

公司研究

巩固 FPSO 行业主导地位，助力国际化业务发展

——海油发展（600968.SH）签订重大合同意向书公告点评

要点

事件：5月27日公司发布公告，公司与 SKInnovationCo.,Ltd.（简称“SKI”）关于陆丰 12-3 油田 FPSO 一体化服务事项签订意向书，拟为 SKI 提供一条新建的 FPSO，用于满足陆丰 12-3 油田的生产需要并提供操作和运维服务，将以实现 2023 年 8 月 22 日投产为目标安排所有工程。项目服务期为 10 年（可选择延长），涉及金额约为 44.30 亿元人民币（含税）。

点评：

依托母公司合作关系，巩固行业主导地位：陆丰 12-3 油田由 SKI 与公司控股股东中国海洋石油集团有限公司旗下控股子公司中国海洋石油有限公司共同投资开发，其中 SKI 为油田作业者，需要承包商为该油田提供一条新建的 FPSO 并提供操作和运维服务。意向书的签署有利于进一步扩大公司 FPSO 规模 and 市场份额，公司作为中国近海 FPSO 服务市场的领导者，其行业内主导地位将得到巩固。

顺应行业发展趋势，增厚公司盈利，助力国际化业务发展：项目符合公司未来发展战略和 FPSO 产业发展趋势，可助力国内油气增储上产，进一步提高公司对外合作能力，提升大型项目管理经验，促进公司国际化发展。同时，意向书规定了前期工作成本补偿机制，使得项目合作风险相对可控。2020 年公司 FPSO 业务收入 17.94 亿元，而意向书涉及金额约为 44.30 亿元（含税），将显著增厚公司相关板块业务盈利水平，提升业绩稳定性。

欧美经济复苏提振出行需求，中海油资本开支增加支撑公司业绩增长：在国际原油价格方面，虽然近期伊核协议谈判取得进展，伊朗可能加大原油的生产和出口，产量有望在三个月内恢复到 400 万桶/天，并在第四季度大幅增加，但其恢复需要较长时间，影响较为缓和。疫情方面，尽管近期全球疫情依然不容乐观，但欧美市场复苏迹象较为明显，包括英、法在内的欧洲多国放宽旅行限制，航班出行人数明显增加。我们维持 2021 年布伦特油价中枢在 55-65 美元每桶的观点。在国内油气增储上产政策背景下，2021 年中海油的资本支出预算总额为人民币 900-1000 亿元，同比增加 105-205 亿元，公司未来业绩增长确定性较高。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司的盈利预测，预计公司 2021-2023 年的净利润分别为 18.05/21.48/25.46 亿元，折 EPS 分别为 0.18/0.21/0.25 元。维持“买入”评级。

风险提示：国际原油价格波动风险，中海油资本开支不及预期，合同签署和履行风险，环保政策风险，“碳中和”目标下能源结构转型风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	33,463	33,208	37,126	41,303	46,069
营业收入增长率	15.49%	-0.76%	11.80%	11.25%	11.54%
净利润（百万元）	1,233	1,522	1,805	2,148	2,546
净利润增长率	15.68%	23.40%	18.62%	19.03%	18.52%
EPS（元）	0.12	0.15	0.18	0.21	0.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.67%	7.80%	8.47%	9.16%	9.79%
P/E	22	17	15	12	10
P/B	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-05-27

买入（维持）

当前价：2.61 元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005
010-58452014
wuyu1@ebscn.com

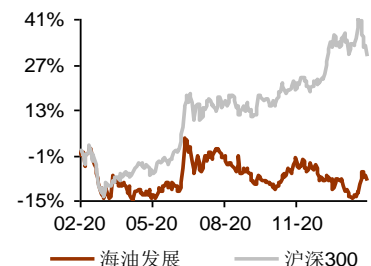
分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005
010-57378026
zhaond@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	101.65
总市值(亿元)	265.31
一年最低/最高(元)	2.22/2.88
近 3 月换手率	42.31%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.54	3.61	9.33
绝对	4.82	8.75	16.16

资料来源：Wind

相关研报

油价上涨与政策落地双轮驱动，20 年 Q4 延续复苏态势——海油发展（600968.SH）2020 年年报点评（2021-04-20）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	33,463	33,208	37,126	41,303	46,069
营业成本	29,391	28,864	32,131	35,693	39,606
折旧和摊销	1,583	1,519	1,618	1,657	1,703
税金及附加	173	146	164	182	203
销售费用	285	223	250	278	310
管理费用	1,400	1,378	1,540	1,714	1,911
研发费用	805	855	956	1,064	1,187
财务费用	197	98	110	78	84
投资收益	292	307	322	338	355
营业利润	1,719	2,065	2,455	2,911	3,433
利润总额	1,724	2,098	2,474	2,930	3,456
所得税	421	496	585	692	817
净利润	1,303	1,602	1,890	2,237	2,640
少数股东损益	70	81	85	89	93
归属母公司净利润	1,233	1,522	1,805	2,148	2,546
EPS(元)	0.12	0.15	0.18	0.21	0.25

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,931	4,143	4,725	3,540	3,929
净利润	1,233	1,522	1,805	2,148	2,546
折旧摊销	1,583	1,519	1,618	1,657	1,703
净营运资金增加	589	-2,629	725	454	552
其他	-474	3,731	578	-718	-872
投资活动产生现金流	-1,576	-1,405	-977	-987	-945
净资本支出	-1,049	-545	-1,200	-1,200	-1,200
长期投资变化	-339	-110	-100	-100	-100
其他资产变化	-188	-750	323	313	355
融资活动现金流	-767	-944	-708	22	16
股本变化	1,865	0	0	0	0
债务净变化	-3,666	-541	-598	100	100
无息负债变化	534	2,235	792	1,262	1,401
净现金流	591	1,759	3,040	2,576	3,001

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	12.2%	13.1%	13.5%	13.6%	14.0%
EBITDA 率	10.5%	11.6%	10.7%	10.5%	10.6%
EBIT 率	5.1%	6.1%	6.3%	6.4%	6.9%
税前净利润率	5.2%	6.3%	6.7%	7.1%	7.5%
归母净利润率	3.7%	4.6%	4.9%	5.2%	5.5%
ROA	4.4%	4.9%	5.5%	5.8%	6.2%
ROE (摊薄)	6.7%	7.8%	8.5%	9.2%	9.8%
经营性 ROIC	6.5%	9.3%	10.5%	11.8%	14.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	36%	38%	36%	36%	36%
流动比率	1.39	1.47	1.66	1.79	1.93
速动比率	1.34	1.42	1.60	1.74	1.87
归母权益/有息债务	10.48	15.95	34.10	32.36	31.53
有形资产/有息债务	15.45	24.58	51.48	49.40	48.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	29,701	32,576	34,660	38,259	42,400
货币资金	1,603	3,370	6,410	8,986	11,986
交易性金融资产	528	539	539	539	539
应收帐款	10,242	8,945	9,900	11,013	12,284
应收票据	35	249	278	310	346
其他应收款 (合计)	326	170	188	209	233
存货	534	592	660	735	817
其他流动资产	414	1,390	1,429	1,471	1,519
流动资产合计	13,862	17,195	19,543	23,417	27,895
其他权益工具	214	156	156	156	156
长期股权投资	1,971	2,080	2,180	2,280	2,380
固定资产	10,958	10,136	9,112	8,179	7,298
在建工程	186	425	949	1,341	1,636
无形资产	1,907	1,883	1,845	1,808	1,772
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	-	-	-	-
非流动资产合计	15,839	15,381	15,117	14,842	14,506
总负债	10,708	12,402	12,596	13,958	15,459
短期借款	1,400	847	0	0	0
应付账款	6,203	8,148	9,071	10,076	11,181
应付票据	14	172	192	213	237
预收账款	218	17	19	21	24
其他流动负债	50	24	63	105	153
流动负债合计	9,973	11,707	11,801	13,063	14,464
长期借款	260	325	425	525	625
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	309	269	269	269	269
非流动负债合计	736	695	795	895	995
股东权益	18,993	20,174	22,064	24,301	26,941
股本	10,165	10,165	10,165	10,165	10,165
公积金	2,956	3,076	3,256	3,471	3,726
未分配利润	5,226	6,296	7,920	9,854	12,146
归属母公司权益	18,481	19,501	21,306	23,455	26,001
少数股东权益	512	673	758	847	940

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.85%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%
管理费用率	4.18%	4.15%	4.15%	4.15%	4.15%
财务费用率	0.59%	0.30%	0.30%	0.19%	0.18%
研发费用率	2.41%	2.58%	2.58%	2.58%	2.58%
所得税率	24%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.29	0.41	0.46	0.35	0.39
每股净资产	1.82	1.92	2.10	2.31	2.56
每股销售收入	3.29	3.27	3.65	4.06	4.53

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	22	17	15	12	10
PB	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.7	7.4	5.9	4.9	3.9
股息率	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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相一致的投资决策。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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE