归母净利润同比增长 15.7%，继续加大市场开拓力度

投资评级	优于大市	维持

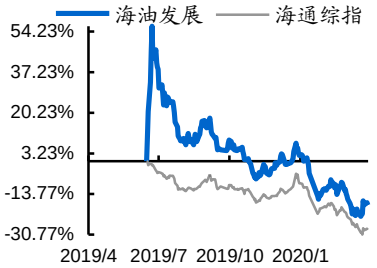
股票数据

04 月 09 日收盘价（元）	2.41
52 周股价波动（元）	2.24-4.70
总股本/流通 A 股（百万股）	10165/1865
总市值/流通市值（百万元）	24498/4495

相关研究

《国内海洋能源服务龙头，受益海洋油气行业持续改善》2020.01.19

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-6.6	-4.4	-20.7
相对涨幅（%）	-1.5	-1.6	-11.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:邓勇
Tel:(021)23219404
Email:dengyong@htsec.com
证书:S0850511010010
分析师:朱军军
Tel:(021)23154143
Email:zjj10419@htsec.com
证书:S0850517070005
分析师:胡歆
Tel:(021)23154505
Email:hx11853@htsec.com
证书:S0850519080001
联系人:张璇
Tel:(021)23219411
Email:zx12361@htsec.com

投资要点:

- **公司发布 2019 年报。**2019 年，公司实现营业收入 334.63 亿元，同比+15.49%；归母净利润 12.33 亿元，同比+15.68%。其中 2019Q4，公司实现营业收入 119.31 亿元，归母净利润 3.47 亿元。
- **各项业务收入均有不同幅度提升。**公司收入增长，主要是由于在国家能源安全战略推动下，总体工作量较 2018 年有所增加，分业务来看，2019 年公司能源技术服务、FPSO 生产技术服务、能源物流服务、安全环保与节能收入分别增长 28%、14%、9%、23%。
- **能源技术服务受益工作量增加。**2019 年能源技术服务业务实现营业收入 111.21 亿元，较 2018 年同期的 86.62 亿元增幅 28.38%；营业利润 7.05 亿元，较 2018 年同期的 5.01 亿元增幅 40.56%；主要是为保障国家能源安全，油气公司加大勘探开发力度拉动，管道涂敷、化学药剂产品等产业工作量有所增加，收入增加 11.93 亿元；装备设计与制造、装备运维板块收入较 2018 年增加 9.31 亿元。
- **FPSO 生产技术服务费率提升。**2019 年 FPSO 生产技术服务板块工作量整体较为稳定，FPSO 作业天数同比增长 2.65%，主要是报告期“海洋石油 111”FPSO 的日历天使用率增加至 100%。2019 年 FPSO 生产技术服务板块营业收入 19.67 亿元，较 2018 年同期的 17.28 亿元增幅 13.84%；营业利润 3.20 亿元，较 2018 年同期 3.02 亿元增幅 5.95%，主要是由于 FPSO 作业天数有所增长，并且费率也较 2018 年同期提升。
- **获得政府补贴。**2020 年 4 月 2 日，公司公告获得政府补贴情况，在 2019 年 6 月 26 日至 2020 年 3 月 31 日，公司累计获得政府补助 1.27 亿元，占 2019 年公司归母净利润的 10.3%，其中多个补助项目发生在 2019 年内。
- **参与设立产业引导基金。**2020 年 1 月 21 日，公司公告拟成立北京海油安能产业投资管理中心（以下简称基金），基金规模 10 亿元，公司首期认缴 2 亿元，主要投资方向为新能源、新材料、新技术等领域。3 月 24 日，公司公告该基金已完成了私募投资基金备案手续。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计海油发展 2020~2022 年 EPS 分别为 0.13、0.15、0.17 元。按照 2020 年 BPS 1.95 元以及 1.20-1.40 倍 PB，对应合理价值区间 2.34-2.73 元，维持“优于大市”投资评级。
- **风险提示：**油价大幅下跌、工作量下滑等。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28975	33463	33409	36236	39315
(+/-)YoY(%)	22.2%	15.5%	-0.2%	8.5%	8.5%
净利润(百万元)	1066	1233	1313	1576	1769
(+/-)YoY(%)	-9.4%	15.7%	6.5%	20.0%	12.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.10	0.12	0.13	0.15	0.17
毛利率(%)	12.3%	12.2%	11.7%	12.2%	12.3%
净资产收益率(%)	7.9%	6.7%	6.6%	7.4%	7.6%

资料来源：公司年报（2018-2019），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

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

公司发布 2019 年报。2019 年，公司实现营业收入 334.63 亿元，同比+15.49%；归母净利润 12.33 亿元，同比+15.68%。其中 2019Q4，公司实现营业收入 119.31 亿元，归母净利润 3.47 亿元。公司 2019 年利润分配方案为每股派息 0.037 元（含税）。

各项业务收入均有不同幅度提升。公司收入增长，主要是由于在国家能源安全战略推动下，总体工作量较 2018 年有所增加。分业务来看，2019 年公司能源技术服务、FPSO 生产技术服务、能源物流服务、安全环保与节能收入分别增长 28%、14%、9%、23%。从毛利率上来看，2019 年公司毛利率同比减少 0.17 个百分点，总体保持稳定，FPSO 生产技术服务毛利率同比提升 1.41 个百分点，主要是由于 FPSO 作业天数有所增长，并且费率也较 2018 年同期提升；能源技术服务、安全环保与节能毛利率有所下降，主要是积极拓展市场，加大市场占有率，外包成本增加，毛利率有所下降。

表 1 2019 公司主要服务经营情况（亿元）

产品	营业收入	营业成本	毛利率	毛利率比上年同期增减（百分点）	营业收入占比	毛利占比
能源技术服务	111.2	95.0	14.6%	-1.64	33%	39.8%
FPSO 生产技术服务	19.7	14.4	26.8%	1.41	6%	12.9%
能源物流服务	176.5	163.1	7.6%	0.05	53%	32.9%
安全环保与节能	44.8	38.0	15.3%	-1.37	13%	16.8%
分部间抵消	-17.6	-16.6	5.7%	-1.98	-5%	-2.5%
合计	334.6	293.9	12.2%	-0.17	100%	100.0%

资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

能源技术服务受益工作量增加。2019 年能源技术服务业务实现营业收入 111.21 亿元，较 2018 年同期的 86.62 亿元增幅 28.38%；营业利润 7.05 亿元，较 2018 年同期的 5.01 亿元增幅 40.56%；主要是为保障国家能源安全，油气公司加大勘探开发力度拉动，管道涂敷、化学药剂产品等产业工作量有所增加，收入增加 11.93 亿元；装备设计与制造、装备运维板块收入较 2018 年增加 9.31 亿元。

FPSO 生产技术服务费率提升。2019 年 FPSO 生产技术服务板块工作量整体较为稳定，FPSO 作业天数同比增长 2.65%，主要是报告期“海洋石油 111”FPSO 的日历天使用率增加至 100%。2019 年 FPSO 生产技术服务板块营业收入 19.67 亿元，较 2018 年同期的 17.28 亿元增幅 13.84%；营业利润 3.20 亿元，较 2018 年同期 3.02 亿元增幅 5.95%，主要是由于 FPSO 作业天数有所增长，并且费率也较 2018 年同期提升。

柴油销售量大增。受海上勘探开发作业量增加拉动，2019 年能源物流服务板块主要工作量有所上涨，其中，凝析油、柴油销售量、海上配餐工作量同比分别增长 7.49%、29.90%、11.78%。2019 年能源物流服务板块营业收入 176.51 亿元，较 2018 年同期的 162.51 亿元增幅 8.61%；营业利润 5.90 亿元，较 2018 年同期的 4.42 亿元增幅 33.61%；主要源于凝析油、柴油销售量、海上配餐工作量的增长。

加大研发力度，助力产业高质量发展。2019 年公司研发投入 8.05 亿元，同比增长 25.67%，主要随收入的增长，同时为满足生产技术项目需求加大了研发投入规模所致。公司积极参与国家多项关键核心技术攻关工作，参与工信部创新专项《水下油气生产系统工程化示范应用》课题，参与申报发改委重大项目《南海 1500 米级半潜式储卸油生产平台研制与工程示范》，推动首座南海 1500 米半潜式储卸油综合平台研制、技术体系建设和产业化应用。

获得政府补贴。2020 年 4 月 2 日，公司公告获得政府补贴情况，在 2019 年 6 月 26 日至 2020 年 3 月 31 日，公司累计获得政府补助 1.27 亿元，占 2019 年公司归母净利润的 10.3%，其中多个补助项目发生在 2019 年内。

参与设立产业引导基金。2020 年 1 月 21 日，公司公告拟成立北京海油安能产业投资管理中心（以下简称基金），基金规模 10 亿元，公司首期认缴 2 亿元，主要投资方向为新能源、新材料、新技术等领域。公司认为，该基金能够充分发挥公司的区位优势和产业基础，有利于公司推进产业升级，促进公司高质量发展，保持持续盈利和竞争能力。3 月 24 日，公司公告该基金已完成了私募投资基金备案手续。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

盈利预测与投资评级。我们预计海油发展 2020~2022 年 EPS 分别为 0.13、0.15、0.17 元。按照 2020 年 BPS 1.95 元以及 1.20-1.40 倍 PB，对应合理价值区间 2.34-2.73 元，维持“优于大市”投资评级。

表 2 公司业务盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
能源技术服务					
营业收入（亿元）	86.62	111.21	100.08	110.09	121.10
营业成本（亿元）	72.58	95.01	86.50	92.85	102.08
毛利率	16.2%	14.6%	13.6%	15.7%	15.7%
FPSO 生产技术服务					
营业收入（亿元）	17.28	19.67	20.65	21.07	21.49
营业成本（亿元）	12.9	14.41	15.12	16.02	15.84
毛利率	25.4%	26.8%	26.8%	24.0%	26.3%
能源物流服务					
营业收入（亿元）	162.51	176.51	183.57	198.26	214.12
营业成本（亿元）	150.25	163.09	170.72	184.38	199.13
毛利率	7.5%	7.6%	7.0%	7.0%	7.0%
安全环保与节能					
营业收入（亿元）	36.55	44.81	48.39	53.23	58.56
营业成本（亿元）	30.46	37.96	40.17	44.18	48.60
毛利率	16.7%	15.3%	17.0%	17.0%	17.0%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 3 可比公司估值

	收盘价（元）	BPS（元，2020E）	PB（倍）
中海油服	12.94	8.25	1.57
海油工程	5.41	5.26	1.03
中油工程	2.79	4.60	0.61
平均	7.05	6.04	1.07

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所（以 2019.04.09 收盘价作为股价，较上期可比公司减少通源石油，主要由于 Wind 缺少该公司盈利预测一致预期。）

风险提示：油价大幅下跌、工作量下滑等。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）				
每股收益	0.12	0.13	0.15	0.17
每股净资产	1.82	1.95	2.10	2.28
每股经营现金流	0.29	0.27	0.27	0.30
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	19.87	18.66	15.55	13.85
P/B	1.33	1.24	1.15	1.06
P/S	0.73	0.73	0.68	0.62
EV/EBITDA	9.34	7.63	6.20	5.07
股息率%	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	12.2%	11.7%	12.2%	12.3%
净利润率	3.7%	3.9%	4.3%	4.5%
净资产收益率	6.7%	6.6%	7.4%	7.6%
资产回报率	4.2%	4.2%	4.7%	4.9%
投资回报率	5.1%	4.8%	5.3%	5.5%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	15.5%	-0.2%	8.5%	8.5%
EBIT 增长率	13.1%	-1.5%	20.1%	11.8%
净利润增长率	15.7%	6.5%	20.0%	12.3%
偿债能力指标				
资产负债率	36.1%	34.2%	33.9%	33.7%
流动比率	1.39	1.62	1.82	2.00
速动比率	1.32	1.55	1.74	1.93
现金比率	0.16	0.38	0.57	0.75
经营效率指标				
应收帐款周转天数	111.72	111.00	111.00	111.00
存货周转天数	6.63	7.00	7.00	7.00
总资产周转率	1.13	1.08	1.09	1.09
固定资产周转率	3.05	3.33	4.01	4.89

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1233	1313	1576	1769
少数股东损益	70	74	89	100
非现金支出	1850	1589	1625	1661
非经营收益	-90	-206	-231	-233
营运资金变动	-129	-34	-286	-287
经营活动现金流	**2934**	**2735**	**2773**	**3010**
资产	-1049	-730	-729	-747
投资	-167	0	0	0
其他	-360	267	290	315
投资活动现金流	**-1576**	**-463**	**-439**	**-432**
债权募资	6707	-100	78	77
股权募资	3816	0	0	0
其他	-11290	-81	-80	-84
融资活动现金流	**-767**	**-181**	**-2**	**-7**
现金净流量	**591**	**2091**	**2331**	**2570**

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**33463**	**33409**	**36236**	**39315**
营业成本	29391	29497	31831	34480
毛利率%	12.2%	11.7%	12.2%	12.3%
营业税金及附加	173	167	181	197
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	285	284	308	334
营业费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	1400	1336	1449	1573
管理费用率%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
EBIT	1410	1390	1669	1867
财务费用	197	41	-3	-47
财务费用率%	0.6%	0.1%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-54	-35	-35	-35
投资收益	292	267	290	315
营业利润	**1719**	**1831**	**2199**	**2469**
营业外收支	4	3	3	3
利润总额	**1724**	**1834**	**2202**	**2472**
EBITDA	3206	2943	3259	3493
所得税	421	448	537	603
有效所得税率%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%
少数股东损益	70	74	89	100
归属母公司所有者净利润	**1233**	**1313**	**1576**	**1769**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1603	3694	6026	8596
应收账款及应收票据	10278	10206	11069	12010
存货	534	566	610	661
其它流动资产	1448	1485	1530	1579
流动资产合计	13862	15951	19235	22846
长期股权投资	1971	1971	1971	1971
固定资产	10959	10020	9045	8034
在建工程	186	236	286	336
无形资产	1907	1957	2007	2057
非流动资产合计	15839	15000	14125	13214
资产总计	**29701**	**30950**	**33360**	**36061**
短期借款	1400	1300	1378	1455
应付票据及应付账款	6217	6231	6724	7283
预收账款	218	234	254	275
其它流动负债	2138	2071	2225	2398
流动负债合计	9973	9835	10580	11412
长期借款	260	260	260	260
其它长期负债	476	476	476	476
非流动负债合计	736	736	736	736
负债总计	**10708**	**10571**	**11316**	**12147**
实收资本	10165	10165	10165	10165
普通股股东权益	18481	19793	21369	23138
少数股东权益	512	586	675	775
负债和所有者权益合计	**29701**	**30950**	**33360**	**36061**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 09 日
资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

信息披露

分析师声明

邓勇　　石油化工行业
朱军军　　石油化工行业
胡歆　　石油化工行业

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：皇马科技,梅花生物,恒力石化,滨化股份,上海石化,苏博特,浙江龙盛,东华能源,通源石油,桐昆股份,飞凯材料,石大胜华,海油发展,中国石化,卫星石化,万顺新材,金石资源,华锦股份,中油工程,新潮能源,新宙邦,嘉化能源,中国石油,星湖科技,八亿时空,新奥股份,中国海洋石油,荣盛石化,齐翔腾达,中海油服

投资评级说明

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； 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。	类　别	评　级	说　明
	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。
	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范围包括证券投资咨询业务。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn