装备专用件的技术性能要求差距较大，都需要设计专门的专用件的技术参数，满足不同工况的技术性能要求。由于深海领域对于产品“零缺陷”的要求，制造难度极高，因此任何品类、级别的产品都需要经过客户严苛的审核。

Westwood 预计 22-26 年全球深海采油树订单同比 17-21 年增长 44%，我们预计 25 年深海设备市场空间有望达到 132 亿美元。根据 Westwood，1-11 月累计深海采油树订单同比增长 30%，预计 22-26 年海底采油树需求为 1590 株，较 17-21 年增长 44%，得益于巴西石油对深海和埃克森美孚对圭亚那 Stabroek 的持续投资，拉丁美洲订单将占比 36%。根据 Spears & Associates 的统计，2019 年深海设备市场容量为 120 亿美元左右。假设主要设备厂商市占率不变，竞争格局没有变化，市场规模跟随三家深海业务总体营收变动，并且将截至 2022Q3 的同比增速作为 2022 年全年深海设备市场空间的同比增速，我们预计 2022 年全球深海设备市场空间有望维持 120 亿美元。结合 TechSci Research 预计深海设备 CAGR>4%，Market Litmus 预计 CAGR=2%，考虑到深海油气的结构景气，我们预计 2022-2025 年深海设备 CAGR=3%，2025 年深海设备市场空间有望达到 132 亿美元。

图表29：全球 1-11 月累计深海采油树订单同比增长 30%



资料来源：Westwood，华泰研究

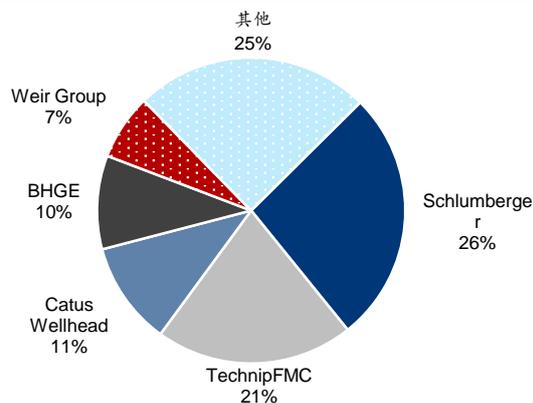
图表30： 预计 2025 年深海设备市场空间有望达到 132 亿美元

	TechnipFMC	Aker Solutions	Baker Hughes
2019 年深海设备市场空间 (亿美元)		120	
市占率	45%	13%	9%
2020 年深海营收同比	-0.96%	-19.54%	-2.64%
2021 年深海营收同比	-2.60%	2.70%	-12.59%
截至 22Q3 深海营收同比	0.63%	57.14%	-12.69%
2022E 深海设备市场空间 (亿美元)		120.45	
2022-2025 年 CAGR		3%	
2025E 深海设备市场空间 (亿美元)		131.62	

资料来源：迪威尔招股说明书、各公司年报、三季报，华泰研究预测

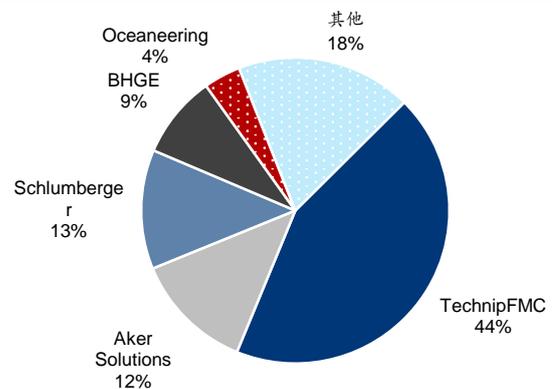
深海油气集中在拉美等地，过去国外长期垄断深海设备。巴西近海、美国墨西哥湾、安哥拉和尼日利亚近海是备受关注的世界四大深海油区，几乎集中了世界全部深海探井和新发现的储量。巴西深水油气盐下开采技术难度大，单井成本高，但由于单井产量高，桶油成本是全球深水作业区中最低的，平均操作成本在 10 美元/桶左右，盈亏平衡点在 40 美元/桶左右，导致低油价对巴西深水项目影响不大。深海设备市场市场集中度高，全球前五大油气技术服务公司占据了 75% 以上的市场份额。

图表31： 2018 年陆上井口设备市场由国外垄断



资料来源：迪威尔招股说明书，华泰研究

图表32： 2018 年深海设备市场由国外垄断



资料来源：迪威尔招股说明书，华泰研究

国内设备厂商有所突破，迪威尔国内领先。国内油气专用件市场的参与者之前是国内大型石油公司下属的油气设备机械零部件生产单位，其产品主要为集团内的设备制造商提供配套；近十年来，随着以公司为代表的民营、合资企业，在油气行业大发展的背景下快速发展，借助灵活的机制、市场化的管理及技术研发投入，取得了高速的发展，积极参与国内市场竞争，部分企业已经成为国内领先的油气技术服务公司的重要供应商，如道森股份、迪威尔等。但在深海领域，参与者主要是美国、意大利和法国等地规模较小的非上市公司，国内主要参与者为长期投入深海油气设备研发的迪威尔和深海锻件厂商海锅股份，迪威尔销售规模国内领先。

产业链延伸叠加技术领先，深海油气项目专用件订单屡获突破

高性能产品打入垄断市场，深海油气项目专用件订单屡获突破

特钢微合金化配方专利结合应用材料与制造工艺一体化技术打造产品最佳性能。特钢的微合金化主要体现在对特钢标准规范中主要合金元素的含量区间更精确的控制，以及对标准规范未作出规定的 20 余种微量合金元素的含量区间进行设计。迪威尔在客户要求标准的基础上，结合长期在油气设备专用件领域的研发和生产制造经验，形成了自身的材料合金化和微合金化配方，拥有独立的知识产权，是公司的专有技术。秉承“材料与制造工艺一体化”的思路，公司在行业内率先研发及应用材料与制造工艺一体化技术，实现针对不同材料特性，采用不同的生产制造工艺，以达到产品的最佳性能指标。

图表33：公司产品性能优于行业标准

项目	位置	厚度 (mm)	抗拉强度 RM (MPa)	屈服强度 REL (MPa)	延伸率 A (%)	收缩率 Z (%)	冲击韧性 AKVJ (-46°C)	硬度 HB
行业标准	1/2T1/4T 表面	-	655-689	517-552	18	35	60	207-237
公司产品	1/2T	670	732	612	23	73	219/293/284	226
	1/4T		730	609	25	77	300/228/291	224
	表面		720	602	26	79	300/300/300	223

资料来源：迪威尔招股说明书，华泰研究

抓住产业转移趋势，打入垄断市场，深海油气项目专用件订单屡获突破。全球深海油气水下开采设备或系统技术主要被 TechnipFMC、Aker Solutions、Schlumberger 和 Baker Hughes 垄断，四家公司 2018 年的市场份额达到 81%。凭借长期的研发投入，超过行业标准的低温冲击韧性、大壁厚均匀性等综合产品性能，迪威尔抓住疫情和俄乌冲突下产业链转移趋势，成为上述四家公司在亚太区域最重要的供应商，为国内率先打入深海油气领域的设备公司。迪威尔提供的深海承压零部件已应用于全球数十个深海油气开发项目，墨西哥湾 Tobago、Whale、Trion 油田、巴西 Carcara 油田等项目的工作水深都超过 2500 米。22H1 累计承接了 175 个深海油气项目的专用件产品订单，去年同期仅 15 个订单，实现从试订单到批量订单的突破。

图表34：迪威尔打入全球主要的深海油气油服设备供应链

公司	简介
TechnipFMC	成立于 1884 年，是全球领先的海洋油服公司，提供全套解决方案。
Aker Solutions	成立于 1841 年，为全球能源行业提供集成解决方案、产品和服务。
Schlumberger	成立于 1926 年，全球最大的油服公司。
Baker Hughes	成立于 1987 年，提供油服和工业与能源技术。

资料来源：各公司官网，华泰研究

产业链延伸，堆焊与多向模锻升级工艺

产业链延伸，募投项目增强批量化生产能力。迪威尔深耕细分领域，一方面，不断延伸业务链，从锻造工厂、投资热处理，延伸精加工、堆焊、组装等业务环节，通过承接客户的制造转移，不断提升核心制造能力；另一方面，通过募投项目，建设智能化生产线，增强公司批量化生产能力，与目前的小批量定制化生产形成业务互补，充分利用已有的生产管理经验和客户资源、行业知名度及技术储备，形成强大的制造能力，提升行业竞争地位。

堆焊增强竞争力，由自由锻升级至多向模锻。堆焊通过焊接沉积一层或多层具有所需性能的材料，获得具有耐磨性，耐热性和耐腐蚀性的覆层。迪威尔镍基合金堆焊项目已开始正式订单作业，初步形成整体堆焊技术及深加工制造能力。传统大锻件主要以自由锻压的成形方式为主，金属材料浪费较多，对材料连续性有所破坏，降低了产品性能。模锻技术可实现一次挤压完成复杂外形中空件的成形，大幅度节约材料，并显著提高产品力学性能，但产品普遍尺寸较小。公司向太原一重订购的世界上最大的 350MN 多向双动复合挤压成形液压机可用于特殊工况如深海、压裂等装备关键部件的成形制造，是核心技术储备。

图表35: 已初步形成整体堆焊技术及深加工制造能力

项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
水下采油树抗腐蚀材料选择与防腐涂层技术优化研究	已经取得阶段性成果	采用全聚焦相控阵技术,研究产品缺陷特征形貌和材料的均匀性及防腐优化	国内领先	工信部“水下油气生产系统工程化示范应用创新专项”内容之一,在水下装备产品中应用
油气钻采装备零部件表面堆焊生产线布局及高效生产研究应用	已经取得阶段性成果	深海钻采产品表面堆焊及堆焊生产线的建设及高效运行	国内先进	产品链延伸应用

资料来源:迪威尔2020年年报,华泰研究

图表36: 多向模锻相比自由锻优势明显

	自由锻	多向模锻
简介	自由锻是指用简单通用性工具,或在锻造设备的上、下砧铁之间直接对坯料施加外力,使坯料产生变形而获得所需的几何形状及内部质量的锻件的加工方法。	模锻是指在专用模锻设备上利用模具使毛坯成型而获得锻件的锻造方法。
设备	锻锤、液压机等	多向模复合挤压液压机等
优点	1) 锻造灵活性大,可以生产不足 100kg 的小件,也可以生产大至 300t 以上的重型件; 2) 所用工具为简单的通用工具; 3) 锻件成形是使坯料分区逐步变形,因而,锻造同样锻件所需锻造设备的吨位比模型锻造要小得多; 4) 对设备的精度要求低; 5) 生产周期短。	1) 生产效率较高; 2) 模锻时,金属的变形在模膛内进行,故能较快获得所需形状; 3) 能锻造形状复杂的锻件,并可使金属流线分布更为合理,提高零件的使用寿命; 4) 模锻件的尺寸较精确,表面质量较好,加工余量较小; 5) 节省金属材料,减少切削加工工作量。6) 在批量足够的条件下,可降低零件成本。
缺点	1) 生产效率比模型锻造低得多; 2) 锻件形状简单、尺寸精度低、表面粗糙; 3) 工人劳动强度高,而且要求技术水平也高; 4) 不易实现机械化和自动化。	1) 模锻件的重量受到一般模锻设备能力的限制; 2) 锻模的制造周期长、成本高; 3) 模锻设备的投资费用比自由锻大。

资料来源:览毅金属材料公司官网,华泰研究

估值与风险提示

盈利预测

核心假设:

1) 深海结构高景气下,国内厂商已有所突破,国产替代有望持续。迪威尔 22H1 深海相关订单量同比大增,平均交货周期 3-6 个月,我们预计未来公司深海订单有望持续增长。

2) 公司扩产规划明确,订购世界上最大的 350MN 多向复合挤压机即将到货,此项目将原本 4 万件每年的产能提高至 12 万件。随着产能的逐步爬坡,规模效应将持续显现。

3) 公司生产使用的主要原材料为特钢,成本占比较高,2021 年公司油气设备原材料成本占比 61.97%。在公司 3-6 个月的交货周期内,原材料价格的波动将会影响订单毛利率水平。从历史上看,特钢价格与普钢价格走势基本相同。根据华泰证券研究所原材料团队观点(《行业盈利处于低谷,静待供需改善》,2022 年 11 月 1 日):在弱需求的情形下,供给端的反应及时度及力度将决定钢价反弹的速度和空间,但大幅反弹或不是基准情形。在此情形下,我们预计特钢价格也不会大幅反弹,未来公司各业务毛利率有望改善。

井口及采油树专用件:陆上井口及采油树专用件市场空间较大。受益于中东地区油气开采景气度在中高油价中枢下逐步修复,以及公司扩产落地后接单能力的提高。预计井口及采油树专用件业务有望持续稳健增长,预计陆上专用设备 22-24 年营收同比增速为 20%/18%/15%;考虑到随着板块收入增长、规模效应将逐步体现,预计毛利率为 14.5%/15%/15.5%。

深海设备专用件:深海油气储采比高、成本下降显著,属于结构性高景气板块。公司作为国际大型油服公司重要的深海设备专用件供应商,受益于深海装备产业链向亚太区的转移,在下游客户的渗透率正持续提升,我们预计深海设备专用件板块 2022 年营收将大幅增长,其后仍维持较快增长速度。22-24 年营收同比增速为 192%/80%/40%;考虑到公司积极进行产业链延伸;2021 年受特钢等原材料价格大幅波动叠加疫情、限电一定程度对公司正常生产造成一定影响,板块毛利率较往年有所下行。截至 2022 年上半年毛利率已经恢复至 40%,我们预计全年板块毛利率将保持 40%。其后,考虑到随着板块收入增长、规模效应将逐步体现,毛利率有望逐步提高。预计 2022-2024 年,板块毛利率分别为 40%/40.5%/41%。

压裂设备专用件:随着中国页岩油气开采以及全球新型压裂的渗透率不断提高,压裂泵市场有望实现高速增长,对应的压裂设备专用件需求仍持续加大。受益新客户拓展初见成效,我们预计压裂设备专用件业务 2022 年营收将大幅增长,其后仍维持较快增长。预计 22-24 年营收增速分别为 148%/40%/30%;2021 年受特钢等原材料价格大幅波动叠加疫情、限电一定程度对公司正常生产造成一定影响,板块毛利率较往年有所下行。截至 2022 年上半年毛利率已经恢复至 26%,我们预计全年板块毛利率将达 28%。考虑到随着板块收入增长、规模效应将逐步体现,毛利率有望逐步提高。预计 2022-2024 年分别为 28%/29%/30%。

钻采设备专用件:随着研发和设备投入的加大,公司生产的防喷器品质将进一步提升,有望渗透入更高端的供应链体系。2022 年在下游部分大客户的拓展已初见成效,预计营收增速将达 80%,23-24 年营收增速分别为 15%/10%;考虑到随着收入增长、规模效应将逐步体现,毛利率有望逐步提高。预计 2022-2024 年,毛利率分别为 18%/18.5%/19%。

费用率:我们预计随着公司持续的研发投入,积极进行产业链延伸,产品竞争力有望持续上升,22-24 年公司销售费用率分别为 3.1%/2.4%/2.3%;管理费用率随着规模效应稳定下降,预计 22-24 年分别为 5.2%/4.1%/4%;持续的重研发投入将研发费用率维持高位,预计 22-24 年研发费用率为 5%/4.8%/4.8%;我们预计 22-24 年公司财务费用率分别为 1.92%/2.46%/2.46%。

图表37：公司收入及费用率预测

(百万元)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	693.90	708.10	527.94	1034.17	1543.79	2022.61
井口及采油树专用件	358.72	285.66	264.63	354.60	443.26	531.91
深海设备专用件	208.28	180.31	142.09	414.90	746.83	1045.56
压裂设备专用件	103.11	199.46	82.18	203.81	285.33	370.93
钻采设备专用件	12.90	32.72	26.97	48.55	55.83	61.41
其他业务	10.89	9.95	12.07	12.31	12.55	12.81
总收入增速	38.08%	2.05%	-25.44%	95.89%	49.28%	31.02%
井口及采油树专用件	7.86%	-20.37%	-7.36%	34.00%	25.00%	20.00%
深海设备专用件	99.15%	-13.43%	-21.20%	192.00%	80.00%	40.00%
压裂设备专用件	135.72%	93.45%	-58.80%	148.00%	40.00%	30.00%
钻采设备专用件	23.08%	153.73%	-17.57%	80.00%	15.00%	10.00%
其他业务	-2.39%	-8.60%	21.23%	2.00%	2.00%	2.00%
总收入占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
井口及采油树专用件	51.70%	40.34%	50.13%	34.29%	28.71%	26.30%
深海设备专用件	30.02%	25.46%	26.91%	40.12%	48.38%	51.69%
压裂设备专用件	14.86%	28.17%	15.57%	19.71%	18.48%	18.34%
钻采设备专用件	1.86%	4.62%	5.11%	4.69%	3.62%	3.04%
其他业务	1.57%	1.41%	2.29%	1.19%	0.81%	0.63%
毛利率	29.99%	27.92%	20.70%	27.68%	30.13%	31.51%
井口及采油树专用件	22.27%	20.74%	13.85%	14.50%	15.00%	15.50%
深海设备专用件	40.90%	39.13%	32.66%	40.00%	40.50%	41.00%
压裂设备专用件	37.12%	29.12%	22.22%	28.00%	29.00%	30.00%
钻采设备专用件	17.92%	21.63%	17.17%	18.00%	18.50%	19.00%
其他业务	22.60%	27.93%	27.68%	25.00%	25.00%	25.00%
期间费用率	13.87%	16.98%	16.54%	15.24%	13.76%	13.56%
销售费用率	2.75%	2.70%	3.06%	3.10%	2.40%	2.30%
管理费用率	5.55%	5.59%	7.26%	5.20%	4.10%	4.00%
研发费用率	4.16%	5.00%	4.85%	5.00%	4.80%	4.80%
财务费用率	1.41%	3.69%	1.37%	1.94%	2.46%	2.46%

资料来源：Wind，华泰研究预测

可比公司估值

公司的深海及压裂设备专用件业务国内没有可比上市公司，竞争对手主要在美国、意大利和法国等地，且并未上市。因此，我们选取国内液压件龙头【恒立液压】、各类机械密封及其辅助（控制）系统的设计、研发、制造企业【中密控股】，以及高端铸造龙头【应流股份】作为可比公司。可比公司 2023 年 Wind 一致预期 PE 均值为 27 倍。

一方面，考虑公司产品的高壁垒及自身的成长性；另一方面，公司所处深海油气设备结构性景气，22-24 年归母净利 CAGR=63% 远高于相关可比公司，享有一定的估值溢价。我们给予公司 23 年 40 倍 PE，对应目标价 54.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表38：可比公司估值表（2023年1月6日）

证券代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				22-24 CAGR	2022E PEG
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E		
601100 CH	恒立液压	63.99	835.30	2.06	1.89	2.11	2.49	31.01	33.93	30.32	25.67	14.97%	2.27
300470 CH	中密控股	40.56	84.43	1.38	1.63	2.03	2.46	29.37	24.83	20.00	16.50	22.68%	1.09
603308 CH	应流股份	21.91	149.68	0.34	0.69	0.72	0.97	64.74	31.88	30.38	22.56	18.87%	1.69
可比公司估值均值				1.26	1.40	1.62	1.97	41.71	30.21	26.90	21.58	18.84%	1.68
688377 CH	迪威尔	43.09	83.88	0.17	0.73	1.37	1.94	260.59	58.83	31.45	22.25	63.02%	0.94

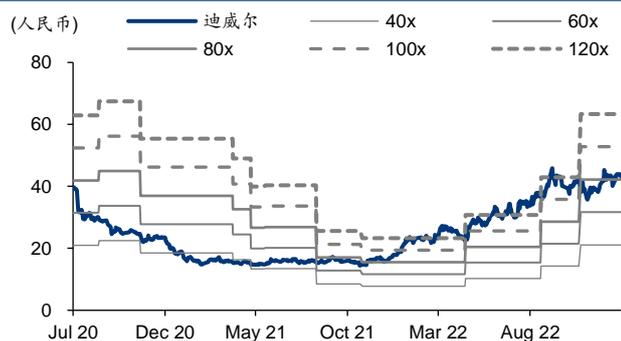
注：迪威尔盈利预测来自于华泰机械团队，数据截至 2023 年 1 月 6 日。

资料来源：Wind 一致预期，华泰研究预测

风险提示

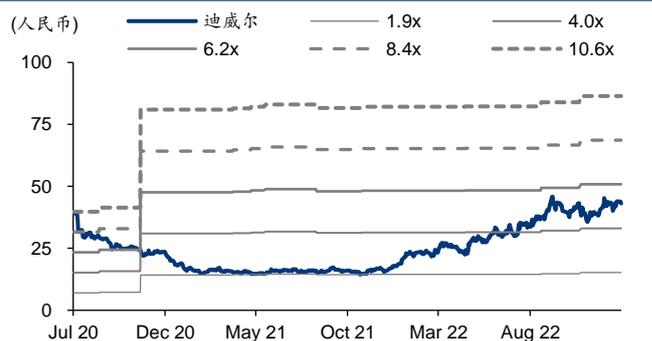
- 1) **上游油气企业资本开支下滑:** 若上游油气企业缩减资本开支, 则可能会放慢其在深海油田的开发从而影响订单数量, 影响迪威尔的盈利能力。
- 2) **深海设备竞争格局恶化:** 深海设备领域集中度较高, 若行业新进入者通过降价等方式抢占市场, 则可能影响迪威尔盈利能力。
- 3) **原材料价格超预期上升:** 2021 年受疫情影响, 大型油气公司缩减资本支出叠加原材料涨价, 公司盈利能力下降。若未来原材料价格超预期上涨则会影响公司盈利能力。

图表39: 迪威尔 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表40: 迪威尔 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,274	1,174	2,254	2,497	3,504
现金	192.37	193.95	379.92	567.14	743.04
应收账款	196.97	166.68	545.66	517.71	875.47
其他应收账款	7.73	0.06	15.19	7.57	22.25
预付账款	9.15	14.29	31.63	36.93	52.90
存货	192.83	317.01	593.83	719.78	967.36
其他流动资产	674.87	482.35	687.83	647.89	843.36
非流动资产	589.24	743.59	1,058	1,312	1,510
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	304.72	251.31	538.31	769.92	951.96
无形资产	51.77	50.43	47.28	44.38	41.61
其他非流动资产	232.76	441.85	472.20	497.73	516.01
资产总计	1,863	1,918	3,312	3,809	5,014
流动负债	282.45	373.99	1,658	1,904	2,760
短期借款	11.02	30.03	975.30	1,132	1,681
应付账款	115.52	108.12	291.42	284.79	455.26
其他流动负债	155.91	235.84	390.80	487.51	623.79
非流动负债	49.26	52.21	59.87	59.58	54.77
长期借款	18.29	31.48	39.13	38.84	34.03
其他非流动负债	30.97	20.74	20.74	20.74	20.74
负债合计	331.71	426.20	1,717	1,964	2,815
少数股东权益	14.24	0.00	(8.68)	(24.90)	(47.84)
股本	194.67	194.67	194.67	194.67	194.67
资本公积	933.00	929.34	929.34	929.34	929.34
留存公积	389.54	391.11	525.02	775.52	1,130
归属母公司股东权益	1,517	1,492	1,603	1,870	2,247
负债和股东权益	1,863	1,918	3,312	3,809	5,014

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	154.39	66.87	(370.64)	386.42	(25.91)
净利润	78.23	30.23	133.91	250.50	354.09
折旧摊销	40.67	42.99	47.61	80.16	111.15
财务费用	26.07	7.21	20.08	37.93	49.53
投资损失	(3.28)	(17.54)	(17.54)	(17.54)	(17.54)
营运资金变动	23.48	(1.82)	(558.10)	31.97	(526.54)
其他经营现金	(10.79)	5.80	3.39	3.39	3.39
投资活动现金	(674.83)	(43.73)	(347.69)	(320.24)	(294.57)
资本支出	(118.32)	(213.28)	(357.34)	(328.84)	(301.81)
长期投资	(563.00)	141.92	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	6.49	27.63	9.65	8.60	7.24
筹资活动现金	633.76	(52.39)	(40.97)	(35.85)	(52.51)
短期借款	(87.50)	19.02	945.27	156.89	548.89
长期借款	11.22	13.19	7.65	(0.29)	(4.81)
普通股增加	48.67	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	675.21	(3.66)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(13.84)	(80.93)	(993.90)	(192.45)	(596.58)
现金净增加额	106.89	(31.18)	(759.30)	30.33	(372.99)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	708.10	527.94	1,034	1,544	2,023
营业成本	510.37	418.64	747.91	1,079	1,385
营业税金及附加	5.16	2.70	5.29	7.89	10.34
营业费用	19.12	16.17	32.06	37.05	46.52
管理费用	39.59	38.34	53.78	63.30	80.90
财务费用	26.07	7.21	20.08	37.93	49.53
资产减值损失	0.07	(3.81)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	2.32	(1.29)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.28	17.54	17.54	17.54	17.54
营业利润	83.30	29.74	139.60	261.15	369.14
营业外收入	5.90	2.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.80	0.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	88.40	31.52	139.60	261.15	369.14
所得税	10.18	1.29	5.69	10.65	15.05
净利润	78.23	30.23	133.91	250.50	354.09
少数股东损益	(2.03)	(1.96)	(8.68)	(16.23)	(22.94)
归属母公司净利润	80.26	32.19	142.58	266.73	377.03
EBITDA	140.11	77.58	199.20	367.15	513.99
EPS (人民币, 基本)	0.48	0.17	0.73	1.37	1.94

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	2.05	(25.44)	95.89	49.28	31.02
营业利润	(23.63)	(64.30)	369.39	87.07	41.35
归属母公司净利润	(15.36)	(59.89)	342.94	87.07	41.35
获利能力 (%)					
毛利率	27.92	20.70	27.68	30.13	31.51
净利率	11.05	5.73	12.95	16.23	17.51
ROE	7.20	2.14	9.21	15.36	18.32
ROIC	12.81	4.76	9.22	15.16	15.08
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.80	22.22	51.86	51.56	56.14
净负债比率 (%)	(6.63)	(7.14)	41.58	34.40	45.69
流动比率	4.51	3.14	1.36	1.31	1.27
速动比率	3.78	2.24	0.98	0.91	0.90
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.28	0.40	0.43	0.46
应收账款周转率	3.48	2.90	2.90	2.90	2.90
应付账款周转率	4.68	3.74	3.74	3.74	3.74
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.17	0.73	1.37	1.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.34	(1.90)	1.99	(0.13)
每股净资产(最新摊薄)	7.79	7.66	8.24	9.61	11.54
估值比率					
PE (倍)	104.52	260.59	58.83	31.45	22.25
PB (倍)	5.53	5.62	5.23	4.49	3.73
EV EBITDA (倍)	55.21	101.45	43.33	23.39	17.38

免责声明

分析师声明

本人,倪正洋、邵玉豪,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、现在或未来并无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、邵玉豪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。

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），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

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58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

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>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司