

公司研究

低碳转型进程加速，上游资本开支提升助力油服行业景气向上

——海油发展（600968.SH）2021 年年报点评

要点

事件：2022年4月18日，公司发布2021年年报。2021年，公司实现营收387亿元，同比+17%；实现归母净利润13亿元，同比-16%。2021年Q4单季，公司实现营收132亿元，同比+5%，环比+33%；归母净利润为-5900万元。

点评：

全年营收稳中有升，资产减值拖累业绩：2021年，国际原油价格整体呈现震荡上行态势，布油全年均价为71美元/桶，同比+69%。油价上涨推动油服行业景气度恢复，公司营收稳中有升，毛利率小幅增长0.12pct至13.2%。2021年公司计提减值7.50亿元，其中固定资产减值7.37亿元，拖累公司业绩。若扣除固定资产减值影响，2021年公司归母净利润可达18亿元。

加快绿色低碳转型，低碳环保与数字化板块利润大幅增长：在“碳达峰、碳中和”背景下，公司积极践行绿色低碳发展理念，主营业务调整为能源技术服务、低碳环保与数字化产业、能源物流服务三大业务板块。2021年能源技术服务业务实现营业收入137亿元，同比+17%，营业利润8亿元，同比-16%；低碳环保与数字化板块实现营业收入86亿元，同比+13%，营业利润4.8亿元，同比大增50%，贡献明显利润增量；能源物流服务板块营业收入184亿元，同比增长18%，营业利润5.6亿元，同比-16%。

原油供需趋紧，上游资本开支增加驱动油服行业景气向上：中国海油油气增储上产“七年行动计划”持续推进，公司母公司中海油2021年资本开支为876亿元，较2020年774亿元增长13%，根据中海油的2022年战略展望，2022年资本开支预算为900-1000亿元，较2021年稳中有升。油价方面，供给端OPEC和美国页岩油增产缓慢，IEA预计俄罗斯原油四月将有150万桶/日的产量退出市场；需求端后疫情时代全球原油需求缓慢恢复，IEA预计2022年全球原油需求增长190万桶/日，油价将维持高位。在高油价和上游资本开支增加的双轮驱动下，国内海洋油服行业将保持景气，公司业绩将持续增长。

盈利预测、估值与评级：资产减值影响下公司2021年业绩低于预期，国内市场受疫情影响，公司工程进度或将有所延缓，因此我们下调公司2022-2023年盈利预测，新增2024年盈利预测，预计公司2022-2024年分别实现归母净利润18.84（下调12%）/20.66（下调19%）/22.94亿元，对应EPS分别为0.19/0.20/0.23元。考虑到国内上游资本开支增加，“七年行动计划”持续推进，我们仍看好油服行业景气度恢复和公司未来发展前景，因此维持“买入”评级。

风险提示：国际原油价格波动，中海油资本开支不及预期；工程进度不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	33,208	38,739	44,979	52,046	60,250
营业收入增长率	-0.76%	16.66%	16.11%	15.71%	15.76%
净利润（百万元）	1,522	1,284	1,884	2,066	2,294
净利润增长率	23.40%	-15.65%	46.76%	9.70%	11.00%
EPS（元）	0.15	0.13	0.19	0.20	0.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.80%	6.32%	8.71%	9.03%	9.44%
P/E	17	21	14	13	12
P/B	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-04-18

买入（维持）

当前价：2.61元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

caijiahao@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)	2.38/3.55
近3月换手率	31.22%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.82	3.44	20.85
绝对	-1.51	-10.00	4.38

资料来源：Wind

相关研报

持续推动绿色低碳转型，低碳环保板块业绩实现高速增长——海油发展（600968.SH）21年半年报点评（2021-08-24）

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（2021-05-28）

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	33,208	38,739	44,979	52,046	60,250
营业成本	28,864	33,624	39,416	45,661	52,931
折旧和摊销	1,519	1,557	1,614	1,661	1,712
税金及附加	146	180	209	242	280
销售费用	223	227	264	306	354
管理费用	1,378	1,486	1,725	1,996	2,311
研发费用	855	1,041	1,208	1,398	1,618
财务费用	98	34	80	99	152
投资收益	307	296	311	326	343
营业利润	2,065	1,934	2,753	3,013	3,345
利润总额	2,098	1,920	2,761	3,022	3,345
所得税	496	538	774	847	938
净利润	1,602	1,381	1,987	2,174	2,407
少数股东损益	81	98	103	108	113
归属母公司净利润	1,522	1,284	1,884	2,066	2,294
EPS(元)	0.15	0.13	0.19	0.20	0.23

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,143	2,634	4,799	3,576	3,875
净利润	1,522	1,284	1,884	2,066	2,294
折旧摊销	1,519	1,557	1,614	1,661	1,712
净营运资金增加	-2,629	-463	1,162	736	870
其他	3,731	256	139	-886	-1,001
投资活动产生现金流	-1,405	-1,503	-981	-999	-957
净资本支出	-545	-1,376	-1,199	-1,200	-1,200
长期投资变化	-110	-7	-100	-100	-100
其他资产变化	-750	-120	318	301	343
融资活动现金流	-944	-1,327	-546	-803	-932
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-541	-647	93	100	100
无息负债变化	2,235	2,902	1,565	2,266	2,615
净现金流	1,759	-207	3,272	1,774	1,986

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	13.1%	13.2%	12.4%	12.3%	12.1%
EBITDA 率	11.6%	13.1%	9.1%	8.6%	8.1%
EBIT 率	6.1%	8.1%	5.5%	5.4%	5.3%
税前净利润率	6.3%	5.0%	6.1%	5.8%	5.6%
归母净利润率	4.6%	3.3%	4.2%	4.0%	3.8%
ROA	4.9%	3.9%	5.1%	5.1%	5.2%
ROE (摊薄)	7.8%	6.3%	8.7%	9.0%	9.4%
经营性 ROIC	9.3%	14.0%	10.5%	11.8%	13.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	38%	41%	42%	44%	46%
流动比率	1.47	1.50	1.57	1.60	1.62
速动比率	1.42	1.44	1.51	1.54	1.56
归母权益/有息债务	15.95	35.30	32.35	29.78	27.98
有形资产/有息债务	24.58	57.04	53.75	51.67	50.65

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	32,576	35,674	38,760	42,497	46,739
货币资金	3,370	3,151	6,423	8,197	10,184
交易性金融资产	539	1,927	1,927	1,927	1,927
应收账款	8,945	10,932	12,729	14,729	17,051
应收票据	249	203	236	273	316
其他应收款 (合计)	170	166	238	276	319
存货	592	750	879	1,019	1,181
其他流动资产	1,390	396	458	529	611
流动资产合计	17,195	19,548	22,955	27,024	31,675
其他权益工具	156	159	159	159	159
长期股权投资	2,080	2,088	2,188	2,288	2,388
固定资产	10,136	8,850	7,966	7,132	6,318
在建工程	425	969	1,357	1,648	1,866
无形资产	1,883	1,891	1,854	1,816	1,780
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	1,125	1,125	1,125	1,125
非流动资产合计	15,381	16,126	15,805	15,473	15,064
总负债	12,402	14,657	16,315	18,681	21,396
短期借款	847	80	0	0	0
应付账款	8,148	9,657	11,321	13,115	15,202
应付票据	172	131	153	177	205
预收账款	17	4	5	5	6
其他流动负债	24	45	108	178	260
流动负债合计	11,707	13,064	14,623	16,889	19,504
长期借款	325	368	468	568	668
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	269	976	976	976	976
非流动负债合计	695	1,592	1,692	1,792	1,892
股东权益	20,174	21,017	22,445	23,815	25,343
股本	10,165	10,165	10,165	10,165	10,165
公积金	3,076	3,126	3,315	3,521	3,751
未分配利润	6,296	7,072	8,208	9,264	10,448
归属母公司权益	19,501	20,301	21,625	22,888	24,302
少数股东权益	673	717	820	928	1,041

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.67%	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%
管理费用率	4.15%	3.84%	3.84%	3.84%	3.84%
财务费用率	0.30%	0.09%	0.18%	0.19%	0.25%
研发费用率	2.58%	2.69%	2.69%	2.69%	2.69%
所得税率	24%	28%	28%	28%	28%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.05	0.06	0.08	0.09	0.10
每股经营现金流	0.41	0.26	0.47	0.35	0.38
每股净资产	1.92	2.00	2.13	2.25	2.39
每股销售收入	3.27	3.81	4.42	5.12	5.93

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	17	21	14	13	12
PB	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.4	5.4	5.6	4.9	4.3
股息率	1.7%	2.1%	3.0%	3.3%	3.7%

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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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