



2023年05月08日

买入（首次覆盖）

海油工程（600583）：周期已变，成本技术双驱动造就海工龙头

——公司深度报告

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

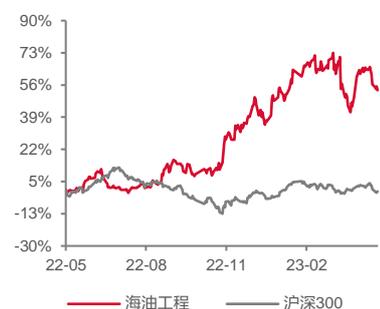
wjyan@longone.com.cn

联系人

张磊磊

zjlei@longone.com.cn

总股本(万股)	442,135
流通A股/B股(万股)	442,135/0
资产负债率(%)	37.87%
市净率(倍)	1.14
净资产收益率(加权)	1.87
12个月内最高/最低价	7.20/4.01



相关研究

1. 《不一样的周期：风云会合，油服乘势而上——石油石化行业深度报告》

投资要点：

- **资产负债表修复，叠加行业景气复苏，推动业绩持续向好。**公司资产负债率低，账面现金充裕，在手订单持续。自2020年国际油价反弹，业绩也随之稳定提高，2022年归母净利润14.57亿元，同比增加10.88亿元，增长294.11%。2022年公司中海福陆纳入合并范围，剩余内部未实现损益转回股权按公允价值重新计量及确认负商誉合计增加净利润4.31亿元，也是推动净利润增长的重要因素。2023年一季度公司分别实现营收及归母净利63.97亿元、4.48亿元，同比增46.91%及279.56%，业绩持续提升。
- **行业景气持续，油价中枢抬升，上游资本开支转向。**与历史上的油服后周期属性以及股价与油价波动关联度高相比，我们认为全球油服将进入长期稳定的扩张区间。多因素影响下预计2023年原油价格维持区间震荡，油价中枢提升；同时石油公司稳定资本开支计划，以控制油价。而油服公司经过行业整合以及资产修复，业绩相对于油价的敏感性下降，订单的持续性增加，油服行业的景气度逐渐提升。自2020年油价上涨以来，油服公司工作量、订单数均有显著提升，当前业绩拐点已出现，股价有望迎来反弹。
- **公司内在价值提升，长期业绩拐点已现。**在行业低谷时期，公司依旧保持自我革新进行内生性改善，降本增效、轻资产化，技术和装备领先支撑高质量发展以及开拓海外市场布局新机遇，同时立足海洋工程主营业务，外延发展浮式风电、CCUS等绿色经济业务，进一步为业绩护航，叠加国内能源对外依存度不断加大下增储上产政策力度不减，未来即使油价未出现大幅上升，业绩表现也有望较历史同样油价水平下更优异。公司除来自中海油系统内的订单外，随着公司竞争力提升、中国和中东的合作深入，未来有望带来更多市场化的订单以提升ROE及业绩持续性。
- **全球化视角，公司竞争力对标海外，除市盈率、市净率角度低估外，我们认为可采取市销率（PS）对油服公司进行估值参考。**对于主营业务相对稳定的油服行业，订单及订单落地带来的收入很大程度决定企业的业绩及价值，因此市销率能较好地体现油服公司的估值水平。国内主要油服公司近年市销率趋于稳定，当前保持在1X-3X之间，处近十二年历史低位，其中海油工程自2022年以来市销率已低于国外行业平均值。预计2023~2025年公司归母净利润分别为24.40亿元、25.87亿元、27.08亿元，EPS分别为0.55元、0.59元、0.61元。综合考虑海油工程的市场地位及盈利能力，给予海外油服公司2023年行业PS平均值1.62倍进行估值是合理的，对应目标股价12.26元，对应市盈率22.21倍。首次覆盖，给予买入评级。
- **风险提示：地缘政治不稳定，或导致国际能源价格产生剧烈波动，并传导至国内影响企业盈利水平；原料价格波动带来的成本上升风险；国内需求不及预期。**

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	17862.58	19795.48	29358.37	33458.16	35533.14	37390.58
同比增速(%)	121.43%	110.82%	148.31%	13.96%	6.20%	5.23%
净利润(百万元)	363.30	369.80	1457.41	2440.10	2587.38	2707.87
同比增速(%)	1,200.90%	1.79%	294.11%	67.43%	6.04%	4.66%
毛利率(%)	10.30%	10.55%	8.99%	11.86%	11.88%	12.04%
每股盈利(元)	0.08	0.08	0.33	0.55	0.59	0.61
ROE(%)	1.60%	1.63%	6.15%	9.55%	9.41%	9.16%
PE(倍)	56.13	57.63	18.36	12.19	11.50	10.99

资料来源: Wind, 东海证券研究所, 数据截至2023年5月4日

正文目录

1. 背靠国内油气巨头，业务布局全面发展	7
1.1. 公司成立背靠中国海油	7
1.2. 立足主业，承包业务全面发展	8
1.3. 行业景气修复推动业绩复苏	9
1.4. 对标国际，公司正处顶流	12
2. 复盘股价，估值逻辑有待重塑	13
2.1. 行业股价表现受油价与业绩双重驱动	14
2.1.1. 股价表现受国际油价波动影响	14
2.1.2. 业绩影响或造就股价表现与油价波动相背离	15
2.2. PS 处历史低点，望迎上涨行情	17
3. 油价中枢抬升，上游资本开支转向	19
3.1. 2021 年以来油气价格高位运行	19
3.2. 油价区间震荡，均价中枢提升	20
3.3. 上游资本开支回升，行业复苏积极可期	26
4. 成本领先、技术驱动巩固公司业绩持续性	29
4.1. 景气回暖，显现业绩改善初迹象	29
4.2. 订单支撑强劲，业绩传导已至	31
4.3. 降本增效，树立领先竞争强优势	34
4.4. 匠心锻造重器，实力跻身一流	37
5. 国内政策支持叠加海外合作深化，油服行业迎来布局新机遇	45
5.1. 能源安全问题提升增储上产重视度	45
5.2. 国际能源合作推进高质发展新阶段	48
5.3. 更新更快更强：公司海外项目持续推进突破	50
6. 公司估值	51
7. 风险提示	52

图表目录

图 1 公司发展历程	7
图 2 公司股权结构	8
图 3 公司营业收入 (亿元, %)	9
图 4 公司归母净利润 (亿元, %)	9
图 5 公司订单情况 (亿元)	10
图 6 毛利率与净利率变动情况 (%)	10
图 7 公司营业收入构成 (2022 年, %)	10
图 8 公司营业收入构成 (2012-2022 年, %)	10
图 9 公司资产负债率情况 (亿元, %)	11
图 10 公司现金流量情况 (亿元)	11
图 11 海油工程与其他公司毛利率对比 (%)	12
图 12 海油工程与其他公司净利率对比 (%)	12
图 13 公司 ROE 情况 (%)	12
图 14 经营净现金流与营业收入之比 (%)	13
图 15 海油工程股价和市值	13
图 16 国内油服行业各板块主要企业	14
图 17 中海油服与海油工程相对收益变化与油价波动情况	14
图 18 中海油服单季度股价表现与油价波动	16
图 19 海油工程单季度股价表现与油价波动	16
图 20 国外油服公司 ROE 与股价变动关系复盘 (单位: %, 美元, 美元/桶)	16
图 21 国内油服公司 ROE 与股价变动关系复盘 (单位: %, 元, 美元/桶)	17
图 22 国际主要油服公司市销率	18
图 23 国内主要油服公司市销率	18
图 24 Brent 油价走势经历六个阶段 (美元/桶)	19
图 25 2021 年以来国际油价震荡上行 (美元/桶)	20
图 26 自 2022 年 3 月以来美联储已九次加息 (美元/桶, %)	21
图 27 欧美 PMI 值连续下滑至今	21
图 28 GDP 与原油价格呈高度正相关 (%)	21
图 29 俄罗斯海运原油出口维持韧性 (千吨/日)	22
图 30 近期美国原油商业库存上行 (亿桶)	22
图 31 美国炼厂开工率偏低 (万桶/日, %)	22
图 32 美国气油库存 (亿桶)	22
图 33 主要 OPEC 产油国的原油产量变化 (百万桶/日)	23
图 34 OPEC 剩余产能 (百万桶/天)	23
图 35 全球石油供需	24
图 36 EIA 油价预测	26
图 37 全球油气上游勘探开发投资逐渐回升	26
图 38 长期与石油相关上游投资需求为 9.5 万亿美元	26
图 39 长期看全球上游资本开支增长趋于稳定	27
图 40 IEA 预测全球上游油气投资	27
图 41 国际主要石油公司上游 E&P 有望反弹 (亿美元)	27
图 42 三桶油加大勘探开发资本开支 (亿元, %)	27
图 43 美国原油产量自 2022 年下半年以来基本稳定	28
图 44 美国钻机数量增长提升缓慢	28
图 45 美国 DUC 数量创历史新低 (个)	29
图 46 美国原油库存及战略石油储备库存达历史低点	29

图 47 2020 年 Rystad 表示石油生产成本降低	29
图 48 2021 年标普全球表示盈亏平衡价格下降	29
图 49 主要油服公司各年新增订单（亿元）	32
图 50 主要油服公司各年在手订单（亿元）	32
图 51 斯伦贝谢业绩表现与油价关系	32
图 52 哈里伯顿业绩表现与油价关系	32
图 53 中海油服业绩表现与油价关系	33
图 54 中曼石油业绩表现与油价关系	33
图 55 海油工程业绩表现与油价关系	33
图 56 杰瑞股份业绩表现与油价关系	33
图 57 主要油服公司各年营业收入同比增速（%）	34
图 58 主要油服公司各年净利率（%）	34
图 59 上游成本指数 UICI（顶部）和上游页岩成本指数 USICI（底部）	35
图 60 上游成本增长主要来自于原材料	35
图 61 美国生产者成本指数（2010 年 1 月=100）	35
图 62 近一半的资本开支增长与更高的成本有关	35
图 63 海油工程成本构成及同比增速（亿元，%）	36
图 64 公司坚持向轻资产转移（%）	36
图 65 公司关联交易比例改善（%）	37
图 66 海油工程拥有 EPCI 全产业链	37
图 67 海油工程海洋工程制造基地	37
图 68 公司研发支出及工程费用（亿元）	38
图 69 陵水 17-2 深水大气田项目	41
图 70 流花 16-2 油田群工程项目	41
图 71 “深海一号”能源站	41
图 72 “海基一号”导管架	41
图 73 加拿大 LNG 项目	42
图 74 香港 LNG 项目	42
图 75 中国建造的最大圆筒形 FPSO	43
图 76 亚洲首艘圆筒形 FPSO 建造再提速	43
图 77 LNG 储罐自动焊接技术应用于唐山 LNG 项目	44
图 78 超深水钢悬链线立管安装技术	44
图 79 渤中 29-6 在天津智能化制造基地点火开工	44
图 80 曹妃甸 6-4 项目成功投产	44
图 81 “海油观澜号”在珠海基地启航	45
图 82 恩平 15-1 中心平台	45
图 83 2022 年国内原油产量仍未突破 2 亿吨	45
图 84 我国原油依存度仍保持高位	46
图 85 我国天然气依存度不断上升	46
图 86 我国原油最大进口国为沙特阿拉伯	46
图 87 我国天然气主要进口来源国	46
图 88 “七年行动计划”下三桶油产量及储量变化	48
图 89 各油服公司海外营收占比呈复苏态势	49
图 90 各油服公司海外业务毛利率逐渐回升	49
图 91 海油工程海外市场承揽额有望稳步提升	50
图 92 FPSO70 超级储油卸油轮	51
图 93 加拿大 LNG 项目首次实现一体化建造	51

表 1 相对收益整体受到国际油价的波动影响明显.....	15
表 2 相对收益相较油价有时趋势并不完全一致	15
表 3 以国外 PS 为基准进行国内油服公司股价预测	19
表 4 2022 年 OPEC 历次部长级会议重要协议.....	23
表 5 OPEC 长周期石油需求预测（百万桶/天）.....	24
表 6 EIA 原油供需缺口预测（万桶/日）.....	24
表 7 OPEC 预测 2022 年及 2023 年石油供需情况（万桶/日）.....	25
表 8 原油价格受多因素影响	25
表 9 国际主要石油公司 2023 年资本开支计划（单位：亿美元）.....	28
表 10 2022A 及 2023Q1 油服行业各项相关业务业绩水平（亿元）.....	30
表 11 2022A 及 2023Q1 海油工程工作量情况	30
表 12 截至 2022 年报海油工程重点工程项目实施进度	31
表 13 油服行业业绩滞后油价波动时间总览	34
表 14 海油工程近四年主要研发情况	38
表 15 海油工程深水项目不断取得突破.....	39
表 16 海油工程深水项目不断取得突破.....	40
表 17 海油工程主要 LNG 项目	42
表 18 海油工程 FPSO 项目实施情况	42
表 19 海油工程 2021~2022 年核心技术屡获突破	43
表 20 近年来保障能源安全相关政策或事件	47
表 21 中石油、中海油“七年行动计划”对应规划目标	48
表 22 自 2021 年以来国内油服公司在中东地区的主要项目	49
PS 估值对照表.....	52
附录：三大报表预测值	53

1. 背靠国内油气巨头，业务布局全面发展

1.1. 公司成立背靠中国海油

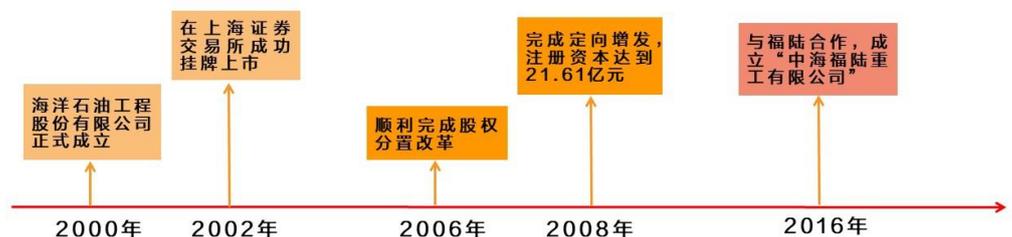
2000年4月20日，海洋石油工程股份有限公司正式成立，注册资本为1.7亿元，由中国石油平台制造公司、中海石油海上工程公司、中海石油工程设计公司、中国海洋石油南海西部公司和中国海洋石油渤海公司共同发起设立，五家股东分别持有本公司36.44%、32.37%、16.34%、14.26%、0.59%的股份。

2002年2月5日，海洋石油工程股份有限公司在上海证券交易所成功挂牌上市，所属行业为开采辅助活动行业。2006年，海油工程顺利完成股权分置改革。2008年，海油工程完成定向增发，注册资本达到21.61亿元。

2013年，海油工程使用35亿元募集资金对珠海公司增资，增资分期完成：首次增资17亿元；第二次增资18亿元。2014年，海油工程使用1亿元对珠海子公司增资，其中约0.9亿元来自于银行理财产品产生的理财收益和活期利息，约0.1亿元来自自有资金。

2016年，珠海子公司与福陆公司旗下的福陆有限公司共同出资9.996亿美元注册成立“中海福陆重工有限公司”，珠海子公司持股51%，福陆有限持股49%。合资公司集成双方母公司优势，加快深水海洋工程装备制造基地的建设，并将珠海场地推向国际工程市场，进一步培育和提高了深水作业能力、项目管理能力、设计与研发能力和国际市场开发能力。

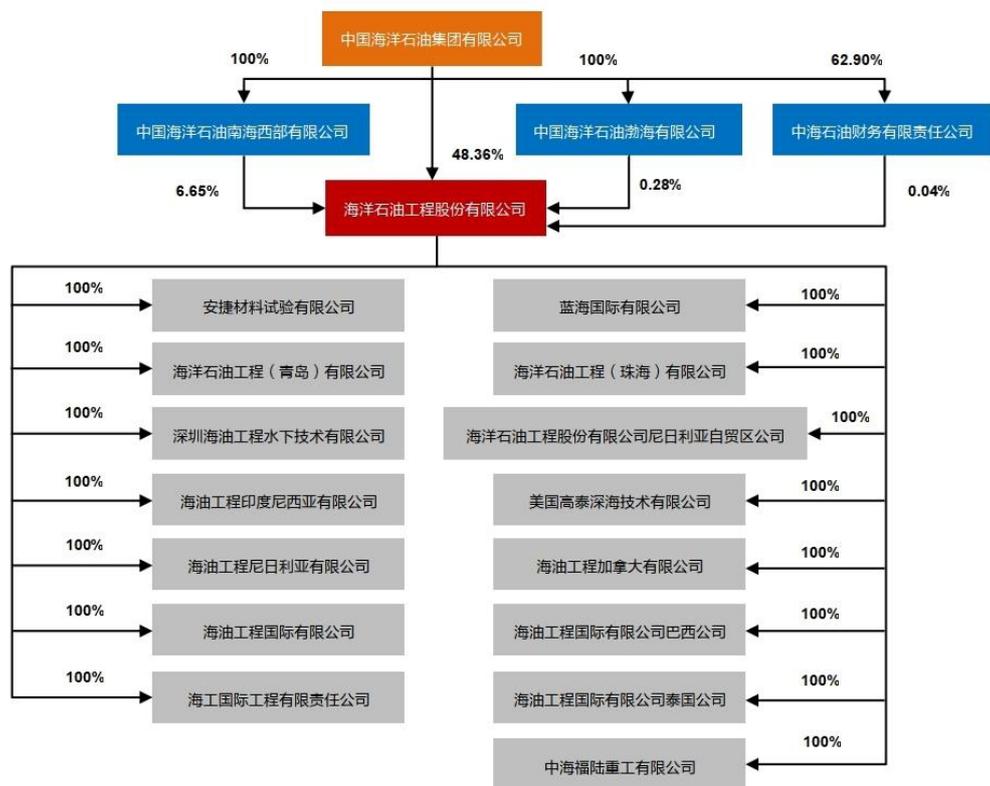
图1 公司发展历程



资料来源：Wind，东海证券研究所

公司目前总股本为44.21亿股，其中中国海油及所属全资子公司持股比例为55.33%。中国海洋石油直接持有公司48.36%股权，通过持有中国海洋石油南海西部有限公司100%股权间接持有公司6.65%股权；通过持有中国海洋石油渤海有限公司100%股权间接持有公司0.28%股权；通过持有中海石油财务有限责任公司62.90%股权间接持有公司0.04%股权。

图2 公司股权结构



资料来源：Wind，东海证券研究所

1.2.立足主业，承包业务全面发展

海洋石油是中国唯一集海洋石油、天然气开发工程设计、陆地制造和海上安装、调试、维修以及液化天然气、炼化工程为一体的大型工程总承包公司，也是亚太地区规模最大、实力最强的海洋油气工程 EPCI（设计、采办、建造、安装）总承包之一。其发展历程中通过不断总结经验及技术公关，持续推进重大装备和技术能力建设，逐渐形成了其“十大装备”和“十大技术”体系。

装备体系：“深水多功能作业船舶及柔性管缆铺装备序列”、“起重、铺管船序列及海底管道焊接设备系列”、“建造场地及建造施工装备”、“挖沟作业船海床处理及挖沟装备系列”、“世界先进的 ROV 装备”、“大型下水驳船”、“海洋工程作业仿真装备”、“深水及水下工程应急维修中心及系列装备”、“水下产品研发测试中心及系列测试装备”、“海洋工程无损检测装备”等。

技术体系：“深水浮式生产设施设计、建造、安装、调试技术”、“超大型海上结构物及模块化设计、建造、安装技术”、“海上油气平台浮托安装技术”、“LNG 全容储罐工程技术”、“1500 米级海底管道及水下生产系统设计、建造、安装及调试技术”、“300 米级深水导管架设计、建造、安装技术”、“海上固定平台工程设施标准化、系列化设计、建造、安装、调试技术”、“海洋工程智能制造及海上作业仿真技术”、“海洋工程数字化与全生命周期检测与评估技术”、“海洋油气田在役设施 IMR（检测、维护、维修）技术”等。

依托其自身强大的工程装备及技术储备，目前公司具体的业务涉及海上油气田开发工程、海底管道、海底电缆、油气处理陆地终端、压力容器、海洋结构物装船和海上运输与安装的设计、咨询与现场技术服务，具有 1500 米水深海上油气田开发工程和浮式生产系统以及海

上油气田开发简易设施的设计能力，并拓展了海上浮式风电、CCUS、LNG 等绿色经济领域相关业务。

1.3.行业景气修复推动业绩复苏

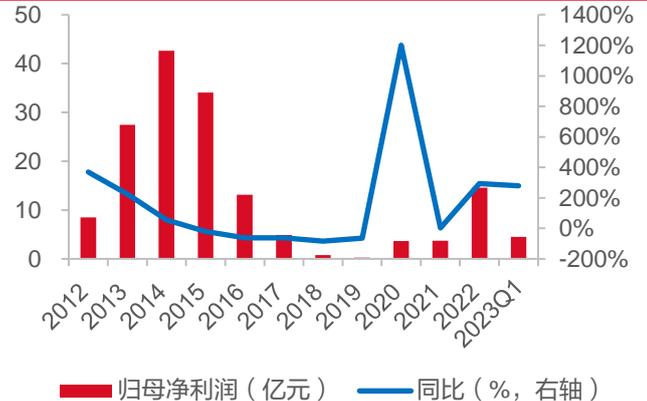
公司营收稳定增长，归母净利润逐步改善。近十年来，公司的营业收入和归母净利润存在一定的波动。2017~2022 年，公司营业收入在稳定持续的增长，而归母净利润仍然波动较大。自 2017 年以来，公司的营业收入由 102.53 亿元逐步增长到 2022 年的 293.58 亿元，创上市 20 年来历史新高，2022 年同比增速达 48.31%。主要原因是随着国内外项目建设的推进，完成的总体工作量保持增长，特别是陆地建造工作量增长较快。而归母净利润于 2018 年和 2019 年下降明显，自 2020 年国际油价反弹上升，归母净利润也随之稳定提高，2022 年归母净利润 14.57 亿元，同比增加 10.88 亿元，增长 294.11%。既得益于国际油价高涨及国家能源安全战略下的增储上产行动的持续推动，国内油田服务市场持续稳步增长，又受益于行业景气度上行，公司业绩得到明显改善。2022 年公司将中海福陆纳入合并范围，剩余内部未实现损益转回股权按公允价值重新计量及确认负商誉合计增加净利润 4.31 亿元，也是促使净利润增长的重要因素。2023 年一季度公司分别实现营收及归母净利 63.97 亿元、4.48 亿元，同比增 46.91%及 279.56%，业绩持续提升。

图3 公司营业收入（亿元，%）



资料来源：公司年报，东海证券研究所

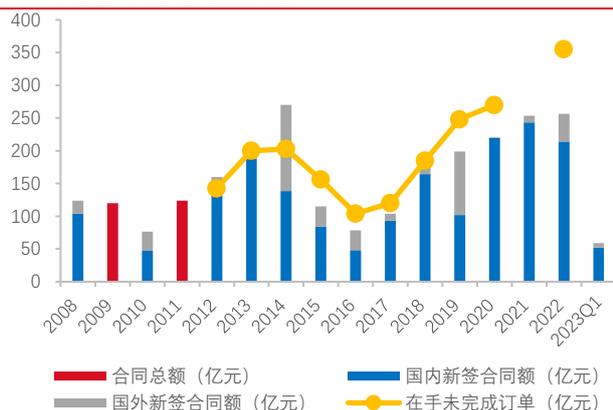
图4 公司归母净利润（亿元，%）



资料来源：公司年报，东海证券研究所

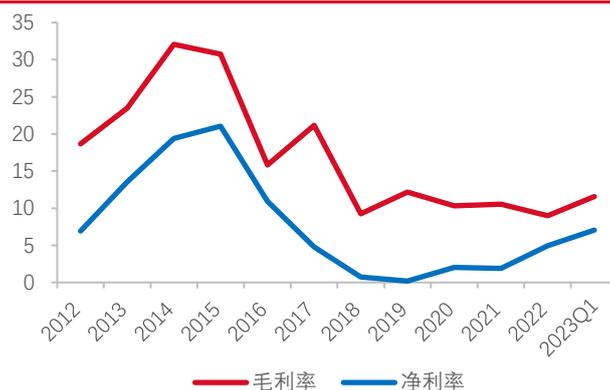
公司订单充裕，盈利能力改善。行业景气度向上，工作量大幅增加，毛利率和净利率较前几年基本维持稳定，公司通过良好的项目管控和提质增效，保障项目高质量按计划运行，以及通过有成效的费用控制措施降低成本所致。公司坚持战略规划引领，推动公司实现国内和国际两个市场、传统油气与新能源多元化发展布局。全年新签合同金额 256.40 亿元，其中国内新签合同额约 213.83 亿元，海外新签合同额约 42.57 亿元。截止 2022 年末在手未完成订单约 355 亿元，为未来 1-2 年工作提供了有力支撑。2023 年一季度公司新增订单 58.71 亿元，同比增 20.66%。

图5 公司订单情况 (亿元)



资料来源：公司年报，东海证券研究所

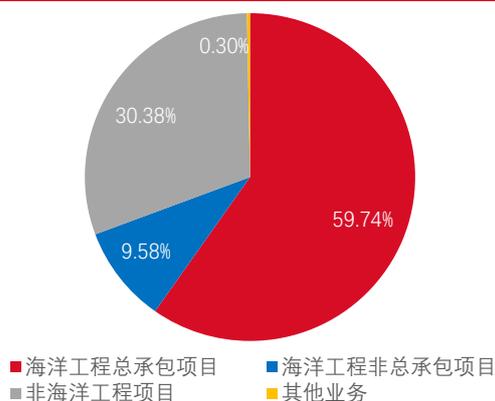
图6 毛利率与净利率变动情况 (%)



资料来源：公司年报，东海证券研究所

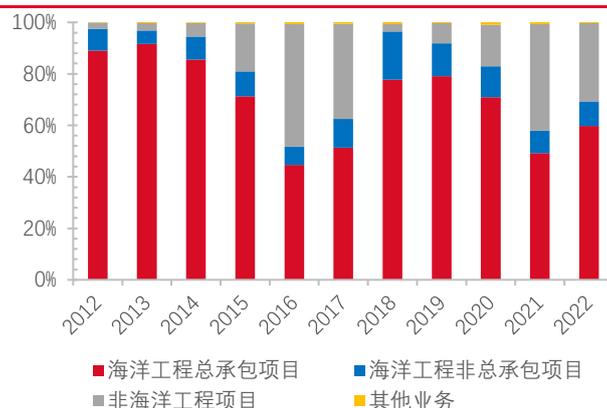
公司核心业务稳固发展，多项业务同步发展。从营业收入构成占比来看，海洋工程总承包项目作为公司的核心业务，2022年占营业收入的59.74%。过去十年间，海洋工程总承包项目基本占总营业收入的一半以上，非海洋工程项目的占比也不断提升。公司在巩固提升传统海洋工程能力基础上，抓住全球油气行业发展大趋势，加快向绿色低碳、高附加值产品转型升级，拓展能源工程一体化服务能力，培育形成了LNG工程、深水工程、FPSO工程、海上风电等产业和能力，不断提升能源工程一体化服务质量，拓展综合能力和发展空间，也使得业务变得更加多元化。

图7 公司营业收入构成 (2022年, %)



资料来源：公司年报，东海证券研究所

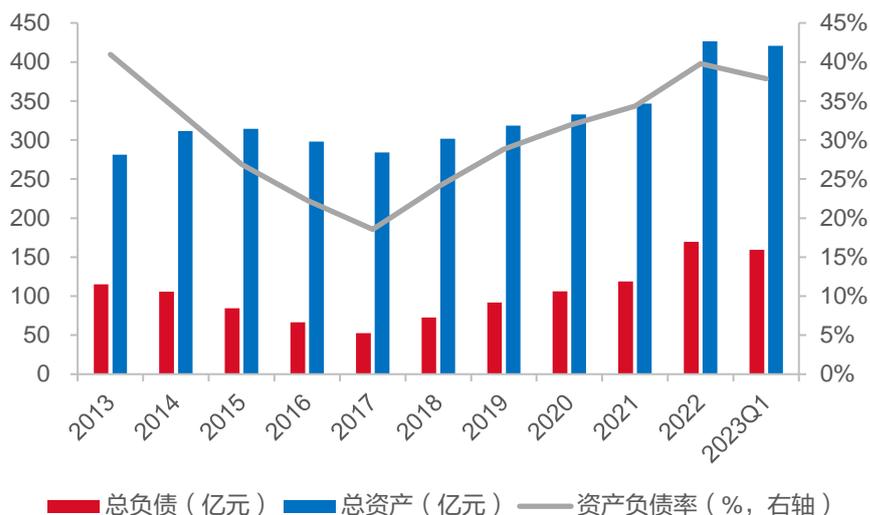
图8 公司营业收入构成 (2012-2022年, %)



资料来源：公司年报，东海证券研究所

公司资产负债率维持稳健。2013~2017年，公司资产负债率曾持续下行，而从2018年起随着营收的稳定持续增长，公司也随之更新装备扩充资产，资产负债率从2017年的18.55%逐步增长至2021年的34.33%。2022年因中海福陆并表和订单大幅增长导致的工程预收款大幅增长，资产负债率上升至39.77%，但依旧维持在较低水平。若剔除相关影响因素，则资产负债率为34.37%。

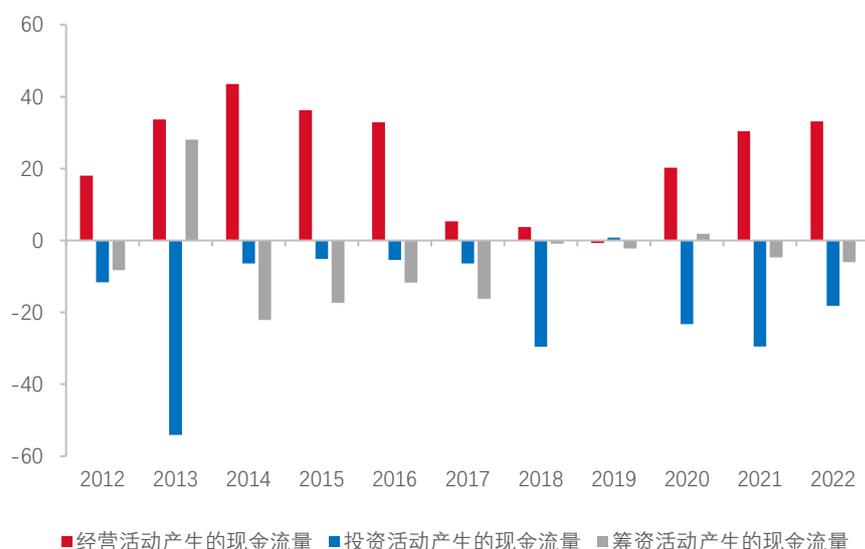
图9 公司资产负债率情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

公司账面现金充裕。2022 年度经营活动产生的现金流量净额为 33.13 亿元，同比增加流入 2.80 亿元，达到 2015 年以来的最高值。主要原因是公司持续做好项目现金流跟踪和管理，恩平、陵水、陆丰等新开工项目收款同比增加所致；投资活动产生的现金流量净额-18.18 亿元，同比减少流出 11.27 亿元，这是由于天津临港海洋工程装备制造基地建设项目本年投资支出同比减少 5.67 亿元，理财投入净流出同比增加 3.40 亿元。此外，本中海福陆纳入合并范围，使得投资活动现金流入得以增加；筹资活动产生的现金流量净额-6.06 亿元，净现金流出较去年同期增加 1.38 亿元，主要由于公司在报告期内偿还了贷款，派发的股利金额同比增加 0.45 亿元，租赁负债本金同比降低，偿还租赁负债支付的现金同比减少 0.45 亿元，使得筹资活动现金流出同比增加。

图10 公司现金流量情况 (亿元)



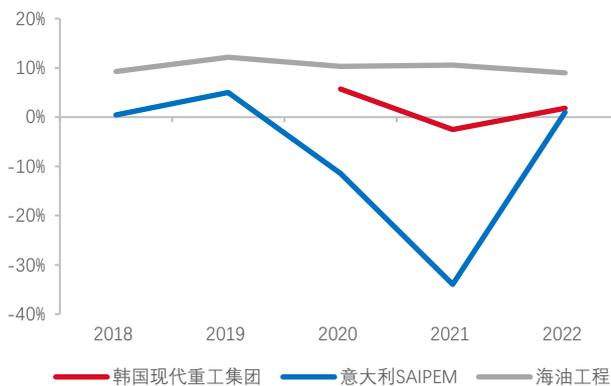
资料来源: Wind, 东海证券研究所

1.4.对标国际，公司正处顶流

公司作为工程类油服公司，处于产业链偏后端位置，其财务数据具备一定工程类公司特征，这里我们选取同为海洋工程行业的海外上市公司韩国现代重工及意大利 SAIPEM 进行对比。

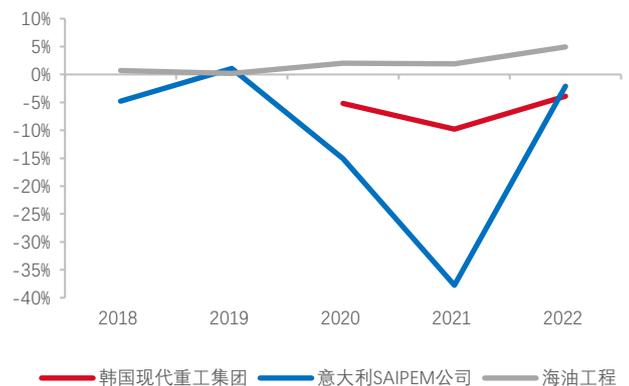
海油工程与国际其他同行相比，盈利能力优势明显。2022 年海油工程的净利率为 4.94%，同比上升 162.77%；毛利率为 8.99%，同比下降 14.79%。意大利 Saipem 公司近五年中在 2020 年与 2021 年出现较大波动，韩国现代重工集团近三年来较为稳定。相比之下，海油工程较两家公司表现得更好，再次说明公司开展的提质增效、项目管控以及费用控制措施带来有效的成果。

图11 海油工程与其他公司毛利率对比 (%)



资料来源：各公司年报，东海证券研究所

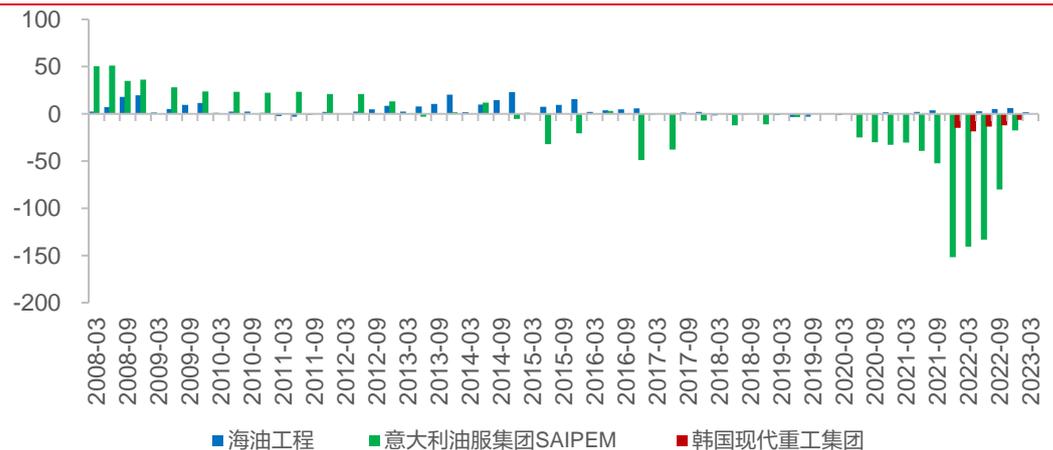
图12 海油工程与其他公司净利率对比 (%)



资料来源：各公司年报，东海证券研究所

同时，公司 ROE 也显著好于韩国现代重工及意大利 SAIPEM。SAIPEM 在 2013 年之前 ROE 曾一度好于海油工程，但随后企业盈利能力逐渐恶化。韩国现代重工于 2021 年上市以来，ROE 展现出一定修复迹象，但仍显著劣于海油工程。

图13 公司 ROE 情况 (%)

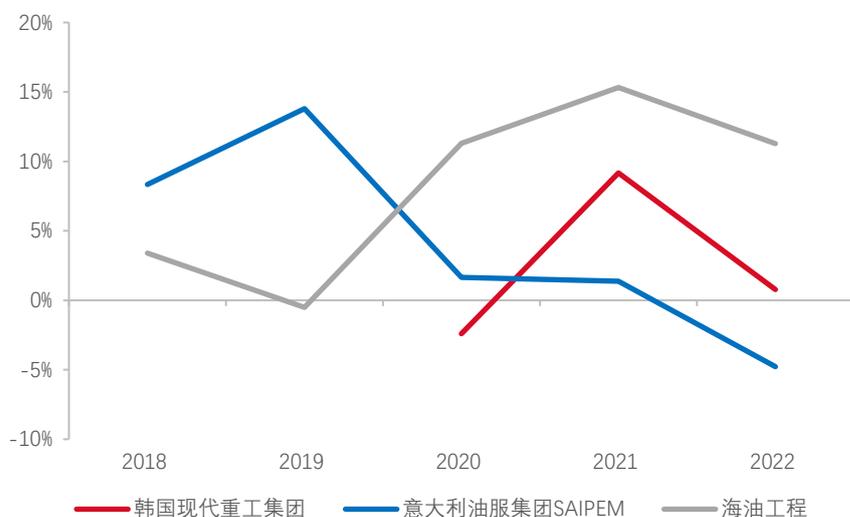


资料来源：Wind，Bloomberg，东海证券研究所

海油工程现金流明显较优。2022 年，海油工程的经营净现金流量为 33.13 亿元，营业收入为 293.58 亿元，两者之比为 11.29%，较去年略有下降，但远远超过意大利 Saipem 公司和韩国现代重工集团。2019 年，海油工程经营净现金流量出现负数，主要受到沙特 3648 项目亏损和计提减值的影响。2020 年，海油工程高质量推进“10+1”项目建设，采取有效措施克服疫情影响，10 个应该在 2020 年内完工的项目也全部提前完工投产，项目安全、质

量和进度优于预期，并紧盯全年生产经营目标，实施强有力的降本提质增效举措，深挖降本增效潜力，增加了效益，从当年起，海油工程生产经营稳步推进，高质量发展态势更加稳固，业绩表现不断向好。

图14 经营净现金流与营业收入之比 (%)



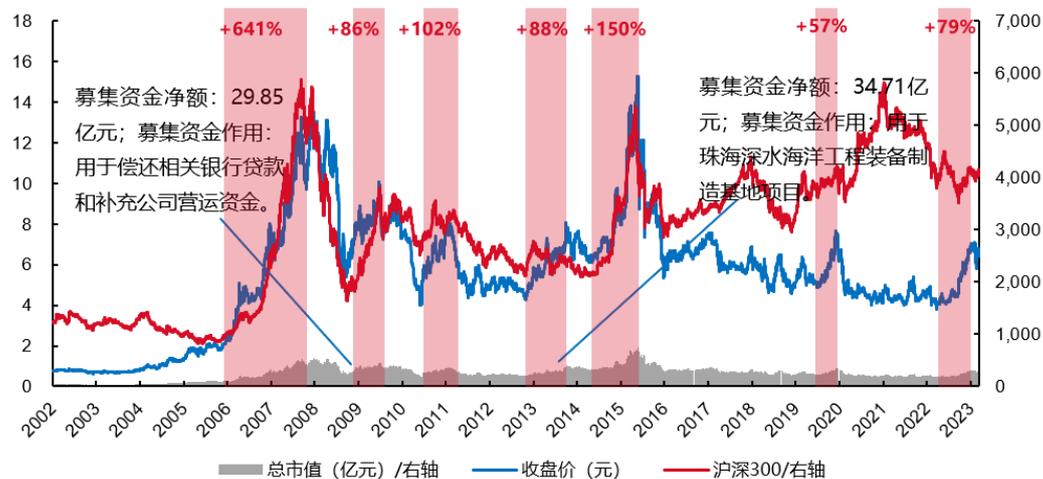
资料来源：Wind, Bloomberg, 东海证券研究所

2. 复盘股价，估值逻辑有待重塑

公司上市首日的股价为 0.75 元，市值为 38.90 亿元，自上市以来于 2015 年 6 月创股价历史最高点 15.25 元 (YoY+1933%)，市值达 755.61 亿元，上涨近 20 倍。自上市以来有三次随市场走高，自 2005 年 12 月至 2007 年 10 月，股价从 1.79 元上升至 13.26 元 (YoY+641%)，对应市值自 89.65 亿元至 532.22 亿元；在 2008 年 10 月至 2009 年 7 月期间，公司股价从 5.41 元升至 10.08 元 (YoY+86%)，市值从 216.69 亿元升至 456.36 亿元；自 2014 年 5 月至 2015 年 6 月，公司股价从 6.11 元上升至 15.25 元 (YoY+150%)，市值从 311.26 亿元升至 755.61 亿元。

同样在 2010 年、2013 年、2019 年海油工程明显跑赢市场，股价分别上涨 102%、88%、57%。2022 年第二季度起受行业景气度回升影响，股价从低点 3.81 元持续上涨至近期 7.1 元的最高点 (YoY+51.58%)。

图15 海油工程股价和市值



资料来源：Wind, 东海证券研究所

2.1.行业股价表现受油价与业绩双重驱动

中海油服与海油工程均为中国海洋石油集团旗下上市公司，处行业龙头地位，且中海油服产业链所处位置偏前端，主业集中在勘探和开发环节，产业链位置相对靠前；海油工程产业链所处位置偏后端，主业集中在油田工程等工作。故选取中海油服和海油工程以相对收益衡量股价表现进行比较，基准日期定为 2008 年 1 月 2 日进行股价表现驱动力复盘。

图16 国内油服行业各板块主要企业

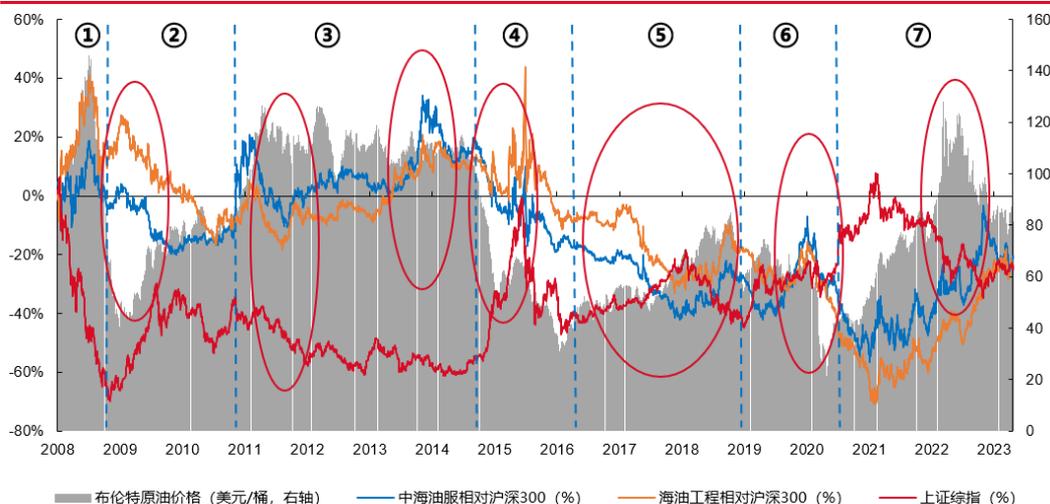


资料来源：华经产业研究院，东海证券研究所

2.1.1.股价表现受国际油价波动影响

中海油服和海油工程的相对收益受到国际油价的波动影响明显。例如 2008 年-2010 年、2014 年-2016 年以及 2018 年-2020 年国际油价出现暴跌导致中海油服和海油工程相对收益下行甚至股价跑输市场；2010 年下半年-2014 年国际油价回到高位时，中海油服和海油工程获得明显且持续相对收益。

图17 中海油服与海油工程相对收益变化与油价波动情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

表1 相对收益整体受到国际油价的波动影响明显

阶段	日期	股价及相对收益表现
①	2008年1-7月	油价高涨，但股市伴随全球金融危机爆发暴跌，期间中海油服和海油工程都有相对收益
②	2008年8月至2010年8月	油价剧降后保持低位，期间中海油服无相对收益，海油工程相对收益逐渐下降至负数
③	2010年9月至2014年6月	油价回到高位，行业景气度保持高涨，期间中海油服和海油工程开始获得明显而持续的相对收益
④	2014年7月至2016年2月	油价下跌并不断创下新低，期间虽然股价随着市场走高，但是中海油服和海油工程相对收益均逐步下降
⑤	2016年2月至2018年10月	油价暴跌后逐渐回升，行业景气度有修复趋势，但改善缓慢，中海油服和海油工程相对收益缓慢向好
⑥	2018年11月至2020年4月	油价震动下跌，中海油服和海油工程相对收益再次下行，于2019年Q4有短暂相对收益但未能持续
⑦	2020年5月至2022年12月	油价逐渐恢复高位，中海油服和海油工程相对收益存在缓慢改善趋势

资料来源：东海证券研究所

油价可以作为判断趋势拐点的信号指标，但不能决定股价表现。油价对于股票的影响，在于预期未来油服行业景气度的变化，可作为信号指标，但有时股价表现与油价波动趋势并不完全一致。

表2 相对收益相较油价有时趋势并不完全一致

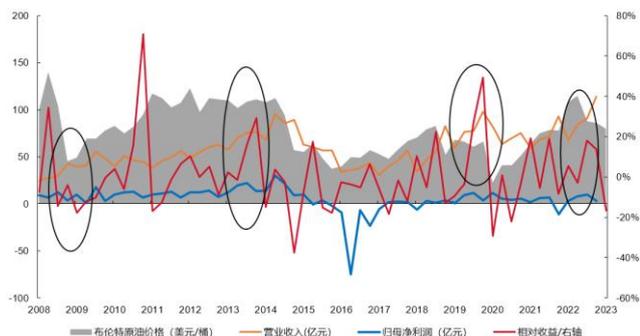
日期	股价及相对收益表现
2008年10月-2009年2月	油价剧降，但中海油服和海油工程相对收益随市场走高
2011年3月-2011年8月	油价居于高位，但中海油服和海油工程相对收益随市场走低，且呈现负值
2013年7月-2013年12月	油价高位稳定，但中海油服和海油工程相对收益有较大幅度上升
2016年-2018年	油价从底部反弹时期并未出现相对收益
2019年7月-2020年1月	油价震动下跌，但中海油服和海油工程出现短暂相对收益
2022年	油价恢复高位，但中海油服和海油工程未出现相对收益

资料来源：东海证券研究所

2.1.2. 业绩影响或造就股价表现与油价波动相背离

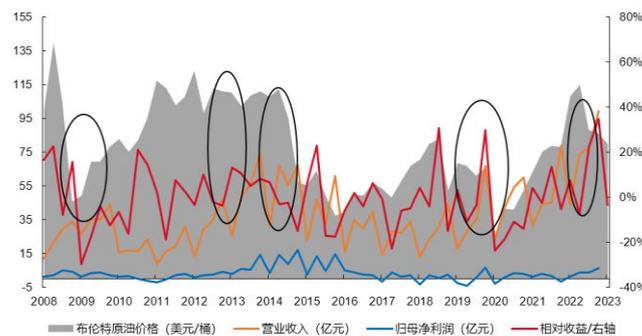
从单季度的相对收益角度，业绩影响使得股价表现与油价波动背离。中海油服和海油工程在2008年Q4、2013年Q3-Q4、2019年Q3-Q4以及2022年Q3期间，在油价下跌或无明显波动保持平稳时，股价都因受益于两家公司业绩改善的预期出现明显的单季度相对收益。同时海油工程于2012年Q2在油价下跌、行业景气走弱时由于业绩改善出现相对收益的改善，以及于2014年Q2在油价平稳时由于业绩低迷导致相对收益不断下降。

图18 中海油服单季度股价表现与油价波动



资料来源：Wind，东海证券研究所

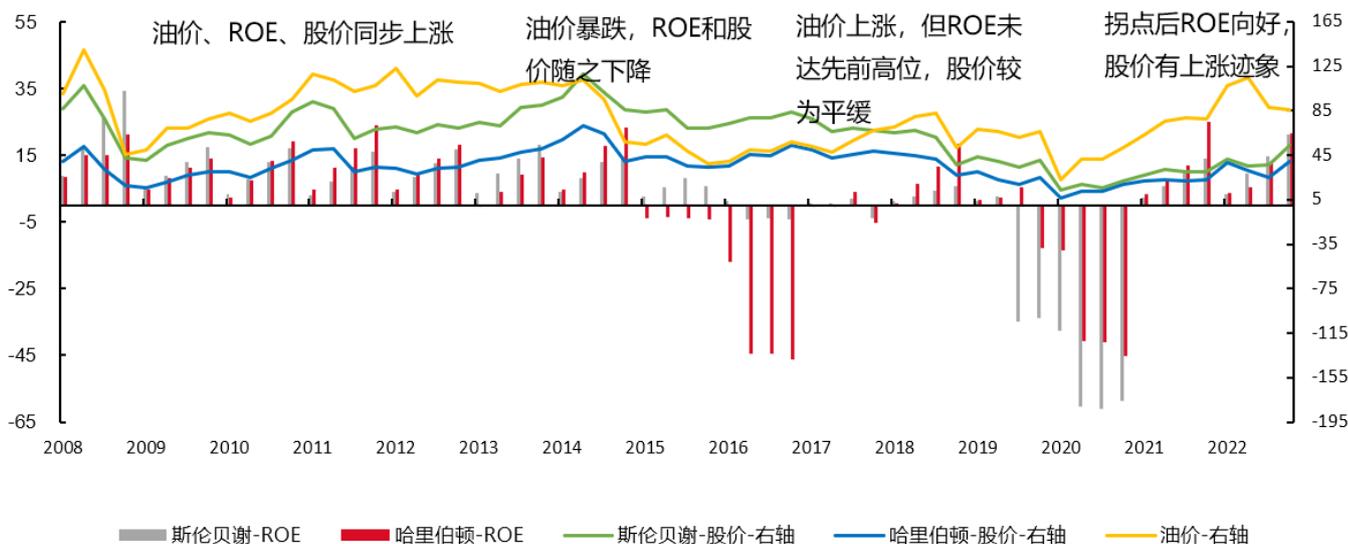
图19 海油工程单季度股价表现与油价波动



资料来源：Wind，东海证券研究所

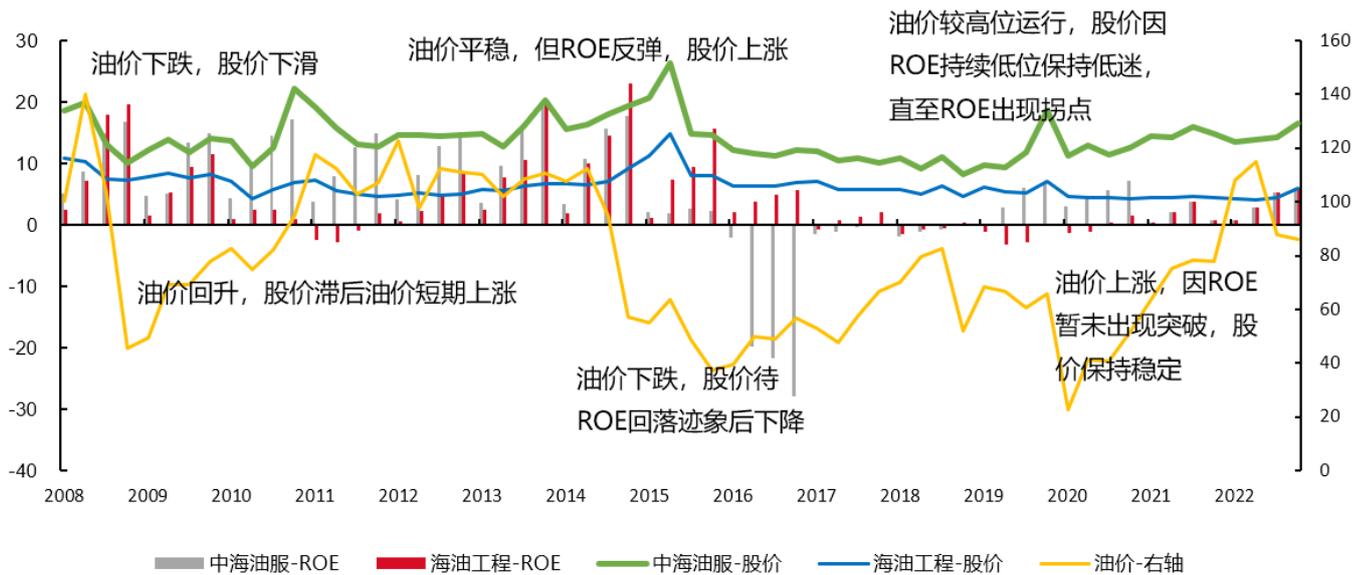
油价上涨需待业绩拐点确认。我国油服公司盈利能力存在明显的周期性规律，复盘国内外油服公司 ROE 与股价变动关系，油服公司股价表现受油价主导，同时持续的股价表现离不开公司业绩支撑：当油价出现趋势性下跌，由于预期业绩进入下滑期，股价往往很快开始跑输市场；公司业绩进入下滑期后，股价往往在复苏拐点确认之后迎来反弹。例如 2012-2015 年以及 2017-2020 年，油价维持高位运行，但股价直至 ROE 拐点出现开始反弹。当前油价处较高位置，由于业绩传导具有时滞性，截至 2022 年 Q3 国外油服公司股价已出现上涨迹象，我国油服公司因 ROE 暂未出现突破，股价保持平缓，待业绩进一步落地股价可期有较大程度涨幅。

图20 国外油服公司 ROE 与股价变动关系复盘（单位：%、美元、美元/桶）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图21 国内油服公司 ROE 与股价变动关系复盘 (单位: %, 元, 美元/桶)



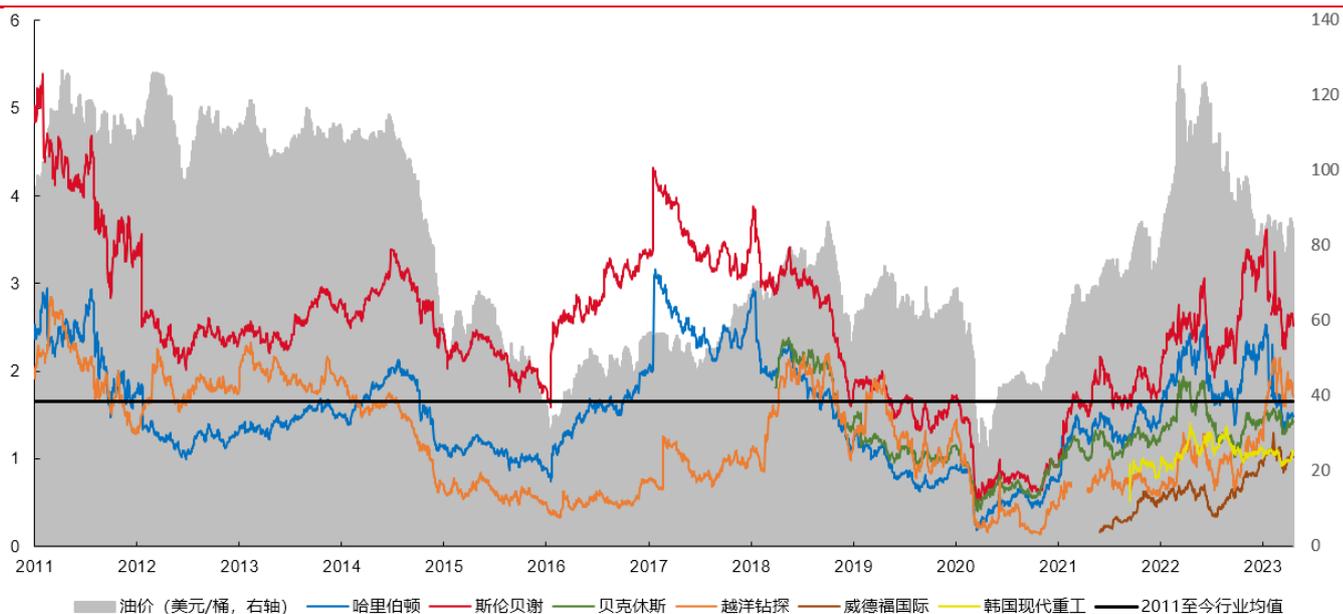
资料来源: Wind, 东海证券研究所

2.2.PS 处历史低点，望迎上涨行情

选取市销率 (PS) 对油服公司进行估值参考。收入可以有效评估企业经营前景，对于主营业务相对稳定的油服行业，订单及订单落地带来的收入很大程度上决定企业的业绩及价值，因此市销率能较好体现油服公司的估值水平。加之国内外油服公司受国际油价影响明显，当油价暴跌或低位运行时，石油公司投资变化直接波及油服公司市场开拓及项目运营，导致油服行业净利润常呈现波动甚至出现亏损情形，对于发生亏损企业市销率可以计算出一个有意义的价值乘数。综上，选取市销率对油服公司进行估值。

国际主要油服公司市销率呈周期性波动。我们选取国际油服市场主要参与者，包括斯伦贝谢、贝克休斯、哈里伯顿、越洋钻探和国民油井华高进行自 2011 年起的市销率复盘。国际主要油服公司周期波动性较为明显，受国际油价以及行业供需影响分别于 2011-2014 年、2014-2017 年以及 2017-至今呈现三个“深 V 形”波段，五家油服公司市销率均处 0.2X-4.3X 之间，2011 至今行业市销率平均值为 1.65X。2020 年以来各国际油服公司市销率表现上升态势，当前贝克休斯、国民油井华高市销率与行业平均值相比偏低，越洋钻探及哈里伯顿略高于行业平均值，斯伦贝谢 PS 最高，已超出 2.5X，与其行业龙头地位相关。

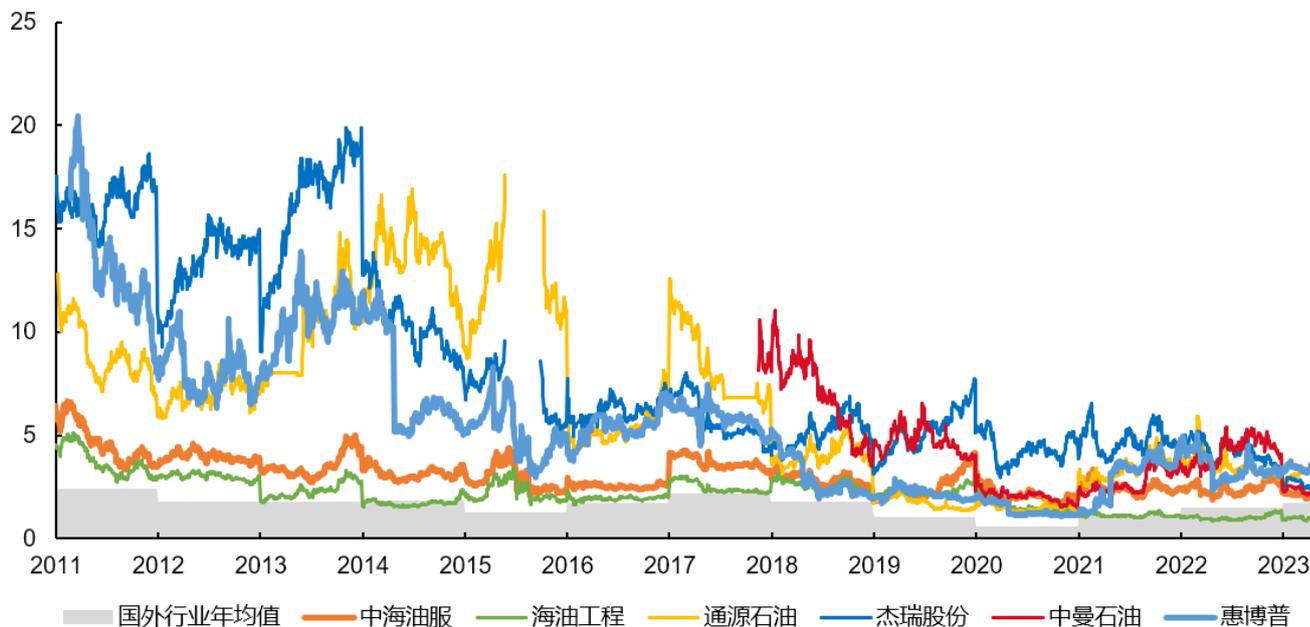
图22 国际主要油服公司市销率



资料来源：彭博，东海证券研究所

国内主要油服公司近年市销率趋于稳定。我们分别考察国有油服公司：中海油服、海油工程及民营油服公司杰瑞股份、中曼石油、惠博普、通源石油 2011 年起市销率的变动情况。国有油服公司相对民营市销率更为平缓，自 2019 年以来各油服公司市销率均趋于稳定，当前保持在 1X-3X 之间，处近十二年历史低位，其中海油工程自 2022 年以来市销率已低于国外行业平均值。

图23 国内主要油服公司市销率



资料来源：彭博，东海证券研究所

当前公司股价提升空间巨大。国内油服公司市销率相较国外五家油服巨头公司始终处于较高位置，因此以国外 PS 为基准进行估值较为保守。若按国外行业 2023 年至今 PS 平均值 1.62X 进行估值，在该目标市销率处较低水平背景下，海油工程市值将达 500 亿元以上，股价较当前有 89.20% 的空间；若以国外行业 2022 年 PS 平均值 1.41X 进行估值，海油工程股价较当前潜在升幅为 64.67%，股价提升空间巨大。

表3 以国外 PS 为基准进行国内油服公司股价预测

以国外 2023 年行业 PS 平均值进行估值										
	收入 (亿元)	收入增速	市销率	目标市值	股数 (亿股)	目标股价	当前股价	涨幅	股价 (元)	涨幅
	2023E	2023E	(X)	(亿元)		(元)	(2023.5.4)		2022.12.31	
海油工程	334.58	13.96%	1.62	542.02	44.21	12.26	6.48	89.20%	6.1	102.31%

以国外 2022 年行业 PS 平均值进行估值										
	收入 (亿元)	收入增速	市销率	目标市值	股数 (亿股)	目标股价	当前股价	涨幅	股价 (元)	涨幅
	2023E	2023E	(X)	(亿元)		(元)	(2023.5.4)		2022.12.31	
海油工程	334.58	13.96%	1.41	471.7578	44.21	10.67	6.48	64.67%	6.1	76.09%

资料来源：彭博，东海证券研究所，截止至 2023 年 5 月 4 日，收入预测来自于东海证券研究所预测

3. 油价中枢抬升，上游资本开支转向

3.1. 2021 年以来油气价格高位运行

复盘 2000 年以来长周期油价走势经历六个阶段。长周期原油价格走势与供求关系、技术进步、国际间的政治格局演变有较大的关系，自 2000 年以来布伦特原油价格经历 2000 年起持续上涨、2008 年至 2010 年“深 V 型”暴跌反弹、2011 年保持平稳、自 2014 年中期开始持续下跌、2016 年震荡反弹以及自 2020 年至今重回高点六个阶段。2021 年布伦特现货均价 70.93 美元/桶，2022 年月均价 99.04 美元/桶。

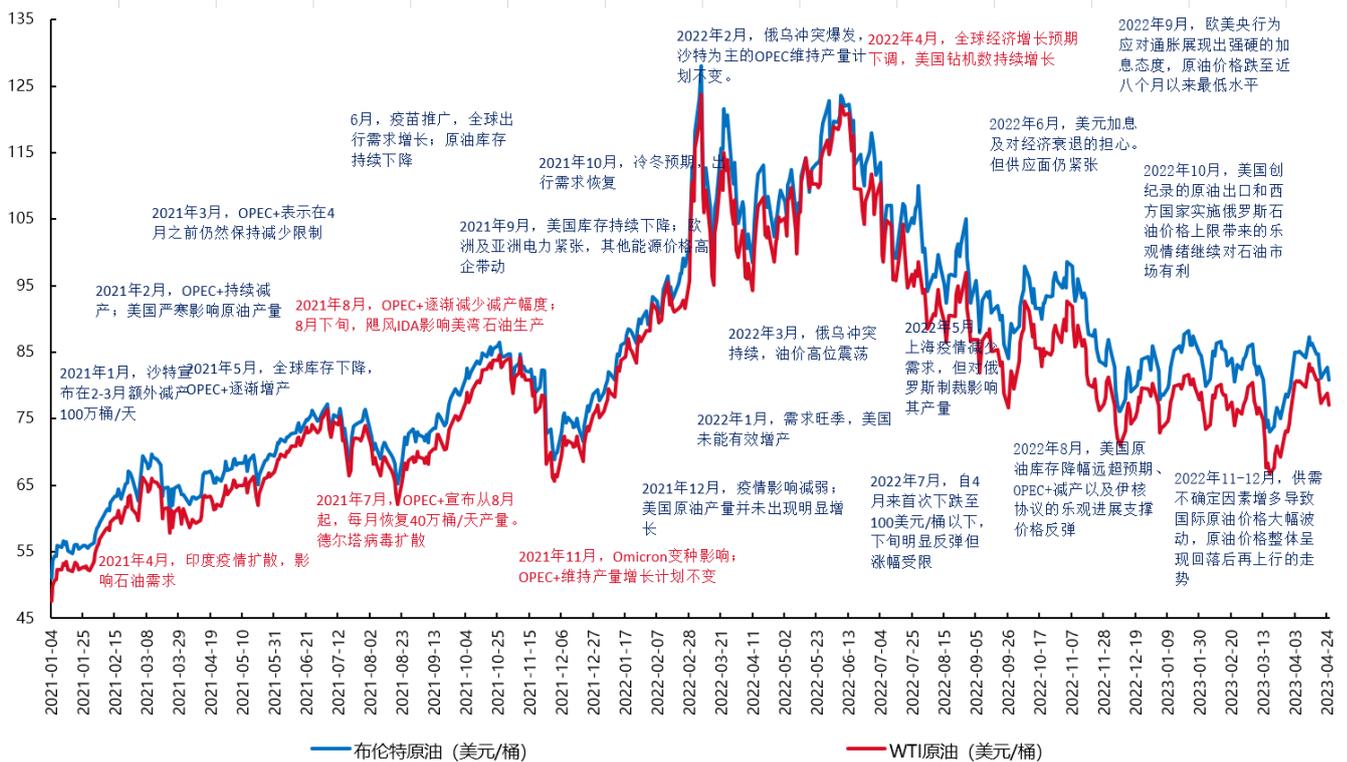
图24 Brent 油价走势经历六个阶段（美元/桶）



资料来源：Wind，东海证券研究所

进入 2023 年国际油价维持箱体运行。2021 年随着疫情反复、OPEC 继续减产、全球石油资本开支仍然维持纪律性,以及天然气、煤炭价格高企推动下,原油价格随之波动上升。2022 年以来,俄乌等地缘政治冲突加大,俄罗斯受制裁或影响长期原油产量、OPEC+实际增产远低于配额增长、美国原油产量表现疲软,疫情影响下需求修复低于预期,叠加美联储加息预期下海外经济放缓,全球油价在市场权衡供应紧缺和经济衰退的可能性之中不断震荡。2023 年多空因素持续博弈,中国等亚洲经济体增长预期消纳了 OECD 等国家原油增长预期,国际油价进入箱体运行,而 OPEC+再次决定减产使得受银行流动性危机影响而低迷的油价跳空上涨,但未能有效突破中枢。

图25 2021 年以来国际油价震荡上行 (美元/桶)

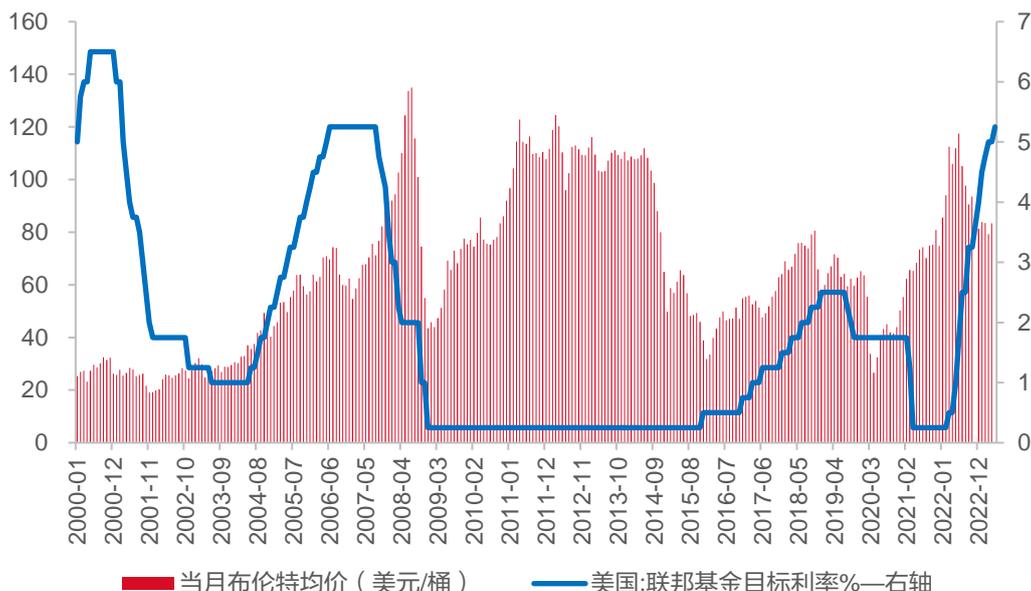


资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.2. 油价区间震荡, 均价中枢提升

多因素利空原油价格。5月3日美联储宣布上调联邦基金利率目标区间到5.00%至5.25%之间,这是美联储自去年3月开启本轮加息周期以来第九次加息,累计加息幅度为500个基点。此次加息幅度放缓,但连续加息已实质对油价形成抑制。欧美PMI值从2022年连续下滑至今,已低于荣枯线,经济衰退风险较大。而历史上原油价格和全球经济增速呈高度正相关,因此伴随着经济增速下滑,原油价格有下行风险。

图26 自 2022 年 3 月以来美联储已九次加息（美元/桶，%）



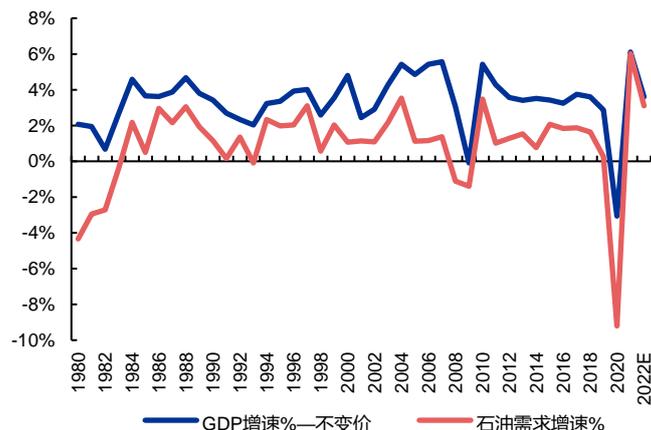
资料来源：Wind，东海证券研究所

图27 欧美 PMI 值连续下滑至今



资料来源：Wind，东海证券研究所

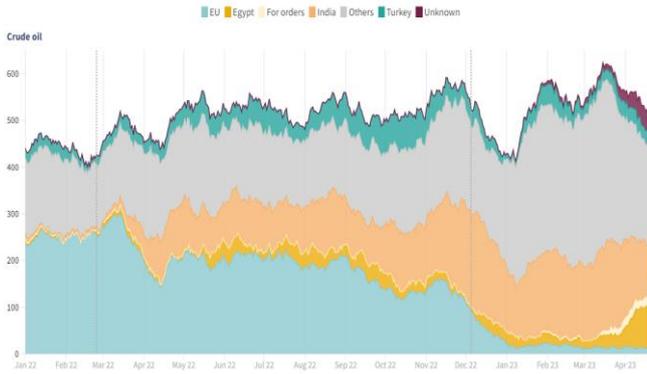
图28 GDP 与原油价格呈高度正相关（%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

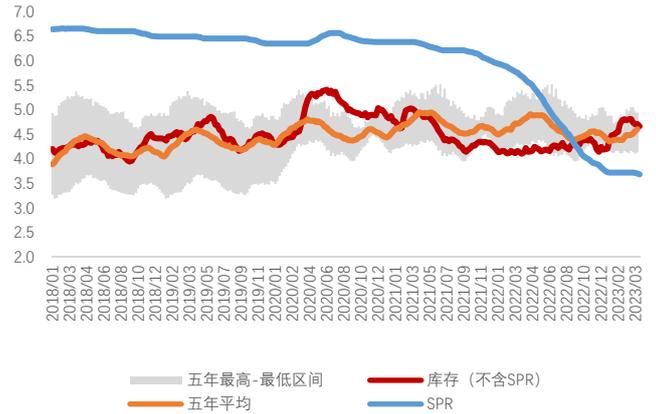
2022 年 12 月 5 日欧盟和英国对几乎所有俄罗斯原油进口实行海运禁运，自 2 月 5 日起，成品油进口也进入禁运范围。与此同时，欧盟和 G7 联盟以及挪威制定了价格上限，其国内航运和保险服务在运输俄罗斯产品时必须遵守该价格上限。因此，俄罗斯石油贸易正在迅速变化。在原油价格上限生效之前，以德国和意大利为首的欧盟国家在最后一刻大量地购买俄罗斯原油，导致欧盟从俄罗斯的海运石油进口量自 2022 年 3 月以来首次环比增长。在原油价格上限和欧盟禁令生效后，俄罗斯的原油出口量在今年 1 月及 2 月中旬出现一定幅度的下降，但随后又迅速修复。其中，埃及、散货转运、“未知目的地”的需求贡献了大部分需求增量。2 月 10 日当周，美国商业原油库存大幅增加 1628.3 万桶，库欣原油库存增加 65.9 万桶，均已实现连续 8 周增长。俄罗斯原油出口超预期叠加美国原油需求放缓将对原油价格产生不利影响。

图29 俄罗斯海运原油出口维持韧性（千吨/日）



资料来源：CREA，东海证券研究所

图30 近期美国原油商业库存上行（亿桶）



资料来源：EIA，东海证券研究所

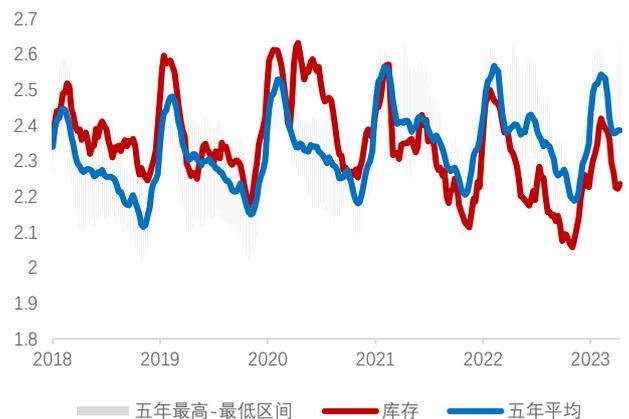
4月14日当周，美国炼厂吞吐量为1584.4万桶/日，开工率91.0%，此前受暴风雪停工影响，今年截至目前美国炼厂一直保持在85%左右的利用率波动。由于部分炼厂计划顺水推舟提前进入检修抬升成品油价格，以弥补停工带来的损失，预计今年整体开工率要低于2022年。国内方面炼厂也进入检修季，4月份的原油吞吐量将较3月份进一步下降，因为国有和小型独立炼油厂都进入维护季节，尽管综合私营工厂的利用率有所提高。中石化、中石油、中海油和石化集团3月份的平均开工率从2月份的三个月高点82.5%降至81.1%。今年4月，国有炼油厂总计有68万桶/天的产能将下线进行定期维修，其中中石化的产能为16万桶/天，中石油的产能为52万桶/天。3月中石化旗舰公司镇海炼化关闭了20万桶/天的3号CDU炼油厂，进行两个月的维护，中海油则关闭了位于惠州的24万桶/天的一期炼油厂。中国石化的长岭石化和北海炼化石化炼油厂也通过更换催化剂进行了部分二次装置维护，这对3月份的整体原油吞吐量也略有影响。2023年上半年，进入维护炼油厂的产能总计将达到207万桶/天，不过维护时间将会有所错开。

图31 美国炼厂开工率偏低（万桶/日，%）



资料来源：CREA，东海证券研究所

图32 美国气油库存（亿桶）

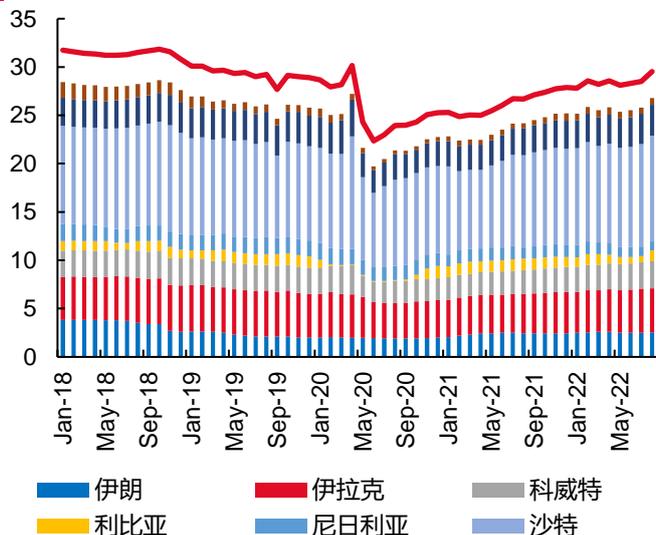


资料来源：EIA，东海证券研究所

OPEC 产量调控支撑油价。沙特阿拉伯、俄罗斯和 OPEC+ 的主要盟友 4 月 2 日表示，计划自愿削减总计 160 万桶/天的供应，其中大部分从 5 月开始，持续到今年年底。EIA 在其 4 月份的短期能源展望中将 2023 年布伦特原油预测上调 2.5% 至 85.01 美元/桶，将 2024 年布伦特原油预测上调 4.7% 至 81.21 美元/桶；将其 2023 年 WTI 价格前景上调 2.8% 至平均 79.24 美元/桶，并将其 2024 年 WTI 预测上调 5.1% 至 75.21 美元/桶。EIA 预计尽管

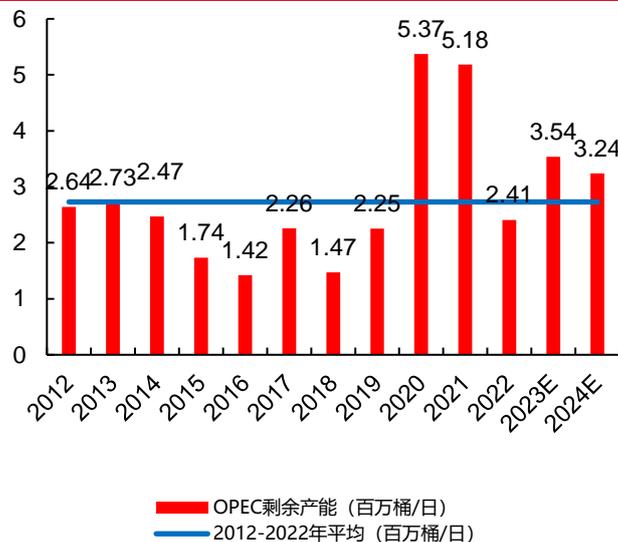
OPEC+减产，由于非欧佩克国家的增产，2023 年全球液体燃料产量将增加 150 万桶/天，达到 1.013 亿桶/天，到 2024 年将增加到 1.033 亿桶/天；2023 年全球液体燃料消费量将增加 140 万桶/天，达到 1.0087 亿桶/天，并在 2024 年达到 1.0272 亿桶/天。

图33 主要 OPEC 产油国的原油产量变化 (百万桶/日)



资料来源：EIA，东海证券研究所

图34 OPEC 剩余产能 (百万桶/天)



资料来源：EIA，东海证券研究所

表4 2022 年 OPEC 历次部长级会议重要协议

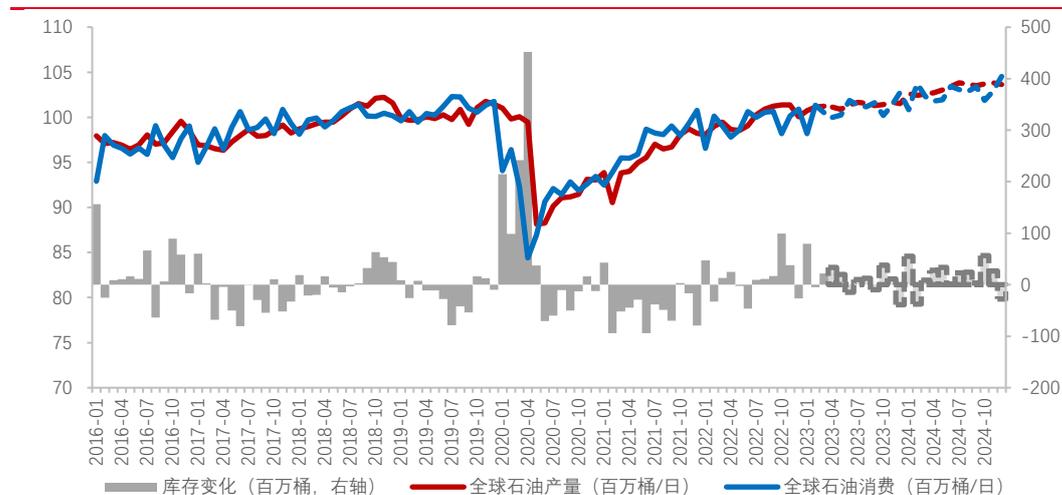
时间	协议结果	增产规模变化
2022.1.4	决定 2 月增产 40 万桶/日	未扩大增产规模
2022.2.2	决定 3 月增产 40 万桶/日	未扩大增产规模
2022.3.2	决定 4 月增产 40 万桶/日	未扩大增产规模
2022.3.31	决定 5 月增产 43.2 万桶/日	基本维持增产规模
2022.5.5	决定 6 月增产 43.2 万桶/日	基本维持增产规模
2022.6.2	决定 7 月增产 64.8 万桶/日	扩大增产规模
2022.6.30	决定 8 月增产 64.8 万桶/日	未扩大增产规模
2022.8.3	决定 9 月增产 10 万桶/日	缩小增产规模
2022.9.5	决定 10 月产量恢复到 8 月水平	缩小增产规模
2022.10.5	决定 11 月开始产量在 8 月的基准上减产 200 万桶/天	大幅缩小增产规模
2022.12.4	决定 12 月产量维持 11 月减产目标	未扩大增产规模
2023.2.4	决定维持 2022 年 10 月会议公布的目标产量不变	未扩大增产规模
2023.4.2	决定 5 月开始减产 160 万桶/天	大幅缩小增产规模

资料来源：OPEC，东海证券研究所

石油需求仍保持增长态势。从长期来看，OPEC 预估原油需求复苏势头强劲，在《3 月原油展望》中预计 2030 年石油需求将达到 1.08 亿桶/天，2045 年达到 1.10 亿桶/天。2 月 12 日欧佩克秘书长表示，预计到 2025 年石油需求将进一步增加，达到 1.1 亿桶/日，高于先前预测。从短期来看，尽管欧美国家经济放缓对原油需求造成威胁，但受中国和其他非经合组织国家需求增长的推动下 OPEC 最新预计 2023 年全球石油需求增长 230 万桶/日至

1.02 亿桶/日。IEA 预测 2023 年全球石油需求将增长 110 万桶/日，其中中国需求增加 72 万桶/天，均高于先前预测。

图35 全球石油供需



资料来源：EIA，东海证券研究所

表5 OPEC 长周期石油需求预测（百万桶/天）

	2021	2025	2030	2035	2040	2045
OECD	44.83	45.81	45.40	46.63	46.16	46.00
Non - OECD	52.25	53.65	52.88	52.86	54.93	53.58
World	97.08	99.45	98.28	99.49	101.1	99.58

资料来源：OPEC，东海证券研究所

全球石油供需走势相对偏紧。EIA 在最新的 2023 年 2 月短期能源展望中对未来石油供需预测更加偏紧，主要原因在于中国放松对疫情的限制增加对其石油需求增长的预测，并由于全球石油库存的增加下调对欧佩克石油产量的预测，很大程度上抵消供给的变化。同时俄罗斯 2 月 10 日宣告为应对价格上限自 3 月起削减石油产量 50 万桶/日，相当于俄罗斯 1 月产量的 5%。先前 EIA 预计 2023 年俄罗斯产量将减少 110 万桶/日，国际能源署预测将减少 140 万桶/日。多重因素下整体供需偏紧对全球油市构成一定支撑。

表6 EIA 原油供需缺口预测（万桶/日）

	2021	2022	23Q1E	23Q2E	23Q3E	23Q4E	2023E	2024E
供给	9566	9997	10070	10071	10147	10150	10110	10261
需求	9716	9944	9969	10005	10099	10119	10049	10227
供需缺口	-150	53	101	66	48	31	61	34

资料来源：EIA，东海证券研究所

表7 OPEC 预测 2022 年及 2023 年石油供需情况 (万桶/日)

Supply/demand balance for 2022						
	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022
(a) World oil demand	9701	9938	9820	9943	10118	9955
(b) Non-OPEC liquids production and OPEC NGLs	6896	7068	6992	7097	7243	7101
a-b	2805	2870	2828	2846	2875	2854
OPEC crude oil production	2634	2836	2859	2944	2914	2888
Balance	-171	-34	31	98	39	34
Supply/demand balance for 2023						
	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023
(a) World oil demand	9955	10104	10065	10190	10347	10177
(b) Non-OPEC liquids production and OPEC NGLs	7101	7219	7231	7261	7327	7260
a-b	2854	2885	2834	2929	3020	2917

资料来源：OPEC，东海证券研究所

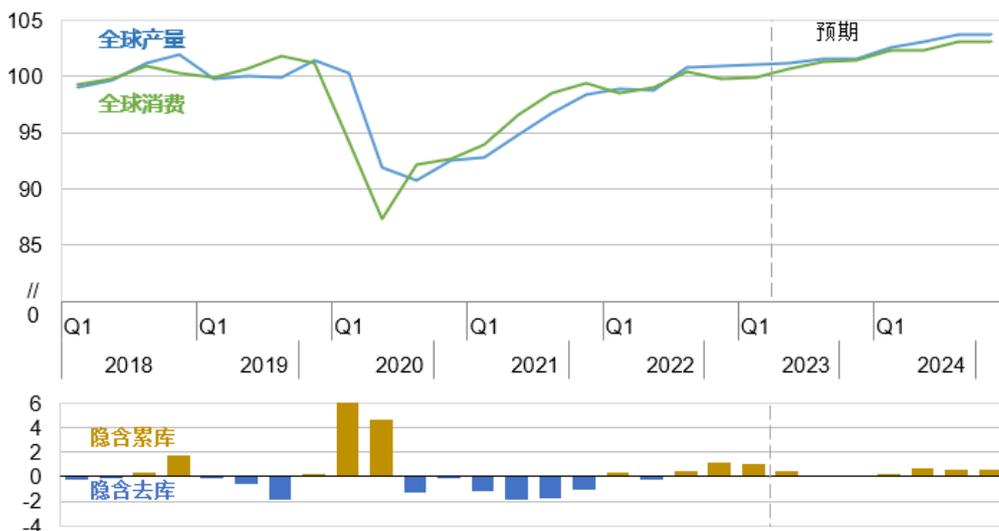
预计 2023 年原油价格维持区间震荡，但均价中枢提升。EIA 预计 2023 年上半年布伦特原油现货价格平均为 85 美元/桶，2024 年起随着全球石油库存持续增加油价将出现下跌，预期 2023 年底布伦特原油现货价格平均为 82 美元/桶，2024 年降至 78 美元/桶。考虑到全球上游历史资本开支不足、技术进步对于开采效率的边际影响下降、油井老化等因素，预计原油价格仍将维持在中高位 60-90 美元/桶区间震荡。

表8 原油价格受多因素影响

事件	影响
OPEC+维持目标减产产量不变，面对全球石油库存的增加有望再次减产	利好
中国放松对疫情的限制，未来需求前景被市场看好	利好
俄罗斯成品油制裁下需求下降，预期产量下降	利好
美国收储指导价支撑油价	利好
沙特上调销往亚洲地区官价	利好
制裁背景下俄罗斯原油出口超预期	利空
美国连续加息+欧洲能源短缺带来经济增速下滑，海外需求疲软	利空
美国经济数据更有助于美联储倾向鹰派	利空
美国商业原油库存持续回升	利空
碳中和进度加快，降低化石燃料成为全球大趋势	利空

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

图36 EIA 油价预测

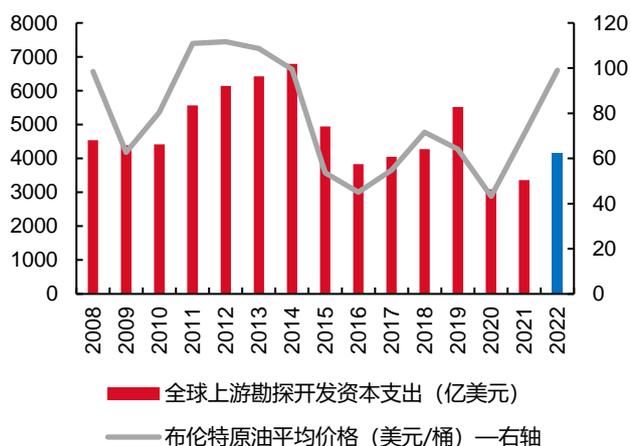


资料来源：EIA，东海证券研究所

3.3.上游资本开支回升，行业复苏积极可期

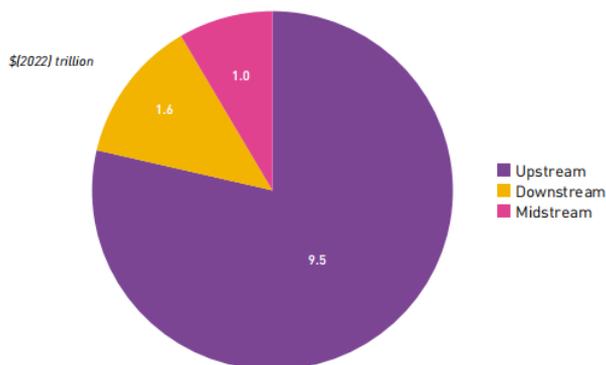
上游资本开支出现边际转向，可支撑油服业绩。近期由于疫情影响而推迟的上游项目已陆续恢复，巴西、美国墨西哥湾、哈萨克斯坦等国家和地区不断有新油田投产。市场对原油需求旺盛，考虑到现有油田的自然下降，未来提升上游投资具有必然性。油气上游资本支出2020年大幅下降29%，2021年仅增长6%，IHS预计2022年将出现高于20%的健康增长，虽仍低于疫前水平，但已从低点逐渐回升，2023-2025年将温和增长。IEA预计长期与石油相关的总投资需求为12.1万亿美元（以2022年的美元计算），其中上游投资为9.5万亿美元，高于2021年的估计，主要由于短期预计会出现一些成本通胀，长期高成本国家将转向提高产量。上游资本开支的回升直接决定油服行业的资金投入量，进而引领油服行业复苏。

图37 全球油气上游勘探开发投资逐渐回升



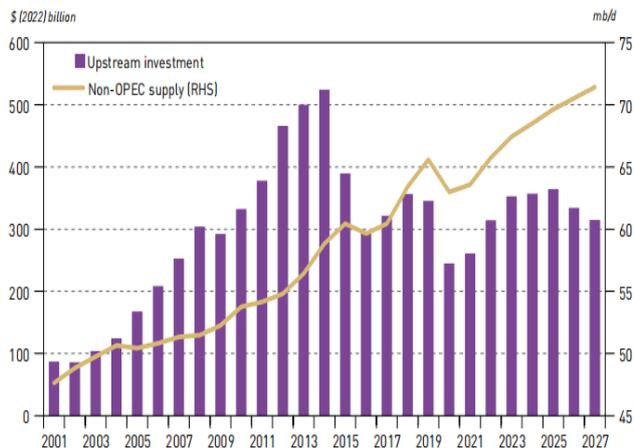
资料来源：IHS，东海证券研究所

图38 长期与石油相关上游投资需求为9.5万亿美元



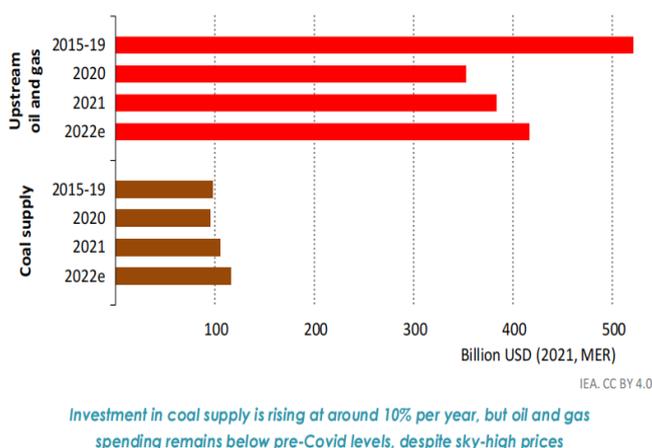
资料来源：OPEC，东海证券研究所

图39 长期看全球上游资本开支增长趋于稳定



资料来源：Rystad Energy, OPEC, 东海证券研究所

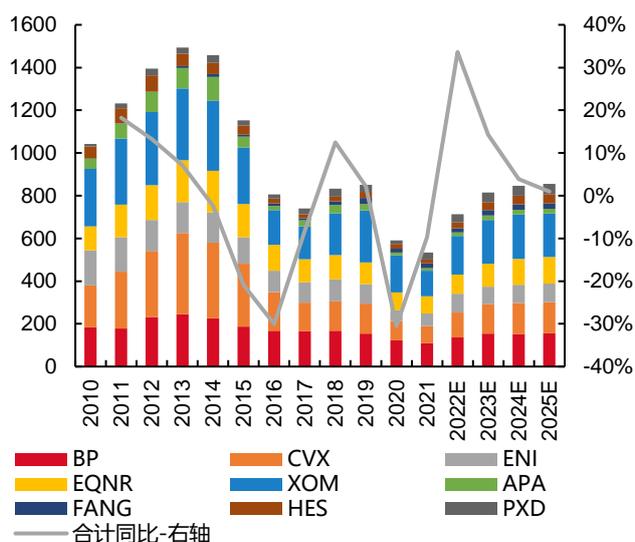
图40 IEA 预测全球上游油气投资



资料来源：IEA, 东海证券研究所

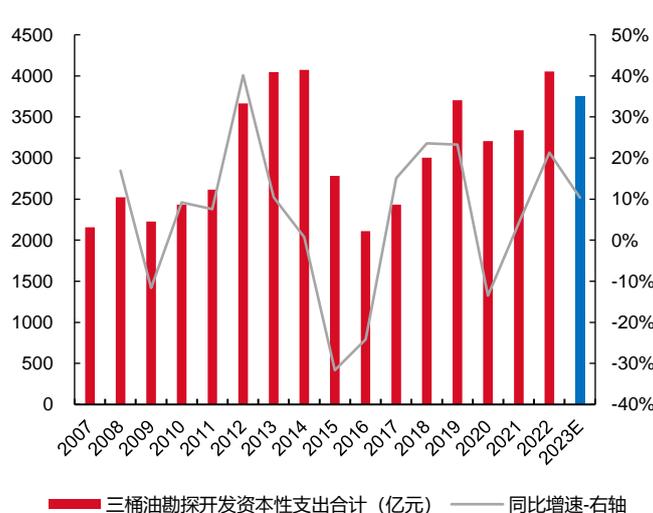
国际主要石油公司与国内三桶油均加大勘探开发资本开支。2020年由于减产协议破裂以及疫情影响，国际油价暴跌甚至出现负油价，石油公司根据形势调整资本开支，油服行业景气度明显回落。自2021年以来在高油价催化下，石油公司均积极响应加大勘探开发力度。2022年中石油、中石化和中海油预计勘探开发资本开支合计3397亿元，同比增加1.72%，预计后续国内油气勘探开发会继续强化；国际主要石油公司2022年勘探开发支出预计上涨33.63%，近期国际石油公司公布的2023年的资本开支计划也给出较为积极的信号，其中BP将目标资本支出从先前140-160亿美元区间调整为140-180亿美元，并持续到2030年；道达尔预计资本开支计划将达160-180亿美元，其中45亿美元将会用于新油气项目的开发，2022年其实际实现资本开支超计划约15亿美元；埃克森美孚表示资本开支将同比增长9%；雪佛龙计划资本开支为169亿美元，其中集团公司上游115亿美元，子公司上游19亿美元。资本开支计划向好，油服行业业绩有所保障。

图41 国际主要石油公司上游 E&P 有望反弹（亿美元）



资料来源：彭博, 东海证券研究所

图42 三桶油加大勘探开发资本开支（亿元，%）



资料来源：公司公告, 东海证券研究所

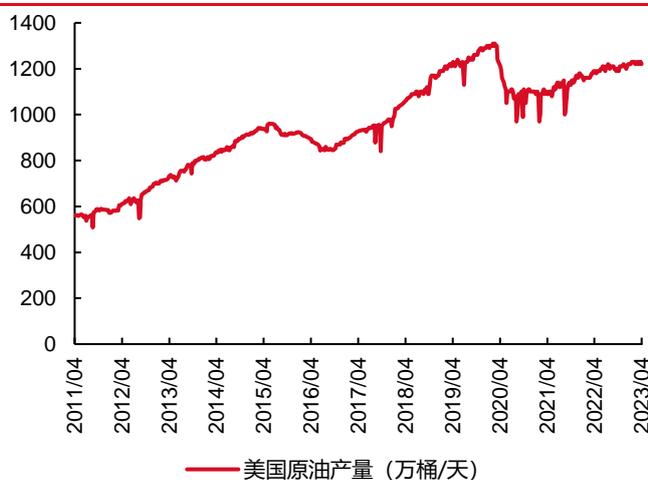
表9 国际主要石油公司 2023 年资本开支计划（单位：亿美元）

	2022	2023E
ExxonMobil	184.07	230~250
TotalEnergies	156.90	160~180
bp	120.69	160~180
Shell	226.00	230~270
Chevron	119.74	130~150

资料来源：公司公告，东海证券研究所

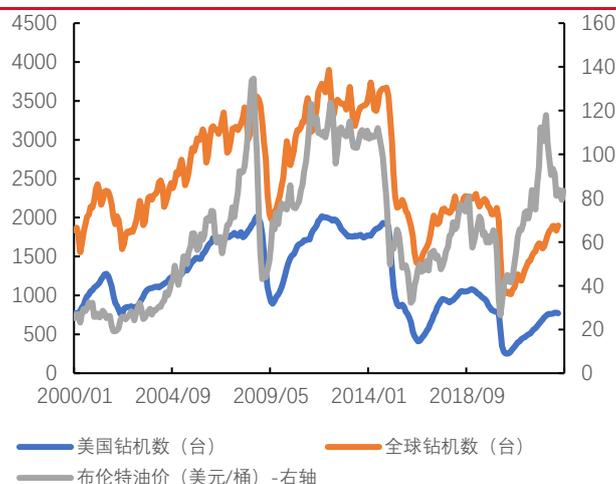
美国工作钻机数与原油增产显现疲软。本轮美国原油产量的修复相比 2016 年的修复速度明显减缓，一方面因为美联储强硬加息，对经济增速以及刚性的原油需求造成打击；另一方面随着美国优质井开采逐渐减少，单井产量快速下滑。同时美国钻机数量和新钻井数量回升缓慢，根据历史数据原油价格与钻机数呈明显正相关，然而本轮油价上行钻机数尤其是美国增长幅度偏低，主要是源于高成本下投资者施压叠加拜登政府政策限制导致美国资本开支仍然谨慎。

图43 美国原油产量自 2022 年下半年以来基本稳定



资料来源：EIA，东海证券研究所

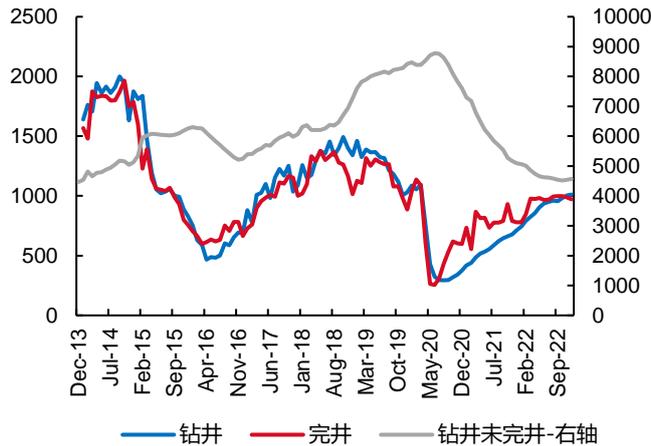
图44 美国钻机数量增长提升缓慢



资料来源：Baker Hughes，东海证券研究所

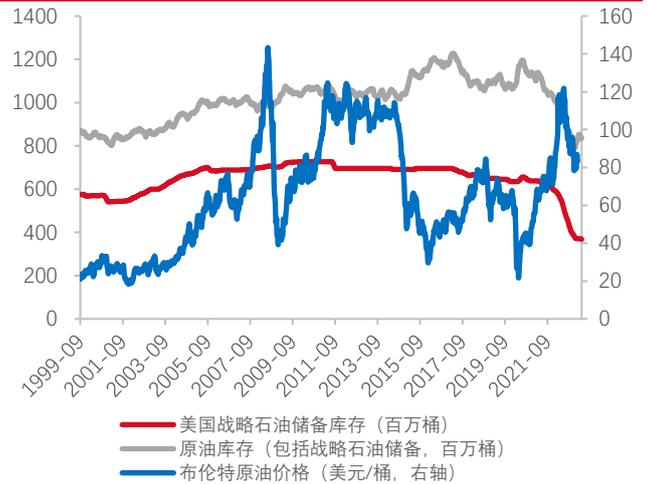
美国有望提升上游资本开支。油气井通常在开始钻井后的 6 个月内完井，但一些油气井由于产量限制、经济等因素无法在正常的时间内完成，随着完井平均时间的增加，已钻未完井（DUC）的数量随之增加。疫情期间美国积累大量 DUC 库存，最高可达 8392 个。随着原油价格回升，美国完井依赖于 DUC 的释放，在提高产量的同时展示资本纪律，2022 年 10 月美国 DUC 下降至 4521 个达历史低点。美国战略石油储备库存及原油总库存也创历史新低，尽管美国政府已提出补库计划，但与石油商仍存在分歧，为保障国家能源供应及安全，同时生产效率提高下盈亏平衡价格下降，预计美国将进一步提升上游资本开支，改善增产动能。

图45 美国 DUC 数量创历史新低 (个)



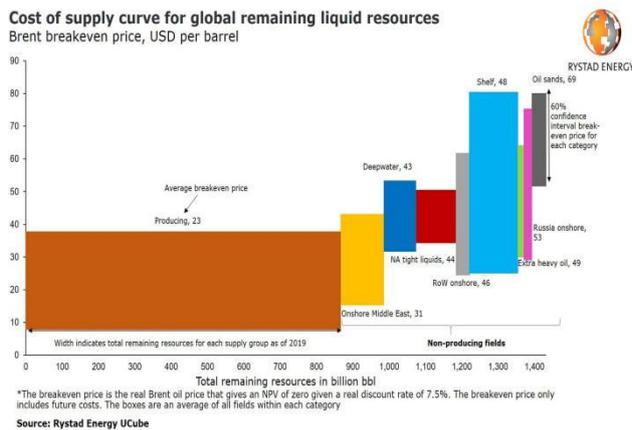
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图46 美国原油库存及战略石油储备库存达历史低点



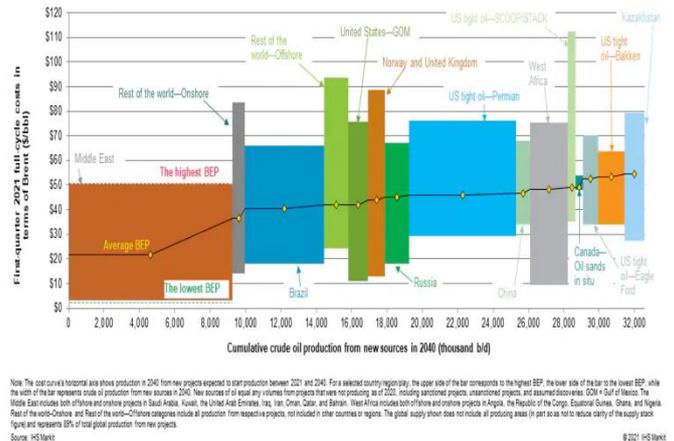
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图47 2020 年 Rystad 表示石油生产成本降低



资料来源: Rystad Energy, 东海证券研究所

图48 2021 年标普全球表示盈亏平衡价格下降



资料来源: 标普全球大宗商品洞察, 东海证券研究所

4.成本领先、技术驱动巩固公司业绩持续性

4.1.景气回暖, 显现业绩改善初迹象

行业景气度有所回暖。下表为上市的 8 家油服公司所在的五大子板块 2022A 及 2023Q1 的收入和盈利水平。物探板块: 整体较为低迷; 钻井板块: 2022 年业绩有所恢复, 增速转负为正, 全年增速较上半年进一步抬升; 油技板块: 各公司收入提升, 毛利率表现更佳; 特种作业: 基本持平; 工程建设板块: 收入持续提升, 毛利率保持平稳。2022 年除物探服务、特种作业外, 其余板块整体业绩均有所改善。

表10 2022A 及 2023Q1 油服行业各项相关业务业绩水平（亿元）

业务	指标	合计	中海油服	石化油服	杰瑞股份	海油工程	博迈科	惠博普	石化机械	潜能恒信	
物探服务	收入	22A	67.57	19.88	47.57					0.12	
		YoY	0.67%	-2.17%	2.02%						29.41%
	毛利率	22A	4.51%	0.70%	6.22%					58.33%	
钻井服务	收入	22A	471.61	103.46	368.15						
		YoY	12.66%	17.85%	11.28%						
	毛利率	22A	3.61%	-2%	6%						
油技服务	收入	22A	320.18	196	32.58	91.6					
		YoY	24.35%	29.93%	1.56%	22.85%					
	毛利率	22A	29.98%	23.58%	17.50%	35%					
特种作业服务	收入	22A	93.66		93.66						
		YoY	-0.19%		-0.19%						
	毛利率	22A	8.61%		6.82%						
工程建设服务	收入	22A	657.24	37.25	174.36	22.49	293.58	32.17	19.87	77.52	
		YoY	22.25%	12.64%	4.31%	70.38%	48.31%	-21.17%	24.65%	11.52%	
	毛利率	22A	11.53%	-0.08%	8.71%	24.14%	8.99%	11.74%	19.95%	16%	
2023Q1	收入	22A	376.59	84.56	179.42	22.8	63.97	3.1	3.42	19.32	-
		YoY	22.94%	24.39%	16.90%	24.93%	46.92%	-29.86%	38.46%	19.33%	-
	毛利率		9.58%	13.78%	7.16%	36.10%	11.59%	27.25%	25.98%	12.99%	-

资料来源：Wind，东海证券研究所

海油工程工作量提升明显。2021 年全球上游勘探开发投入增长缓慢，油价上涨还未及时传导至油服市场，行业复苏动能弱，工作量总体表现不佳。自 2022 年以来油服公司工作量和工作效率提升明显，行业景气度逐步恢复，未来业绩有所保障。

表11 2022A 及 2023Q1 海油工程工作量情况

海油工程	2022A	YoY	2023Q1	YoY
钢材加工量（万结构吨）	37.75	57%	12.01	44%
安装等海上作业投入（万船天）	2.61	18%	0.62	24%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

工程稳步推进，利空出清。海油工程 2018~2021 年海外营收利润率偏低，主要系部分海外项目计提合同款所致，目前该部分项目已基本计提结束，海外合同利润率存在修复预期。

表12 截至 2022 年报海油工程重点工程项目实施进度

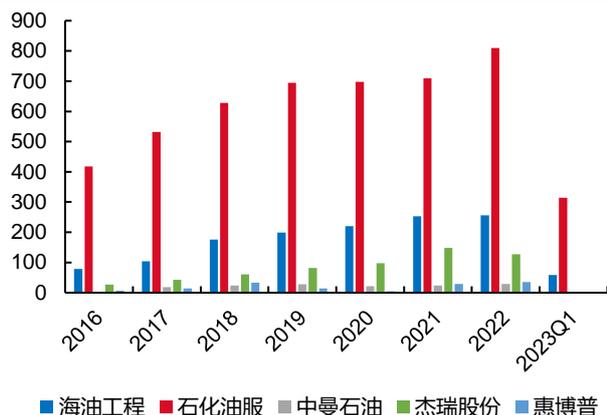
序号	项目名称	累计实施进度
1	北美壳牌 LNG 模块化建造项目	98.55%
2	香港海上液化天然气接收站项目	97.00%
3	天津 LNG 二期接收站工程项目	79.89%
4	唐山 LNG 项目接收站一期工程项目	96.51%
5	唐山 LNG 项目接收站二阶段工程项目	51.60%
6	广东珠海 LNG 扩建项目二期工程项目	43.61%
7	福建漳州 LNG 接收站及储罐项目	97.46%
8	龙口南山 LNG 一期工程接收站项目	72.42%
9	渤中 29-6 油田开发项目	100%
10	渤中 19-6 凝析气田 I 期开发项目	56.72%
11	渤中-垦利油田群岸电应用工程项目	78.76%
12	陵水 25-1 气田开发项目	7.10%
13	流花 11-1/4-1 二次开发项目	48.42%
14	恩平油田群区域开发项目	88.73%
15	垦利 6-1 油田 KL5-1、5-2、6-1 区块开发项目	91.88%
16	垦利 6-1 油田 10-1 北区块开发项目	100.00%
17	陆丰油田群区域工程项目	100.00%
18	垦利 6-1 油田 4-1 区块开发项目	100.00%
19	中海油北美公司 K1A 管线重建项目	98.89%
20	沙特阿美 Marjan P1 Gosp-4 项目	25.48%
21	乌干达 Kingfisher 项目	27.54%
22	企鹅 FPSO 项目	99.70%
23	巴西 P79 FPSO 项目	24.07%
24	巴西 P70 FPSO 项目	100.00%
25	卡塔尔 NFA 项目	100.00%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

4.2. 订单支撑强劲，业绩传导已至

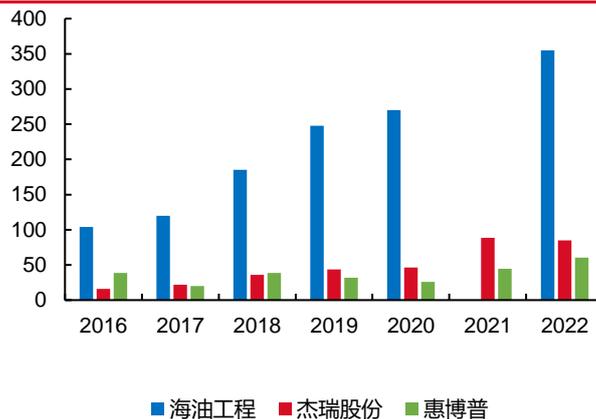
订单支撑业绩回升。各油服公司近年来年新增订单均处较高位置且保持稳定，海油工程、石化油服、中曼石油、杰瑞股份、惠博普 2022 年新增订单同比上升分别为 1.17%、14.25%、21.22%、-13.95%、25.61%。各年在手订单充足，海油工程截至 2022Q1 新增订单 58.71 亿元，同比上升 50.56%，2022 年末在手订单 355 亿元，随着订单的逐步落地，业绩回升确定性较强。

图49 主要油服公司各年新增订单（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

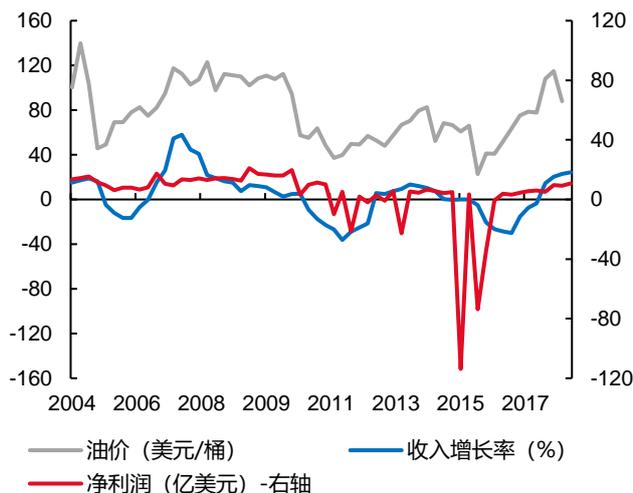
图50 主要油服公司各年在手订单（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

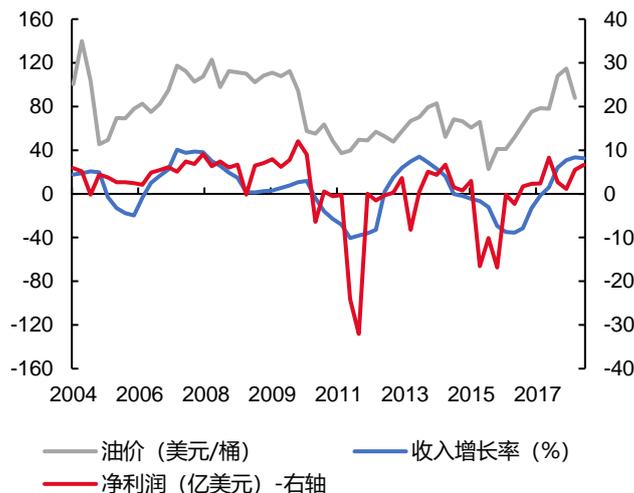
景气传导业绩具有时滞性，且各板块时滞性表现不同。海外综合类油服公司，油价下行阶段收入时滞约为 0.5-1 年左右；油价上行阶段较慢，时滞约为 1.5-2 年，2008 年 Q4、2016 年 Q1 以及 2020 年 Q1 油价见底，收入增速转正时点均分别接近于 2010 年 Q2、2017 年 Q1、2022 年 Q1；净利润方面，油价下行阶段净利润约滞后 1-2 个季度开始同比下降，而油价上涨后上涨净利润恢复约需要 1 年左右。

图51 斯伦贝谢业绩表现与油价关系



资料来源：Wind，东海证券研究所

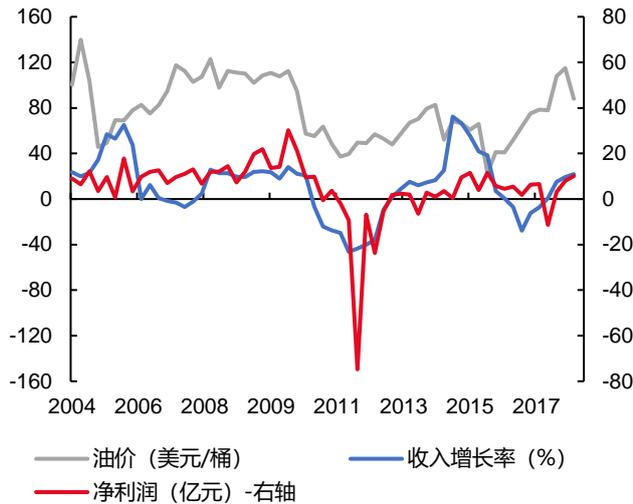
图52 哈里伯顿业绩表现与油价关系



资料来源：Wind，东海证券研究所

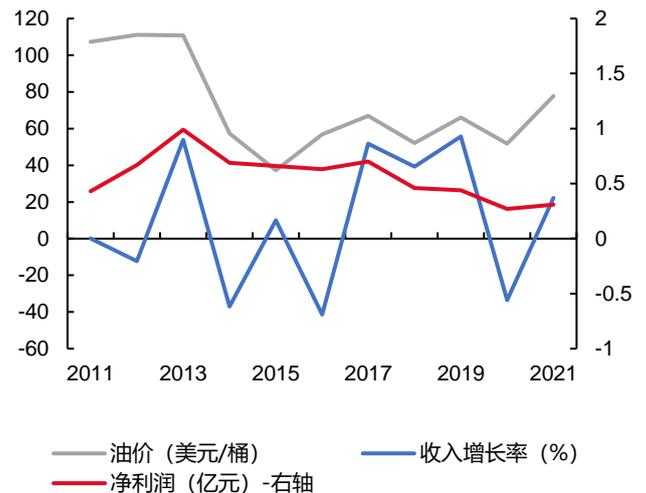
国内国有油服综合公司：油价下行阶段约滞后 1-2 年收入同比增速为负，油价上涨阶段收入的同比增速滞后 1.5~3 年，历史三次油价见底收入直至 2011 年 Q4、2017 年 Q3、2022 年 Q1 开始上升；净利润方面，油价下行 0.5 年之后受到明显影响，油价上涨 1.5 年左右开始回升。**民营油服综合公司：**收入与净利润波动与油价近乎同时作出反应，几乎不存在时滞性。

图53 中海油服业绩表现与油价关系



资料来源: Wind, 东海证券研究所

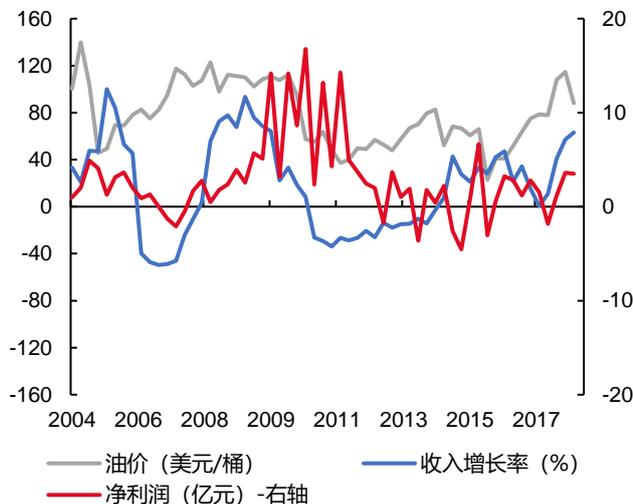
图54 中曼石油业绩表现与油价关系



资料来源: Wind, 东海证券研究所

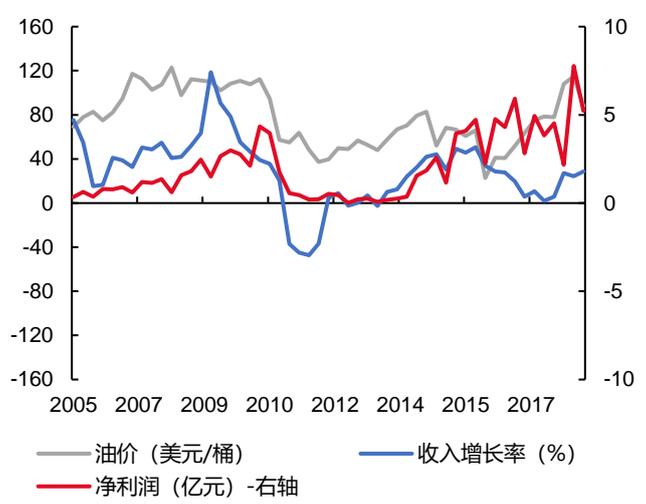
工程类油服公司: 2008年Q4、2016年Q1油价低点时收入反弹时点分别为2011年Q3、2018年Q3, 油价上涨阶段收入的同比增速约2.5年滞后期, 油价下行阶段反应在营收的滞后期约为0.5-2年; 净利润约于2010、2015年明显下降、于2011、2017年明显回升, 油价上涨及下行阶段时滞性均为2年左右。**设备类油服公司:** 从收入来看, 油价下行阶段, 收入滞后2个季度开始下跌, 油价上行时0.5-1.5年后收入增长率转正。从净利润来看, 油价上涨期约滞后1-2年, 下行期约滞后1年。

图55 海油工程业绩表现与油价关系



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图56 杰瑞股份业绩表现与油价关系



资料来源: Wind, 东海证券研究所

业绩传导时期已到, 整体经营改善明显。经历2020年营业收入同比下滑业绩不佳后, 除博迈科以外各油服公司自2021年以来营收同比增速转正且稳步上升, 2022年Q3毛利率达自2016年以来历史高值, 其中中曼石油、惠博普、杰瑞股份2022年营收同比升至92%、43%、29%, 中曼石油和惠博普净利率自2021年由负转正大幅改善, 杰瑞股份净利率已超20%, 符合民营综合油服公司和设备类油服公司业绩表现滞后期较短的规律。国有综合油服公司如中海油服营收同比增速由2020年-6.99%升至2022年的22.11%和2023Q1的24.39%, 工程类油服公司如海油工程2022年及2023年Q1营收同比增速分别达到48.31%

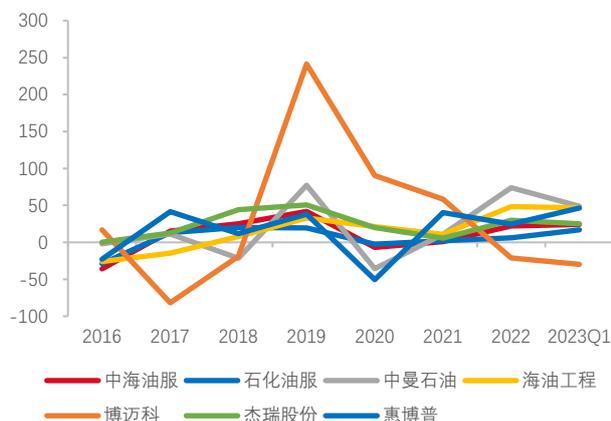
和 46.91%，随着 2020 年以来油价持续上涨，业绩传导时期已到，当前业绩已出现拐点，未来业绩表现得以支撑。

表13 油服行业业绩滞后油价波动时间总览

公司类型	油服公司	营业收入		利润	
		油价上行	油价下跌	油价上行	油价下跌
综合国有油服	中海油服	1.5-3 年	1-2 年	1.5 年	0.5 年
	石化油服				
综合民营油服	中曼石油	几乎不存在时滞性			
油服工程	海油工程	2.5 年	0.5-2 年	2 年	
	博迈科				
油服设备	杰瑞股份	0.5-1.5 年	2 季度	1-2 年	1 年
	惠博普				

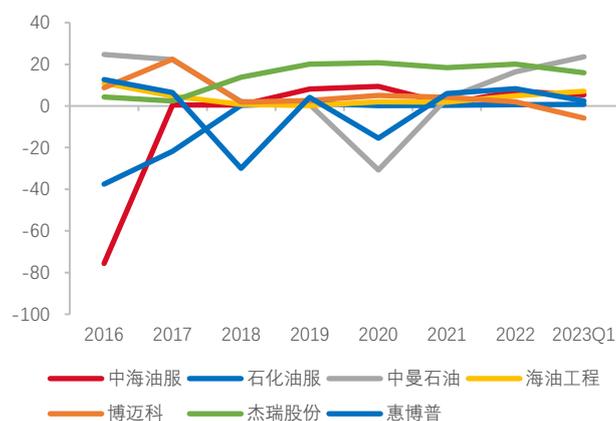
资料来源：东海证券研究所

图57 主要油服公司各年营业收入同比增速 (%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图58 主要油服公司各年净利率 (%)

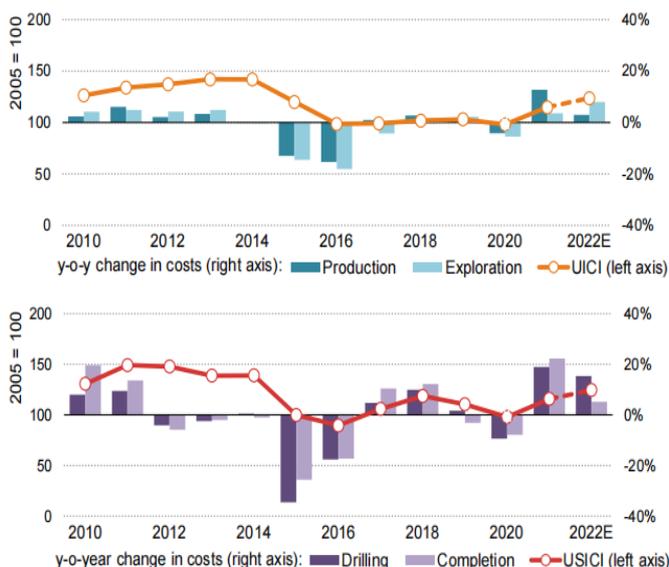


资料来源：Wind，东海证券研究所

4.3.降本增效，树立领先竞争强优势

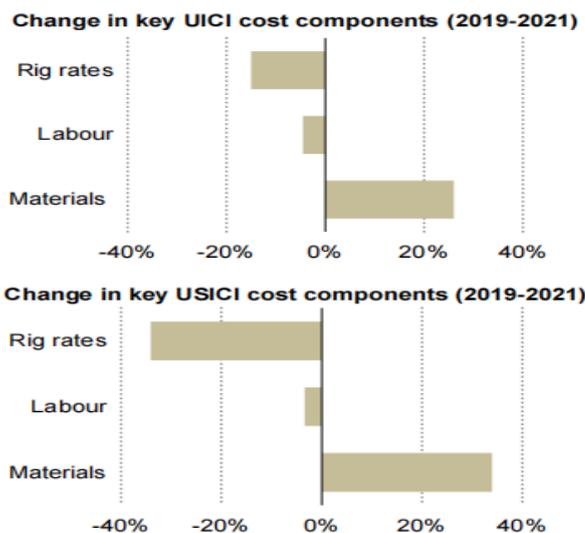
近年上游成本支出上升，主要为原材料成本的增加。虽长期来看上游成本将逐步下降，但自 2020 年以来，疫情封锁、俄乌冲突等严重影响上游生产勘探供应链，通货膨胀推高原材料、燃料成本。IEA 指出由于持续的供应链压力、关键材料供应瓶颈以及价格上涨专业劳动力和服务市场紧张，近年行业成本压力将加剧，其中上游成本增长主要来自于原材料价格的上涨。

图59 上游成本指数 UICI (顶部) 和上游页岩成本指数 USICI (底部)



资料来源: IEA, 东海证券研究所

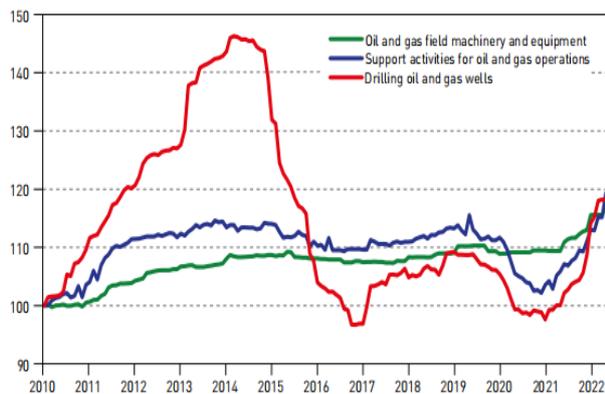
图60 上游成本增长主要来自于原材料



资料来源: IEA, 东海证券研究所

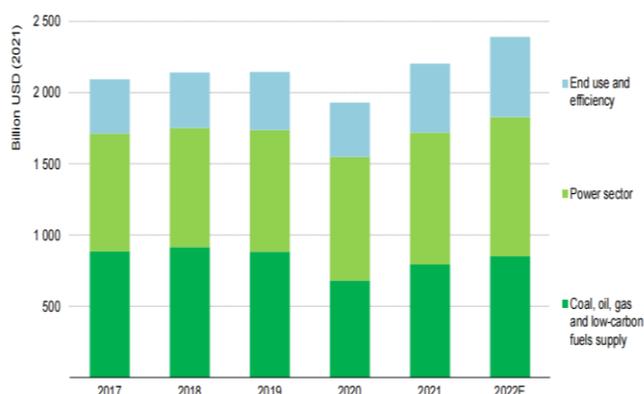
上游行业成本通胀侵蚀资本开支。2014 年油价暴跌下催化多家油服公司提高生产效率以节约成本。根据 OPEC 《World Oil Outlook 2022》数据, 2015-2016 年美国钻探成本大幅下降, 并在 2021 年底之前保持相对稳定。但在通胀背景下 2021 年美国钻探成本再次上涨超过 10%, 同时油服设备和在产井运营成本同步攀升。成本的大幅上升将导致资本开支实际效果或存在折扣, 自 2020 年以来成本通胀已推动上游成本上升 25% 以上。

图61 美国生产者成本指数 (2010 年 1 月=100)



资料来源: OPEC, 东海证券研究所

图62 近一半的资本开支增长与更高的成本有关

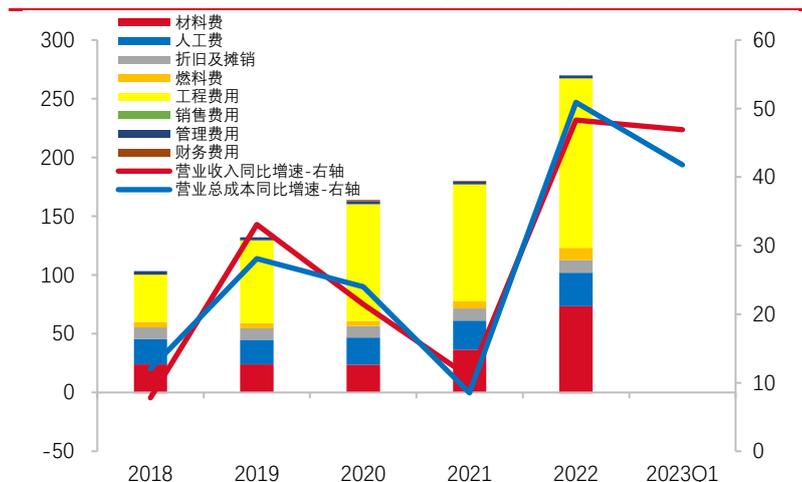


资料来源: IEA, 东海证券研究所

公司致力成本控制, 增强资本开支至产量传导有效性。公司连续 3 年开展的降本提质增效活动, 聚焦了成本控制和技能塑造。2022 年分别较各个项目的全周期预算实现了降本约 8.8 亿, 同比提升了 82%。2022 年也是公司开展降本提质增效活动 3 年多以来, 生产成本领域降本力度最大、效果最好的一年。在降本提质增效的良好驱动和引领下, 公司的成本费用利润率进一步提升了 1.29 个百分点。根据与国内外合比的主要从业公司的对标, 公司近几年在成本费用利润率的表现方面逐年的改善, 并领先于行业周期的进度。后续公司有望将

在行业回暖期持续挖掘降本增效空间，随着经营好转有望实现与以往同期油价水平下更高的盈利。

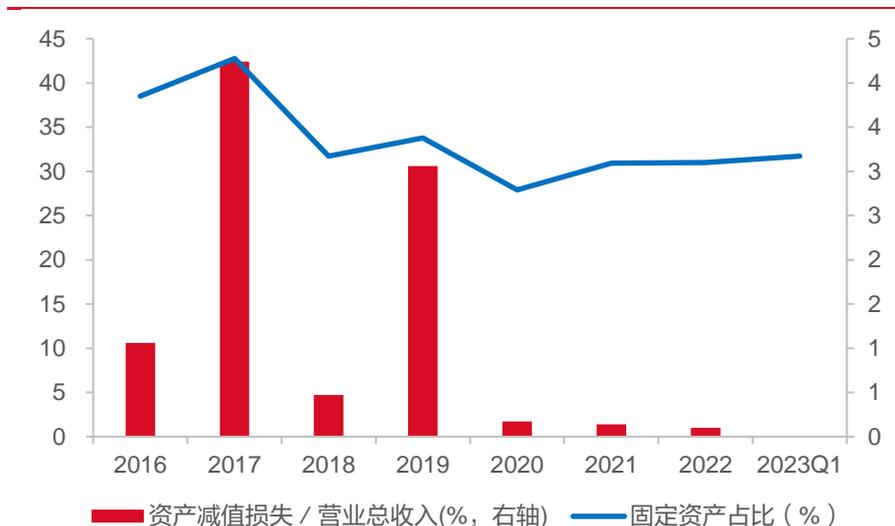
图63 海油工程成本构成及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司坚持执行“轻资产”战略，有望进一步改善成本。油服公司前期需依托产能扩张取得快速发展，“重资产”模式下易造成设备减值损失占成本比重大，更造就当行业景气下降时设备资产严重过剩，因此近年来公司逐渐向“轻资产”转移。近年公司固定资产占总资产比例下降至30%左右，资产减值损失占营收比重保持在1%以下，进一步加强公司的成本优势。

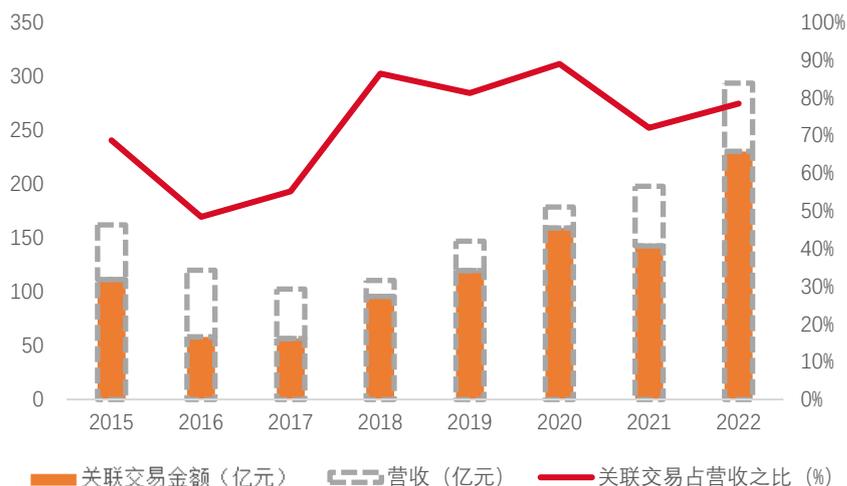
图64 公司坚持向轻资产转移（%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

持续改革，关联交易比例持续改善。在收入结构方面，关联交易占营收比例一度达到89.01%，对公司成本控制提出了挑战。近两年公司积极拓展多方业务，行之有效地降低了关联交易占比，未来有望继续改善营收结构。

图65 公司关联交易比例改善 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

4.4.匠心锻造重器，实力跻身一流

海油工程始终贯彻落实以设计为龙头的 EPCI 总承包能力建设为核心，以经营管理能力和技术引领能力建设为两基础，以国际化、深水化、轻产业化为三个发展方向，以人才、市场、成本、风控和信息化建设为发展举措。在境内的油气、清洁能源和海外业务的收入占比能够实现 1:1:1 的中长期的健康发展目标。

海油工程是中国唯一一家集海洋石油、天然气开发工程和液化天然气工程于一体的大型工程总承包公司，是亚太地区领先的海洋油气工程 EPCI（设计、采办、建造、安装）总承包商，拥有 EPCI 全产业链。公司在山东、广东等地拥有大型海洋工程制造基地，总场占地面积 380 余万平方米，年加工制造能力超过 40 万钢结构吨，具备 3 万吨级超大型导管架、组块等海洋平台建造能力、大型模块建造能力，形成了跨越南北、功能互补的场地布局。近年来公司扎实推进项目建设，技术研发取得积极进展。

图66 海油工程拥有 EPCI 全产业链



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图67 海油工程海洋工程制造基地

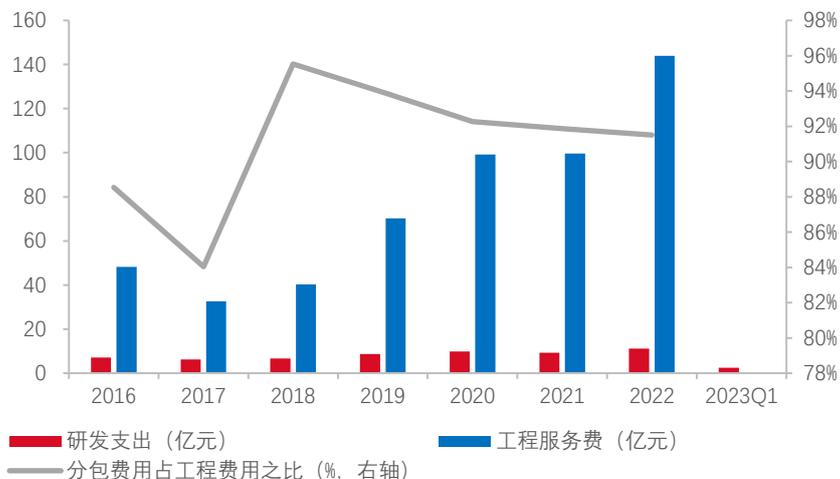


资料来源: 公司官网, 东海证券研究所

技术和效率的不断提升为业绩护航。除“成本领先”外，公司积极践行“技术驱动”，持续投入研发费用，研发能力不断增强。公司自 2020 年起研发支出连续超过 9 亿，始终保持

高位。自身技术的进步促成对外分包需求的降低，同时公司船舶分包费明显下降为公司提高自有船舶利用率所致。

图68 公司研发支出及工程费用（亿元）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

表14 海油工程近四年主要研发情况

年份	成果	数量
2022	“三新三化”成果转化	295
	科研攻关	119
	智能制造基地	1
2021	国家重大专项科研项目和公司级科研项目	7
	主要装置国产化实现	4
	主要应用课题	4
2020	主要装置国产化实现	3
	关键技术突破	4
	技术成果转化	31
	“三新三化”成果转化	129
2019	工程方案优化	81
	主要研发项目	4
	主要应用课题	2
	主要装置国产化实现	4
	全年运行研发课题	75

资料来源：公司公告，东海证券研究所

装备体系完备，高营业率保障装备效能。海洋石油技术装备是海上油气开发的核心，是世界海洋工程高端装备竞争的核心。公司提前谋划，提前储备，形成了“深水多功能作业船舶及柔性管缆铺设装备序列”、“起重、铺管船序列及海底管道焊接设备系列”、“建造场地及建造施工装备”、“挖沟作业船海床处理及挖沟装备系列”、“世界先进的 ROV 装备”、“大型下水驳船”、“海洋工程作业仿真装备”、“深水及水下工程应急维抢修中心及系列装备”、“水下产品研发测试中心及系列测试装备”、“海洋工程无损检测装备”等十大装备，这是公司发展核心利器。2022 年四季度自有船舶的工作量利用率达到了 90%，除去停靠检修的船舶，其余都处于工作状态，全年船舶工作量利用率达到 80%，同样为近年最高。高船舶利用率标志公司的资产管理水平提升，未来将为公司进一步达成成本管理目标提供有力保障。

表15 海油工程深水项目不断取得突破

序号	类型	船名	获取方式	建成年份	购入年份	投资额(万元)	能力简介
1	起重船	滨海 108	购买	1979	1979	7,567	额定起重量: 900 吨
2	起重铺管船	滨海 109	购买	1976	1987	6,272	额定起重量: 318 吨; 铺管直径范围: 6~60"; 张紧器 67.5 吨
3	起重铺管船	蓝疆	投资建设	2001	-	105,734	额定起重量: 3800 吨; 铺管直径范围: 4.5~48"; 张紧器 72.5×2 吨
4	起重船	蓝鲸	购买	2009	2009	150,538	额定起重量: 7500 吨
5	起重铺管船	海油石油 201	投资建设	2012	-	296,115	额定起重量: 4000 吨; 铺管直径范围: 6~60"; 张紧器 200×2 吨
6	起重铺管船	海油石油 202	投资建设	2009	-	102,502	额定起重量: 1200 吨; 铺管直径范围: 4~60"; 张紧器 100×2 吨
7	工程辅助船	海油石油 221	投资建设	2004	-	9,555	载重量: 29000 吨
8	工程辅助船	海洋石油 228	投资建设	2013	-	28,078	载重量: 57784 吨
9	工程辅助船	海洋石油 229	投资建设	2008	-	58,508	载重量: 89000 吨
10	工程辅助船	海洋石油 278	投资建设	2012	-	84,212	载重量: 53500 吨
11	工程辅助船	海洋石油 225	购买	2009	2009	23,976	载重量: 17289 吨
12	工程辅助船	海洋石油 226	购买	2009	2009	24,177	载重量: 16800 吨
13	工程辅助船	海油石油 698	购买	2009	2009	25,633	载重量: 2940 吨; 最大航速: 14.5 节; 续航能力: 12000 海里
14	水下工程船	海洋石油 289	购买	2014	2014	95,654	工作月池 7.2×7.2 米; ROV 月池 4.8×5.5 米; 额定起重量: 250 吨
15	水下工程船	海洋石油 286	投资建设	2014	-	104,108	主起重机吊重能力 400 吨 (主动升沉补偿, 工作水深 3000 米); 配备两台 3000 米水深的工作型 ROV, 带有 1 个月池, 具备深水吊装、铺设脐带缆/软管/电缆、饱和潜水/ROV/IMR 作业支持能力。
16	水下工程船	海洋石油 291	购买	2015	2015	111,116	主起重机吊重能力 250 吨 (主动升沉补偿); 系柱拖力 361 吨; 工作月池 7m×7m; 配备两台 150HP 工作型 ROV; 三卷筒锚系处理绞车。
17	水下工程船	海洋石油 285	购买	2016	2017	51,475	主起重机吊重能力 250 吨 (主动升沉补偿); 月池参数: 7.2x7.2 米
18	水下工程船	海洋石油 287	购买	2016	2017	51,484	主起重机吊重能力 250 吨 (主动升沉补偿); 月池参数: 7.2x7.2 米
19	水下工程船	海洋石油 295	投资建设	2017	-	31,447	主起重机吊重能力 100 吨 (主动升沉补偿, 系柱拖力 90 吨); 门吊吊重能力 100t; 最大航速 14 节; 续航能力 12000 海里

资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

深水工程：突破发展。海油工程经过长期深水技术攻关和深水项目经验积累，尤其是近年来围绕陵水 17-2、流花 16-2、流花 29-1 等深水油气工程项目大力进行深水技术攻坚，推动公司深水能力和核心竞争力取得突破性发展。全球首个十万吨级半潜式生产储油平台“深海一号”已投产，实现 3 项世界级创新，运用 13 项国内首创技术，攻克了 10 多项业界难题，深水能力实现从 300 米到 1500 米的飞跃；亚洲最深导管架“海基一号”建成安装，标志着我国深水超大型导管架成套关键技术和安装能力达到世界一流水平。“深海一号”和“海基一号”的完成填补了国内超大型深水项目技术空白，深水能力迈出重要步伐。2022 年新签国内大型项目为陵水 25-1 气田开发工程、渤中 19-6 凝析气田开发工程、垦利 6-1/5-1、5-2、6-1 区块开发项目海上安装调试总包工程、绥中 36-1/旅大 5-2 油田二次调整项目，业务范围实现浅水、深水、水下开发模式的全覆盖。其中陵水 25-1 气田开发工程是公司继承揽陵水 17-2 气田开发项目后第二个千米级深水工程项目。

表16 海油工程深水项目不断取得突破

工程项目	成果
陵水 25-1 气田开发工程	深水项目续接
渤中 19-6 凝析气田开发工程	深水项目续接
垦利 6-1/5-1、5-2、6-1 区块开发项目海上安装调试总包工程	深水项目续接
绥中 36-1/旅大 5-2 油田二次调整项目	业务范围实现浅水、深水、水下开发模式的全覆盖
陵水 17-2 深水大气田	建造工期较国际惯例缩短一年，实现 3 项世界首创技术和 13 项国内首创技术，标志着公司初步形成了 1500 米级超深水油气田工程能力
流花 16-2 油田群工程	我国首个自营深水油田群，完成 15 万吨级 FPSO 和数套水下生产系统建造、立管、软管安装以及相关海底管道和脐带缆铺设作业，掌握全水下开发模式工程能力
南海流花 11-1/4-1、陆丰 15-1 等超 300 米深水固定式平台	超大型导管架设计建造，首次大量使用 S420 级高强度钢；亚洲首艘圆筒型 FPSO 在青岛场地正式开工，将助力公司深水超大型海洋油气装备自主设计建造和集成能力在 FPSO 领域取得新的突破。
陆丰油田群“海基一号”	实现国内首次 300 米级水深超大型导管架平台的 EPCI，刷新国内海上单体原油生产平台重量纪录，推动我国深水超大型导管架成套关键技术和安装能力达到世界一流水平
流花 21-2 油田	标志着油田群全面投产

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图69 陵水 17-2 深水大气田项目



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图70 流花 16-2 油田群工程项目



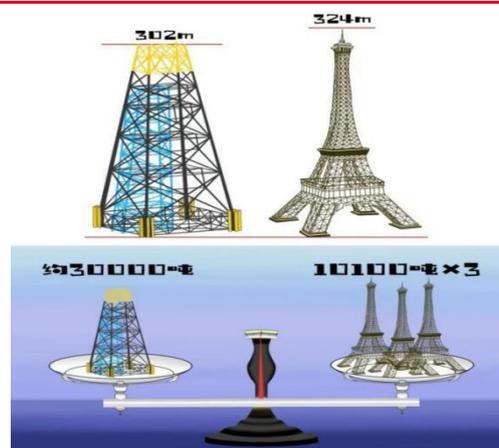
资料来源：公司官网，东海证券研究所

图71 “深海一号”能源站



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图72 “海基一号”导管架



资料来源：公司官网，东海证券研究所

LNG 工程：扎实推进。海油工程在巩固提升传统海洋工程能力基础上，抓住全球油气行业发展大趋势，加快向清洁能源业务转型升级，LNG 工程等清洁能源项目建设扎实推进，总承包综合能力持续提升。2018 年以来公司连续承揽漳州、宁波、龙口、唐山等地大型 LNG 工程项目，在手 LNG 合同不断增长，2021 年珠海 LNG 二期和唐山 LNG 二阶段项目合计金额超过 53 亿元，将为公司清洁能源业务收入增长提供有力支持，其中亚马尔项目创造了世界 LNG 工程建造的奇迹，“海工制造”成功跻身国际 LNG 核心工艺模块建造“第一梯队”。其中加拿大 LNG 项目，是全球首例一体化建造的液化天然气工厂。海油工程青岛场地承载了其中 35 个模块，包括了整个天然气计划工厂的 19 个核心模块，总共量 17.9 万吨，项目采用了全球首创的液化天然气工厂核心工艺模块和管防一体化的建造模式，建造过程中首次应用 4D 的模式化，并且全球首次实现 NBG（无背保护气的焊接新工艺）。

表17 海油工程主要 LNG 项目

项目名称	累计实施进度
北美壳牌 LNG 模块化建造项目	98.55%
香港海上液化天然气接收站项目	97.00%
天津 LNG 二期接收站工程项目	79.89%
唐山 LNG 项目接收站一期工程项目	96.51%
唐山 LNG 项目接收站二阶段工程项目	51.60%
广东珠海 LNG 扩建项目二期工程 EPC 项目	43.61%
福建漳州 LNG 接收站及储罐项目	97.46%
龙口南山 LNG 一期工程接收站项目	72.42%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

注：截止至 2022 年 12 月 31 日

图73 加拿大 LNG 项目



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图74 香港 LNG 项目



资料来源：公司官网，东海证券研究所

FPSO 工程：抢占市场。全球 FPSO 市场基本被 SBM、BW、Modec 垄断，海油工程立足自主创新不断加大 FPSO 领域科技投入，相继承揽国内外多个大型 FPSO 项目，在 FPSO 总包管理领域积累丰富的项目经验和技術，已成为 FPSO 市场主要参与者、竞争者。排水量相当于 5 个“辽宁舰”航母的 35 万吨级巴油 P67/P70 FPSO，开创中国企业自主集成世界级 FPSO 的先河；2020 年中国最大作业水深 FPSO “海洋石油 119”交付启航，我国大型 FPSO 高端制造能力全产业链技术获得新的突破；流花 11-1/4-1 油田二次开发项目 FPSO 在青岛场地正式开工，其为我国自主建造的亚洲首艘圆筒形 FPSO，已完成第二船 7 个船体分段吊装作业，标志着海油工程已全面掌握所有船型 FPSO 建造及集成总装技术。

表18 海油工程 FPSO 项目实施情况

交付时间	FPSO 项目	作业地点	优势
2018	P67	巴西	最大载重 30 万吨，世界最大吨位级 FPSO
2019	P70	巴西	
2020	海洋石油 119	流花 16-2 油田	国内最大作业水深 FPSO
2022	壳牌企鹅 FPSO	英国企鹅油田	中国建造的最大圆筒形 FPSO
在建	亚洲首艘圆筒形 FPSO	流花 11-1/4-1	世界第七艘圆筒形 FPSO
在建	P79	巴西	第三份巴西 FPSO 合同

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图75 中国建造的最大圆筒形 FPSO



资料来源：海油工程公众号，东海证券研究所

图76 亚洲首艘圆筒形 FPSO 建造再提速



资料来源：海油工程公众号，东海证券研究所

核心技术不断攻关，研发成果向生产力转化。海油工程成功突破深水半潜式生产平台关键技术、水下生产系统工程技术、单点系泊系统和深水钢悬链线立管系统等部分关键核心技术，为流花、陵水区域等重大工程项目顺利实施提供了有力技术支撑，巩固公司在工程类油服公司先行者的市场地位。其中 LNG 储罐环/立缝自动焊接创一次合格率 99.8% 的行业记录，1500 米级超深水钢悬链立管（SCR）S-lay 安装技术、高压注气压缩机成套技术等 319 项技术成果在各级工程项目中推广应用创造经济效益 3.39 亿元。

表19 海油工程 2021~2022 年核心技术屡获突破

核心技术突破	成果
陆地电能供给海上生产技术	垦利 6-1 岸电项目，是海上交流输电电压最高、规模最大的岸电电能替代和智慧油田项目。共同交付物包括 4 座 EPP 的电力供应平台。关键成果包括为业主缩短了整个油田开发建设周期，有效的降低了对国外进口关键成本依赖程度，并且助力周边区域项目进一步的节省周期、节省工期，降低开发和运营的成本，在中国海上油田开发的清洁能源利用方面具有革命性的意义
深水管汇自主研发制造和测试技术	
超大型海洋油气平台导管架设计建造技术	公司在多种主流深水开发模式上取得重要突破，部分海洋工程技术实现了从 300 米到 1500 米的跨越，为流花、陵水等重大工程项目顺利实施提供了有力技术支撑
深水半潜式平台关键技术	
深水 FPSO 技术	
水下生产系统工程技术	
单点系泊系统	
深水钢悬链线立管系统	
LNG 储罐环/立缝自动焊接技术	先后在漳州、唐山 LNG 项目成功应用，焊接一次合格率达到 99.8%，显著提升了公司 LNG 储罐建造过程中的焊接效率
1500 米级超深水钢悬链立管（SCR）S-lay 安装技术	在各级工程项目中得到推广应用，创造经济效益
高压注气压缩机成套技术	

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图77 LNG 储罐自动焊接技术应用于唐山 LNG 项目



LNG 储罐自动焊接技术成功应用于唐山 LNG 项目现场

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图78 超深水钢悬链线立管安装技术

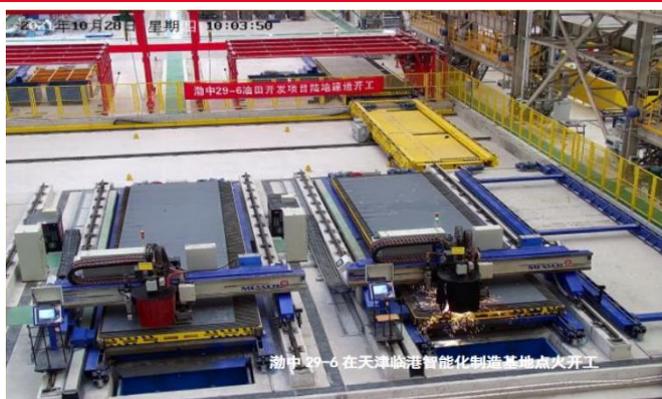


1500 米级超深水钢悬链线立管 (SCR) S-lay 安装技术

资料来源：公司公告，东海证券研究所

数字化、绿色化为公司转型方向。在智能化发展的时代，中海油服持续加大力度推动数字化工作。2018 年海油工程建成国内首个海洋工程数字化技术中心；我国首个海洋油气生产装备智能制造基地——天津智能化制造基地于 2022 年 6 月正式投产，打造集海洋工程智能制造、油气田运维智慧保障以及海工技术原始创新研发平台等功能为一体的综合性基地。此外公司积极践行绿色低碳战略，2021 年中国海上第一个“绿色油田”曹妃甸 6-4 油田成功投产，引入岸电工程实现污水零排海，预计每年将减少燃油主机原油消耗 1.1 万吨，年均节约能源约 1.6 万吨标煤，相当于减少二氧化碳排放 4 万吨。进一步提高我国海工装备作业效率和低碳管理。

图79 渤中 29-6 在天津智能化制造基地点火开工



渤中 29-6 在天津临港智能化制造基地点火开工

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图80 曹妃甸 6-4 项目成功投产



曹妃甸 6-4 项目 CEPA 组块陆地拖拉装船

资料来源：公司公告，东海证券研究所

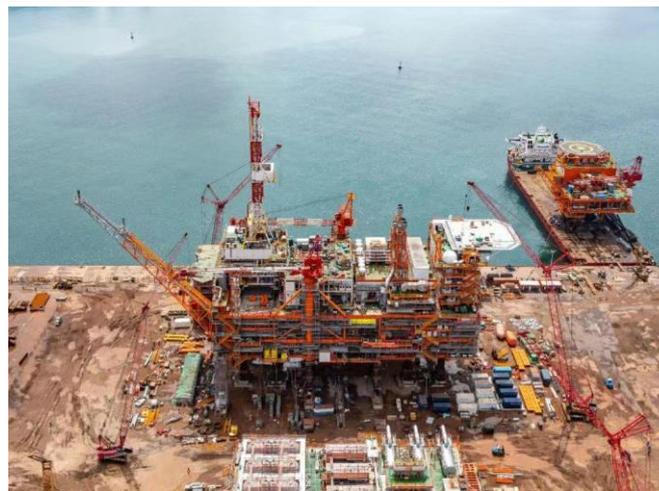
绿色经济再启新征程。公司 2022 年内承建的“海油观澜号”深远海文昌浮式风电项目、青洲六海上风电项目，预计投产后每年生产绿电约 25000 兆瓦，研制并招募了应用水深超过 30 米、重量达到 1300 吨的全球首套商用的海底数据中心。在恩平 15-1 项目上设计制造并安装了我国海上首个二氧化碳的封存工艺模块，即 CCUS 技术应用。预计全生命周期可以累计封存二氧化碳 146 万吨，相当于在岸上种树 0.14 亿棵。年内公司入选了工信部的 2022 年度绿色供应链管理示范企业，并且与壳牌中国有限公司成立了联合工作小组，合作开展海洋工程装备制造基地价值链碳排放排查和低碳品牌路径活动。

图81 “海油观澜号”在珠海基地启航



资料来源：海油工程公众号，东海证券研究所

图82 恩平 15-1 中心平台



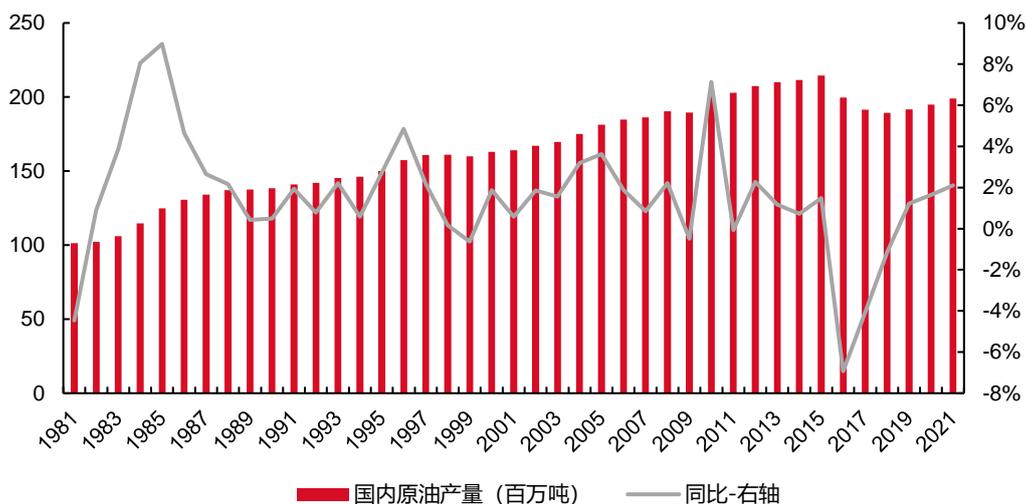
资料来源：海油工程公众号，东海证券研究所

5.国内政策支持叠加海外合作深化，油服行业迎来布局新机遇

5.1.能源安全问题提升增储上产重视度

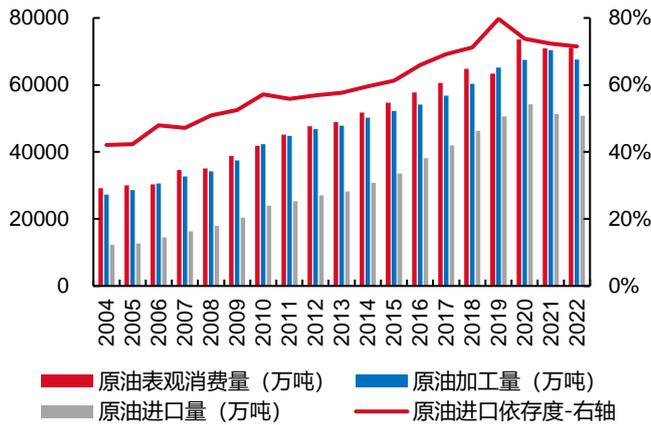
我国能源进口依存度高。我国原油产量自 2015 年达到峰值 2.15 亿吨后因油价波动而下降，至 2022 年仍未突破 2 亿吨。然而我国原油及天然气表观消费量逐年上涨，2012-2022 年我国原油表观消费量复合增速 4.1%，天然气表观消费量复合增速 9.6%，增产速度低于需求增速致使能源对外依存度逐年提升，2022 年我国原油进口依存度为 71.49%，天然气依存度此前接近 50%，国家能源安全形势严峻。

图83 2022 年国内原油产量仍未突破 2 亿吨



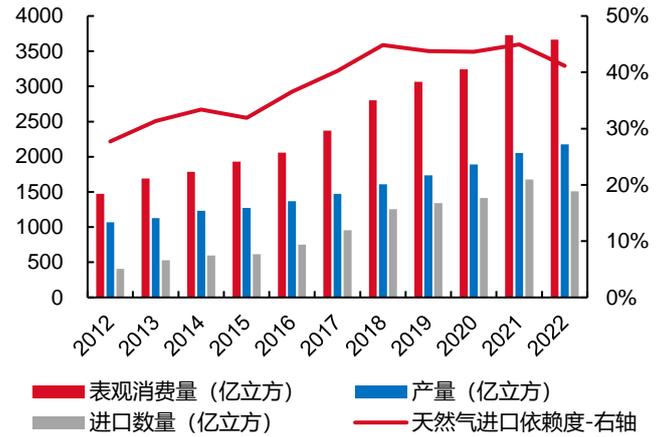
资料来源：Wind，东海证券研究所

图84 我国原油依存度仍保持高位



资料来源: Wind, 东海证券研究所

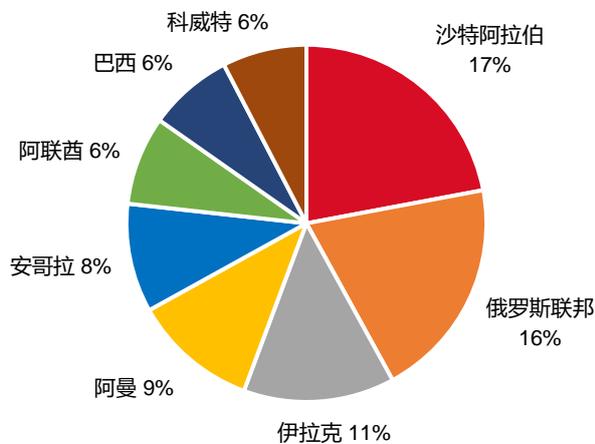
图85 我国天然气依存度不断上升



资料来源: Wind, 东海证券研究所

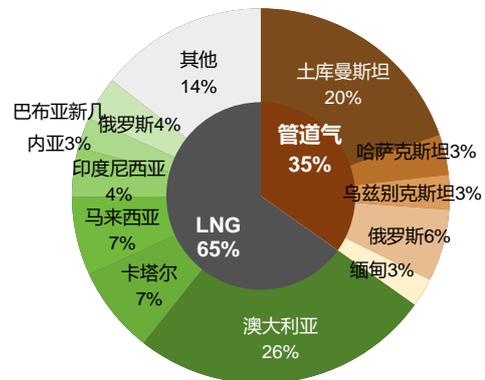
中东地缘政治格局演变增加我国能源安全不稳定性。我国原油主要进口国中沙特阿拉伯占比最高,为17%,其次为俄罗斯联邦、伊拉克、阿曼等国,中东地区国家是我国原油重要来源国,霍尔木兹海峡是输送我国能源的大动脉。我国天然气进口来源中中东国家也占据较大比重。因此中东政治格局演变会对我国能源供应产生重要影响,国内能源供应安全问题不容乐观。

图86 我国原油最大进口国为沙特阿拉伯



资料来源: 海关总署, 东海证券研究所

图87 我国天然气主要进口来源国



资料来源: EIA, 东海证券研究所

推进增储上产为保障国家能源安全必然选择。2014年习近平总书记提出“四个革命,一个合作”的能源安全新战略,随后政府以能源安全新战略为指导,近年持续推出文件加大油气勘探开发和增储上产力度,2022年3月《“十四五”现代能源体系规划》指出加大国内油气勘探开发,石油产量力争2022年回升到2亿吨水平并较长期稳定,天然气产量力争2025年达到2300亿立方米以上;《2022年能源工作指导意见》鼓励加快油气先进开采技术开发应用,巩固增储上产良好势头。2022年原油产量未达目标,推进增储上产战略具有持续性、长期性。

表20 近年来保障能源安全相关政策或事件

时间	政策法规/事件	内容
2017	《石油发展“十三五”规划》 《天然气发展“十三五”规划》	到 2020 年国内石油产量要达到 2 亿吨以上，天然气综合供保能力要达到 3600 亿立方米以上
2017	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	改革促进行业持续健康发展， 大幅增加探明资源储量 ，不断提高资源配置效率
2018	《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》	加大国内勘探开发力度 ，健全天然气多元化海外供应体系，构建多层次储备体系；力争到 2020 年底国内天然气产量达到 2000 亿立方米以上
2018	三桶油召开会议讨论能源安全和增储上产	确立国内勘探开发业务“优先发展”的战略定位 ， 加大油气勘探开发投资力度和增储上产步伐
2019	《石油天然气规划管理办法（2019 年修订）》	明确提出重大项目应遵循 加大勘探开发力度、保障能源安全 的原则
2019	国家能源局电视电话会议	石油企业要 落实增储上产主体责任 ，完成 2019-2025 七年行动计划要求
2019	国家能源委员会会议	李克强总理指出要 加大国内油气勘探开发力度，促进增储上产，提高油气自给能力 ；深入推进能源领域市场化改革，放宽油气勘探开发和油气管网等设施建设
2020	《能源法(征求意见稿)》	加快海上油气田开发；提高天然气在一次能源消费中的比重
2020	《关于加快推进天然气储备能力建设的实施意见》	加快储气基础设施建设，进一步 提升储备能力 ；优先建设地下储气库、北方沿海 LNG 接收站和重点地区规模化 LNG 储罐
2020	《关于做好 2020 年能源安全保障工作的指导意见》	加强渤海湾、鄂尔多斯、塔里木、四川等重点含油气盆地勘探力度；推动东部老油气田稳产，加大新区产能建设力度；加快页岩油气、致密气等非常规油气资源勘探开发力度
2020	《新时代的中国能源发展》	大力提升油气勘探开发力度
2021	《石油和化学工业“十四五”发展指南及 2035 年远景目标》	增强油气保障能力被列为“十四五”期间石化行业重要任务之首
2021	《推进资源型地区高质量发展“十四五”实施方案》	建立安全可靠的资源能源储备、供给和保障体系：加大石油、天然气、铜、铬、钨、稀土、晶质石墨等战略性矿产资源勘查
2021	国资委会议	石油石化和管网企业要 增产增储 ，加大油气勘探开发，积极发展页岩气、煤层气，提高管网运行效率，多元开展国际油气合作，不断提升保供能力
2022	《“十四五”现代能源体系规划》	加大国内油气勘探开发 ，坚持常非并举、海陆并重；石油产量稳中有升，力争 2022 年回升到 2 亿吨水平并较长时期稳产；天然气产量快速增长，力争 2025 年达到 2300 亿立方米以上
2022	《2022 年能源工作指导意见》	加快油气先进开采技术开发应用， 巩固增储上产良好势头 ，坚决完成 2022 年原油产量重回 2 亿吨、天然气产量持续稳步上产的既定目标

资料来源：国务院，发改委，自然资源部，国家能源局，中国政府网，央视新闻，东海证券研究所

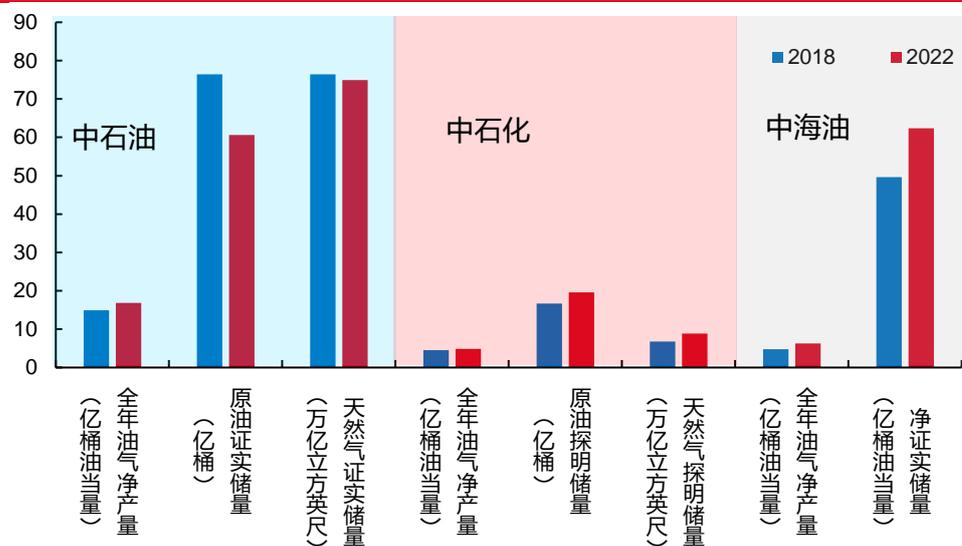
三桶油坚定落实“七年行动计划”。2018 年在政策导向下三桶油确立国内勘探开发业务“优先发展”的战略定位，后均披露“七年行动计划”对应规划方案，其中中石油和中海油计划七年原油和天然气产量 CAGR 分别为 0.69%、4.61%和 3.30%、15.22%。此后三桶油坚定落实“七年行动计划”，大力提升油气勘探开发力度，全力推进高效勘探和油气增储上产。中石油、中石化、中海油 2018-2022 全年油气净产量 CAGR 为 3.09%、2.04%和 7.05%。2022 年三桶油上调资本支出，尤其是勘探开发资本性支出，2023 年资本开支计划依旧保持较高水平，为上游油服行业带来高景气。

表21 中石油、中海油“七年行动计划”对应规划目标

公司	内容	2018	2025E	CAGR
中石油	原油产量（亿吨）	1.01	1.06	0.69%
	天然气产量（亿立方）	1094	1500	4.61%
	原油可采储量（亿吨）	9.3	16.3	8.35%
	天然气可采储量（万亿立方米）	2.1	4.2	10.41%
	年风险投资（亿元）	10	50	25.85%
中海油	原油产量（百万桶油当量）	384	482	3.30%
	天然气产量（百万桶油当量）	92	248	15.22%
	计划探明储量（亿桶）	49.6	99.2	10.41%

资料来源：各公司公告，东海证券研究所

图88 “七年行动计划”下三桶油产量及储量变化

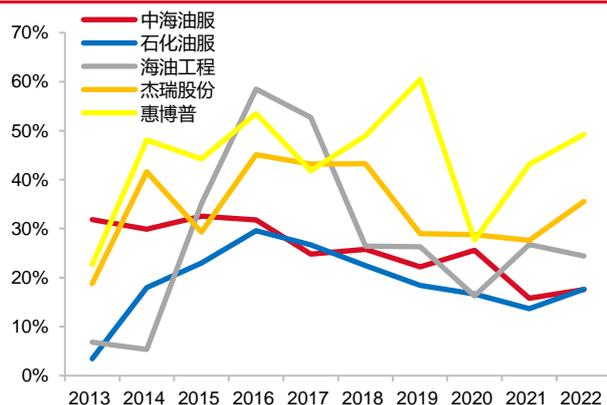


资料来源：各公司公告，东海证券研究所

5.2. 国际能源合作推进高质量发展新阶段

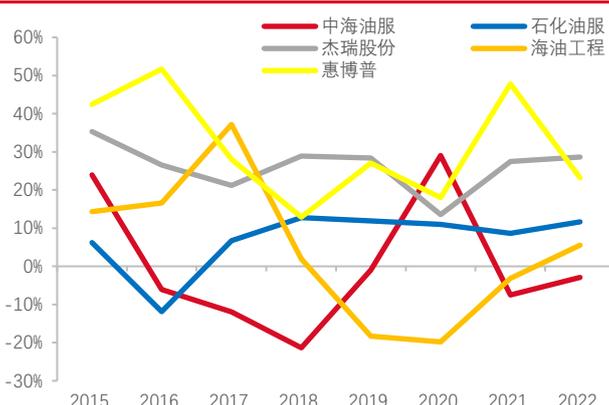
油服公司海外业务预计将进入复苏期。我国各油服公司深入践行“一带一路”倡议和国际能源合作，积极创新与国际石油公司的合作模式与机制，打造合作共赢、共谋发展新局面。但疫情等因素导致近年来海外业务停滞，海外营收占比及海外业务毛利率均产生一定程度波动。当前随着疫情形势好转，叠加增储上产导向以及技术积淀增强国际认可度，各油服公司海外业务呈现复苏态势。

图89 各油服公司海外营收占比呈复苏态势



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图90 各油服公司海外业务毛利率逐渐回升



资料来源: Wind, 东海证券研究所

中阿合作不断深化。2023年3月10日,中国、沙特和伊朗三方代表在北京签署并发表联合声明,宣布沙特和伊朗达成一份协议,内容包括同意恢复双方外交关系,在至多两个月内重开双方使馆和代表机构。2022年12月7日至9日国家主席习近平于对沙特进行了国事访问,双方强调将推进并巩固双方在石油领域的合作。阿拉伯地区油气资源丰富,是中国石油和天然气的主要来源,也是我国的“一带一路”重要组成部分,国内油服公司凭借多年的专业且严谨的经营,在中东地区收获了一批长期稳定的合作伙伴,近两年更是连续斩获多项大单,未来有望进一步深化油服领域合作,上游油气开发合作预计将更加紧密,我国油服行业将会持续受益。

表22 自2021年以来国内油服公司在中东地区的主要项目

时间	项目	施工方	甲方	金额	期限	备注
2021	测井设备 MUIL	中海油服	中东			
2021	7 艘自升式钻井平台大额作业合同	中海油服	沙特阿美			首次承接沙特阿美作业
2022.9	其中: 国智钻井平台改造项目	中海油服	沙特阿美		5	国内首个全环节沙特阿美改造项目
2022.1	其中: COSLBOSS 钻井平台	中海油服	沙特阿美			
2023.1	其中: 振海 6 号改造项目	中海油服	沙特阿美		5	刷新沙特阿美适应性改造项目工期记录
2022	三座平台高端作业项目	中海油服	中东		5+2	
2022	VirtualMud 软件应用	中海油服	中东		长期	
2022	中东固井项目	中海油服	中东			
2022.1	一流国际石油公司项目	中海油服	中东	19	长期	
2022	10 串 MUIL 仪器销售合同	中海油服	沙特阿美			多功能超声成像仪实现新用户突破
2021	Marjan P1 Gosp-4 项目	海油工程	沙特阿美	1	短期	提高沙特 Marjan 海上油田的产量
2021	卡塔尔 NFA 项目	海油工程	卡塔尔能源		基本完成	
2021	10 部修井机合同	石化油服	科威特石油	3.6	5+1	

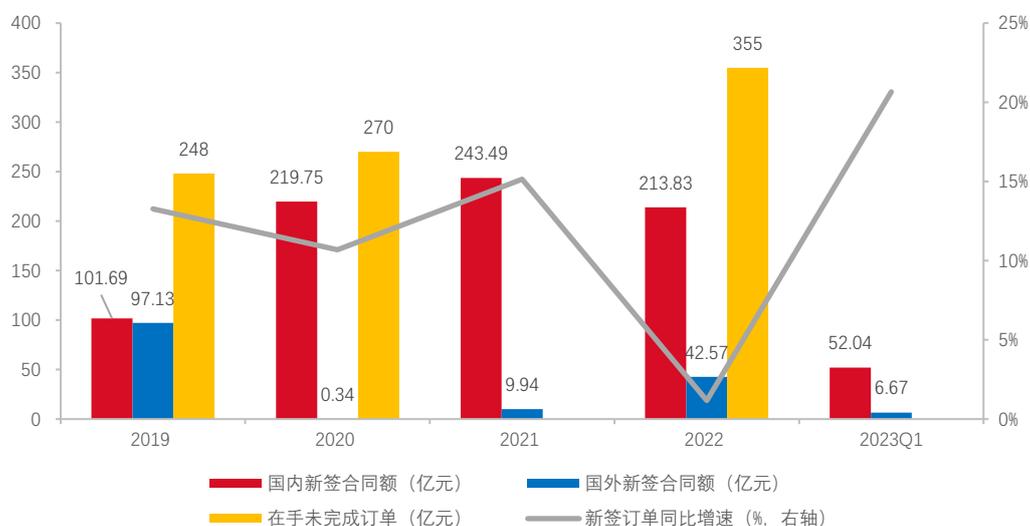
2022	14 部开发井钻修井机和 1 部深井钻机项目	石化油服	科威特石油	8.3	5+1
2022	钻头贸易合同	石化油服	科威特	0.2765	
2022	6 部非常规气井钻机合同	石化油服	沙特阿美	5.3	短期
2022	S84 三维采集项目	石化油服	沙特阿美	0.58	延期一年
2021	沙特市场工程订单	中曼石油	沙特阿美	1.6	

资料来源：各公司公告，东海证券研究所

5.3.更新更快更强：公司海外项目持续推进突破

海油工程近年来相继承揽巴西 P67/P70 FPSO、壳牌企鹅圆筒形 FPSO 并成功交付，突破了紧凑空间集成总装等关键技术，推动公司高端制造跻身全球先进行列；巴油 P79 FPSO 正在进行结构预制，是继完成 P67/P70 项目之后，公司再次参与的南美巴西大型深水 FPSO 项目，也是公司与意大利知名油服公司赛班公司建造项目的首次合作，是公司国际化发展又一显著成果。积极拓展模块化建造海外市场，承揽并实施俄罗斯 Yamal、澳大利亚 Gorgon、澳大利亚 Ichthys 等一批大型 LNG 模块化建造项目，其中 Yamal 项目合同金额达到百亿元人民币，项目高质量运营和按期交付奠定了公司在全球模块化建造市场地位。北美壳牌 LNG 模块化建造项目正在实施，合同金额约 50 亿元人民币，创造北美壳牌 LNG 全球场地中进度最快、质量最高、完工状态最好的成绩，海油工程 LNG 高端模块化建造能力已稳居国际行业第一梯队。

图91 海油工程海外市场承揽额有望稳步提升



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图92 FPSOP70 超级储油卸油轮



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图93 加拿大 LNG 项目首次实现一体化建造



资料来源：公司公告，东海证券研究所

6.公司估值

我们预计公司 2023 年陆地建造与海上安装工作量依然饱满，计划将有 21 个工程项目建成交付。陆地建造工作量主要来自于渤中 19-6 凝析气田、流花 11-1/4-1 油田二次开发、绥中 36-1/旅大 5-2 油田二次调整项目等传统油气工程业务，海上风电等新能源业务以及加拿大 LNG、沙特阿美 Marjan、巴油 P79 项目等海外业务；海上安装工作量主要来自于恩平油田群、陆丰 12-3 油田开发项目等传统油气工程业务。结合国内双碳政策、增储上产政策及海外油气行业发展状况和公司在相应领域的优势，我们谨慎乐观预期公司境内清洁业务在 2023 年维持 20% 的增速，境内油气业务维持 12% 的增速，海外油气业务增速为 14%。预计公司 2023 年收入较 2022 年稳健增长，同比增长 14% 达到 334.58 亿元。随着公司降本增效持续推进，公司营业成本的比例有望控制在 90% 以内，销售费用、管理费用、研发费用、财务费用合计占营业收入的比例控制在 5% 以内。

盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
境内清洁业务(百万元)	34.20	53.40	64.08	70.49	79.65
同比增速(%)		56%	20%	10%	13%
境内油气业务(百万元)	110.80	168.60	188.83	198.27	204.22
同比增速(%)		52%	12%	5%	3%
海外业务(百万元)	52.95	71.64	81.67	86.57	90.03
同比增速(%)		35%	14%	6%	4%
主营收入(合计, 百万元)	19795.48	29358.37	33458.16	35533.14	37390.58
同比增速(%)	110.82%	148.31%	13.96%	6.20%	5.23%
净利润(百万元)	369.80	1457.41	2440.10	2587.38	2707.87
同比增速(%)	1.79%	294.11%	67.43%	6.04%	4.66%
毛利率(%)	10.55%	8.99%	11.86%	11.88%	12.04%
每股盈利(元)	0.08	0.33	0.55	0.59	0.61
ROE(%)	1.63%	6.15%	9.55%	9.41%	9.16%
PE(倍)	57.63	18.36	12.19	11.50	10.99

资料来源：Wind，东海证券研究所，数据截至2023年5月4日

我们认为选取市销率(PS)对油服公司进行估值参考。对于主营业务相对稳定的油服行业，订单及订单落地带来的收入很大程度决定企业的业绩及价值，因此市销率能较好体现油服公司的估值水平。国内主要油服公司近年市销率趋于稳定，当前保持在 1X-3X 之间，处近十二年历史低位，其中海油工程自 2022 年以来市销率已低于国外行业平均值。预计 2023~2025 年公司归母净利润分别为 24.40 亿元、25.87 亿元、27.08 亿元，EPS 分别为

0.55 元、0.59 元、0.61 元。综合考虑海油工程的市场地位及盈利能力，给予海外油服公司 2023 年行业 PS 平均值 1.62 倍进行估值是合理的，对应目标股价 12.26 元，对应市盈率 22.21 倍。首次覆盖，给予买入评级。

PS 估值对照表

以国外 2023 年行业 PS 平均值进行估值

	收入 (亿元)	收入增速	市销率 (X)	目标市值 (亿元)	股数 (亿股)	目标股价 (元)	当前股价 (2023.5.4)	涨幅	目标股价对应 PE
海油工程	334.58	13.96%	1.62	542.02	44.21	12.26	6.48	89.20%	22.21

资料来源：彭博，东海证券研究所，截止至 2023 年 5 月 4 日，收入预测来自于东海证券研究所预测

7.风险提示

- 1、地缘政治不稳定，或导致国际能源价格产生剧烈波动，并传导至国内影响企业盈利水平；
- 2、原料价格波动导致阶段性成本上升，影响企业盈利；
- 3、国内需求不及预期，影响到相应企业的利润。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2123.01	2982.64	3551.27	4520.98
应收票据及账款	6270.70	7321.77	7112.60	8076.43
预付账款	965.84	895.92	1068.29	1103.36
其他应收款	16.20	32.25	21.09	30.18
存货	1301.08	1406.54	1469.56	1551.14
其他流动资产	15872.45	16571.54	17964.39	18911.42
流动资产总计	25583.43	28822.92	31297.45	34369.73
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	13220.01	12916.92	11954.61	12320.30
在建工程	660.85	104.13	954.13	374.13
无形资产	2266.60	2843.41	3519.97	4245.75
长期待摊费用	219.34	234.68	224.12	203.54
其他非流动资产	907.79	932.21	926.96	904.52
非流动资产合计	17055.24	16796.67	17355.67	17844.71
资产总计	42638.67	45619.59	48653.11	52214.44
短期借款	329.75	529.75	430.75	430.75
应付票据及账款	11665.30	12817.40	13414.39	14878.65
其他流动负债	3570.85	3340.97	3689.55	3740.96
流动负债合计	16184.76	17381.31	18269.10	19819.09
长期借款	159.65	109.05	309.05	284.05
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	771.33	720.73	920.73	895.73
负债合计	16956.09	18102.04	19189.84	20714.83
股本	4421.35	4421.35	4421.35	4421.35
资本公积	4248.02	4248.02	4248.02	4248.02
留存收益	14849.44	16697.33	18656.76	20707.45
归属母公司权益	23702.99	25550.88	27510.31	29561.00
少数股东权益	1979.59	1966.67	1952.96	1938.62
股东权益合计	25682.58	27517.55	29463.28	31499.62
负债和股东权益合计	42638.67	45619.59	48653.11	52214.44

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	1457.41	2440.10	2587.38	2707.87
折旧与摊销	1157.39	1722.50	1872.90	2099.69
财务费用	-87.75	-20.15	-42.74	-66.17
其他经营资金	1210.41	-3.52	315.45	155.73
经营性现金净流量	3313.49	3347.56	3974.29	4203.68
投资性现金净流量	-1818.18	-1514.64	-2181.27	-2422.29
筹资性现金净流量	-606.43	-465.11	-554.03	-710.62
现金流量净额	915.94	1367.81	1238.99	1070.77

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	29358.37	33458.16	35533.14	37390.58
营业成本	26719.27	29490.02	31313.22	32888.76
营业税金及附加	174.87	200.20	187.67	214.64
销售费用	17.99	20.51	21.78	22.92
管理费用	242.10	275.91	293.02	308.34
研发费用	1121.94	1278.61	1357.91	1428.89
财务费用	-87.75	-20.15	-42.74	-66.17
投资收益	703.03	500.00	460.00	410.00
公允价值变动损益	11.73	364.74	398.61	407.50
营业利润	1712.95	3033.96	3217.10	3366.92
其他非经营损益	11.73	364.74	398.61	407.50
利润总额	1762.38	3033.96	3217.10	3366.92
所得税	312.69	606.79	643.42	673.38
净利润	1762.38	3033.96	3217.10	3366.92
少数股东损益	-7.72	-12.92	-13.70	-14.34
归属母公司股东净利润	1457.41	2440.10	2587.38	2707.87
EBITDA	2069.57	3916.60	4233.59	4627.87
NPOLAT	750.33	1755.28	1888.55	2022.55
EPS(元)	0.33	0.55	0.59	0.61

主要财务比率

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收益率	48.31%	13.96%	6.20%	5.23%
EBIT增长率	-5.47%	140.54%	7.59%	7.10%
EBITDA增长率	0.94%	89.25%	8.09%	9.31%
净利润增长率	294.11%	67.43%	6.04%	4.66%
盈利能力				
毛利率	8.99%	11.86%	11.88%	12.04%
净利率	4.96%	7.29%	7.28%	7.24%
ROE	6.15%	9.55%	9.41%	9.16%
ROA	3.42%	5.35%	5.32%	5.19%
ROIC	2.83%	6.17%	6.19%	6.22%

估值倍数

P/E	20.42	12.19	11.50	10.99
P/S	0.91	0.89	0.84	0.80
P/B	1.26	1.16	1.08	1.01
PE/G	0.07	0.18	1.91	2.36
EV/EBITDA	12.31	6.95	6.16	5.40

资料来源：Wind、携宁，东海证券研究所，数据截至数据截至 2023 年 5 月 4 日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089