

2023年8月23日

达力普控股 (1921.HK)

评级
强烈推荐

目标价
4.70 港元

分析师

余浩樑

CE No. B01816

852-3762 9662

Albert.hi.yu@pingan.com

李峰

CE No. BPX900

852-3762 9696

Lifeng383@pingan.com.cn

基本资料

现价: 3.86 港元

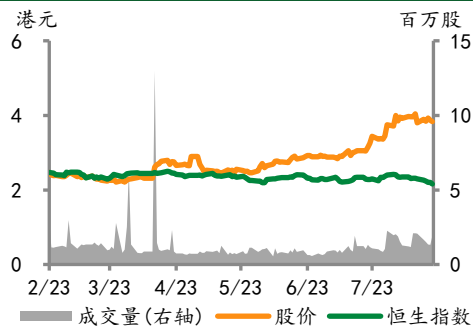
H 股市值: 5,789 百万港元

52 周股价波幅: 2.16-4.20 港元

近 3 个月日均成交额: 3.7 百万港元

来源: 彭博, 数据更新至 2023 年 8 月 22 日

股价表现



来源: 彭博, 数据更新至 2023 年 8 月 22 日

价值兼具成长, “专精特新”的
能源高端装备巨匠

投资亮点

- ▲ **高壁垒全行业门槛下的全产业链专业化能源高端用管先锋。**石油天然气用管行业具备极高的专业性, 需要拥有强大的研发技术积累、稳固的渠道客户关系及较高的必要性资本投入, 从而建立起了明显的行业壁垒。达力普作为行业的龙头先锋, 在研发投入及专业拥有量、下游渠道“三桶油”的客户认可度、及资本投入均处于行业领先。同时, 公司拥有从初期原材料的管坯生产, 到中期的特殊无缝钢管轧制、管端加厚、热处理、接箍, 最终到后期的能源高端用管加工的全产业链模式。我们认为该模式可优化了整体的生产成本, 提升经营效率, 且确保了产品在整套生产环节的质量把控, 为客户提供高性价比的高端化产品, 从而稳固公司自身的市场竞争地位。
- ▲ **行业景气度高涨, 产能扩张计划稳步推行, 迎接黄金发展期。**中国油气公司响应国家“增储上产”政策号召, 大力提升勘探开发力度, 过去五年中石油的资本性开支平均维持在人民币 2,600 亿元左右水平, 而其中勘探与生产板块资本性支出的占比长期维持约 80%。公司作为其重要的石油装备供应商之一, 可充分享受到行业增长红利。当前公司整体石油天然气用管实际的产能利用率已超出 100%, 正在积极进行产能扩张, 工程将于 2025 年完工投产, 预计整体石油天然气用管的年产能将迎来爆发式增长。
- ▲ **出海前景广阔, 聚焦海外市场增长。**2022 年受益于公司的精准策略性聚焦海外市场, 海外收入同比增长 2.2 倍至人民币 11.5 亿元, 我们对于公司未来在中东、北非的市场的渗透率提升持乐观态度, 也预计未来海外市场的收入占比有望突破 30% 以上。
- ▲ **绿色智能化助力公司长期健康可持续发展。**公司的产品原材料主要为废钢, 作为高耗能产品的废旧物资循环再生利用, 显著降低了碳排放强度。此外, 公司废气排放量标准达到河北省超低排放标准, 有害废弃物产生量于 2022 年也同比有所下降。在用水用电方面, 公司不断升级相关设备节能节水, 助力长期健康可持续发展。

盈利预测及估值

- ▲ **价值兼具成长, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。**回顾历史往绩, 公司过往业绩均保持稳定盈利 (剔除 2020 年疫情负面影响), 且每年均维持 40% 以上的派息比率, 同时考虑随着 2025 年的二期产能扩张释放, 业绩爆发期即将来临, 公司价值兼具成长。我们预计公司 2023 年/2024 年/2025 年收入将增长至人民币 42.9 亿/43.6 亿/70.9 亿元, 同期归母净利润将增长至人民币 2.0 亿/2.4 亿/6.7 亿元, 对应的归母净利润率分别为 4.8%/5.6%/9.5%, 盈利能力提升, 受益于产品结构优化, 定制化、高端化产量增加, 及整体经营效率提升等因素所致。综上所述, 我们给予公司 4.70 港元的目标价, 相当于 31.6 倍/26.4 倍/9.6 倍的 23E/24E/25E 市盈率, 目标价相对现价仍有 21.8% 升幅, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示

- ▲ 原材料废金属价格波动; 石油和天然气勘探及生产项目的延期或改期; 国内外宏观经济波动及石油勘探需求变动影响; 海外拓张不及预期

人民币千元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	3,762,629	4,227,802	4,290,991	4,356,572	7,089,153
同比增长	66.5%	12.4%	1.5%	1.5%	62.7%
毛利	417,515	610,928	672,967	726,646	1,270,182
毛利率	11.1%	14.5%	15.7%	16.7%	17.9%
归母净利润	82,939	151,584	204,708	244,658	673,676
同比增长	-	82.8%	35.0%	19.5%	175.4%
归母净利润率	2.2%	3.6%	4.8%	5.6%	9.5%
每股基本盈利 (人民币元)	0.06	0.10	0.14	0.16	0.45
每股股息 (港元)	0.03	0.04	0.06	0.07	0.20

来源: 公司资料、平证证券 (香港) 研究部预测

目录

目录	2
图表	3
高壁垒行业门槛下的全产业链专业化能源高端用管先锋	4
石油天然气用管行业是油田服务行业中重要的组成部分	4
石油天然气用管行业已建立极高的研发技术、渠道客户及资本投入壁垒	5
全产业链化模式打造高效、高质、高端的产品组合	6
行业景气度高涨，产能扩张计划稳步推行，迎接黄金发展期	9
政策支持持续加强油气开发力度	9
下游油气巨头持续加码资本开支，助力油气开采发展腾飞	10
产能扩张计划稳步推行	10
出海前景广阔，聚焦海外市场增长	12
公司海外成绩亮眼	12
多点开花，获得众多国际知名的下游客户专业认可	13
绿色智能化助力公司长期健康可持续发展	14
碳达峰、碳减排行动计划效果明显	14
公司废气排放量远优于行业标准，有害废弃物产生量同比下降	15
设备不断升级，助力使用资源节能节水	16
1H23 业绩回顾	17
中期业绩喜人，海外拓展亮眼，产品结构优化+降本增效刺激利润空间大幅释放	17
财务分析预测	18
二期产能计划于 2025 年完成，迎接爆发式增长	18
毛利率持续稳固提升	19
三费开支保持稳定增长	20
盈利能力逐步提升，净利润将于 2025 年录得大幅增长	20
营运资金保持稳定健康水平	21
自由现金流将于 2025 年步入高增长轨道	21
估值	24
采用现金流折现法，首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价 4.70 港元	24
附录	26
公司简介	26
公司发展里程碑	27
管理层简介	28
股权架构	30
风险提示	31
免责声明	32

图表

图表 1. 油田服务按照服务类型和开发阶段分类.....	4
图表 2. 公司石油天然气用管.....	4
图表 3. 公司部分专利	5
图表 4. 2020-2022 年公司第一大客户的收入占比情况.....	6
图表 5. 油服企业的资本开支情况 (人民币亿元)	6
图表 6. 公司工艺流程图	7
图表 7. 公司的五机架三辊连轧机.....	7
图表 8. 公司的 Accu-Roll 轧管机	7
图表 9. 公司的 PMC 五轴联动数控管螺纹车床.....	8
图表 10. 公司的螺纹保护器拧接机器人.....	8
图表 11. 公司的接箍螺纹智能加工单元.....	8
图表 12. 公司的接箍锯切取料机器人.....	8
图表 13. 油气相关重点政策梳理.....	9
图表 14. 中石油资本开支情况 (人民币亿元)	10
图表 15. 公司厂房分布图	11
图表 16. 公司收入地区分布 (人民币百万元)	12
图表 17. 国际油气田开发地面系统装备行业竞争格局分析.....	12
图表 18. 公司海外销售网络.....	12
图表 19. 公司启动连铸中间包全氧燃烧创新项目	14
图表 20. 公司废气排放水平 (吨)	15
图表 21. 公司废弃物产生量 (吨)	15
图表 22. 公司能源消耗量 (吉瓦时)	16
图表 23. 公司耗水量 (立方米)	16
图表 24. 公司中期收入回顾 (人民币千元)	17
图表 25. 公司中期盈利能力回顾 (人民币千元)	17
图表 26. 公司收入预测 (人民币千元)	18
图表 27. 公司各业务分部变化.....	18
图表 28. 公司石油天然气用管总销量及平均售价预测.....	18
图表 29. 公司新能源用管及特殊无缝钢管总销量及平均售价预测.....	18
图表 30. 中国废钢价格 (每吨人民币元)	19
图表 31. 公司整体毛利及毛利率预测 (人民币千元)	19
图表 32. 公司各业务毛利率预测.....	19
图表 33. 公司各业务毛利占比预测.....	19
图表 34. 公司销售及营销开支预测 (人民币千元)	20
图表 35. 公司一般及行政开支预测 (人民币千元)	20
图表 36. 公司研发开支预测 (人民币千元)	20
图表 37. 公司归母净利润预测 (人民币千元)	20
图表 38. 公司存货周转天数、贸易应收款项周转天数、贸易应付款项周转天数预测	21
图表 39. 公司资本开支及自由现金流预测 (人民币千元)	21
图表 40. 损益表 (人民币千元) 年结日 12 月 31 日	22
图表 41. 资产负债表 (人民币千元) 年结日 12 月 31 日	22
图表 42. 现金流量表 (人民币千元) 年结日 12 月 31 日	23
图表 43. 重要比率 年结日 12 月 31 日	23
图表 44. 现金流折现估值预测 (人民币千元)	24
图表 45. 同业可比公司估值.....	25
图表 46. 公司 PE BAND.....	25
图表 47. 公司 PRICE BAND.....	25
图表 48. 股权架构	30
图表 49. 本报告中涉及上市公司股票代码一览.....	31

高壁垒行业门槛下的全产业链专业化能源高端用管先锋

石油天然气用管行业是油田服务行业中重要的组成部分

油田服务是为石油和天然气的勘探、开发和生产提供服务的行业，其主要客户是石油和天然气资源的公司。石油天然气用管是指在油气田钻探及完井工序中广泛使用的套管、油管及钻杆，其中套管及油管是完井工序中使用的重要油田装备，而钻杆是钻探工序中使用的装备。套管用于支撑油气井井壁，保证钻井过程和完成后整个油井的顺畅运行，每口油井根据不同的钻井深度和地质情况要使用多层套管。套管下井后要采用水泥固井，它与油管、钻杆不同，是消耗品且不可重复使用材料，根据消耗量计算，套管的消耗量占比超过 75%。因此套管在整个井下管结构中显得尤为重要，一旦出现质量问题，会导致整口油气井的开采投资浪费。达力普作为一家中国领先的民营石油天然气用管制造商，我们以其核心产品套管为例（见图表 2），分成陆地及海洋两种工况下的石油钻采的场景还原，其中右边的是海洋业务场景，由外至内依次是 339.7 的表层套管、244.5 的技术套管、139.7 的油层套管，最内侧则是出油的油管。



来源：智研咨询，平证证券（香港）研究部

来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

石油天然气用管行业已建立极高的研发技术、渠道客户及资本投入壁垒

石油天然气用管行业具备极高的专业性，需要拥有强大的研发技术积累、稳固的渠道客户关系及较高的必要性资本投入，从而建立起了明显的行业壁垒。具体而言，研发技术方面，由于不同级别的石油天然气用管产品面对不同产品规格及参数需进行长期研发及测试，同时所有石油天然气用管制造商对于其核心技术均严格保密甚至申请专利，因此导致新入行者很难在短期内拥有丰富的技术专识及生产经验，从而使得研发面临较高的技术门槛。对于达力普的研发技术方面，公司在电弧炉熔炼方法、夹杂物控制、微合金化控制、轧制控制、管加工等领域，在耐腐蚀管、耐热管、高抗挤套管、特殊扣等产品开发方面拥有众多专利。例如，自主设计通过的美国 API5C5 2017 四级试验评价的 DLP-T4，于 2022 年已经批量用于中石油西南油气田 6 千米以上超深井页岩气开采。目前，公司拥有技术研发人员 150 余人，行业专家 10 余人，涵盖了钢铁冶金、金属材料、压力加工、机械制造及自动化等各个专业。此外，公司也高度重视对外交流及产学研合作，多年来与中国石油集团油管工程技术研究院、北京科技大学、科大智能科技股份有限公司等多个院校和企业建立合作关系，且签订了战略合作协议，在产品开发、工艺开发、资源循环利用、装备智能化自动化等展开了多方面的合作。

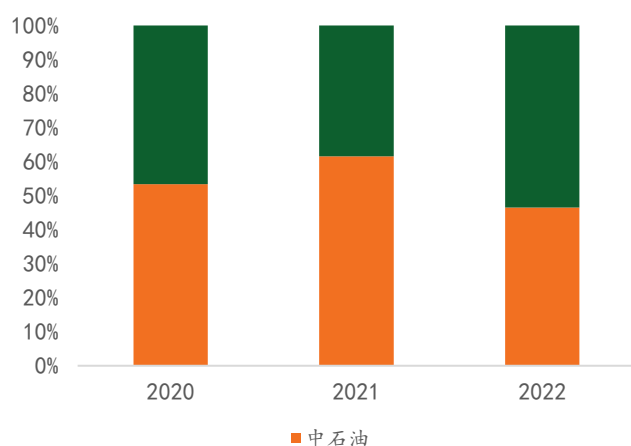
图表 3. 公司部分专利

专利号	专利名称	类型
ZL201610544655.4	高强侵抗硫化氢腐蚀无缝管线管及其制备方法	发明
ZL201410844767.2	一种气井套管密封连接结构发明	发明
ZL201610549035.X	一种调质态 X52 抗硫化氢腐蚀无缝管线管及其制备方法	发明
ZL201710150631.5	一种正火态 X52 抗硫无缝管线管及其制备方法	发明
ZL201710775726.6	一种深并用石油套管及其制备方法	发明
ZL201711404174.4	一种 L80-1 钢级石油套管的生产方法	发明
ZL201810821808.4	一种控制中碳锰钢连铸圆坯中大型夹杂物的生产方法	发明
ZL201810963077.7	一种提高钒氮微合金化钢中氮回收率的方法	发明
ZL201811283856.9	非调质 N80 钢级石油套管及其制备方法	发明
ZL201811391799.6	一种提升电炉钢水收得率的方法	发明
ZL201910222980.2	一种耐腐蚀高抗挤石油套管及其制备方法	发明
ZL201910222327.6	一种钛微合金化无缝管线管及其制备方法	发明
ZL201910222340.1	一种高性能无缝管线管及其制备方法	发明
ZL201610490248.X	抗硫化氢腐蚀油套管及其制造方法	发明
ZL201911054924.9	一种 110KSI 耐热石油套管及制造方法	发明
ZL201510010582.6	一种油气集输用抗硫管线钢圆坯的生产方法	发明
ZL201510457677.2	一种熔炼 38CrMoAl 钢的高效合金化方法	发明
ZL201510429527.0	一种经济型 L485Q 无缝管线管及其制备方法	发明
ZL201810765102.0	斜轧穿孔机用顶头及斜轧穿孔机	发明
ZL201811252417.1	油套管接箍生产物料流转工艺	发明
ZL201811406567.3	穿孔机定心辊开口度调整装置及穿孔机	发明
ZL201911054921.5	一种油套管接箍螺纹处理全自动上下料工艺	发明
ZL201911053611.1	一种 Ti 微合金化钢 Ti 含量窄范围控制方法	发明
ZL2020103020642	一种用于芯棒的检测装置	发明
ZL201410620903.X	适量配碳大用电量控制用氧电弧炉炼钢法	发明
ZL201910841792.8	一种提高内喷外淋淬火系统淬火均匀性的方法	发明

来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

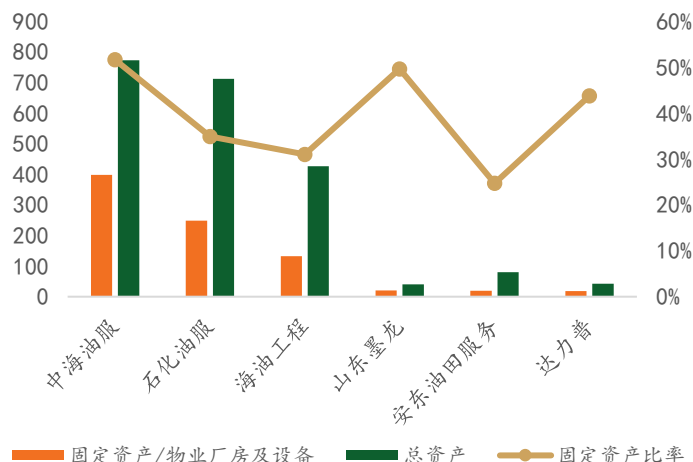
对于渠道客户方面，石油天然气用管行业需与中石油、中石化、中海油及延长石油四间中国仅有的持有油气勘探及开发资格的石油公司深度绑定，而这种深度关系也奠定了行业的渠道壁垒。此外，由于石油公司会严格评估上游供货商的资格及每年对其进行资格审核，甚至会对生产企业进行实地审核，因此具备出色的产品质量往绩才可以长期维护好下游渠道客户关系。而作为行业的新进入者，切入门槛较高，在短时间内较难获得行业内的良好口碑。长期以来，达力普都能得到中石油、中石化、中海油等主流市场客户认可，与客户之间的粘性随着企业发展逐步增强。过去 3 年内（2020-2022 年），公司的第一大客户中石油的收入贡献占比一直稳定在约 50% 水平。

图表 4. 2020-2022 年公司第一大客户的收入占比情况



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

图表 5. 油服企业的资本开支情况（人民币亿元）



来源：Wind，平证证券（香港）研究部

对于资本投入方面，整个油服行业属于资金密集型行业，对于技术以及设备的投入资金较大，行业进入的必要性资本投入门槛较高。我们选取 6 家油服行业公司，固定资产比率平均维持约 30-50% 水平，显而易见该行业属于重资产经营，同时也正是由于高昂的资金投入导致潜在的竞争者很难参与其中。达力普 2022 年的物业、厂房及设备的非流动资产为人民币 18.3 亿元，占比总资产约为 43.7%，处于行业中等偏上水平，具备较高的资本投入壁垒。

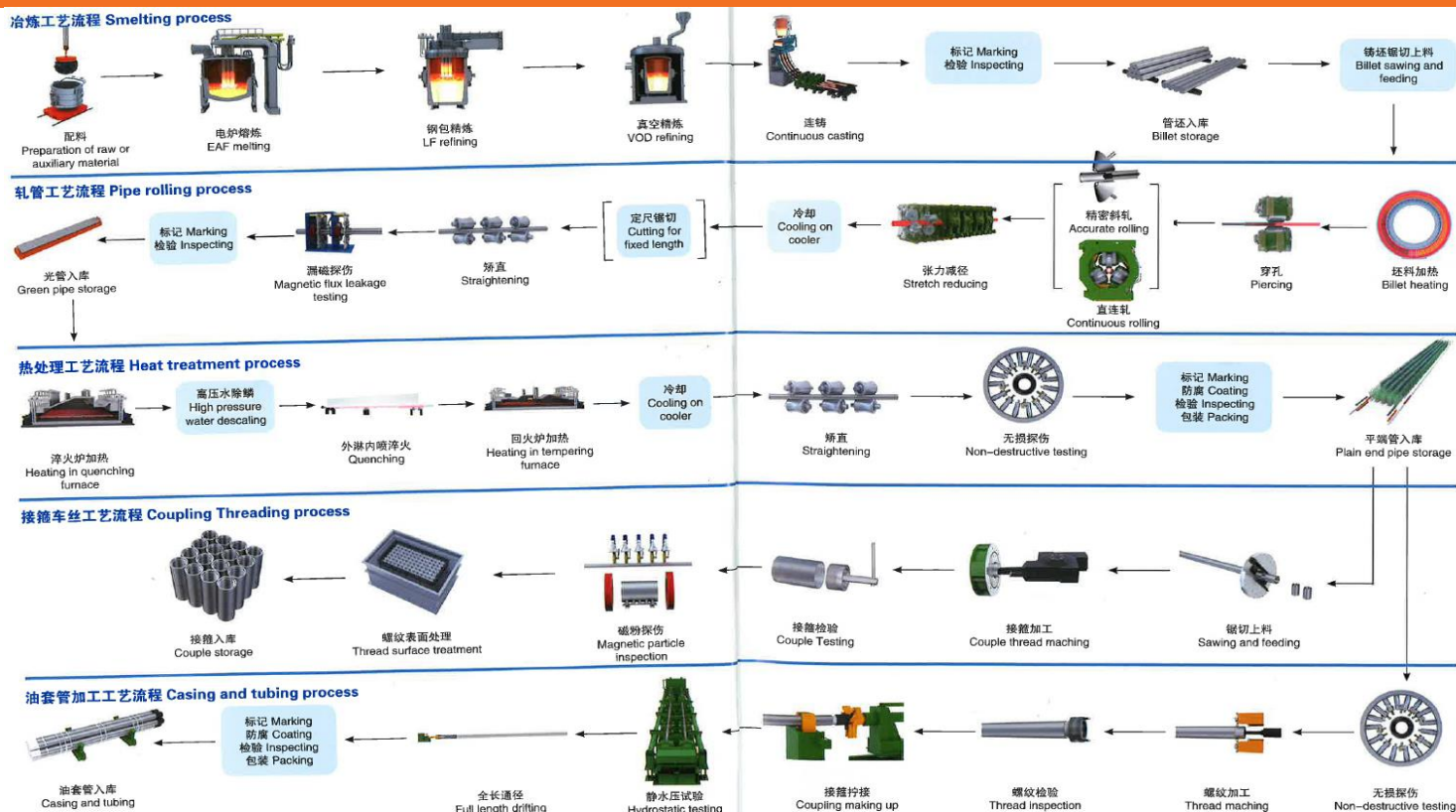
全产业链化模式打造高效、高质、高端的产品组合

公司拥有从初期原材料的管坯生产，到中期的特殊无缝钢管轧制、管端加厚、热处理、接箍，最终到后期的能源高端用管加工的全产业链模式。我们认为该模式可优化了整体的生产成本，提升经营效率，且确保了产品在整套生产环节的质量把控，为客户提供高性价比的高端化产品，从而稳固公司自身的市场竞争地位。

公司的多个重点生产线值得关注。159 连轧管生产线采用了当今世界上最先进的限动芯棒五机架三辊连轧机，自动化程度高，穿孔、连轧、张力减径三大主机均配备数字化工艺模型，可实现全线工艺参数自动计算、下发执行、记录与存储。在生产过程中，产品的外径和壁厚可智能控制，几何尺寸精度和表面质量高，可大批量、低成本生产高端油套管。在 219Accu-Roll 轧管生产线中，公司自主开发的轧管机后台四辊定心技术，大幅度提升了轧制速度和产品的表面质量，特别适合制造高抗挤毁的套管、中厚壁无缝钢管等高端产品，处于国内领先水平。石油天然气用管生产线主体设备采用了世界上最先进的五轴联动数控管螺纹车丝机，同时还配备了可视功

能的六轴智能机器人，自动完成上下料工作、接箍预拧接、螺纹保护器拧接工作。接箍生产线方面，公司拥有当今世界智能化水平最高的石油专用管接箍螺纹智能加工单元，其中包括了两套带有视觉识别系统的智能机器人，两台 PMC 自动装卸料石油天然气用管接箍车丝机，一套自动打标系统，螺纹检测数字化系统，实现螺纹检测数据的自动录入、统计分析和加工质量判定，一套具备自学习能力的磁粉探伤、识别、判定系统。

图表 6. 公司工艺流程图



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

图表 7. 公司的五机架三辊连轧机



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

图表 8. 公司的 Accu-Roll 轧管机



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

图表 9. 公司的 PMC 五轴联动数控管螺纹车床



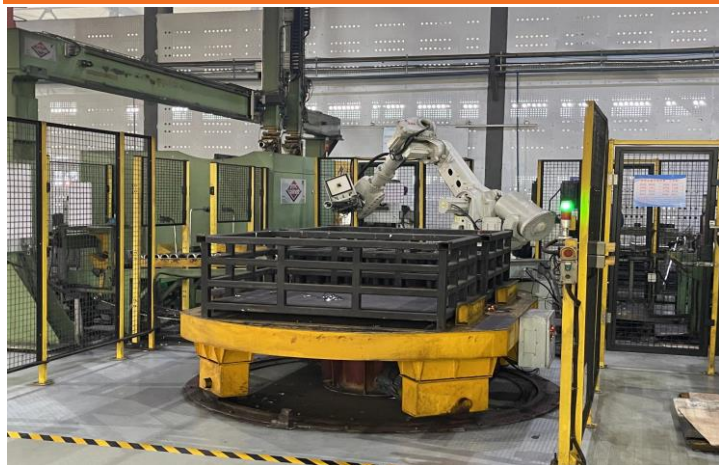
来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

图表 10. 公司的螺纹保护器拧接机器人



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

图表 11. 公司的接箍螺纹智能加工单元



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

图表 12. 公司的接箍锯切取料机器人



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

行业景气度高涨，产能扩张计划稳步推行，迎接黄金发展期

政策支持持续加强油气开发力度

在“双碳”目标下，我国油气行业发展持续加大勘探开发力度，落实“十四五”规划及油气勘探开发实施方案。稳住老油气田产量，加大新油气田开发力度，努力实现持续稳产增产。加大拓展非常规资源，加快页岩油、页岩气和煤层气开发，推动快速上产。

图表 13. 油气相关重点政策梳理

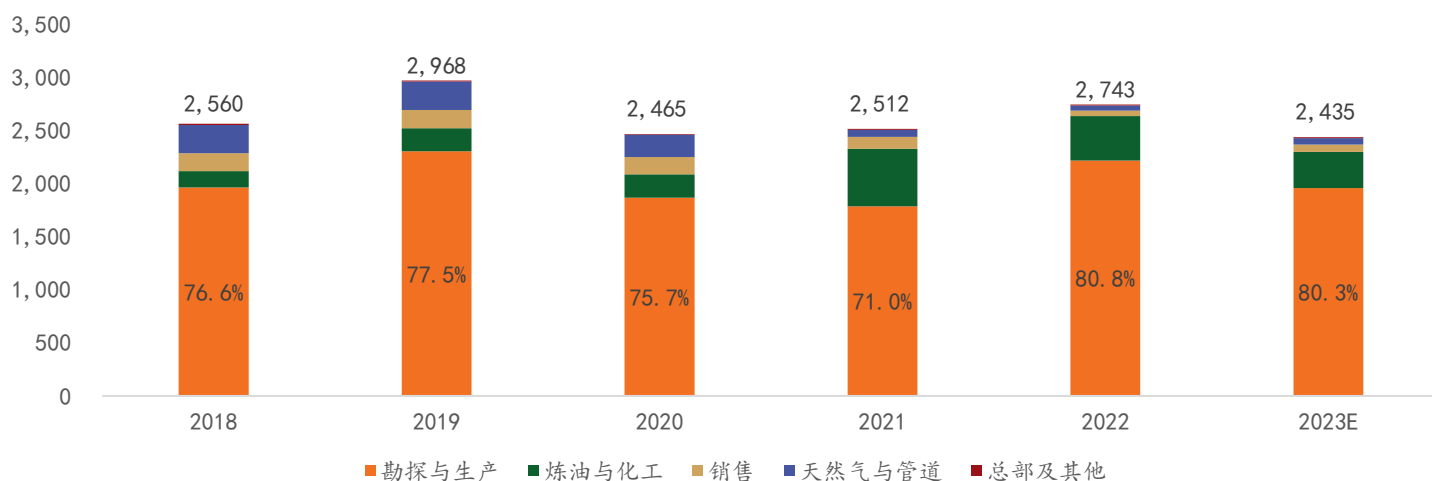
政策名称	时间	机构	相关重点内容
2020 年能源工作指导意见	2020 年 6 月	国家能源局	大力提升油气勘探开发力度保障能源安全，狠抓主要目标任务落地，进一步巩固增储上产良好态势。重点做大渤海湾、四川、新疆、鄂尔多斯四大油气上产基地，推动常规天然气产量稳步增加，页岩气、煤层气较快发展。探索湖北宜昌等地区页岩气商业化开发。加快推进煤层气（煤矿瓦斯）规模化开发利用，落实低产井改造方案。推动吉木萨尔等页岩油项目开发取得突破。
中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	2021 年 3 月	中央人民政府	有序放开油气勘探开发市场准入，加快深海、深层和非常规油气资源利用，推动油气增储上产。扩大油气储备规模，健全政府储备和企业社会责任储备有机结合、互为补充的油气储备体系。多元拓展油气进口来源，维护战略通道和关键节点安全。
2021 年能源工作指导意见	2021 年 4 月	国家能源局	推动油气增储上产，确保勘探开发投资力度不减，强化重点盆地和海域油气基础地质调查和勘探，推动东部老油田稳产，加大新区产能建设力度。加快页岩油气、致密气、煤层气等非常规资源开发。
2030 年前碳达峰行动方案	2021 年 10 月	国务院	保持石油消费处于合理区间，逐步调整汽油消费规模，大力推进先进生物液体燃料、可持续航空燃料等替代传统燃油，提升终端燃油产品能效。加快推进页岩气、煤层气、致密油（气）等非常规油气资源规模化开发。有序引导天然气消费，优化利用结构，优先保障民生用气，大力推动天然气与多种能源融合发展，因地制宜建设天然气调峰电站，合理引导工业用气和化工原料用气。支持车船使用液化天然气作为燃料。
2022 年能源工作指导意见	2022 年 3 月	国家能源局	持续提升油气勘探开发力度。落实“十四五”规划及油气勘探开发实施方案，压实年度勘探开发投资、工作量，加快油气先进开采技术开发应用，巩固增储上产良好势头，坚决完成 2022 年原油产量重回 2 亿吨、天然气产量持续稳步上产的既定目标。积极做好四川盆地页岩气田稳产增产，推动页岩油尽快实现规模化效益开发。以沁水盆地、鄂尔多斯盆地东缘煤层气产业基地为重点，加快煤层气资源探明和产能建设，推动煤系地层多气综合勘探开发。稳妥推进煤制油气战略基地建设。
加快油气勘探开发与新能源融合发展行动方案（2023-2025 年）	2023 年 2 月	国家能源局	大力推进陆上油气矿区及周边地区风电和光伏发电，统筹推进海上风电与油气勘探开发，加快提升油气上游新能源开发利用和存储能力，积极推进绿色油气田示范建设。
2023 年能源工作指导意见	2023 年 4 月	国家能源局	抓紧抓实“五油三气”重点盆地及海域的油气增产上产，推动老油气田保持产量稳定，力争在陆地深层、深水、页岩油气勘探开发、CCUS 促进原油绿色低碳开发等方面取得新突破。

来源：国家能源局，国务院，中国政府网，平证证券（香港）研究部

下游油气巨头持续加码资本开支，助力油气开采发展腾飞

中国油气公司响应国家“增储上产”政策号召，大力提升勘探开发力度。我们回顾过去五年中石油的资本性开支平均维持在人民币 2,600 亿元左右水平，其中勘探与生产板块资本性支出的占比长期维持在 70%-80%。2022 年中石油的全年资本性支出同比增长 9.2%至人民币 2,741 亿元，其中用于勘探与生产的比例达到近 8 成，主要用于国内塔里木、四川、鄂尔多斯、准噶尔、松辽、渤海湾等重点盆地的规模效益勘探开发，加大页岩气、页岩油等非常规资源开发力度，推进清洁电力、CCUS 等新能源工程；海外方面，加强中东、中亚、美洲等重点项目产能建设，持续优化业务布局和资产结构。中石油预计 2023 年自身的油气和新能源分部（勘探与生产分部）资本性支出仍维较高水平，高达人民币 1,955 亿元，主要仍是继续加强上述重点区域的勘探开发。因此，我们相信随着下游客户中石油的资本开支高涨，达力普作为其重要的石油天然气用管供应商之一，可充分享受到行业增长红利。

图表 14. 中石油资本开支情况（人民币亿元）



来源：中石油财报，平证证券（香港）研究部。注：2022 年中石油调整了项目分部名称，调整后的新项目分部名称油气和新能源、炼油化工和新材料、天然气销售依次对应旧项目分部名称勘探与生产、炼油与化工、天然气与管道。

产能扩张计划稳步推行

为了迎接下游油气勘探的高速增长，达力普控股目前正在进行二期的产能扩张，当前整体油套管（石油天然气用管、新能源用管及特殊无缝钢管等）的实际产能利用率已超出 100%，预计整体二期工程将于 2025 年完工投产，预计整体油管管的年产能将大幅增长至 140 吨。

公司已将高新区工厂、新华区工厂及新华区仓库的生产设施和仓库搬迁及整合至渤海新区工厂，如图表 15 所示为位于沧州市渤海新区的公司鸟瞰图，绿色标签为一期在用厂房包括两个石油管生产区、原料区、管坯生产区、接箍生产区、机加工区等，橙色标签为二期在建厂房包括了两个新的石油管生产区、两个成品仓储区、高端装备材料区、新的综合仓储区及机加工区。

图表 15. 公司厂房分布图



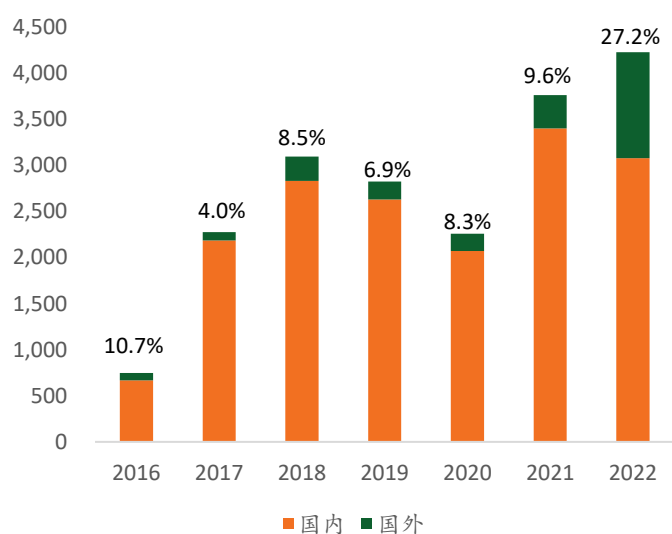
来源：公司资料，平证证券（香港）研究部。注：绿色为二期，橙色为二期工程。

出海前景广阔，聚焦海外市场增长

公司海外成绩亮眼

公司自 2005 年开始布局海外市场，2022 年之前的收入贡献占比均保持在 10% 以内，2022 年受益于公司的精准策略性聚焦中东、北非等海外油气资源丰富市场，公司海外收入同比增长 2.2 倍至人民币 11.5 亿元，占总收入高达 27.2%。我们观察到相比于北美欧洲等地，拉美、非洲、中亚及中东等海外市场的油田开采规模庞大，且主要依赖油田服务及设备的输入，并通常对国外油气田服务公司开放，因此我们对于公司未来在中东、北非的市场的渗透率提升持乐观态度，也预计未来海外市场的收入占比有望突破 30% 以上。

图表 16. 公司收入地区分布（人民币百万元）



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

图表 17. 国际油气田开发地面系统装备行业竞争格局分析

地区	行业发展情况
北美与欧洲	北美及欧洲市场已发展成为成熟及高度发达的市场，高端油气田服务和产品的使用最为广泛
前苏联国家	前苏联国家的油气田装备与技术服务业主要集中在传统、低成本及技术先进性较低的产品及服务
其他海外市场地区	其他拥有丰富资源的新兴市场地区（如拉美、非洲、中亚及中东）则主要依赖油田服务及设备的输入，并通常对国外油气田服务公司开放

来源：前瞻经济学人，平证证券（香港）研究部

图表 18. 公司海外销售网络



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

多点开花，获得众多国际知名的下游客户专业认可

2023 年 1 月，公司公告在中东市场方面，公司已成功进入了科威特石油公司合格无缝油管供货商名单和巴林王国塔特维尔石油公司合格无缝套管供货商名单。此外，同年 3 月，日本大型综合贸易公司住友商事对公司的沧州智造基地进行现场审核，并于 5 月底成功通过审核成为住友商事（旗下业务分部涉及从事矿物及能源资源开发及贸易的矿产资源）的全球合格供应商，为公司海外业务增长注入新动力。我们认为公司近期连续成功获得多家国际知名石油公司或贸易公司的认可进入供应商名单，不仅体现了公司的高端化、绿色化智能制造和高质量、多元化的产品结构已能得到国际专业认可，更能为公司未来的国际品牌声誉奠定基础，看好公司在国际市场的占有率的持续提升。

绿色智能化助力公司长期健康可持续发展

碳达峰、碳减排行动计划效果明显

公司的产品原材料主要为废钢，作为钢铁（或有色等）高耗能产品的废旧物资循环再生利用，实现了物质投入的减碳化，显著降低了开采、运输、生产加工等过程中的碳排放强度。根据环资司的数据，每吨废钢代替天然铁矿石生产钢可减少二氧化碳碳排放约 1.3-1.6 吨。

公司积极响应国家号召，制定减碳行动实施方案，通过制定科学系统的碳达峰、碳减排行动计划，科学推动低碳转型。公司与液化空气（沧州）有限公司签署并启动了连铸中间包全氧燃烧创新项目，该项目采用全氧燃烧烘烤技术，能够有效提高生产节能水平，预计可实现 50%-60% 的燃气节省量，并有效降低二氧化碳排放量。此外，由于电弧炉冶炼能耗大是制约整个钢铁冶金行业低碳绿色发展的重要影响因素，因此公司于 2022 年组成研发团队围绕冶炼过程“电-氧-铁”的平衡和协同进行攻关，使得电弧炉的冶炼周期缩短了 10%，碳排放含量降低 10% 以上，此项目的成功实施将公司整体绿色低碳生产水平带入了新的阶段。公司针对页岩气藏苛刻的地质条件和钻采施工要求，进行产学研用深度合作，定制化开发了屈服强度 1,000MPa 级页岩气钻采用系列套管产品。具有“轻量化、高强度、高韧性、高抗挤毁、高连接强度”的特点，通过提高石油管强度，降低管体壁厚，进而减轻了套管串的整体重量达 30% 以上，节约资源的同时，制造过程降低碳排放 20% 以上。2022 年公司供货高性能页岩气钻采用套管 1.5 万余吨，实现了采用绿色产品助力绿色清洁能源的开采，助力西南油气田 500 亿大气区建设。

图表 19. 公司启动连铸中间包全氧燃烧创新项目



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

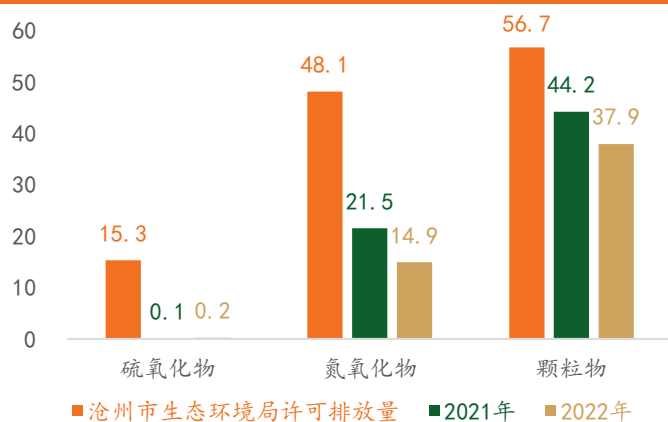
公司废气排放量远优于行业标准，有害废弃物产生量同比下降

公司的废气排放主要来自工业炉窑及设备在生产过程所产生的颗粒物、硫氧化物及氮氧化物，公司为了降低在营运过程中的废气排放，具体采取了多项技术提升：

(1) 燃烧系统采用低氮燃烧技术；(2) 废气处理设施采用先进的吸附加催化燃烧技术；(3) 在热处理炉增加炉厚及增设烟气处理装置，以降低氮氧化物排放；(4) 在主要排放口增设烟气在线监控设备，在厂区和原料主要进出口设置洗轮机装置和扬尘在线监测装置，以降低扬尘对大气污染；(5) 设置废气脱硝装置等污染物再净化装置；(6) 将环形炉、淬火炉、回火炉流量计更换为更先进、计量更为精确的超声波流量计；(7) 优化工业流程以减少厂内运输的频率，更新新能源汽车等，提高清洁运输比例。

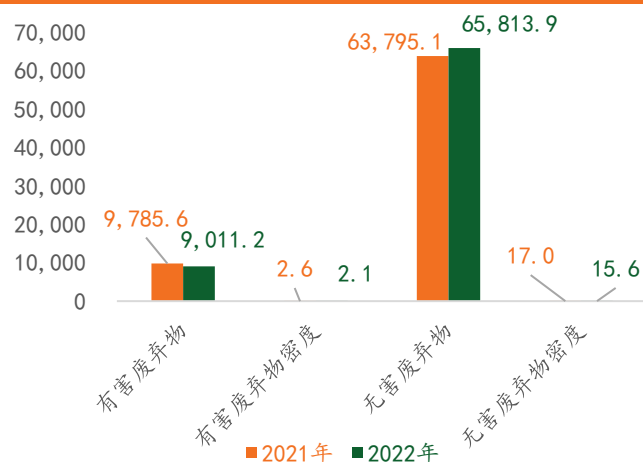
公司的各种工业炉窑颗粒物、硫氧化物、氮氧化物等排放标准均达到河北省超低排放标准及沧州市生态环境局许可的排放量，2022 年分别对应的排放量为 37.9 吨、0.2 吨、14.9 吨。此外，公司的废弃物方面，主要包括除尘灰、废矿油、污泥、废漆、漆渣等的有害废弃物以及电炉渣、精炼渣、氧化铁皮、废耐材等的无害废弃物。公司建立并实施多项减废及回收废弃物的策略，通过对产污工艺操作规程、环保治理设备运行管控、废气废水污染物排放监测、固体废物收集转移处理、噪声大气污染监测、环保管理责任制等制定具体的规章制度，形成一套系统的环保管理制度。尽管 2022 年公司整体的生产量增加，然而有害废弃物产生量同比有所下降，由 2021 年的 9,785.60 吨降至 9,011.19 吨。

图表 20. 公司废气排放水平 (吨)



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

图表 21. 公司废弃物产生量 (吨)

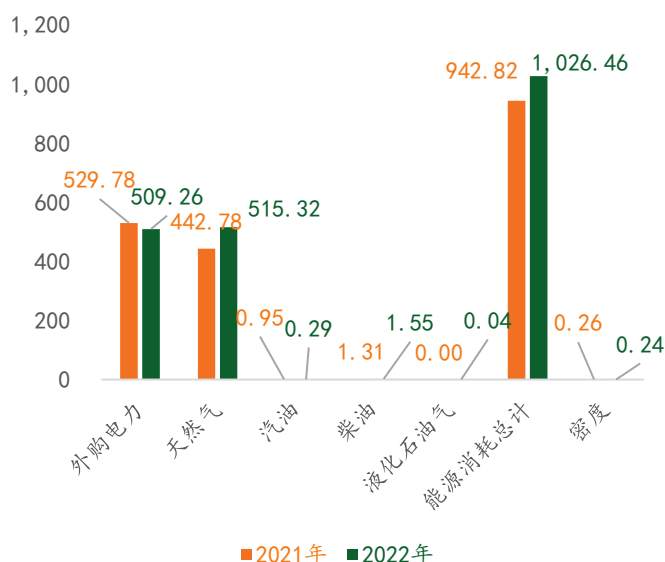


来源：公司资料，平证证券（香港）研究部。注：密度的单位为吨/百万元人民币收入

设备不断升级，助力使用资源节能节水

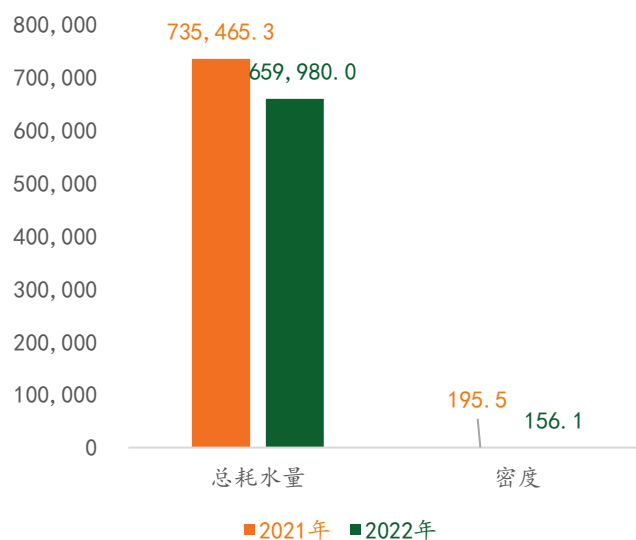
公司所使用的主要资源为电力及水，公司对此细化能源使用标准，实施液压伺服节能改造项目、能动潜水泵节能改造项目、浊环水热水提升泵项目、空压站智能节能托管项目、中水回用项目等促进清洁能源替代，有效实现了节能、降耗、减排、增效的目的。具体而言，公司围绕电机等通用设备开展能效提升专项行动，率先对连续液压系统实施节能改造，将原有泵组替换为智能节能泵组，配置驱动控制装置，并引入物联网服务，实现了自动控制、在线检测、智能校正多元化模式。同时，设备管理人员可通过手机云助手随时监控设备参数，把控设备运行状况。节能效果从 37.9 kWh/h 降至 12.8 kWh/h，降幅达 66%，改造项目预计每年可节电 20 万度以上。公司亦实施水压机节能改造项目，改造后平均每小时节省电能 35 千瓦时，节电率为 42%。公司从设备运行现状着手分析热水提升泵在浊环水系统内的运行原理，充分研究系统原设计数据与目前实时运行数据，详细测量了冷却塔、化学除油器等相关数据，对泵组、管线进行改造，相比原有模式，预计年可节约 228 万度电。热处理泵房自吸提升泵装机数量为 4 台，单台泵电机额定功率为 160 千瓦，改造后提升泵为二用二备运行模式，预计年可节约电量 231 万度。公司还将原有立式烤包器更换为蓄热式烤包器，一键操作，降低安全风险的同时，提升加热效率，集中排放，降低燃气消耗 46.6%，按生产时间计算年度节约燃气约 27.8 万标准立方米。用水方面，公司对水系统进行改造，将各产线间排水与回用水管线实现互联互通，提高水系统设备管理精细化程度、水资源利用率提升，减少新水用量。2022 年 3 月份开始污水处理站中水回用，年度污水处理站中水累计外排量 2,505.75 立方米，同比年度中水外排量减少 13,579.15 立方米。

图表 22. 公司能源消耗量 (吉瓦时)



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部。注：密度单位为吉瓦时/百万元人民币收入

图表 23. 公司耗水量 (立方米)



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部。注：密度单位为立方米/百万元人民币收入

1H23 业绩回顾

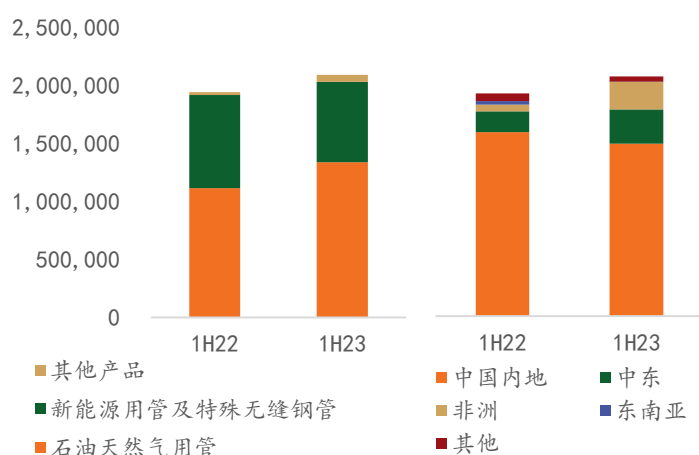
中期业绩喜人，海外拓展亮眼，产品结构优化+降本增效刺激利润空间大幅释放

1H23 年公司收入同比增长 7.6%至人民币 20.9 亿元，其中石油天然气用管同比增加 20.1%至 13.4 亿元，收入占比约 64.1%，主因销售量增加所致。分地区来看，海外收入增长亮眼，同比大增 72.7%至 5.9 亿元，收入占比同比提升 10.6 个百分点至 28.1%，主要由于公司精准策略性聚焦中东及非洲等地区，使得整体销售量增加及较高附加值的高端产品销售增加和汇率上涨所致；毛利同比增长 35.5%至 2.8 亿元，对应毛利率同比提升了 2.8 个百分点至 13.6%，主要由于销售量增加、产品结构优化及高附加值产品销售量增加所致；融资成本同比下降了 22.7%至 4,318 万元，主因融资结构优化、下调贷款利率及应收票据贴现成本减少所致；净利润同比大幅增长 82.6%至 5,680 万元，对应的净利润率同比提升了 1.1 个百分点至 2.7%。

公司持续加强研发创新能力，1H23 研发开支同比增长 39.8%达人民币 2,265 万元，其中自主设计通过的美国 API 5C5 2017 四级试验评价的 DLP-T4，已批量用于中石油西南油气田 6,000m 以上超深井页岩气开采；拥有自主知识产权的创新型高强高韧油套管，也已广泛用于国内各大油气田。此外，公司与国内知名大学合作攻关的稀土耐腐蚀套管在国内首发，实现成本不增的情况下耐腐蚀性能大幅度提升；参与制订的行业标准 YB/T6068-2022《电弧炉炼钢供氧技术规范》正式发布实施，标志着公司行业地位的提升。

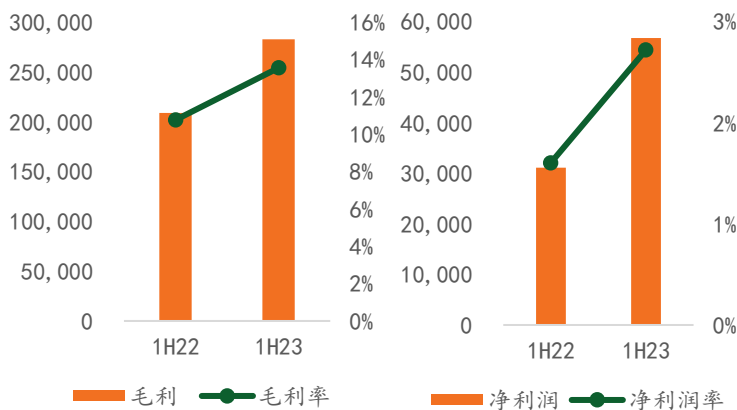
在智能制造方面，公司现已实现多个无人化生产单元和多条少人化生产线。公司采用 12 种以上智能制造支撑工业软件，成为行业内首家实现运用“产品工艺大数据分析平台”的企业。此外，作为国内首创的无人智能仓库，实现产品全工序之间的自动周转和信息跟踪，为高效经营提供支撑。

图表 24. 公司中期收入回顾 (人民币千元)



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

图表 25. 公司中期盈利能力回顾 (人民币千元)



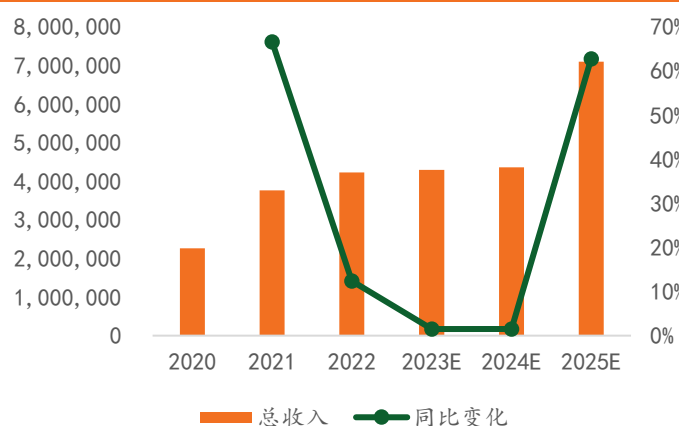
来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

财务分析预测

二期产能计划于 2025 年完成，迎接爆发式增长

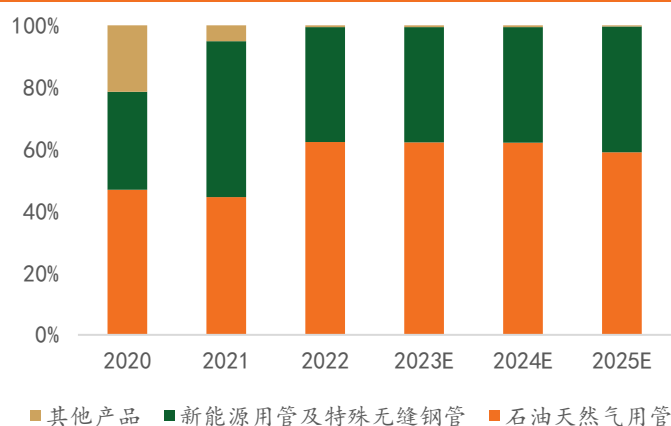
我们预计公司 2023 年/2024 年/2025 年收入将增长至人民币 42.9 亿/43.6 亿/70.9 亿元，其中，2025 年迎来爆发式增长主因公司二期产能扩张正式完成，具体对于 2025 年二期产能扩张完毕后的假设包括（1）石油天然气用管总销量将增长至约 60 万吨，对应的产品平均售价平稳上升超过每吨人民币 7,000 元；（2）新能源用管及特殊无缝钢管总销量将增长至约 50 万吨，对应的平均售价平稳上升至超过每吨人民币 6,000 元。综合来讲，于 2025 年公司的产能利用率将达到约 70%，而于 2026 年之后逐步释放。

图表 26. 公司收入预测（人民币千元）



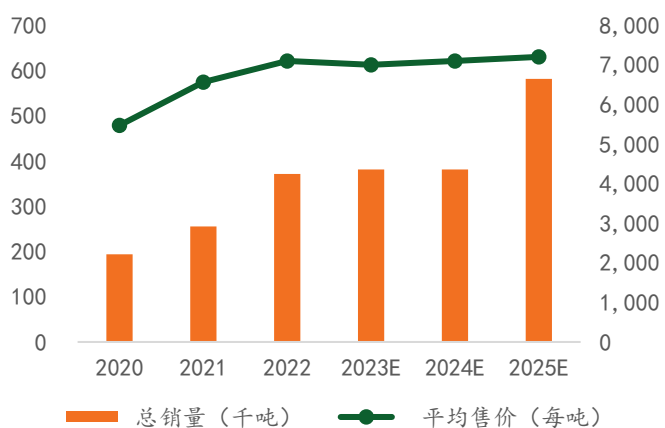
来源：公司资料，平证证券（香港）研究部预测

图表 27. 公司各业务分部变化



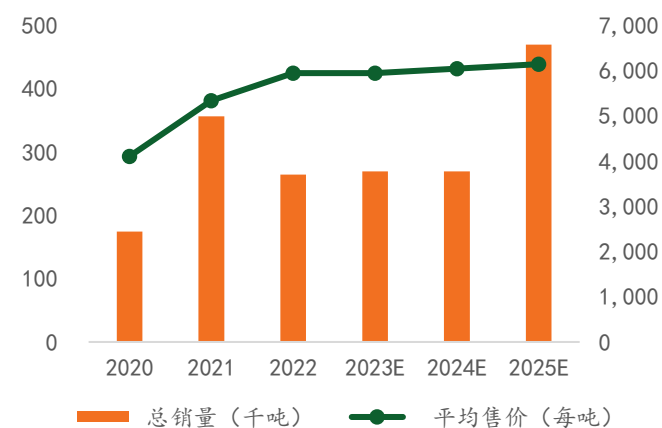
来源：公司资料，平证证券（香港）研究部预测

图表 28. 公司石油天然气用管总销量及平均售价预测



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部预测

图表 29. 公司新能源用管及特殊无缝钢管总销量及平均售价预测

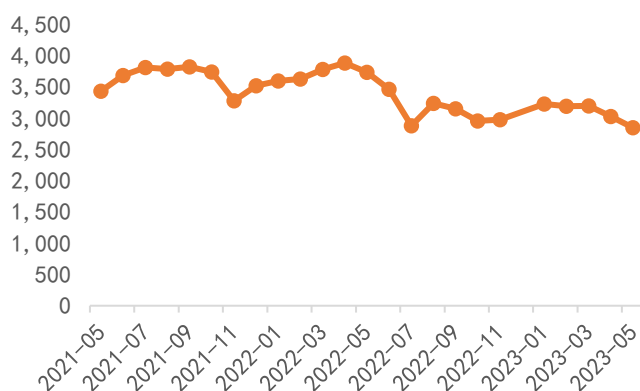


来源：公司资料，平证证券（香港）研究部预测

毛利率持续稳固提升

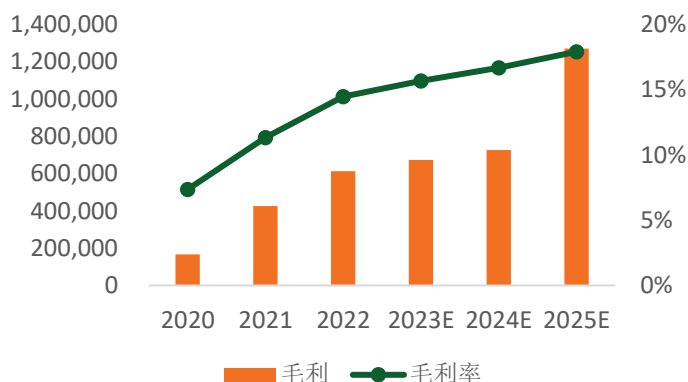
公司主要的使用原材料为废钢，与同业外购管坯相比大幅降低了材料采购成本，同时废钢与管坯相比其供应商更多，价格波动较小。我们预计公司 2023 年/2024 年/2025 年毛利将增长至人民币 6.7 亿/7.3 亿/12.7 亿元，对应的毛利率分别为 15.7%/16.7%/17.9%，毛利率持续稳固提升的主要动因是公司产品结构的持续优化，定制化、高端化的产品产量增加。细分业务分部来看，石油天然气用管的毛利率保持较高水平，预计未来 3 年将提升至 20% 左右水平；新能源用管及特殊无缝钢管的毛利率预计将提升至 15% 左右水平。

图表 30. 中国废钢价格（每吨人民币元）



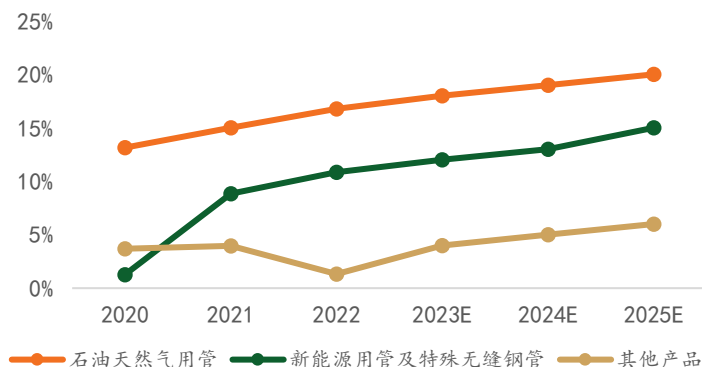
来源: Wind, 中国钢铁工业协会, 平证证券 (香港) 研究部

图表 31. 公司整体毛利及毛利率预测（人民币千元）



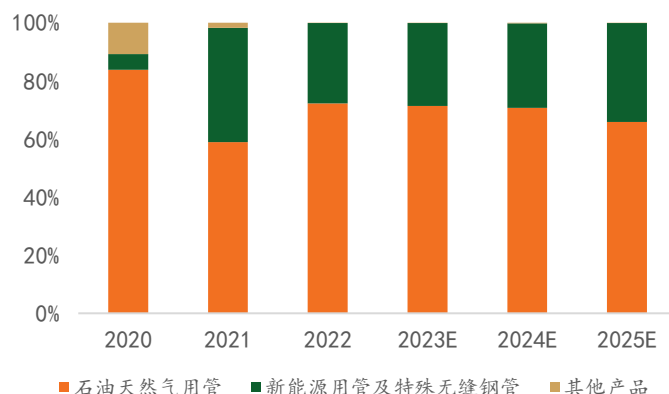
来源: 公司资料, 平证证券 (香港) 研究部预测

图表 32. 公司各业务毛利率预测



来源: 公司资料, 平证证券 (香港) 研究部预测

图表 33. 公司各业务毛利占比预测



来源: 公司资料, 平证证券 (香港) 研究部预测

三费开支保持稳定增长

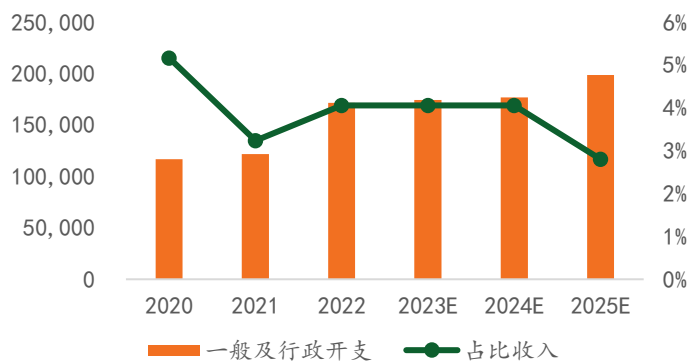
我们预计未来 3 年公司三项费用开支保持稳定增长, 分别来看, 公司 2023 年/2024 年/2025 年的销售及营销预计将达到人民币 1.9 亿/1.9 亿/2.1 亿元, 一般及行政开支预计将达到人民币 1.7 亿/1.8 亿/2 亿元, 研发开支预计将达到人民币 4,291 万/4,357 万/4,962 万元。

图表 34. 公司销售及营销开支预测 (人民币千元)



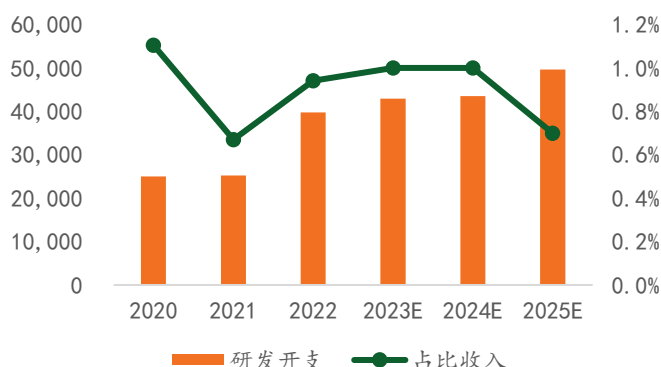
来源: 公司资料, 平证证券 (香港) 研究部预测

图表 35. 公司一般及行政开支预测 (人民币千元)



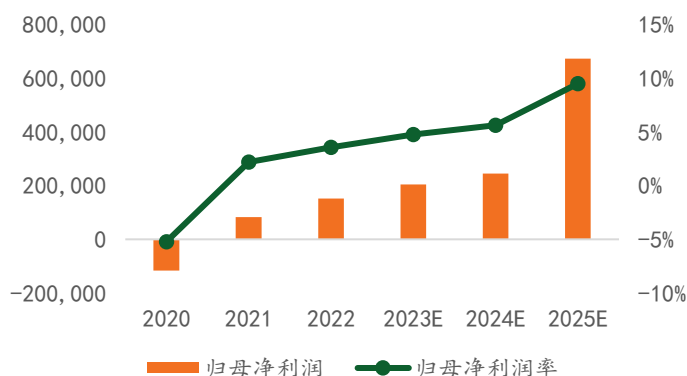
来源: 公司资料, 平证证券 (香港) 研究部预测

图表 36. 公司研发开支预测 (人民币千元)



来源: 公司资料, 平证证券 (香港) 研究部预测

图表 37. 公司归母净利润预测 (人民币千元)



来源: 公司资料, 平证证券 (香港) 研究部预测

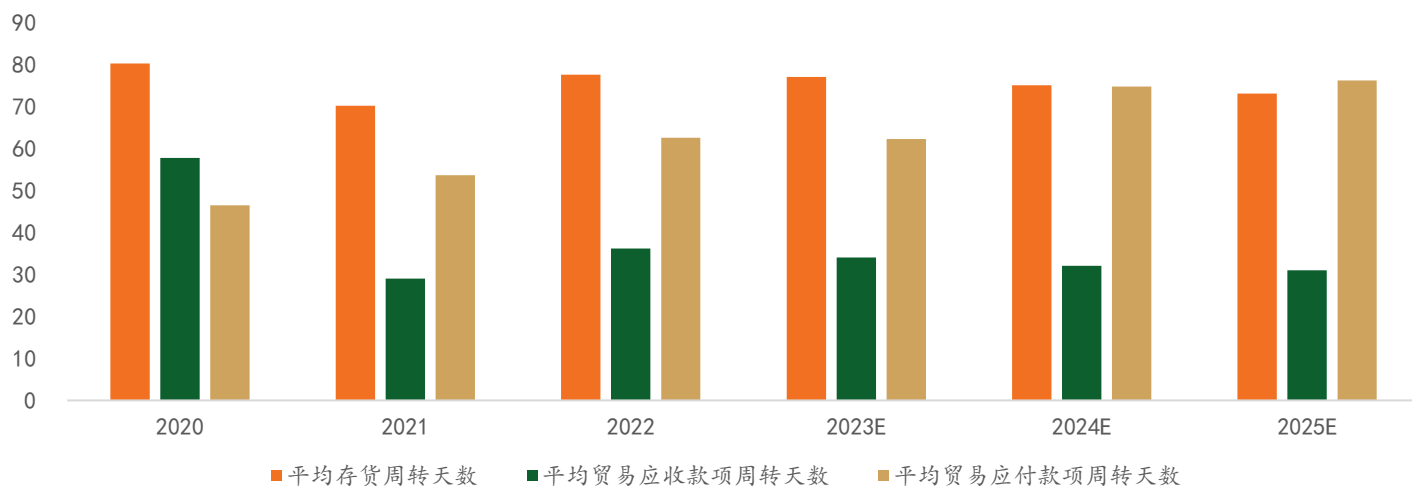
盈利能力逐步提升, 净利润将于 2025 年录得大幅增长

我们预计公司的盈利能力逐年提升, 2023 年/2024 年/2025 年归母净利润将增长至人民币 2 亿/2.4 亿/6.7 亿元, 对应的归母净利润率分别为 4.8%/5.6%/9.5%。

营运资金保持稳定健康水平

我们预计未来 3 年公司存货周转天数、贸易应收款项周转天数、贸易应付款项周转天数均保持稳定水平，2023 年/2024 年/2025 年的存货周转天数将达 77 天/75 天/73 天，贸易应收款项周转天数将达 34 天/32 天/31 天，贸易应付款项周转天数将达 62 天/75 天/76 天。

图表 38. 公司存货周转天数、贸易应收款项周转天数、贸易应付款项周转天数预测

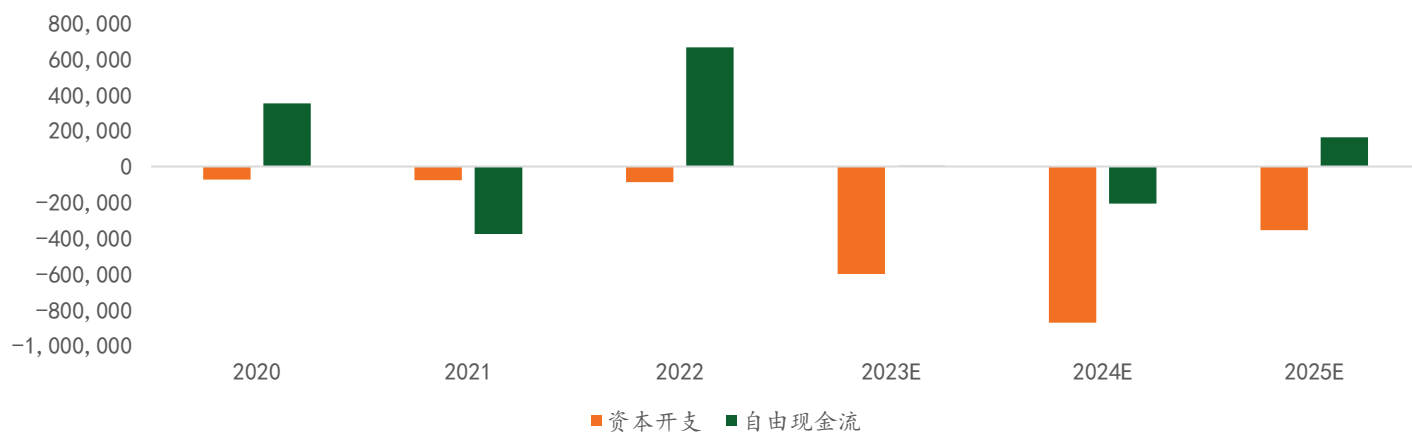


来源：公司资料，平证证券（香港）研究部预测

自由现金流将于 2025 年步入高增长轨道

公司由于受到二期扩张计划的影响，我们预计 2023 年、2024 年将产生较大的资本开支，但随着 2025 年扩产完毕，自由现金流预计将于 2025 年转正，步入高增长轨道。

图表 39. 公司资本开支及自由现金流预测（人民币千元）



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部预测

图表 40. 损益表(人民币千元) 年结日 12 月 31 日

损益表	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收益	2,259,402	3,762,629	4,227,802	4,290,991	4,356,572	7,089,153
销售成本	-2,155,002	-3,345,114	-3,616,874	-3,618,025	-3,629,926	-5,818,971
毛利	104,400	417,515	610,928	672,967	726,646	1,270,182
其他收入	16,733	21,232	33,209	9,745	8,259	7,414
销售开支	-51,580	-98,518	-186,864	-189,657	-192,555	-212,675
行政开支	-116,639	-121,635	-171,499	-174,062	-176,722	-198,496
经营溢利	-47,086	218,594	285,774	318,992	365,626	866,425
融资成本	-97,044	-118,839	-108,828	-80,034	-80,034	-80,034
税前(亏损)/溢利	-144,130	99,755	176,946	238,958	285,592	786,391
所得税	26,226	-16,816	-25,362	-34,250	-40,934	-112,715
期内(亏损)/溢利	-117,904	82,939	151,584	204,708	244,658	673,676
归母净利润	-116,417	82,939	151,584	204,708	244,658	673,676
每股基本盈利(人民币元)	-0.08	0.06	0.10	0.14	0.16	0.45

来源: 公司资料, 平证证券(香港)研究部预测

图表 41. 资产负债表(人民币千元) 年结日 12 月 31 日

资产负债表	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
物业、厂房及设备	1,922,593	1,873,900	1,831,450	2,288,584	2,976,467	3,118,431
递延税项资产	19,254	0	0	0	0	0
非流动资产	1,941,847	1,873,900	1,831,450	2,288,584	2,976,467	3,118,431
存货	494,951	779,594	753,917	770,670	721,080	1,606,508
贸易应收款项及应收票据	752,695	1,518,690	1,095,685	1,108,618	1,183,058	1,652,603
现金及现金等价物	312,220	430,188	381,058	309,618	22,122	105,653
其他	186,970	149,114	124,270	121,181	121,752	145,535
流动资产	1,746,836	2,877,586	2,354,930	2,310,088	2,048,012	3,510,299
总资产	3,688,683	4,751,486	4,186,380	4,598,672	5,024,479	6,628,730
贸易应付款项及应付票据	319,246	693,313	560,730	702,897	814,107	1,654,196
计息银行借贷	1,479,052	1,816,926	1,176,756	1,176,756	1,176,756	1,176,756
租赁负债	151	962	3,203	3,203	3,203	3,203
其他	168,611	223,357	247,400	312,817	382,757	473,243
流动负债	1,967,060	2,734,558	1,988,089	2,195,673	2,376,822	3,307,398
计息借款	443,200	650,300	762,300	762,300	762,300	762,300
租赁负债	0	241	6,711	6,711	6,711	6,711
其他	15,842	19,848	24,980	24,980	24,980	24,980
非流动负债	459,042	670,389	793,991	793,991	793,991	793,991
总负债	2,426,102	3,404,947	2,782,080	2,989,664	3,170,813	4,101,389
权益总额	1,262,581	1,346,539	1,404,300	1,609,008	1,853,665	2,527,341

来源: 公司资料, 平证证券(香港)研究部预测

图表 42. 现金流量表(人民币千元) 年结日 12 月 31 日

现金流量表	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前(亏损)/溢利	-144,130	99,755	176,946	238,958	285,592	786,391
折旧开支	119,883	124,122	128,867	143,289	183,111	211,972
营运资金变动	324,815	-626,506	361,666	177,348	155,728	-448,181
其他	75,731	116,323	96,660	46,563	37,726	-33,210
经营活动(所用)/所得现金净额	376,299	-286,306	764,139	606,158	662,158	516,973
收购物业、厂房及设备的付款	-106,118	-84,664	-82,944	-600,739	-871,314	-354,458
其他	5,182	58,336	3,844	3,175	1,694	1,051
投资活动所用现金净额	-100,936	-26,328	-79,100	-597,563	-869,620	-353,407
银行及其他计息借款所得款项	1,220,022	2,225,064	1,017,385	1,017,385	1,017,385	1,017,385
其他	-1,753,640	-1,793,560	-1,756,891	-1,097,419	-1,097,419	-1,097,419
融资活动(所用)/所得现金净额	-533,618	431,504	-739,506	-80,034	-80,034	-80,034
现金及现金等价物(减少)/增加净额	-258,255	118,870	-54,467	-71,440	-287,497	83,531
期末现金及现金等价物	312,220	430,188	381,058	309,618	22,122	105,653

来源: 公司资料, 平证证券(香港)研究部预测

图表 43. 重要比率 年结日 12 月 31 日

重要比率	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<u>同比增长</u>						
收入	-	66.5%	12.4%	1.5%	1.5%	62.7%
毛利	-	299.9%	46.3%	10.2%	8.0%	74.8%
归母净利润(亏损)	-	-	82.8%	35.0%	19.5%	175.4%
<u>盈利比率</u>						
毛利率	4.6%	11.1%	14.5%	15.7%	16.7%	17.9%
归母净利润(亏损)率	-	2.2%	3.6%	4.8%	5.6%	9.5%
ROA	-	1.7%	3.6%	4.5%	4.9%	10.2%
ROE	-	6.2%	10.8%	12.7%	13.2%	26.7%
<u>其他</u>						
流动比率	0.89	1.05	1.18	1.05	0.86	1.06
资产负债比率	52.1%	51.9%	46.3%	42.2%	38.6%	29.3%
债务权益比率	119.3%	142.3%	105.0%	96.1%	98.9%	69.2%
利息偿付比率	-	1.8	2.6	4.0	4.6	10.8

来源: 公司资料, 平证证券(香港)研究部预测

估值

采用现金流折现法，首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价 4.70 港元

我们认为 DCF（现金流折现）估值法可反应公司内在价值，应作为参考基准，对此的假设包括（1）贝塔值为 1.1；（2）市场风险溢价为 13.5%；（3）无风险利率为 2.6%；（4）永续增长率为 2.5%。因此，得出加权平均资本成本（WACC）为 17.3%，最终计算得到公司的估值为 70.3 亿港元，给予公司 4.70 港元的目标价，相当于 31.6 倍/26.4 倍/9.6 倍的 23E/24E/25E 市盈率，目标价相对现价仍有 21.8%升幅，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图表 44. 现金流折现估值预测（人民币千元）

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
息税前利润	318,992	365,626	866,425	1,381,630	1,464,678	1,518,117	1,572,810	1,628,956	1,686,509	1,745,594
折旧及摊销	143,289	183,111	211,972	220,259	216,428	202,553	189,620	177,567	166,333	155,865
税	-34,250	-40,934	-112,715	-186,560	-198,464	-206,123	-213,962	-222,010	-230,259	-238,728
营运个资本变动	177,348	155,728	-448,181	48,055	-138,588	-61,839	15,523	69,874	131,375	212,392
资本开支	-600,739	-871,314	-354,458	-317,355	-10,734	-10,890	-11,045	-11,201	-11,356	-11,512
自由现金流	4,640	-207,783	163,044	1,146,029	1,333,320	1,441,818	1,552,945	1,643,187	1,742,602	1,863,611
加权平均资本成本	17.3%									
永续增长率	2.5%									
现金流现值	3,473,887									
终值现值	2,620,345									
企业价值	6,094,231									
(-) 负债 (+) 现金及等价物 (-) 少数股东权益	371,144									
股权价值	6,465,375									
贝塔值	1.1									
无风险利率	2.6%									
市场风险	13.5%									
权益成本	17.5%									
债务成本	1.6%									
债务/权益	1.1%									
税率	14.3%									
加权平均资本成本	17.3%									
股权价值（百万港元）	7,030									

来源：平证证券（香港）研究部预测

图表 45. 同业可比公司估值

股票代码	公司	市值 亿港元	P/E FY23E	P/E FY24E	P/E FY25E	ROE FY23E	ROE FY24E	ROE FY25E
H 股								
2883 HK EQUITY	中海油田服务	641.9	12.6	10.1	8.7	8.1	9.8	11.3
1033 HK EQUITY	中石化油服	340.7	17.4	16.9	13.8	6.6	6.4	6.1
568 HK EQUITY	山东墨龙	31.6	-	-	-	-	-	-
3337 HK EQUITY	安东油田服务	13.7	5.3	4.2	3.3	7.3	8.4	9.5
	平均		11.8	10.4	8.6	7.3	8.2	9.0
A 股								
601808 CH EQUITY	中海油服	641.9	21.7	17.2	14.7	8.1	9.3	10.2
600871 CH EQUITY	石化油服	340.7	70.7	70.7	53.0	6.6	6.4	6.1
600583 CH EQUITY	海油工程	277.1	13.6	10.7	8.4	7.9	9.5	10.3
002353 CH EQUITY	杰瑞股份	314.4	11.7	10.2	8.7	13.3	13.6	13.9
603619 CH EQUITY	中曼石油	85.1	9.0	6.5	5.1	30.0	34.5	35.7
688377 CH EQUITY	迪威尔	51.0	24.1	16.8	12.4	11.1	13.9	-
	平均		25.1	22.0	17.1	12.8	14.5	15.3

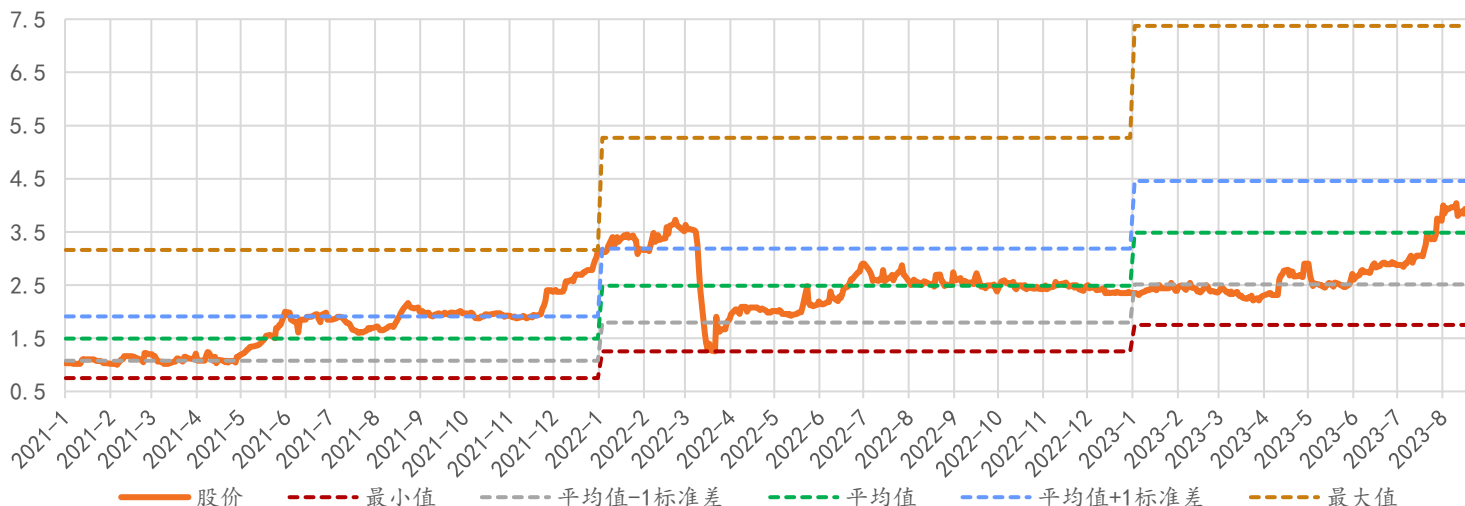
来源：彭博一致预期，平证证券（香港）研究部，数据更新至 2023 年 8 月 22 日。

图表 46. 公司 PE BAND



来源：彭博，平证证券（香港）研究部

图表 47. 公司 PRICE BAND



来源：彭博，平证证券（香港）研究部

如此报告被平证证券(香港)以外其他金融机构转发, 该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料, 应联系该转发的金融机构。本报告不是平证证券(香港)作出的投资建议, 平证证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

附录

公司简介

达力普石油专用管有限公司始建于 1998 年，是一家集研发、制造、服务为一体的专业化、全产业链的石油天然气用管智能制造企业，隶属于达力普控股有限公司 (1921.HK)。达力普石油专用管有限公司位于国家级经济技术开发区沧州渤海新区，地处京津冀一小时经济圈内，是国家高新技术企业、沧州市科技创新龙头企业，建有河北省石油专用管技术创新中心，公司技术中心被认定为河北省企业技术中心，河北省工业企业研发机构 (A 级)。

达力普公司始终致力于专业产品的研发、制造与服务，公司装备精良，工艺技术先进，全产业链优势突出。公司拥有绿色环保的管坯生产、无缝钢管轧制、管端加厚、石油管热处理、石油天然气用管加工等智能生产线，建有国内首创的大型石油管智能周转库，实现了从原材料到终端产品制造全过程的信息互联互通和产品质量全过程监控，确保快捷、高效的向客户提供高质量产品，满足客户的需求。

公司的产品特殊无缝钢管及新能源用管、石油天然气用管等大类产品，可满足不同类型客户的产品需求。公司主导产品为 API 和非 API 系列石油天然气用管，涉及页岩气、天然气、煤层气开发用管以及风电、核电、水电、石化等高端能源装备配套产品，另外还生产流体输送管、结构管、汽车用无缝钢管、气瓶用无缝钢管、地质钻探管等多个行业需要的钢管产品。其中，耐高温、耐高压、耐腐蚀、高抗挤毁、高强韧、特殊螺纹等特殊用途的石油天然气用管和高钢级抗硫油气输送管的全流程制造技术达到国内先进水平，产品遍布大庆、新疆、华北、长庆等国内各大油田，并出口到多个国家和地区。

公司的工艺技术先进，检测手段齐全，配备了德国 SLICKS 超声波探伤机、全自动双工位水压机、德国蔡司场发射电子扫描显微镜、日本岛津的 X 射线荧光光谱仪、德国林赛斯热膨胀相变仪、美国力可氧氮氢分析仪等国际一流的高性能检测设备。公司检测实验中心获得了国家认可实验室 CMAS 认证，公司先后取得了 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境体系认证、GB/T28001 职业健康安全管理体系认证、中石油 HSE 体系认证、知识产权体系认证、测量管理体系认证、能源管理体系认证、美国石油会 API 5CT 和 5L 产品认证和国家特种设备制造许可证 (TS)。这些都是为高质量、高性能产品的制造提供了质量保证，可满足客户定制化、个性化的产品需求。

公司坚持创新驱动发展战略，秉承精品发展之路，持续打造品牌竞争优势，充分运用各类先进技术，全面推行清洁生产、智能制造、绿色制造，提升核心竞争力和可持续发展能力。公司致力于成为一家以石油天然气用管为主的专业化制造服务商，为能源产业提供一流的一站式集成服务，为全球客户创造更大价值。

公司发展里程碑

年份	里程碑
1998 年	沧州华北石油专用管材有限公司成立
1999 年	建成首条套管（石油专用管主要产品）生产线，产品开始销往华北油田
2001 年	产品通过 API Q1 及 API 5CT 双重认证，开始销往大庆油田、辽河油田、冀东油田、长庆油田、青海油田、新疆油田、中原油田、延长油矿和大港油田
2004 年	实施油套管生产线技术改造
2005 年	更名为达力普石油专用管有限公司，开始向海外市场出口产品
2006 年	首次被认定为高新技术企业
2009 年	启动建设渤海新区管坯生产线
2012 年	渤海新区管坯生产线正式投产
2014 年	成功并购石油管生产线，建成全产业链业务模式，产品涵盖管坯、石油管及石油专用管，并通过 TS 认证 公司检测实验中心通过 CNAS 认证
2017 年	公司承建的河北省石油专用管工程技术研究中心被认定为河北省规模以上工业企业研发机构 A 级 启动退城搬迁升级工作，开始建设 1#石油管线、1#热处理线、1#和 2#油套管线、1#智能库、2#管坯线
2019 年	1#石油管线、1#热处理线、1#和 2#油套管线、1#智能库投产 香港联交所挂牌上市 启动大数据建设，销售信息平台首先在油田上线并推广

管理层简介

孟凡勇先生，执行董事兼董事会主席，年龄 61 岁，负责公司整体策略发展及带领公司的业务发展。孟先生于 1998 年 9 月加入公司，同期成为达力普专用管的董事及主席，于 2018 年 8 月获委任为董事，并于 2019 年 2 月调任为执行董事。孟先生于油田设备业务拥有逾 41 年经验，其中于石油专用管制造的营运及管理业务亦拥有逾 23 年经验。加入公司之前，孟先生于 1981 年 9 月至 1999 年 7 月在华北第二钻井（主要从事维护油田设备及油田服务）担任多个职位，包括技术员、机器维修厂调度长、车间主任、机器维修厂经理及经营服务处副厂长，汲取了油田及油管制造行业营运的知识及经验。孟先生于 1998 年 7 月自中国的中共河北省委党校党政干部函授学院毕业。

张红耀先生，执行董事、董事会副主席兼行政总裁，年龄 53 岁，负责公司销售、营销投资管理事务。张先生于 2019 年 2 月获委任为董事，于 2019 年 6 月调任为非执行董事及董事会副主席，于 2020 年 1 月由非执行董事重新任命为执行董事，以及于 2022 年 4 月起兼任行政总裁。张先生于石油管制造行业拥有逾 18 年经验。加入公司之前，张先生自 2015 年 7 月起为宝钢美洲有限公司的副总经理；于 2007 年 8 月至 2015 年 7 月为宝山钢铁股份有限公司钢管条钢事业部副总经理；于 2004 年 8 月至 2005 年 6 月及 2005 年 6 月至 2007 年 8 月分别为烟台鲁宝钢管有限责任公司的总经理及董事；以及于 2004 年 8 月至 2005 年 6 月为宝山钢铁股份有限公司钢管分公司的副总经理。张先生于 1992 年 7 月自上海财经大学取得商贸经济学学士学位及于 2001 年 12 月自西弗吉尼亚大学取得文学硕士学位。

徐文红女士，执行董事兼法律总监，年龄 54 岁，负责公司整体法律合规事宜。徐女士于 2003 年 4 月加入公司，自 2003 年 4 月及 2014 年 6 月起分别成为达力普专用管的总法律顾问及董事会秘书，于 2007 年 8 月至 2010 年 4 月及自 2013 年 10 月起亦为达力普专用管董事。徐女士于 2011 年 11 月至 2012 年 10 月为达力普石油专用管有限公司渤海新区分公司的副总经理，于 2009 年 7 月至 2011 年 11 月为达力普特型装备制造有限公司的副总经理，于 2003 年 4 月至 2005 年 12 月及 2005 年 12 月至 2016 年 10 月亦分别为达力普专用管的总经理助理及副总经理。徐女士于 2019 年 2 月获委任为执行董事兼法律总监。徐女士于商业法律咨询拥有逾 29 年经验及于石油管制造业管理拥有逾 17 年经验。加入公司之前，徐女士于 2001 年 6 月至 2003 年 3 月为河北金胜律师事务所的律师；于 1997 年 9 月至 2001 年 6 月为华北石油科工贸总公司（现称任丘市华北油田科工贸总公司）的法务职员；以及于 1993 年 3 月至 1998 年 3 月为华北第二钻井的法务职员。徐女士于 2004 年 7 月在山东大学网络教育学院取得法律教育文凭，以及于 1996 年 6 月取得中国律师资格。

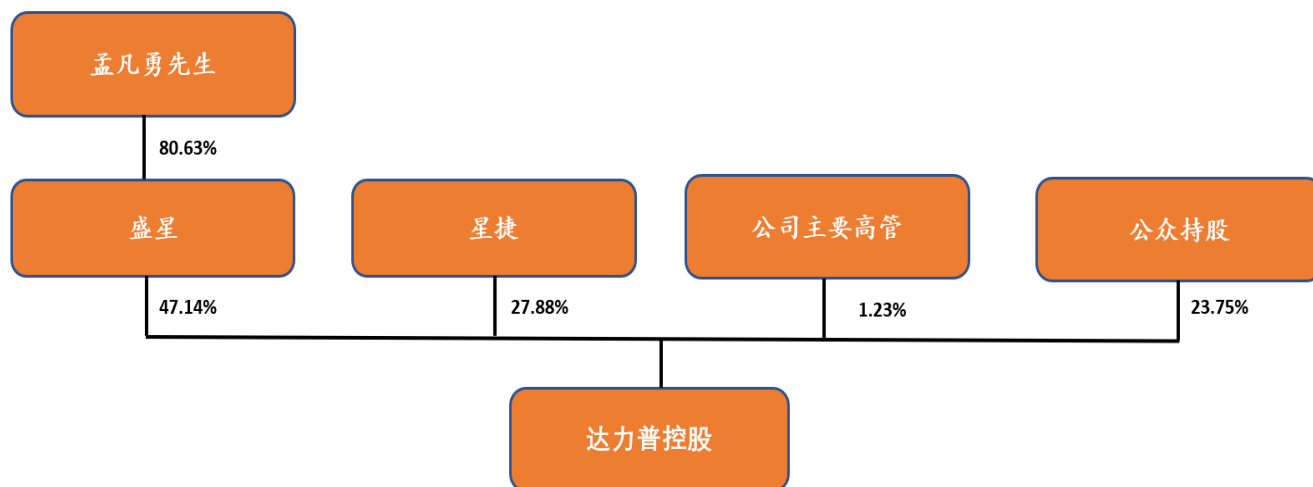
孟宇翔先生，执行董事兼副行政总裁，年龄 36 岁，负责公司整体人力资源及生产营运管理，孟宇翔先生于 2017 年 5 月加入公司，自 2017 年 12 月及 2017 年 6 月起分别成为达力普专用管的副总经理及董事，于 2017 年 5 月至 2017 年 12 月为达力普专用管的总经理助理，于 2019 年 2 月获委任为执行董事兼副行政总裁。孟宇翔先生拥有逾 11 年管理经验。加入公司之前，孟宇翔先生于 2014 年 1 月至 2015 年 1 月在北京大成房地产开发有限责任公司任职置业后续工作小组副组长及于 2015 年 2 月至 2017 年 4 月担任土地资源管理小组组长。孟宇翔先生亦分别于 2011 年 2 月至 2012 年 2 月及于 2012 年 3 月至 2014 年 1 月为北京金隅置业有限公司的规划设计部主管

及办公室行政管理助理；以及于 2008 年 7 月至 2011 年 2 月为北京金隅物业管理有限责任公司金隅嘉华分公司的工程部科员。孟宇翔先生为公司执行董事兼董事会主席孟凡勇先生的儿子。孟宇翔先生于 2008 年 7 月自北京建筑工程学院（现称北京建筑大学）取得土木工程学士学位，于 2022 年 6 月自北京大学取得工商管理硕士学位。

千述亚女士，执行董事兼营运总监，年龄 55 岁，负责公司整体营运及财务管理，千女士于 2010 年 8 月加入公司，先后自 2016 年 10 月及 2017 年 12 月起担任达力普专用管的董事及财务总监，由 2010 年 10 月至 2017 年 12 月担任达力普专用管的总经理助理；于 2009 年 8 月至 2010 年 9 月及 2009 年 7 月至 2010 年 9 月分别为达力普装备制造财务部经理及总经理助理；及于 2007 年 10 月至 2008 年 3 月及 2008 年 4 月至 2009 年 6 月分别为达力普集团财务部门主管及经理。千女士于 2019 年 2 月获委任为执行董事兼营运总监。千女士于石油相关行业拥有逾 37 年审核及会计经验。加入公司之前，千女士于 1998 年 12 月至 2007 年 9 月在河北燕华会计师事务所有限公司担任多个职位，包括审计师、项目经理、高级项目经理及部门经理；于 1997 年 1 月至 1998 年 11 月亦为华北石油审计处第四审计室的审计师；于 1991 年 7 月至 1996 年 12 月以及于 1985 年 5 月至 1988 年 8 月分别为华北第二钻井的审计师及会计师；以及于 1984 年 9 月至 1985 年 4 月为华北石油管理局第二钻井工程公司沧州机修厂工人。千女士于 2001 年 7 月在河北大学夜大学成人教育学院完成会计学课程，于 2005 年 9 月取得中国注册资产评估师资格，并于 1995 年 5 月取得中国注册会计师资格。

股权架构

图表 48. 股权架构



来源：公司资料，平证证券（香港）研究部

风险提示

- 原材料废金属价格波动。废金属价格或因多种因素（如政府政策、一般市场状况及市场供应有所改变）而产生波动，由于废金属价格一般于下达采购订单之时参考市场价格厘定，公司承受废金属价格波动的风险。若公司无法以理想价格采购废金属或无法转嫁增加成本予客户，盈利能力以及财务表现将受到不利影响。
- 石油和天然气勘探及生产项目的延期或改期。规划及建设中的石油和天然气勘探及生产项目可能会因多种原因而延期或改期，这些因素包括勘探及生产营运商业务策略改变、出现技术困难、发生自然灾害、监管机构推迟审批或预算受限。若公司计划向其供应产品的客户出现任何重大项目延期或改期，可能会受到重大不利影响。
- 国内外宏观经济波动及石油勘探需求变动影响。公司产品的需求很大程度上取决于国内及海外市场已钻探、完成及重新运作的油井数量，以及油气井的深度及状态，而该等活动的水平又取决于主要石油公司的资本支出水平，相关开支对政府政策及行业对未来经济增长及其对石油及石油管需求所产生的影响较为敏感。若国内及国际对石油的需求下降，由于中国或全球政府政策改变及经济放缓等因素，或会导致客户减少或推迟作出其石油勘探及生产的支出，从而或导致对公司产品的需求下降。
- 海外拓张不及预期。地缘政治风险，以及海外市场竞争激烈，若公司未能向海外客户提供具有竞争力的价格和较短的交货周期交付产品，均有机会对公司产生不利影响。

图表 49. 本报告中涉及上市公司股票代码一览

公司简称/股份名称	股票代码
中石油/中国石油股份	857. HK/601857. CH
中石化/中国石油化工股份	386. HK/600028. CH
中海油/中国海洋石油	883. HK/600938. CH
中海油田服务/中海油服	2883. HK/601808. CH
中石化油服/石化油服	1033. HK/600871. CH
海油工程	600583. CH
山东墨龙	568. HK/2490. CH
安东油田服务	3337. HK
住友商事	8053. JP
杰瑞股份	2353. CH
中曼石油	603619. CH
迪威尔	688377. CH

来源：彭博，平证证券（香港）研究部

免责声明

分析员声明

主要负责编制本报告之研究分析员确认：1) 所有在本报告所表达的意见真实地反映其对本报告内所评论的发行人（“该公司”）及其证券当时的市场分析的个人意见。2) 其薪酬过去、现在或未来，没有直接或间接与本报告所表达的市场分析意见或建议有关连。

根据香港证监会持牌人操守准则所适用的范围及相关定义，分析员确认本人及其有联系者均没有(1)在研究报告发出前 30 日内曾交易报告内所述的股票；(2)在研究报告发出后 3 个营业日内交易报告内所述的股票；(3)担任本研究报告所评论的发行人的高级人员；(4)持有本研究报告所评论的发行人任何财务权益。

免责声明

本报告由平证证券(香港)有限公司(下称“平证证券(香港)”)提供。平证证券(香港)已获取香港证券及期货事务监察委员会(“SFC”)第 1 类(证券交易)和第 4 类(就证券提供意见)受规管活动牌照。

本报告所载内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等，并非及不应被理解作为提供明示或默示的买入或沽出证券的要约，亦不构成要约或邀请的一部分，而且本报告或其中的任何内容都不构成与订立任何合同或承诺有关的基础或依赖，也不作为任何诱因。

本报告的信息来源于平证证券(香港)认为可靠的公开数据并真诚编制，纯粹用作提供信息，当中对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，平证证券(香港)并不就此等内容之公平性、准确性、完整性或合理性作出明示或默示之保证，亦不对因使用本报告或其内容或与此有关的其他方面而产生的任何损失承担任何责任。

本报告表达之所有内容、意见和估计等均可在不作另行通知下作出更改，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

对部分司法管辖区而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法规、规定或其他注册或发牌的规则。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告所提到的证券或不能在某些司法管辖区出售。

本报告所列之任何价格仅供参考，并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。本文件并无对任何交易能够或可能在那些价格执行作出声明或保证，此外任何价格并不一定能够反映平证证券(香港)以理论模型为基础的估值，并且可能是基于若干假设。由平证证券(香港)研究或根据任何其他来源作出的不同假设或会产生截然不同的结果。

证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。如果一个投资产品的计价货币乃投资者本国或地区以外的其他货币，汇率变动或会对投资构成负面影响。过去的表现不一定是未来业绩的指标。某些金融产品的交易（包括涉及金融衍生工具的交易）会引起极大风险，并不适合所有投资者。

此外，敬请阁下注意本报告不构成投资建议。分析员并无考虑阁下的个人财务状况和可承受风险的能力。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险。因此，阁下于作出投资前，必须自行作出分析并咨询阁下的法律、税务、会计、财务及其它专业顾问(如需)，以评估投资建议是否合适。

平证证券(香港)有限公司及/或其在香港从事金融业务的关联公司（下统称“中国平安证券(香港)集团”）可能持有该公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该公司的证券，且该等权益的合计总额可能相等或高于该公司的市场资本值的 1%或该公司就新上市已发行股本的 1%。一位或多位中国平安证券(香港)集团成员公司的董事、行政人员及/或雇员可能是该公司的董事或高级人员。中国平安证券(香港)集团成员公司及其管理人员、董事和雇员等（不包括分析员），将不时持长仓或短仓、作为交易当事人，及买进或卖出此研究报告中所述的公司的证券或衍生工具（包括期权和认股权证）；及/或为该等公司履行服务或招揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。中国平安证券(香港)集团成员公司曾任本报告提及的任何机构所公开发售证券的联席保荐人、联席环球协调人和联席账簿管理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去 12 个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。中国平安证券(香港)集团成员公司在过去 12 个月内就投资银行服务收取补偿或受委托及/或可能现正寻求该公司投资银行委托。

如此报告被平证证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平证证券(香港)作出的投资建议，平证证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

平证证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。本报告只供指定收件人使用，不得复印、派发或发行本报告作任何用途，平证证券(香港)可保留一切相关权利。

投资评级系统公司(由平证证券(香港)建构。其“投资评级指数”及“行业投资评级指数”之百分比数据只反映平证证券(香港)对该评级及指数之自家建议，只作参考用途。)

股票投资评级	备注
强烈推荐	预计 6 个月内，股价表现强于恒生指数 20%以上
推 荐	预计 6 个月内，股价表现强于恒生指数 10%至 20%之间
中 性	预计 6 个月内，股价表现相对恒生指数在±10%之间
回 避	预计 6 个月内，股价表现弱于恒生指数 10%以上
行业投资评级	备注
强于大市	预计 6 个月内，行业指数表现强于恒生指数 5%以上
中 性	预计 6 个月内，行业指数表现相对恒生指数在±5%之间
弱于大市	预计 6 个月内，行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

地址：香港中环皇后大道中 99 号中环中心 36 楼 3601 室

电话：(852) 37629688

电邮：research.pacshk@pingan.com

平证证券（香港）2023 版权所有。保留一切权利。