

## 背靠中海油，打造多元化海洋油服平台

### ——海油发展(600968.SH)投资价值分析报告

公司深度

◆**多元化服务覆盖海洋油气生产全环节，业绩快速回升。**公司形成了能源技术服务、FPSO生产技术服务、能源物流服务、安全环保与节能四大核心业务板块，能够提供以海洋石油生产服务为核心的一站式服务。随着行业逐渐回暖，公司凭借综合性强、风险抵御能力强的竞争优势，实现收入与盈利的快速回升。

◆**公司业绩表现稳健，成长空间广阔。**从历史表现来看，海油发展受油价波动影响较小，在油价低迷期仍保持了相对较高的营业收入，盈利水平也较平稳。我们认为公司的业务性质与竞争优势决定了其业绩的稳健性：业务主要集中于油气生产阶段，油气公司在生产方面的资本开支变动有一定滞后性，且公司所提供的需求较稳定；业务多元化，抗风险能力较强；不断强化竞争优势，市场份额领先并有望继续扩张。

◆**政策与油价共振，上游勘探开发活动活跃带动油服行业。**由于我国油气资源面临较为突出的供需矛盾，近年来中央相继出台了多项政策鼓励油气资源勘探开发。在政策指导和油价回升趋势的双重推动下，三大石油公司2019年初纷纷制定“七年行动计划”，加大油气勘探开发力度，有利于带动国内油服行业的业绩增长。

◆**依托中海油完整产业链，有望受益于增储上产规划。**中海油是中国最大的海上油气生产商，在中国海洋石油整体业务中扮演核心甲方地位。海油发展作为中下游业务板块公司，其发展起步于中海油内部市场，围绕上游业务环节，同时逐渐向其他业务环节、中海油系统外市场、国际市场等拓展。随着中海油业绩与投资回升，海油发展作为中国海油控股油服平台，有望在中海油增储上产计划中充分受益。

◆**盈利预测与投资建议：**考虑到政策与油价提振上游资本开支，海洋油服行业将随之回暖，加之公司在行业内拥有多项领先技术和设备，且优势项目仍在继续投资扩展，未来有望积累优势脱颖而出，我们预计公司2019-2021年的营业收入分别为340.34/391.92/455.54亿元，净利润为12.86/16.25/20.72亿元，EPS为0.13/0.16/0.20元。结合相对估值和绝对估值，给予公司目标价3.60元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险分析：**原油价格下跌风险；上游资本支出投入不及预期风险；客户相对集中风险；募投项目未达预期风险。

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23,704	28,975	34,034	39,192	45,554
营业收入增长率	22.34%	22.24%	17.46%	15.16%	16.23%
净利润(百万元)	1,177	1,066	1,286	1,625	2,072
净利润增长率	89.19%	-9.43%	20.65%	26.32%	27.54%
EPS(元)	0.12	0.10	0.13	0.16	0.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.24%	7.88%	6.94%	8.06%	9.32%
P/E	25	28	23	18	14
P/B	2.3	2.2	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.0	8.2	9.6	8.3	6.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年12月31日

## 买入(首次)

当前价/目标价：2.93元/3.60元

### 分析师

裴孝锋

021-52523535

qiuxf@ebcn.com

执业证书编号：S0930517050001

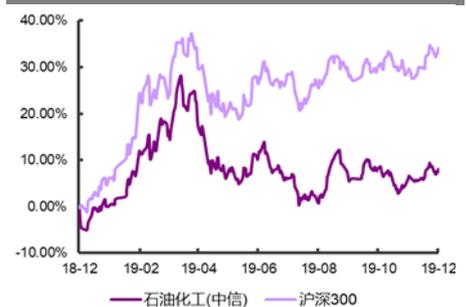
赵乃迪

010-56513000

zhaond@ebcn.com

执业证书编号：S0930517050005

石油化工行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

1、在政策与油价的双重驱动下，油气公司上游资本开支大幅增加，尤其是海油的勘探开发将更加活跃，可以预期 2019 年-2021 年公司总体工作量将大幅增长。公司四大核心业务板块未来发展基础牢固，我们假设 2019 年-2021 年公司能源物流服务的营收增长率为 20%、15%、15%，能源技术服务的营收增长率为 15%、15%、15%，安全环保与节能的营收增长率为 15%、20%、25%，FPSO 生产技术的营收增长率为-5%、-3%、0%。

2、考虑到目前油服行业整体服务价格仍处于低位，我们假设 2019 年-2021 年公司能源物流服务的毛利率为 7%、7%、7%，能源技术服务的毛利率为 14%、15%、16%，安全环保与节能的毛利率为 15%、16%、17%，FPSO 生产技术的毛利率为 25%、25%、25%。

3、公司在行业低谷阶段表现出较强的抵抗风险能力，且其 LNG 运输船、海底管道巡检、FPSO 等项目仍在不断投资扩展，未来有望发挥持续发展能力，保持行业领先地位。

### 我们区别于市场的观点

1、海油发展上市时间不长，且公司业务较为复杂，当前市场对公司的业务还不是十分了解，尤其是公司在中海油体系内业务定位不了解。我们认为与行业内其他公司相比，海油发展业务与油气生产环节相关度更高。因此从历史表现来看，海油发展业绩受油价波动影响较小，在油价低迷期仍保持了相对较高的营业收入，盈利水平也较平稳。

2、市场认为中海油资本开支的增加集中于勘探与开发环节，主要利好中海油服、海油工程。我们认为中海油在生产环节的投入也将大幅增长，海油发展同样有望受益，创造业绩新高。

### 股价上涨的催化因素

- 1、受益于增储上产政策与油价企稳，油服行业景气度有望持续上行
- 2、中海油落实七年行动计划，增加资本开支，海油发展有望受益
- 3、海油发展积极开拓海内外市场，预期工作量增长将带动业绩提升

### 估值和目标价格

考虑到政策与油价提振上游资本开支，海洋油服行业将随之回暖，加之公司在行业内拥有多项领先技术和设备，且优势项目仍在继续投资扩展，未来有望积累优势脱颖而出，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 340.34/391.92/455.54 亿元，净利润为 12.86/16.25/20.72 亿元，EPS 为 0.13/0.16/0.20 元。结合相对估值和绝对估值，给予公司目标价 3.60 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 目录

1、 诞生于中海油重组节点，打造多元化服务平台.....	6
2、 服务覆盖全产业链，行业回暖业绩稳企 .....	8
2.1、 能源物流服务助力中下游产业链，物资供应增长拉动收入.....	9
2.2、 能源技术服务覆盖全面，业务量回升盈利稳定.....	10
2.3、 打造一站式安全环保服务，充分发挥产业链协同优势.....	11
2.4、 FPSO 规模市场领先，需求稳定保障长期收入.....	12
3、 受益上游资本开支提高，公司发展前景可期 .....	14
3.1、 业绩表现稳健，成长空间广阔 .....	14
3.2、 政策支持与油价回升共振，上游资本支出明确增加.....	14
3.3、 依托中海油完整产业链，有望受益于增储上产规划.....	17
4、 盈利预测与投资建议 .....	21
4.1、 关键假设及盈利预测 .....	21
4.2、 相对估值 .....	22
4.3、 绝对估值 .....	22
4.4、 投资建议 .....	23
5、 风险分析.....	24

## 图目录

图 1：海油发展的发展历程.....	6
图 2：海油发展股权结构（截至 2019 年 6 月 26 日）.....	7
图 3：海油发展主要服务的流程.....	8
图 4：海油发展主营收入结构.....	9
图 5：海油发展营业收入和毛利率.....	9
图 6：物流业务运营情况（单位：万吨，万平方米）.....	10
图 7：销售业务运营情况（单位：万吨）.....	10
图 8：配餐业务运营情况（单位：万人/天）.....	10
图 9：能源物流服务营业收入和毛利率.....	10
图 10：海油发展能源技术服务内容.....	11
图 11：2018 年能源技术服务收入结构.....	11
图 12：能源技术服务营业收入和毛利率.....	11
图 13：2018 年安全环保与节能板块收入结构.....	12
图 14：安全环保与节能营业收入和毛利率.....	12
图 15：全球主要 FPSO 运营商 FPSO 数量统计.....	12
图 16：FPSO 板块营业收入和毛利率（单位：亿元）.....	13
图 17：海油旗下油服公司营业收入比较（单位：亿元）.....	14
图 18：海油旗下油服公司归母净利润比较（单位：亿元）.....	14
图 19：我国原油进口依赖度逐年上升（单位：万吨）.....	15
图 20：我国天然气进口依赖度逐年上升（单位：亿立方米）.....	15
图 21：国内关于加大油气勘探开发力度的政策.....	16
图 22：政策指引下，三大石油公司勘探开发支出随油价变化呈正相关.....	17
图 23：三大石油公司资本性支出情况.....	17
图 24：三大石油公司勘探开发投资情况.....	17
图 25：2018 年海油发展销售收入中关联方所占比重.....	18
图 26：2018 年海油发展采购成本中关联方所占比重.....	18
图 27：海油发展各板块关联交易程度变化.....	18
图 28：2016 年以来中海油业绩持续回升.....	19
图 29：中海油资本支出及油气净产量.....	19
图 30：中国海油三家油服工程公司营业收入（单位：亿元）.....	19

## 表目录

表 1：海油发展 IPO 募资用途.....	7
表 2：中国海油工程技术与服务板块三家专业公司情况.....	8
表 3：海油发展在役 FPSO.....	13
表 4：海油发展 FPSO 运营情况.....	13

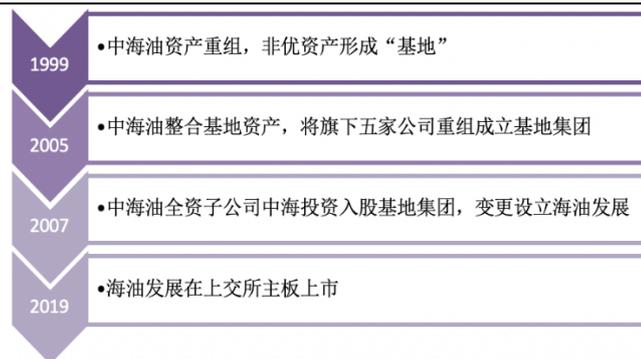
---

表 5：海油发展募资项目与中海油规划.....	20
表 6：2019-2021 年海油发展盈利预测表.....	21
表 7：可比公司盈利预测比较 .....	22

## 1、诞生于中海油重组节点，打造多元化服务平台

中海油能源发展股份有限公司（下称“海油发展”）是一家同时提供能源技术服务、FPSO 生产技术服务、能源物流服务、安全环保与节能产品及服务的多元化产业集团。海油发展由中国海洋石油集团有限公司（下称“中国海油”）控股，诞生于中国海油重组节点，由前身基地集团发展为以海洋石油生产服务为核心业务的一站式服务平台，为海洋石油公司的稳产增产提供技术及装备保障。

图 1：海油发展的发展历程



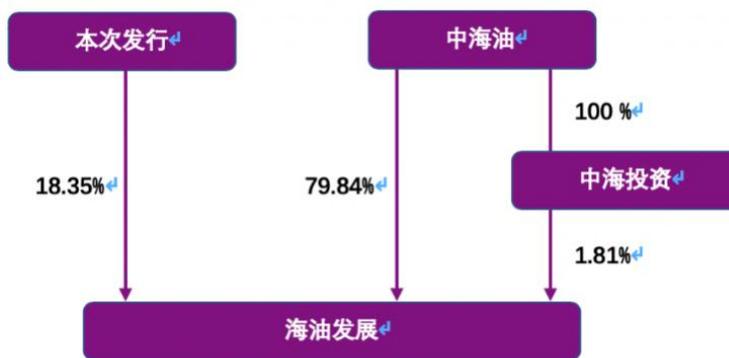
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

**中国海油主辅分离，诞生基地集团。**1999 年中国海油以上市为目的进行资产重组，将一部分准备上市的优质资产组建为油气公司（中国海洋石油有限公司），一部分资产划分到专业服务公司，剩余的非优资产则组成了“基地”。2001 年，油气公司几经周转后在纽约和香港上市，集团又对专业公司进行重组，成立了中海油田服务有限公司（COSL）和中海油田工程有限公司（COEL），其中中海油服在 2002 年和 2007 年分别于香港和上海上市，海油工程 2002 年于上海上市。2005 年，中海油对基地资产进行整合，即将中海油渤海公司、中海油南海西部公司、中海油南海东部公司、中海油东海公司、中海实业公司五家地区公司进行战略重组，成立基地集团。

**中海投资入股，基地集团重组变更为股份公司。**2007 年，中国海油对基地集团的业务和资产进行了进一步重组，并以基地集团全部业务和资产范围为基础，引入中国海油全资子公司中海投资作为基地集团新股东，变更设立海油发展。中国海油和中海投资的货币、资产出资合计 90.22 亿元，折股后海油发展总股本为 600,000 万股，其中中国海油持有 586,700 万股，占总股本的 97.78%；中海投资持有 13,300 万股，占总股本的 2.22%。

**海油发展为项目募资，A 股主板上市。**2019 年 6 月 26 日，海油发展登陆上交所主板，公开发行价为 2.04 元/股，发行约 18.65 亿股，占发行后总股本的 18.35%，募集资金总额为 37.33 亿元。

图 2：海油发展股权结构（截至 2019 年 6 月 26 日）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

根据公司招股说明书，首次公开募集的资金扣除发行费用后，将用于移动式试采平台建造项目、澳大利亚昆士兰柯蒂斯 LNG 运输船项目、中海油太原贵金属有限公司铂网催化剂迁（扩）建项目、海底管道巡检项目等 7 个项目的投资，以及偿还借款及银行贷款 15 亿元。

表 1：海油发展 IPO 募资用途

项目名称	项目投资额 (亿元)	募集资金拟投入金额 (亿元)	项目概况
移动式试采平台建造项目	3.96	3.76	拟设计建造专门用于试采作业的海上设施“移动式试采平台”，进行试油、原油处理、原油及污水水储存和外输，并具备井口回接、弃井、辅助热采等功能。
澳大利亚昆士兰柯蒂斯 LNG 运输船项目	7.05	6.01	拟建造四艘 17.4 万立方米 LNG 运输船，以满足澳大利亚柯蒂斯 LNG 项目的 LNG 贸易和运输需求。
中海油太原贵金属有限公司铂网催化剂迁（扩）建项目	1.53	1.37	拟在公司年产 4,000 公斤铂网催化剂的生产能力基础上，新增生产能力 3,500 公斤/年。
海底管道巡检项目	1.47	1.47	拟建造海底管道巡检船 1 艘，提供海管巡检服务，主要用于渤海水深 60 米以内的海管普查、海管详细调查以及水下检测工作。
深水环保项目	1.59	1.59	拟在公司现有 9 艘环保工作船的基础上再新建一艘环保工作船。该新建环保工作船主要具备测试井液回收和反输、海面溢油监测回收、动力定位、油田守护等功能。
装备改造项目	1.84	1.84	拟购置连续油管设备 4 套、防砂设备 2 套、钻机 1 套，对现有装备系统进行改造升级，以满足海洋油田开发和非常规油气开采业务需求。
海洋石油 111 FPSO 坞修项目	6.29	6.29	拟对海洋石油 111 FPSO 船舶及单点系统进行维修，以满足设计 10 年进坞维修要求和船级社第三个五年特检要求，并恢复船舶使用性能。
偿还借款及银行贷款	15	15	偿还人民币中长期贷款合同、珠海精细化工项目 3 万方 LNG 运输船售后回租合同、珠海 LNG 冷能空分项目借款 4 笔。
合计	38.73	37.33	

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

海油发展的 IPO 标志着中国海油专业服务板块全部实现上市。工程技术与服务板块是中国海油五大业务板块之一，在集团内包括中海油服、海油工程和海油发展三家专业公司。三家公司在海洋油气的勘探、开发、生产环节分工各异、独立发展：中海油服业务集中在勘探和钻井环节，海油工程集中于开发环节，而海油发展则集中于生产环节。

表 2：中国海油工程技术与服务板块三家专业公司情况

	主要服务环节	主要业务	定位
中海油服	勘探&钻井	钻井服务、船舶服务、物探勘察服务等	国际一流的油田服务公司
海油工程	开发	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工程等大型工程总承包业务	具有国际竞争力的、专业化、国际化能源工程公司
海油发展	生产	能源技术服务、FPSO 生产技术服务、能源物流服务、安全环保与节能服务	向国际能源工业提供运营综合服务的公司

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

海油发展旗下共设立 42 家子公司，其中包括 29 家国内和 13 家海外控股子公司，在巩固国内市场——以渤海、南海西部、南海东部、东海等四个海域为主的海上市场和华南、华东、西北部分地区陆地市场的基础上，重点开拓中东、亚太、南美、俄罗斯等海外市场，以贯彻“走出去”战略。

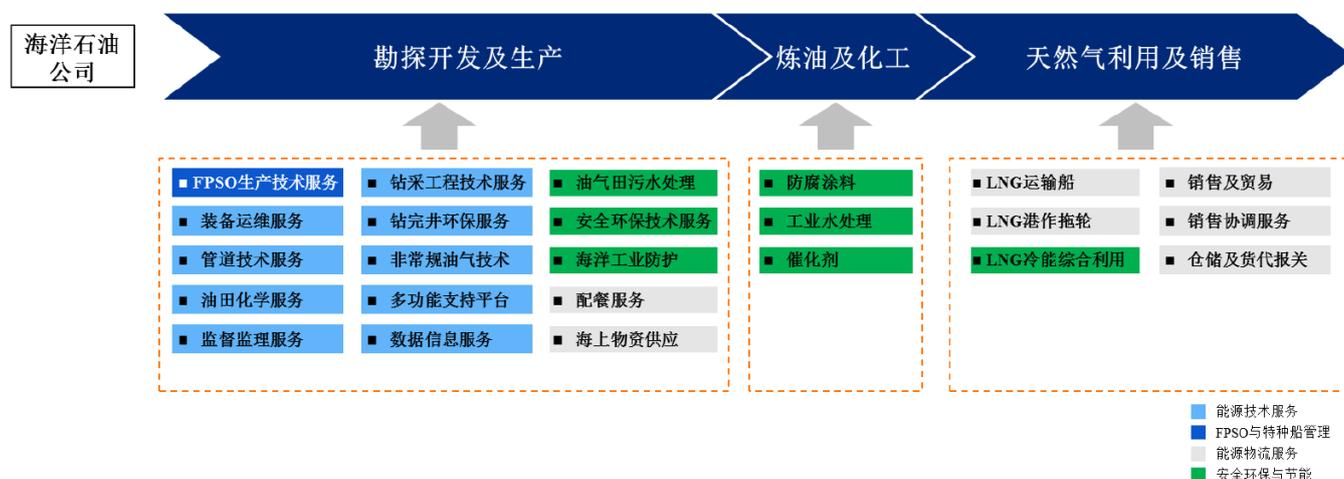
截至 2019 年 9 月 30 日，公司总资产规模达到 293.93 亿元。公司已成为中国近海采油装备实力最强、最具综合性的能源技术服务提供商，在中国近海 FPSO 生产技术服务市场居主导地位，在特种环保涂料、工业水处理等领域均处于领先地位。

## 2、服务覆盖全产业链，行业回暖业绩稳企

海油发展的业务覆盖海洋石油各主要生产环节，形成能源技术服务、FPSO 生产技术服务、能源物流服务、安全环保与节能四大核心业务板块，能够提供以海洋石油生产服务为核心的一站式服务。

首先，公司重点发展 FPSO 生产技术服务、油田化学服务、多功能生活支持平台、油田装备运维等业务，为海洋石油公司的稳产增产提供技术及装备保障；其次，公司通过物流、销售、配餐等能源物流服务，提供全方位综合性生产及销售支持；此外，公司面向安全环保与节能市场，发展安全环保技术服务、LNG 冷能综合利用、溢油应急响应等节能环保技术及产品。

图 3：海油发展主要服务的流程

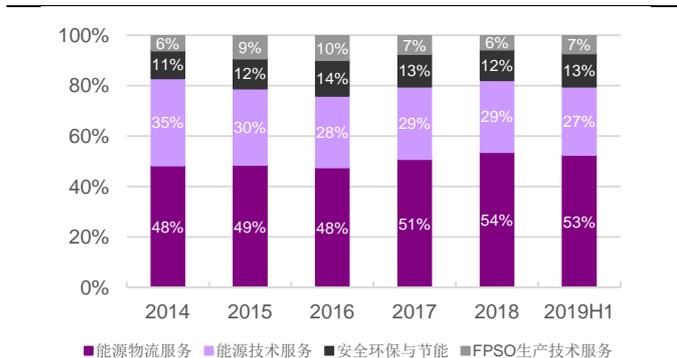


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

公司近年业务结构基本稳定。2019 上半年公司四大主营业务板块中，能源物流服务贡献了营业收入的 53%；能源技术服务板块次之，占比 27%；安全环保与节能占收入比重 13%；FPSO 生产技术服务占比最小，约为 7%。多元化的业务有利于公司各板块协同发展，广泛挖掘成长机遇，提升抵御下行风险的能力。

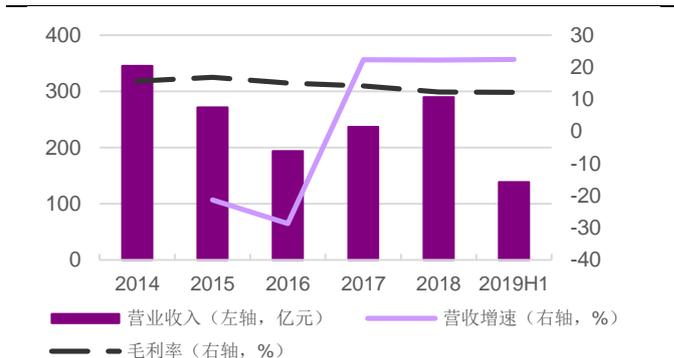
在走出 2014-2016 年的行业低谷后，公司 2017 和 2018 年作业量回升，营业收入同比增速均超过 20%。2019 上半年公司实现营业收入 138.74 亿元，同比增长 22.52%。而由于收入占比较大的能源物流服务毛利率有所降低，公司整体毛利率小幅下降，2019 上半年公司毛利率为 12.17%，较 2018 全年下滑 0.17 个百分点。

图 4：海油发展主营收入结构



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 5：海油发展营业收入和毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

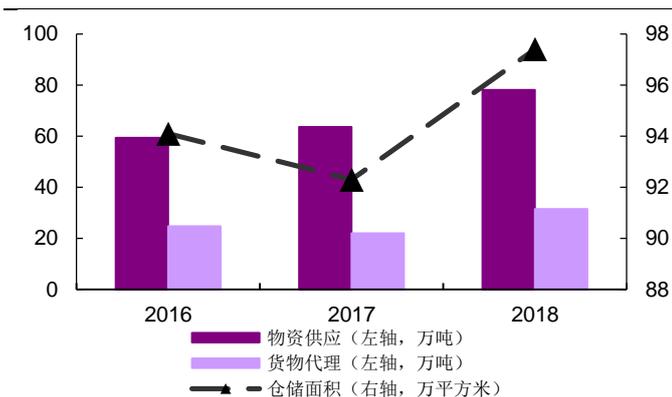
## 2.1、能源物流服务助力中下游产业链，物资供应增长拉动收入

海油发展的能源物流服务侧重于为海洋石油行业的生产环节和中下游领域提供支持服务，通过海上物资供应及配餐服务为海上油气田开采提供后勤保障，并通过物流及销售服务协助石油公司将各类油气产品向下游批发及零售商分销。

物流服务方面，公司主要为海洋石油勘探开发、工程建设、生产支持及中下游炼化产业提供海上物资供应、仓储及配送、货代报关等一体化物流服务，业务基本覆盖了中国大部分沿海地区，目前拥有 2 艘 LPG 运输船和 1 艘 LNG 运输船，具有物流基地和仓储能力方面的优势。销售服务方面，相关业务可分为销售协调服务和贸易业务：销售协调服务为油公司的油气销售联系商检、海关等相关部门和运输方，并提供计量、提油作业等相关服务，覆盖了渤海海域、东海海域、南海西部以及南海东部海域；而贸易业务涉及产品包括液化石油气、凝析油及其他石油化工产品等。配餐服务方面，公司是中国近海唯一一家专业配餐服务提供商，主要客户包括国内三大石油公司以及康菲、壳牌等大型国际石油公司。

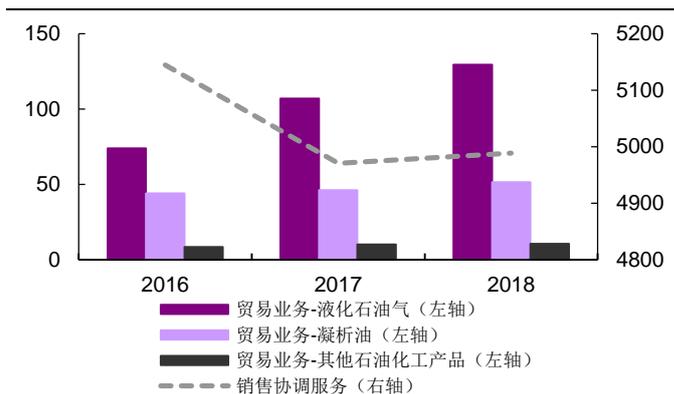
依托于近两年油气行业复苏，物资供应量大幅增长，公司业务规模持续扩张。公司 2018 年和 2019H1 能源物流服务的营业收入分别达到 162.61 亿元和 75.45 亿元，增幅分别为 27.09% 和 8.74%。但是，由于商品销售收入在该板块总收入占比超过 50%，而柴油、液化石油气以及凝析油销售的毛利率走低，导致海油发展能源物流服务业务的毛利率呈现逐年下降的态势。

图 6：物流业务运营情况（单位：万吨，万平方米）



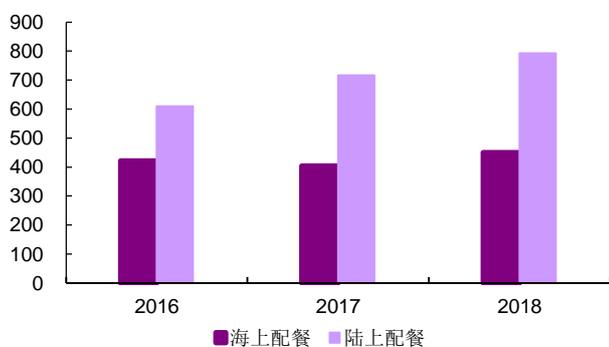
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图 7：销售业务运营情况（单位：万吨）



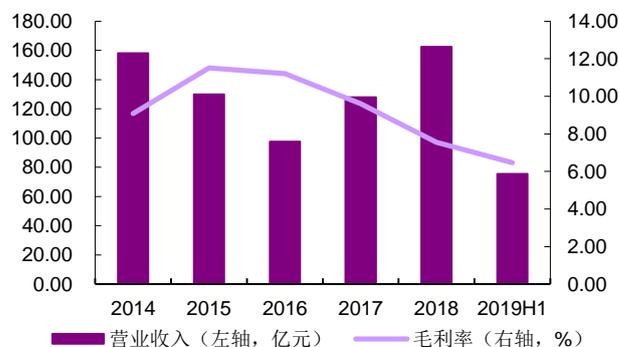
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图 8：配餐业务运营情况（单位：万人/天）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图 9：能源物流服务营业收入和毛利率



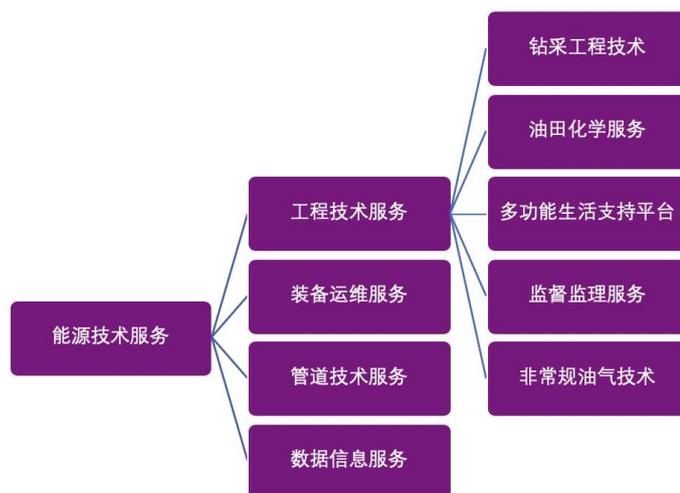
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

## 2.2、能源技术服务覆盖全面，业务量回升盈利稳定

海油发展能够提供全方位的能源技术服务，包括工程技术服务、装备运维服务、管道技术服务和数据信息服务。公司侧重于海洋油气的生产阶段，从提高油田采收率、监督监理、多功能生活支持平台、装备检测维护、海上通讯等各个方面为海洋石油公司的生产作业提供保障。

公司是中国近海采油装备实力最强的能源技术服务提供商，也是中国近海多功能生活支持平台服务的主要提供商——公司拥有的渤海自立号、海洋石油 281 号和海洋石油 282 号三艘生活支持平台，是目前中国近海可以提供相关服务的主要船舶。

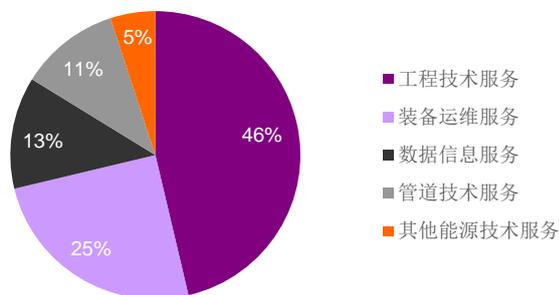
图 10：海油发展能源技术服务内容



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

公司能源技术服务板块中，工程技术服务和装备运维服务的收入占比最高，二者之和超过该板块收入的 70%。随着原油价格企稳回升、上游勘探开发资本支出增加，公司业务量稳定增长。能源技术服务板块的营业收入在 2016 年触底回升，2018 年和 2019H1 分别实现 20.43%和 45.54%的快速增长；同样地，业务的毛利率也有所恢复。

图 11：2018 年能源技术服务收入结构



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 12：能源技术服务营业收入和毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

### 2.3、打造一站式安全环保服务，充分发挥产业链协同优势

海油发展安全环保与节能板块目前主要包括海上溢油应急服务、安全环保技术服务、工业水处理、人力资源与培训服务、涂料与海洋工业防护、催化剂、LNG 冷能综合利用及节能与环保检测等，通过一体化服务模式发挥产业链协同优势。

公司自成立起就按照国际国家规范建立了 QHSE 管理体系，并严格执行国家健康安全环保标准 1,668 项其中安全标准 1,197 项，环境标准 221 项，健康标准 250 项。作为节能环保产业的领先者，公司是国内唯一一家溢油应急海洋环保服务提供商，目前拥有 9 艘国际先进的多功能溢油环保工作船和

溢油漂移软件；在工业水处理和环保涂料等领域也具备全国领先地位，已建成国家工业水处理工程技术研究中心，并运营国家涂料工程技术研究中心。

海油发展安全环保与节能板块以提供劳务所得收入为主，毛利率较高。公司积极拓展外部市场，工作量增长拉动业绩提升。2018年及2019H1公司该板块营业收入分别为36.55亿元和18.88亿元，分别同比增长13.05%和51.14%。2017年以来该板块毛利率趋于稳定，维持在17%左右。

图 13：2018 年安全环保与节能板块收入结构

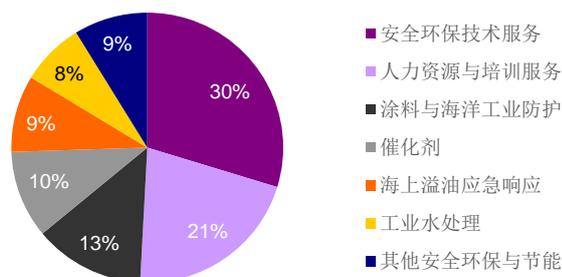


图 14：安全环保与节能营业收入和毛利率



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

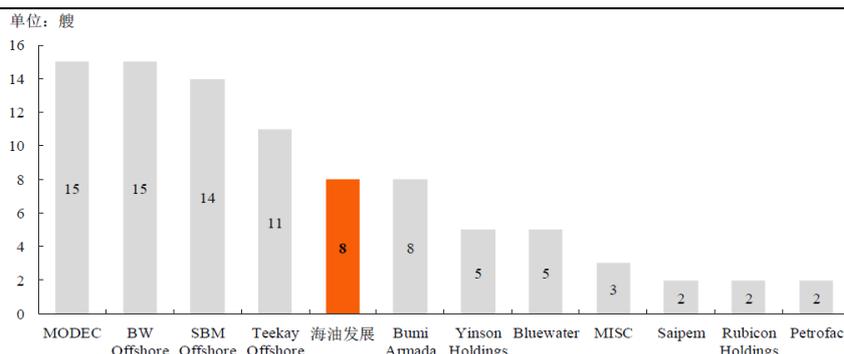
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

## 2.4、FPSO 规模市场领先，需求稳定保障长期收入

FPSO（浮式生产储油卸油装置）生产技术服务是海洋石油生产过程中的核心环节，也是海上油气田开发的主流生产方式。与其他形式石油生产平台相比，FPSO 具有抗风浪能力强、适应水深范围广、储/卸油能力大，以及可转移、重复使用的优点，广泛适合于远离海岸的深海、浅海海域及边际油田的开发。

海油发展是目前中国近海唯一一家为石油和天然气生产企业提供全方位、一体化 FPSO 生产技术服务的独立供应商。截至 2018 年底，公司共拥有 8 艘 FPSO，规模在 FPSO 运营商中位列亚洲第二、全球第五。

图 15：全球主要 FPSO 运营商 FPSO 数量统计



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

海油发展 FPSO 业务具有较强的全产业链生命周期资源整合能力，覆盖 FPSO 设计、建造、调试、运营管理、升级改造等各个主要环节，可实现 FPSO 的建设与操作运营的无缝衔接，合理规划 FPSO 的建造投资和运营成本，保证 FPSO 全生命周期的最优化管理。目前公司已形成以客户需求为导向的差异化服务能力，根据目标油田开发的不同需求，为海洋石油公司提供灵活多

样的 FPSO 服务模式，包括光船服务、带船服务和资产代管等。

**表 3：海油发展在役 FPSO**

名称	吨位 (万吨)	载重量 (万吨)	服役油田	作业者	建造年份	最近改造 年份
海洋石油 102	3.57	5.31	暂停泊	暂无	1990 年	2009 年
海洋石油 105	3.87	7.55	暂停泊	暂无	1993 年	2010 年
海洋石油 111	9.24	14.07	番禺 4-2/5-1	中海石油(中国)有限 公司番禺作业公司	2003 年	2018 年
海洋石油 112	10.51	15.66	曹妃甸 11-1/2/6	中海石油(中国)有限 公司曹妃甸作业公司	2004 年	-
海洋石油 113	9	15.75	渤中 25-1	中海石油有限公司天津 分公司秦皇岛 32-6 渤 中作业公司	2004 年	2013 年
海洋石油 115	7.55	11.88	西江 23-1	中海石油(中国)有限 公司深圳分公司西江 油田作业区	2007 年	-
海洋石油 116	7.55	12.31	文昌油田群	中海石油(中国)有限 公司湛江分公司文昌 油田群作业公司	2007 年	-
海洋石油 118	10.95	15.79	恩平 24-2 油田	中海石油(中国)有限 公司深圳分公司恩平 油田作业区	2014 年	-

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

由于海上油田生产周期较长，FPSO 服务的需求也较为稳定，签订服务协议期限通常在 10 年以上。因此，在行业进入下行周期时仍可保持较高的 FPSO 使用率，为公司提供长期稳定的收入来源。

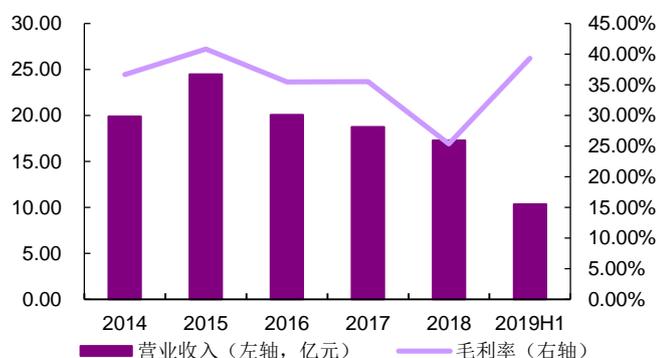
**表 4：海油发展 FPSO 运营情况**

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年
作业天数(船天)	2,504	2,190	2,096
日历天使用率	100.00%	100.00%	95.70%
平均日费率(万元)	76.6	71.2	66.7

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

2016-2018 年，公司该板块收入自 2016 年起逐渐下滑，2018 年下降 7.79% 至 17.28 亿元，主要是由于虽然 FPSO 服务工作量较稳定，但服务费率有所下降。2019H1，FPSO 业务业绩有所回升，实现营业收入 10.33 亿元，同比增长 30.08%；毛利率较 2018 全年提升近 14 个百分点至 39.32%。

**图 16：FPSO 板块营业收入和毛利率（单位：亿元）**



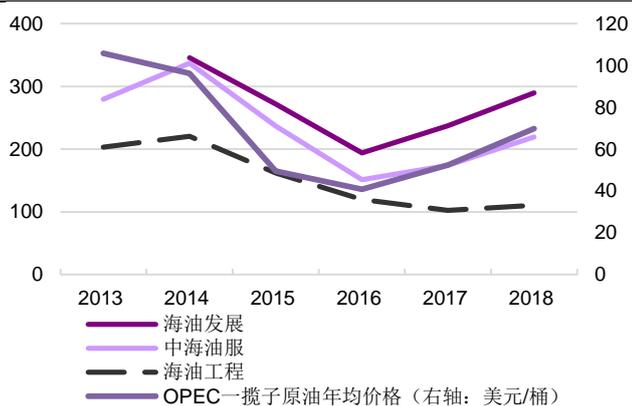
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

### 3、受益上游资本开支提高，公司发展前景可期

#### 3.1、业绩表现稳健，成长空间广阔

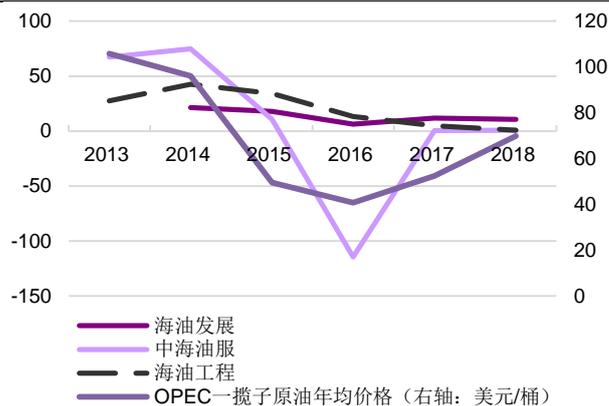
公司的业务性质与竞争优势决定了其业绩的稳健性。从历史表现来看，在中海油旗下已上市的三家油服公司中，海油发展受油价波动影响最小，业绩表现更为稳健。在油价低迷期，公司仍保持了相对较高的营业收入，盈利水平也较平稳。

图 17：海油旗下油服公司营业收入比较（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 18：海油旗下油服公司归母净利润比较（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

海油发展业务主要集中于油气生产阶段。在油价大幅波动时，油气公司在生产方面的资本开支变动较油价有一定滞后性，且公司所提供的需求受油价影响较小。此外，公司业务覆盖面广泛，具备海洋石油行业各主要环节的多元化服务能力，为勘探、开发、生产、销售、油气加工、石化等环节提供技术、装备、人力资源、后勤等综合性服务，抗风险能力较强。

公司不断强化竞争优势，建立了资金、技术与人才方面的稳固壁垒，市场份额领先并有望继续扩张。在资金方面，有能力应对装备及研发的巨额投入。在技术方面，加大研发投入，不断提升科研能力。在人才方面，重视人才的引进和培养，同时充分借助公司在人力资源服务领域多年的经验积累，建立了完善的人力资源系统。公司三方面竞争优势有机结合，为业绩提供有力支撑。

**目前公司已迎来新增长机遇。**随着油价有所回升，全球行业景气回暖，公司正在积极开拓海内外市场，预期工作量增长将持续带动业绩提升。而国内增储上产战略的实施也将为公司带来发展机遇，公司成长空间广阔，业绩有望创新高。

#### 3.2、政策支持与油价回升共振，上游资本支出明确增加

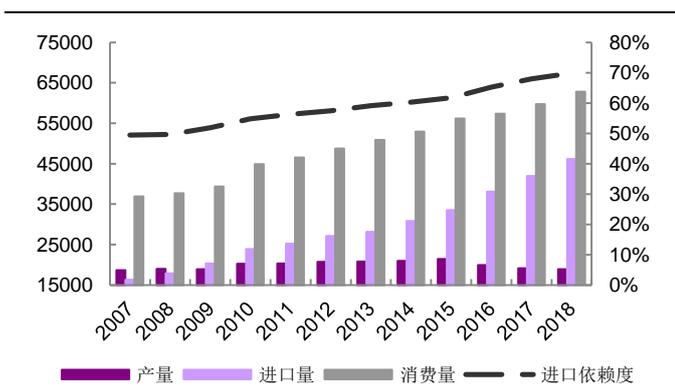
##### 3.2.1、我国能源供需不平衡，中央批示加大油气勘探力度

**我国油气能源对外依赖度高。**随着我国经济持续快速增长，国内能源需求水平不断提高，我国油气资源消费量的增速远高于世界平均水平。根据 BP《2019 年世界能源统计年鉴》，我国一次能源消费量 2008-2018 年的年复合增长率达 3.9%。根据美国能源署的估计，2014 至 2030 年间中国原油需

求量将以年均 2.4% 的速度持续增长，预计到 2030 年中国原油需求将达到 1,703 万桶/日，较 2014 年的需求水平增长 54.0%。

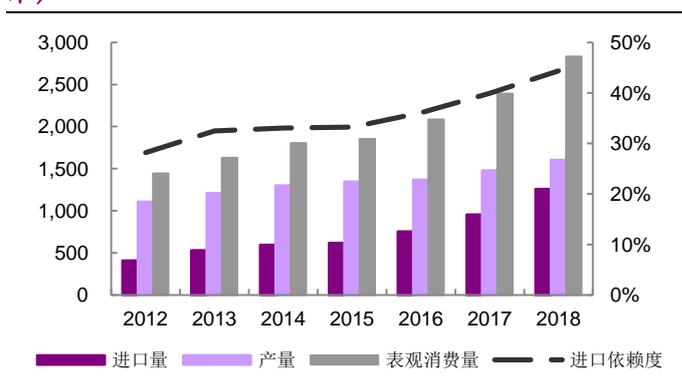
然而，我国石油和天然气的产量长期无法满足总需求，进口持续增长，2018 年石油进口量为 4.6 亿吨，同比增长 10.1%，石油对外依存度升至 69.9%；天然气进口量为 1,257 亿立方米，同比增长 31.5%，对外依存度升至 43.4%。此外，根据 BP《2019 年世界能源统计年鉴》，截至 2018 年底，我国石油和天然气探明储量分别为 259 亿桶和 5.1 万亿立方米，仅为世界石油和天然气探明储量的 1.5% 和 3.1%。

图 19: 我国原油进口依赖度逐年上升 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 20: 我国天然气进口依赖度逐年上升 (单位: 亿立方米)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

**国家政策明确要加大上游勘探开发力度。**由于我国油气能源面临较为突出的供需矛盾，中央近年来相继出台了多项政策鼓励油气资源勘探开发。2018 年 8 月，受国内外油气形势影响，习近平总书记对石油发展作出重要批示，指出要大力提升国内油气勘探开发力度，努力保障能源安全。2019 年 5 月，国家能源局在北京组织召开大力提升油气勘探开发力度工作推进电视电话会议，再次强调石油企业要将加大油气勘探开发各项工作落到实处，不折不扣完成“2019-2025 七年行动方案”工作要求。

**为贯彻中央批示，三大石油公司 2019 年初纷纷制定“七年行动计划”。**

中石油编制完成《2019-2025 年国内勘探与生产加快发展规划方案》，计划 2019-2025 年每年安排 50 亿元，是目前年投资额的 5 倍。截至 7 月 4 日，中石油旗下综合性油服企业——中油油服在国内共完成钻井进尺 1691 万米，同比增长 10%。其钻井业务的增长揭示了中石油油气勘探开发的整体提速。9 月 29 日，中石油发布消息称在鄂尔多斯盆地发现 10 亿吨级庆城大油田；在四川盆地长宁-威远和太阳区块新增探明页岩气地质储量 7409.71 亿立方米，累计探明 1.06 万亿立方米，形成了万亿立方米页岩气大气区。10 月 3 日，塔里木盆地博孜 9 井试获高产工业油气流，发现千亿方级大气田。

中海油制定了《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》，提出到 2025 年勘探工作量和探明储量翻一番；5 月 24 日，中海油在深圳召开重大科技专项会议，会议强调到 2025 年，全面建成南海西部油田 2000 万方、南海东部油田 2000 万吨的上产目标。2 月 25 日中海油公布消息称，

新发现的渤中 19-6 凝析气田天然气探明地质储量超过千亿方，凝析油探明地质储量超亿方。

中石化暂未披露相关计划，但表示将逆转石油进口依赖加剧的趋势，对外依存度控制在 60% 左右。3 月 25 日，中石化页岩气勘探开发获重大突破：威（远）荣（县）页岩气田提交探明储量 1247 亿立方米，2019 年将建成 10 亿立方米产能。9 月 25 日，中石化公布消息称鄂尔多斯盆地东胜气田新增探明储量 442 亿立方米，累计探明储量达到 1239 亿立方米。

图 21：国内关于加大油气勘探开发力度的政策

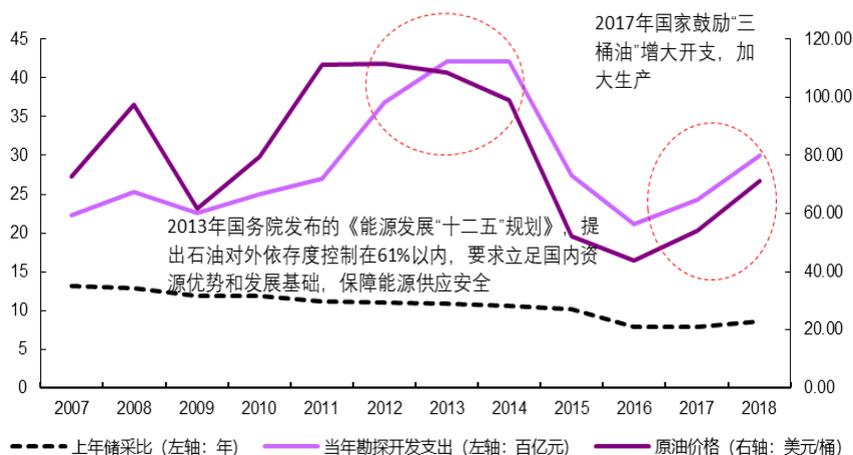
2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 国务院发布《石化产业调整和振兴规划细则》</li> <li>• “增强资源保障能力。加大国内石油资源勘探开发力度，稳定石化产业原料的国内供给。”</li> </ul>
2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 国务院发布《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》</li> <li>• “支持民间资本进入油气勘探开发领域，与国有石油企业合作开展油气勘探开发。”</li> </ul>
2011	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 《第十二个五年规划纲要》</li> <li>• “加大石油天然气勘探开发力度，稳定国内石油产量，促进天然气产量快速增长，推进煤层气、页岩气等非常规油气资源开发利用。”</li> </ul>
2016	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 《第十三个五年规划纲要》</li> <li>• “加强陆上和海上油气勘探开发，有序开放矿业权，积极开发天然气、煤层气、页岩油(气)。”</li> </ul>
2017	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中共中央国务院印发《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》</li> <li>• “深化石油天然气体制改革要坚持问题导向和市场化方向，体现能源商品属性。”</li> </ul>
2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 国务院印发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》</li> <li>• “各油气企业全面增加国内勘探开发资金和工作量投入，力争到2020年底前国内天然气产量达到2000亿立方米以上。”</li> </ul>

资料来源：光大证券研究所根据政府官网整理

### 3.2.2、三大石油公司扩大资本开支，带动国内油服增长

国际油价上行助力油气公司资本支出计划。2019 年上半年，国际油价在多空因素交织的影响下宽幅震荡，中东地缘局势和原油需求的不确定性逐渐成为油价波动的主导因素；进入下半年后，地缘政治风险依然显著，OPEC+ 明确深化减产计划为供给面提供了支撑，而欧美陆续开启货币宽松，加之中美重启经贸磋商改善了全球经济增长的预期，原油需求前景或有改善。国际油价走出历史低位，推动石油公司落实资本开支计划。

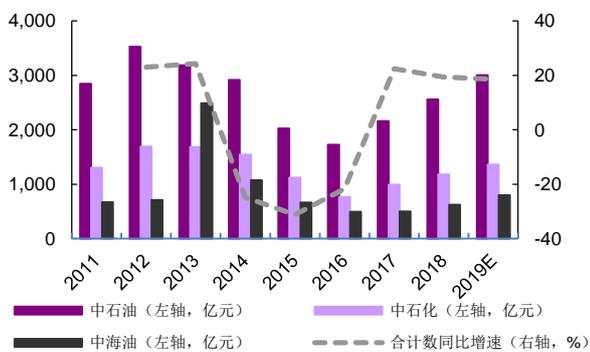
图 22：政策指引下，三大石油公司勘探开发支出随油价变化呈正相关



资料来源：中石油、中石化、中海油公司公告，光大证券研究所整理

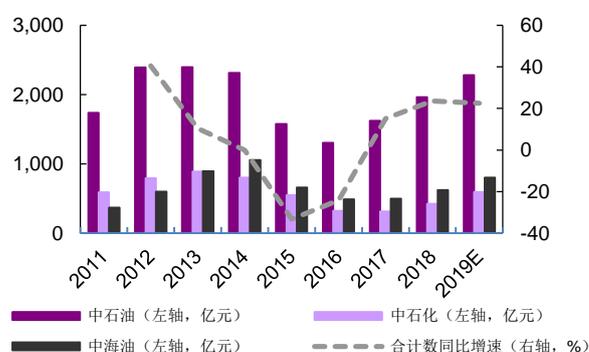
三大石油公司勘探开发资本性支出快速增长，有望带动油服行业复苏。根据三大石油公司公告及海油发展招股说明书中披露的数据，在政策和油价的双重支持下，2018年三大石油公司总资本性支出上升到4360.7亿元，2019年预计达到5169.7亿元；勘探开发投资2018年同比增长23.59%，2019年预计增速为22.46%。其中，中海油的勘探开发投资由2017年的497.2亿元增加到2018年的621.0亿元，2019年目标实现700-800亿元。2019年是资本支出真正兑现之年，有利于带动国内油服行业，尤其是海洋油服行业的业绩增长。

图 23：三大石油公司资本性支出情况



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图 24：三大石油公司勘探开发投资情况



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

### 3.3、依托中海油完整产业链，有望受益于增储上产规划

#### 3.3.1、立足中国海油产业链资源，客户多元化程度逐渐提高

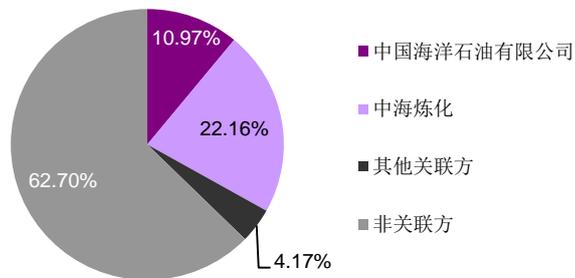
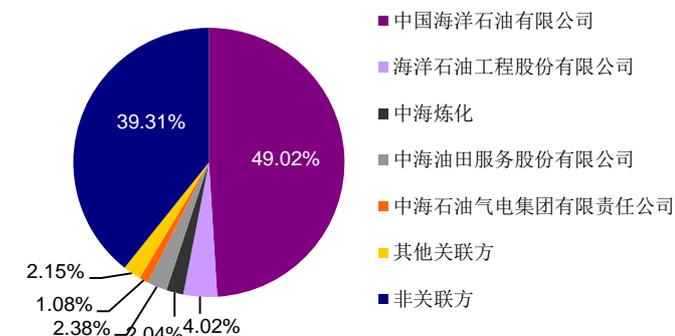
中海油是中国最大的海上油气生产商，在中国海洋石油整体业务中扮演核心甲方地位。海油发展等工程技术服务、炼化与销售等中下游业务板块公司均围绕上游油气公司开展或延伸相关服务，其发展起步于海油内部市场，围绕上游业务环节，同时逐渐向其他业务环节、海油系统外市场、国际市场等拓展。

对于海油发展而言，中海油、海油工程、中海油服、中海炼化、气电集

团等中国海油下属公司构成了公司的主要客户和供应商，这是由海油发展的历史和业务环节决定的。一方面，公司前身是基地集团，定位于为中国海油上、中、下游各业务板块提供基地综合服务；另一方面，在公司近年来发展过程中，围绕海洋石油行业各主要业务环节，逐步建立了多元化服务能力，针对油气开发利用各业务板块均能提供相关专业服务。

图 25：2018 年海油发展销售收入中关联方所占比重

图 26：2018 年海油发展采购成本中关联方所占比重

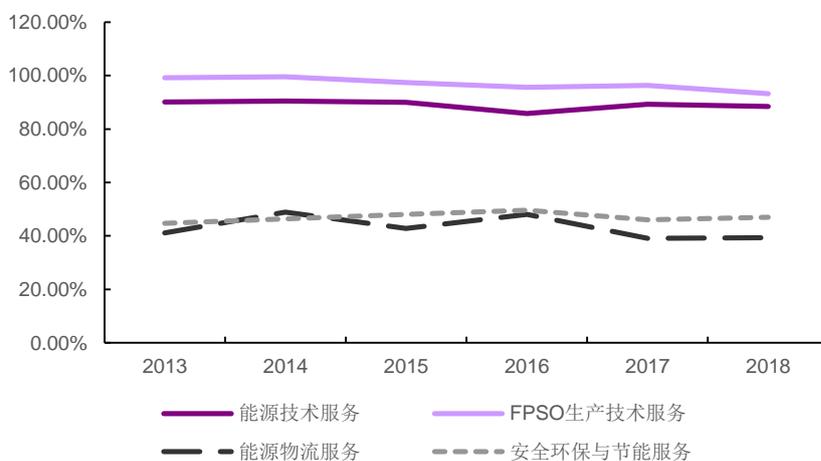


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

目前公司收入大部分来自向中国海油下属公司提供的服务，2016 年、2017 年及 2018 年来自关联方收入分别占比 68.41%、62.65%和 60.69%，呈现稳定下降的趋势。就各业务板块而言，FPSO 业务和能源技术服务业务的关联交易占比最高，均在 90%左右，而能源物流服务和安全环保与节能服务的比例则在 40%-50%。近年来，公司与中国海油系的关联交易比重有所下降，表明公司客户多元化结构在逐渐提高。

图 27：海油发展各板块关联交易程度变化

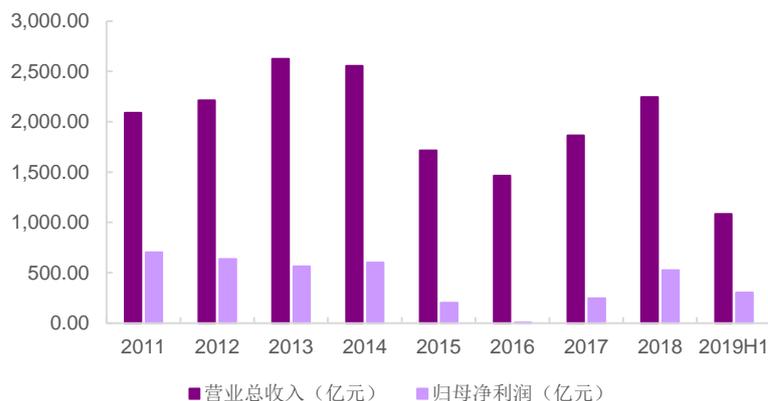


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

### 3.3.2、中海油业绩与投资回暖，增储上产提升公司收入

在经历了 2014-2016 年的行业低谷后，中海油的业绩情况已经显著改善，营业收入与归母净利润逐年增长。2019H1 中海油实现营业收入 1083.60 亿元，归母净利润 302.53 亿元，增幅分别达到 3.66%和 18.75%。

图 28: 2016 年以来中海油业绩持续回升



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

在盈利改善和政策鼓舞的双重推动下,中海油资本支出逐渐回升,2018年资本性支出 621 亿元,公司表示预计 2019 年继续投入 700-800 亿元。随着中海油资本开支的提升,海油发展、海油工程和中海油服三家中国海油旗下的服务和工程公司的业务量将迎来增长。

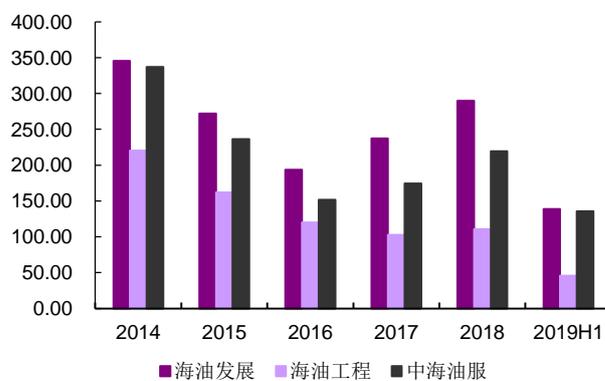
从收入规模来看,2014 年以来海油发展的营业收入增长相对较快,占三家公司总收入的比重从 38.3% 上升到 46.8%——按此估计,中海油 2019 年 700-800 亿元资本性支出中,大约有 327.6-374.4 亿元的投资可能转化为海油发展的收入。

图 29: 中海油资本支出及油气净产量



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 30: 中国海油三家油服工程公司营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

公司此次募集资金投资的项目,多数与中海油增储上产的“七年计划”相关计划有关。海油发展作为中国海油控股多元化油服平台,有望在中海油增储上产计划中充分受益。

表 5：海油发展募资项目与中海油规划

募资项目	中国海油的规划及需求
澳大利亚昆士兰柯蒂斯 LNG 运输船项目	预计到 2020 年，中国海油计划接收进口 LNG 6,000 万吨，共需约 50-70 艘 LNG 运输船以满足运输要求。
海底管道巡检项目	根据中国海油的规划，2018 年到 2020 年渤海海域还将新增海底管道约 500 公里。由此预计渤海海域每年至少有 350-600 公里的海管需要定期检测和维护。
装备改造项目	随着渤海油田开发进入中后期阶段，连续油管测试、水平井打捞、水平井开关滑套等作业量将持续增加。
移动式试采平台建造项目	按照渤海油田规划平均每年开展 3 个项目的先导试验，每个项目试采 3 个月计算，已发现 12 个非常规稠油油田及含油构造基本可满足未来 5 年的移动式试采平台工作量需求。小储量边际油田的开发已纳入渤海油田开发重点，此类开发需求进一步保障了试采平台的工作量。
海洋石油 111 FPSO 坞修项目	根据番禺油田 2018 年至 2029 年的开采规划，番禺油田的原油储量可以保证未来至少 10 年的经济开采，因此海洋石油 111 FPSO 在坞修后继续服务 10 年具有充足的市场需求。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设及盈利预测

1、在政策与油价的双重驱动下，油气公司上游资本开支大幅增加，尤其是海油的勘探开发将更加活跃，可以预期 2019 年-2021 年公司总体工作量将大幅增长。公司四大核心业务板块未来发展基础牢固，我们假设 2019 年-2021 年公司能源物流服务的营收增长率为 20%、15%、15%，能源技术服务的营收增长率为 15%、15%、15%，安全环保与节能的营收增长率为 15%、20%、25%，FPSO 生产技术的营收增长率为-5%、-3%、0%。

2、考虑到目前油服行业整体服务价格仍处于低位，我们假设 2019 年-2021 年公司能源物流服务的毛利率为 7%、7%、7%，能源技术服务的毛利率为 14%、15%、16%，安全环保与节能的毛利率为 15%、16%、17%，FPSO 生产技术的毛利率为 25%、25%、25%。

3、公司在行业低谷阶段表现出较强的抵抗风险能力，且其 LNG 运输船、海底管道巡检、FPSO 等项目仍在不断投资扩展，未来有望发挥持续发展能力，保持行业领先地位。

表 6：2019-2021 年海油发展盈利预测表

预测项目		2018A	2019E	2020E	2021E
能源物流服务	营收(百万元)	16,250.84	19,501.01	22,426.16	25,790.08
	营收增长率	27.09%	<b>20.00%</b>	<b>15.00%</b>	<b>15.00%</b>
	毛利率	7.55%	<b>7.00%</b>	<b>7.00%</b>	<b>7.00%</b>
能源技术服务	营收(百万元)	8,662.34	9,961.69	11,455.94	13,174.33
	营收增长率	20.43%	<b>15.00%</b>	<b>15.00%</b>	<b>15.00%</b>
	毛利率	16.21%	<b>14.00%</b>	<b>15.00%</b>	<b>16.00%</b>
安全环保与节能	营收(百万元)	3,654.85	4,203.07	5,043.69	6,304.61
	营收增长率	13.05%	<b>15.00%</b>	<b>20.00%</b>	<b>25.00%</b>
	毛利率	16.66%	<b>15.00%</b>	<b>16.00%</b>	<b>17.00%</b>
FPSO 生产技术 服务	营收(百万元)	1,727.90	1,641.50	1,592.26	1,592.26
	营收增长率	-7.79%	<b>-5.00%</b>	<b>-3.00%</b>	<b>0.00%</b>
	毛利率	25.36%	<b>25.00%</b>	<b>25.00%</b>	<b>25.00%</b>
合计	总营收(百万元)	28,974.75	34,033.88	39,192.22	45,554.48
	总营收增长率	22.24%	<b>17.46%</b>	<b>15.16%</b>	<b>16.23%</b>
	综合毛利率	12.34%	<b>10.97%</b>	<b>11.21%</b>	<b>11.62%</b>

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

根据以上假设，公司有望在海洋油服行业复苏之际充分受益。预计公司 2019-2021 年的营业收入为 340.34/391.92/455.54 亿元，净利润为 12.86/16.25/20.72 亿元，EPS 为 0.13/0.16/0.20 元。

## 4.2、相对估值

考虑到海油发展的业务范围与其中海油子公司的背景，我们选择三大石油公司旗下的油服行业上市公司进行参考，各可比公司具体经营内容如下：中海油服、海油工程同海油发展一样同属中海油旗下，但业务分别侧重于勘探、钻井服务和开发服务；中油工程、石化油服分别是中石油、中石化旗下的油服业务核心平台。

表 7：可比公司盈利预测比较

公司名称	收盘价 2019-12-31	EPS (元)				PE (x)				PB (x)	市值 亿元
		18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
中海油服	19.20	0.01	0.54	0.66	0.80	1281	35	29	24	2.49	758.77
海油工程	7.38	0.02	0.02	0.17	0.19	377	287	41	35	1.37	301.09
中油工程	3.39	0.17	0.12	0.13	0.15	19	28	25	22	0.80	185.92
石化油服	2.26	0.01	0.06	0.07	0.08	298	37	30	27	6.12	343.40
可比公司平均						494	97	31	27	2.69	397.30
海油发展	2.91	0.10	0.13	0.16	0.20	28	23	18	14	1.63	295.80

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：以上公司预测数据均为光大证券研究所预测

通过与可比公司对比发现，海油发展 2019-2021 年 PE 均小于可比公司平均值。若按照可比公司 2020 年平均 PE31 倍给予估值，则公司对应股价为 4.96 元。

## 4.3、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：假设长期增长率为 2%；
- 2、β 值选取：采用申万二级行业分类-化工行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 21.64%。

我们给出 FCFF 估值方法得出的结果如下。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.30%
β(levered)	1.01
Rm-Rf	6.50%
Ke(levered)	9.83%
税率	21.64%
Kd	3.46%
Ve	21173.69
Vd	3210.65
目标资本结构	13.17%
WACC	8.99%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	3647.18	9.20%
第二阶段	18191.24	45.91%
第三阶段 (终值)	17785.60	44.89%
企业价值 AEV	39624.02	100.00%
加: 非经营性净资产价值	2146.33	5.42%
减: 少数股东权益 (市值)	889.24	-2.24%
减: 债务价值	3210.65	-8.10%
总股本价值	37670.46	95.07%
股本 (百万股)	10165.10	
每股价值 (元)	<b>3.71</b>	
PE (隐含)	29.29	
PE (动态)	23.00	

资料来源: 光大证券研究所

### 敏感性分析

WACC	长期增长率				
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
7.99%	4.03	4.19	4.37	4.59	4.86
8.49%	3.73	3.86	4.01	4.19	4.40
<b>8.99%</b>	3.47	3.58	<b>3.71</b>	3.85	4.02
9.49%	3.24	3.33	3.44	3.56	3.69
9.99%	3.04	3.11	3.20	3.30	3.41

资料来源: 光大证券研究所

### 估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间		敏感度分析区间	
FCFF	3.71	3.04	-	4.86	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	3.60	2.96	-	4.69	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所

FCFF 法估值得到公司每股价值为 3.71 元, APV 法得到公司每股价值为 3.60 元, 均高于当前股价。因此, 公司的股价被低估。

## 4.4、投资建议

考虑到政策与油价提振上游资本开支, 海洋油服行业将随之回暖, 加之公司在行业内拥有多项领先技术和设备, 且优势项目仍在继续投资扩展, 未来有望积累优势脱颖而出, 我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 340.34/391.92/455.54 亿元, 净利润为 12.86/16.25/20.72 亿元, EPS 为 0.13/0.16/0.20 元。结合相对估值和绝对估值, 给予公司目标价 3.60 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 5、风险分析

### 国际原油价格下跌风险

国际油价的走势难以预测，若未来油价下跌，将打击行业投资信心，使得整个海洋油气服务行业市场需求大幅下滑，服务价格水平下降，进而使公司的发展面临挑战。

### 国际市场运营风险

公司进入国际市场时间较短、国际化人才相对不足、管控体系不够完善，海外项目的风险研判、运营管理经验相对还比较薄弱，不同国家或地区政策、海域环境、远程资源调配均可能造成公司国际项目的实施不及预期。

### 技术创新风险

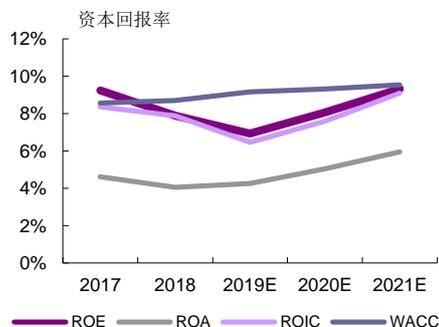
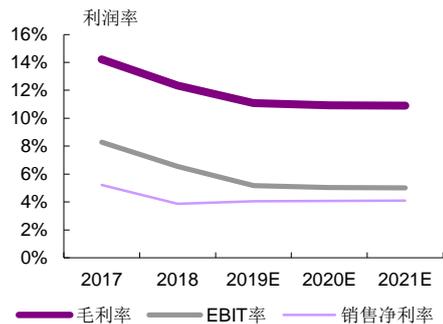
公司管道技术服务、工程技术服务、数据信息服务、FPSO 生产技术服务等专业技术服务均在较大程度上依赖于专门领域高新技术的运用，是否掌握行业中的最先进的高端技术直接影响本公司在各专业服务领域的竞争力。

### 市场竞争日益加剧风险

随着我国油气改革进程的加快和油服市场对民营和国际资本的开放，公司在四大业务板块可能面临来自民营企业和海外企业的竞争，将增加公司核心服务和产品的市场占有率及盈利水平的不确定性。

### 安全事故和突发自然灾害风险

公司业务中，FPSO、多功能生活支持平台和环保工作船等遇到恶劣天气、海况，面临着船舶倾覆、碰撞、搁浅、爆炸等风险；能源运输、配送过程面临着运输品泄漏、爆炸等危险。如果生产作业过程中出现重大事故且保险赔付不足，则可能会对公司业务及未来前景造成不利影响。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	23,704	28,975	34,034	39,192	45,554
营业成本	20,334	25,399	30,301	34,800	40,262
折旧和摊销	1,902	1,771	1,657	1,722	1,786
营业税费	212	189	221	255	296
销售费用	187	247	289	333	387
管理费用	1,028	1,253	1,463	1,685	1,959
财务费用	261	233	216	154	107
资产减值损失	-19	-8	42	32	39
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	130	206	200	200	200
营业利润	1,502	1,412	1,701	2,133	2,704
利润总额	1,530	1,434	1,718	2,150	2,721
少数股东损益	61	57	60	60	60
归属母公司净利润	1,177	1,066	1,286	1,625	2,072

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	26,820	27,779	31,610	33,486	35,855
流动资产	10,615	11,587	15,874	18,272	21,226
货币资金	1,064	1,006	2,723	3,135	3,644
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	7,988	9,053	11,051	12,726	14,792
应收票据	177	148	174	200	232
其他应收款	287	345	405	467	542
存货	629	547	900	1,035	1,199
非流动资产	16,205	16,192	15,736	15,215	14,629
可供出售投资	202	211	211	211	211
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,064	1,631	1,631	1,631	1,631
固定资产	12,242	11,850	11,440	10,953	10,393
无形资产	1,902	1,826	1,735	1,648	1,566
总负债	13,603	13,840	12,592	12,784	13,020
无息负债	7,352	8,411	8,940	10,087	11,481
有息负债	6,251	5,430	3,652	2,697	1,539
股东权益	13,217	13,939	19,018	20,702	22,834
股本	8,300	8,300	10,165	10,165	10,165
公积金	993	1,033	3,030	3,192	3,399
未分配利润	3,358	4,058	5,216	6,678	8,542
少数股东权益	475	416	476	536	596

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,122	1,606	1,144	2,511	2,762
净利润	1,177	1,066	1,286	1,625	2,072
折旧摊销	1,902	1,771	1,657	1,722	1,786
净营运资金增加	1,571	673	2,277	1,262	1,573
其他	-2,527	-1,904	-4,076	-2,097	-2,669
投资活动产生现金流	-585	-858	-1,000	-1,000	-1,000
净资本支出	-480	-633	-1,200	-1,200	-1,200
长期投资变化	1,064	1,631	0	0	0
其他资产变化	-1,168	-1,857	200	200	200
融资活动现金流	-2,065	-812	1,573	-1,098	-1,253
股本变化	0	0	1,865	0	0
债务净变化	-318	-821	-1,778	-955	-1,158
无息负债变化	-434	1,059	529	1,146	1,394
净现金流	-545	-54	1,717	413	509

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	22.34%	22.24%	17.46%	15.16%	16.23%
净利润增长率	89.19%	-9.43%	20.65%	26.32%	27.54%
EBITDA 增长率	15.22%	-5.13%	-7.96%	12.89%	15.46%
EBIT 增长率	31.84%	-3.42%	-9.40%	21.57%	25.13%
<b>估值指标</b>					
PE	25	28	23	18	14
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	8	8	10	8	7
EV/EBIT	16	16	19	15	12
EV/NOPLAT	19	20	24	19	15
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	14.22%	12.34%	10.97%	11.21%	11.62%
EBITDA 率	16.30%	12.65%	9.91%	9.72%	9.65%
EBIT 率	8.28%	6.54%	5.04%	5.32%	5.73%
税前净利润率	6.45%	4.95%	5.05%	5.49%	5.97%
税后净利润率 (归属母公司)	4.97%	3.68%	3.78%	4.15%	4.55%
ROA	4.62%	4.04%	4.26%	5.03%	5.95%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.24%	7.88%	6.94%	8.06%	9.32%
经营性 ROIC	8.35%	7.88%	6.46%	7.59%	9.08%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.94	1.02	1.51	1.68	1.89
速动比率	0.89	0.98	1.43	1.59	1.78
归属母公司权益/有息债务	2.04	2.49	5.08	7.48	14.45
有形资产/有息债务	3.93	4.69	8.05	11.62	21.96
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.12	0.10	0.13	0.16	0.20
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.21	0.16	0.11	0.25	0.27
每股自由现金流(FCFF)	0.14	0.19	-0.04	0.09	0.11
每股净资产	1.25	1.33	1.82	1.98	2.19
每股销售收入	2.33	2.85	3.35	3.86	4.48

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不将与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼