

投资评级 优于大市 维持

业绩增长快速，合同负债同比提升印证订单向好

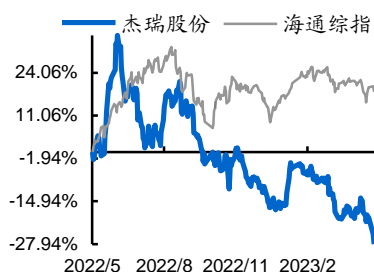
股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 05月05日收盘价(元) | 24.39 |
| 52周股价波动(元) | 24.30-46.30 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 1027/690 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 25047/16825 |

相关研究

《业绩快速增长，海外市场进一步突破》
2023.04.25

《Q2单季度盈利能力环比修复上行；上半年新增订单同比+35.89%》2022.08.23

市场表现


| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -12.6 | -20.6 | -23.1 |
| 相对涨幅(%) | -10.5 | -17.9 | -20.1 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:赵玥炜
 Tel:(021)23219814
 Email:zyw13208@haitong.com
 证书:S0850520070002

投资要点:

- **事件。**公司披露2023年一季报。根据Wind数据，2023Q1公司实现营业收入22.80亿元，yoy+24.92%；归母净利润3.51亿元，yoy+61.13%；扣非归母净利润3.43亿元，yoy+84.89%。
- **毛利率、净利率实现同比大幅提升。**根据Wind数据，公司2023Q1毛利率为36.09%，同比+5.58pct，环比+4.55pct；净利率15.91%，同比+3.94pct，环比-2.01pct。
- **费用率管控良好，合同负债同比提升，印证订单向好。**根据Wind数据，1)期间费用率：公司2023Q1期间费用率为15.46%，同比-0.14pct；其中，管理费用率4.49%，同比-0.14pct，环比+1.27pct；财务费用率2.27%，同比-0.62pct，环比+0.79pct；销售费用率5.99%，同比+0.77pct，环比+2.03pct；研发费用率2.7%，同比-0.15pct，环比-0.35pct。2)合同负债：23Q1末为10.95亿元，yoy+24%，印证订单向好。
- **公司海外市场进一步突破，海外收入占比、品牌影响力提升。**根据公司2022年年报，2022年公司持续推进海外市场战略，聚焦重点国家和地区，实现了海外市场的进一步突破；2022年公司海外业务实现收入40.59亿元，同比增长67.33%，海外收入占比提升至35.58%。公司聚焦全球战略客户，在高端油气装备及配件销售、油气田技术服务、油气工程、环保等业务领域不断开拓，市场和品牌影响力进一步提升。
- **盈利预测。**预计公司2023/2024/2025年归母净利润分别为24.19/29.58/35.76亿元，EPS分别为2.36/2.88/3.48元/股。我们选取四方达、海油工程、中海油服为可比公司，参考可比公司估值，我们给予公司2023年16-19倍PE估值，合理价值区间为37.69-44.75元/股(预计2023年公司EPS为2.36元)，合理市值区间为387-460亿元，给予“优于大市”评级。参考PB估值，按照我们的合理价值区间，公司2023年PB为1.97-2.33倍(2023年可比公司PB范围为1.12-3.73倍)，估值具备合理性。
- **风险提示。**油价下行；石油公司资本支出不及预期；汇率不利变动；公司产能释放缓慢。

主要财务数据及预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 8776 | 11409 | 12511 | 14651 | 16804 |
| (+/-)YoY(%) | 5.8% | 30.0% | 9.7% | 17.1% | 14.7% |
| 净利润(百万元) | 1586 | 2245 | 2419 | 2958 | 3576 |
| (+/-)YoY(%) | -6.2% | 41.5% | 7.7% | 22.3% | 20.9% |
| 全面摊薄EPS(元) | 1.54 | 2.19 | 2.36 | 2.88 | 3.48 |
| 毛利率(%) | 34.9% | 33.2% | 33.8% | 34.6% | 35.4% |
| 净资产收益率(%) | 12.7% | 13.0% | 12.3% | 13.1% | 13.6% |

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司分业务收入拆分

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|
| 分产品销售收入 (百万元) | | | | |
| 油气装备制造及技术服务 | 9130.72 | 9906.83 | 11739.59 | 13559.23 |
| 维修改造及贸易配件 | 1631.78 | 1868.39 | 2101.94 | 2354.17 |
| 环保服务 | 612.16 | 697.86 | 767.65 | 844.41 |
| 其他业务 | 34.35 | 37.79 | 41.57 | 45.72 |
| 合计主营业务收入 | 11409.01 | 12510.87 | 14650.75 | 16803.54 |
| 分产品销售增长率 (%) | | | | |
| 油气装备制造及技术服务 | 29.41 | 8.50 | 18.50 | 15.50 |
| 维修改造及贸易配件 | 33.04 | 14.50 | 12.50 | 12.00 |
| 环保服务 | 32.02 | 14.00 | 10.00 | 10.00 |
| 其他业务 | 13.47 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 主营业务收入同比增长率 | 30.00 | 10.00 | 17.00 | 15.00 |
| 分产品销售毛利率 (%) | | | | |
| 油气装备制造及技术服务 | 33.11 | 35.00 | 36.00 | 37.00 |
| 维修改造及贸易配件 | 32.28 | 28.00 | 27.50 | 27.00 |
| 环保服务 | 37.73 | 32.50 | 32.50 | 32.50 |
| 其他业务 | 29.72 | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| 合计主营业务毛利率 | 33.23 | 33.80 | 34.58 | 35.35 |
| 分产品销售毛利 | | | | |
| 油气装备制造及技术服务 | 3023.49 | 3467.39 | 4226.25 | 5016.91 |
| 维修改造及贸易配件 | 526.77 | 523.15 | 578.03 | 635.63 |
| 环保服务 | 230.94 | 226.81 | 249.49 | 274.43 |
| 其他业务 | 10.21 | 11.34 | 12.47 | 13.72 |
| 合计主营业务毛利 | 3791.41 | 4228.68 | 5066.24 | 5940.69 |
| 分产品销售成本 | | | | |
| 油气装备制造及技术服务 | 6107.23 | 6439.44 | 7513.34 | 8542.31 |
| 维修改造及贸易配件 | 1105.01 | 1345.24 | 1523.91 | 1718.55 |
| 环保服务 | 381.22 | 471.06 | 362.67 | 423.43 |
| 其他业务 | 24.14 | 26.45 | 21.88 | 24.07 |
| 合计主营业务成本 | 7617.60 | 8282.19 | 9584.50 | 10862.85 |

资料来源: 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

我们选取四方达、海油工程、中海油服为可比公司, 参考可比公司估值, 我们给予公司 2023 年 16-19 倍 PE 估值, 合理价值区间为 37.69-44.75 元/股 (预计 2023 年公司 EPS 为 2.36 元), 合理市值区间为 387-460 亿元, 给予“优于大市”评级。参考 PB 估值, 按照我们的合理价值区间, 公司 2023 年 PB 为 1.97-2.33 倍 (2023 年可比公司 PB 范围为 1.12-3.73 倍), 估值具备合理性。

表 2 可比公司估值 (2023/5/5)

| 公司简称 | 股价 (元) | 总市值 (亿元) | 预估归母净利润 (亿元) | | PE (倍) | | PB (倍) | |
|------|--------|----------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | | 2023 年 | 2024 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2023 年 | 2024 年 |
| 四方达 | 9.44 | 45.87 | 2.03 | 2.70 | 22.56 | 16.98 | 3.73 | 3.19 |
| 海油工程 | 6.41 | 283.41 | 18.54 | 23.66 | 15.28 | 11.98 | 1.12 | 1.03 |
| 中海油服 | 15.66 | 747.23 | 34.21 | 41.96 | 21.84 | 17.81 | 1.78 | 1.65 |
| 平均值 | | | | | 19.90 | 15.59 | 2.21 | 1.96 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 可比公司 2023、2024 年归母净利润来自 wind 一致预测。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 11409 | 12511 | 14651 | 16804 |
| 每股收益 | 2.19 | 2.36 | 2.88 | 3.48 | 营业成本 | 7618 | 8282 | 9585 | 10863 |
| 每股净资产 | 16.81 | 19.17 | 22.05 | 25.53 | 毛利率% | 33.2% | 33.8% | 34.6% | 35.4% |
| 每股经营现金流 | 0.98 | 1.04 | 3.15 | 1.87 | 营业税金及附加 | 56 | 63 | 73 | 84 |
| 每股股利 | 0.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 473 | 500 | 542 | 588 |
| P/E | 11.16 | 10.36 | 8.47 | 7.00 | 营业费用率% | 4.1% | 4.0% | 3.7% | 3.5% |
| P/B | 1.45 | 1.27 | 1.11 | 0.96 | 管理费用 | 419 | 438 | 483 | 504 |
| P/S | 2.20 | 2.00 | 1.71 | 1.49 | 管理费用率% | 3.7% | 3.5% | 3.3% | 3.0% |
| EV/EBITDA | 9.93 | 6.77 | 4.88 | 3.81 | EBIT | 2146 | 3010 | 3747 | 4546 |
| 股息率% | 1.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | -274 | 11 | 15 | -39 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | -2.4% | 0.1% | 0.1% | -0.2% |
| 毛利率 | 33.2% | 33.8% | 34.6% | 35.4% | 资产减值损失 | -45 | -52 | -66 | -67 |
| 净利率 | 19.7% | 19.3% | 20.2% | 21.3% | 投资收益 | 134 | 50 | 51 | 50 |
| 净资产收益率 | 13.0% | 12.3% | 13.1% | 13.6% | 营业利润 | 2577 | 2783 | 3411 | 4131 |
| 资产回报率 | 7.7% | 7.8% | 7.6% | 8.5% | 营业外收支 | 36 | 35 | 35 | 35 |
| 投资回报率 | 9.2% | 11.0% | 11.7% | 12.1% | 利润总额 | 2613 | 2818 | 3446 | 4166 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 2718 | 3370 | 4131 | 4951 |
| 营业收入增长率 | 30.0% | 9.7% | 17.1% | 14.7% | 所得税 | 325 | 352 | 431 | 521 |
| EBIT 增长率 | 20.4% | 40.3% | 24.5% | 21.3% | 有效所得税率% | 12.5% | 12.5% | 12.5% | 12.5% |
| 净利润增长率 | 41.5% | 7.7% | 22.3% | 20.9% | 少数股东损益 | 43 | 47 | 57 | 69 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 2245 | 2419 | 2958 | 3576 |
| 资产负债率 | 38.0% | 33.7% | 39.1% | 35.2% | | | | | |
| 流动比率 | 2.17 | 2.49 | 2.20 | 2.49 | 资产负债表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 速动比率 | 1.37 | 1.61 | 1.50 | 1.74 | 货币资金 | 4034 | 5564 | 9323 | 11815 |
| 现金比率 | 0.40 | 0.59 | 0.66 | 0.86 | 应收账款及应收票据 | 7423 | 7414 | 9418 | 9814 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 4970 | 5101 | 6496 | 6648 |
| 应收账款周转天数 | 158.60 | 160.00 | 160.00 | 160.00 | 其它流动资产 | 5417 | 5463 | 5874 | 6063 |
| 存货周转天数 | 215.52 | 220.00 | 220.00 | 220.00 | 流动资产合计 | 21843 | 23543 | 31111 | 34341 |
| 总资产周转率 | 0.47 | 0.42 | 0.42 | 0.42 | 长期股权投资 | 227 | 227 | 227 | 227 |
| 固定资产周转率 | 5.62 | 5.34 | 5.68 | 6.08 | 固定资产 | 2209 | 2475 | 2684 | 2845 |
| | | | | | 在建工程 | 1231 | 1065 | 932 | 825 |
| | | | | | 无形资产 | 813 | 933 | 1053 | 1173 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 7383 | 7522 | 7639 | 7734 |
| 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产总计 | 29226 | 31065 | 38749 | 42075 |
| 净利润 | 2245 | 2419 | 2958 | 3576 | 短期借款 | 1683 | 2683 | 3783 | 4983 |
| 少数股东损益 | 43 | 47 | 57 | 69 | 应付票据及应付账款 | 5398 | 3574 | 6809 | 4959 |
| 非现金支出 | 971 | 519 | 602 | 690 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | -46 | 37 | 81 | 132 | 其它流动负债 | 3004 | 3201 | 3535 | 3865 |
| 营运资金变动 | -2205 | -1955 | -460 | -2543 | 流动负债合计 | 10085 | 9458 | 14127 | 13807 |
| 经营活动现金流 | 1008 | 1067 | 3240 | 1925 | 长期借款 | 552 | 552 | 552 | 552 |
| 资产 | -1527 | -465 | -465 | -465 | 其它长期负债 | 467 | 467 | 467 | 467 |
| 投资 | -271 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 1019 | 1019 | 1019 | 1019 |
| 其他 | -2101 | 50 | 51 | 50 | 负债总计 | 11104 | 10477 | 15146 | 14826 |
| 投资活动现金流 | -3898 | -415 | -414 | -415 | 实收资本 | 1027 | 1027 | 1027 | 1027 |
| 债权募资 | 958 | 1000 | 1100 | 1200 | 归属于母公司所有者权益 | 17266 | 19685 | 22643 | 26220 |
| 股权募资 | 3052 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 855 | 902 | 960 | 1029 |
| 其他 | -619 | -122 | -168 | -218 | 负债和所有者权益合计 | 29226 | 31065 | 38749 | 42075 |
| 融资活动现金流 | 3391 | 878 | 932 | 982 | | | | | |
| 现金净流量 | 571 | 1530 | 3758 | 2493 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵玥炜 机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 巨一科技,银都股份,欧科亿,杭氧股份,埃斯顿,先导智能,杰瑞股份,海目星

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。