

博迈科 (603727) 研究简报

大订单对接高端客户，受益全球油气市场回暖

投资评级：增持（首次）

2017年4月20日

投资要点

■ 营收增长平稳，天然气液化模块订单业绩释放

公司发布 2016 年年报，全年营收 26.84 亿，同比增加 17.04%，归母净利润 2.33 亿，同比增加 6.30%，扣非归母净利润 2.26 亿元，同比增加 6.67%，EPS 为 1.29 元/股。分行业看，公司天然气液化模块营收 22.89 亿，占比 85.28%，同比增 24.17%，主要源于 Yamal LNG 的 20.22 亿与 Wheatstone LNG 的 1.89 亿，两大订单的业绩释放，合计确认了营收 22.11 亿，占全年营收的 82.38%；海洋油气资源开发模块营收 3.85 亿，占比 14.34%，同比减少 11.83%。

■ 毛利率触及历史高点，净资产比例较高

2016 年公司综合毛利率 24.74%，同比+3.03pct，触及历史高点。公司天然气液化模块营收 22.89 亿，毛利率为 26.87%，海洋油气资源开发模块营收 3.85 亿，毛利率为 11.31%。三费方面，公司管理费用与销售费用分别为 1.68 亿与 1452 万，占营收的 6.26%和 0.56%，与去年基本持平。财务费用 1.81 亿，占营收 6.74%，同比增 3.95pct，主要系建造合同的核算方法和美元全年总体升值幅度较大的影响。此外，公司资产负债率为 30.05%，大幅低于行业平均 60.09%的水平，净资产比例较高。

■ 手握优质大型订单，助力公司“暖”过寒冬

公司在能源领域深耕细作 20 余年，积累了丰富的行业经验。公司早在 2011 年就开始布局天然气液化领域，与 Bechtel 签订初始合同金额为 11.87 亿元的 Wheatstone LNG 项目合同。凭借 Wheatstone LNG 项目的优秀业绩，公司于 2014 年与 YAMGAZ 签署了初始合同金额为 3.27 亿美元的 Yamal LNG 项目合同，迅速进入了天然气液化领域。凭借这两大订单，公司 2016 年确认相关营收 22.11 亿，在油价下跌的市场环境下，整体业绩逆势上升。截至 2016 年底，Yamal LNG 订单尚未确认收入仍有 3.49 亿元，Petrofac E&C 等客户订单也刚开始启动，这些大订单有望持续支撑公司业绩。

■ 面向高端客户群体，一体式服务打造全球化名片

2016 年，公司全部营业收入均来自于海外市场，其主要客户包括荷兰皇家壳牌公司，埃克森美孚等大型国际企业。目前，公司着眼于向高端定制化、一体化的服务模式发展。向专业化 EPCI 公司靠拢，这将极大节约业主管理成本，缩短项目周期。与此同时，公司正在筹备于美国成立全资子公司，旨在加强与客户的联系，为全球化战略打造坚实的战略根据地。

■ 嗅到市场回暖，产业规模有望再续辉煌

根据 Douglas-Westwood 统计，原油价格在 35~65 美元/桶之间，海洋油气开发项目便有经济效益。目前，WTI 原油价格已经反弹至 50 美元/桶上方，因此盈亏平衡点较低的大型油气开发公司已具备项目投资的可行性。市场上大型油气开发项目前期可行性研究和 FEED 等活动频率处于历史高点。公司目前已投标和在投标国际项目近 50 个，且公司计划在 2017 年进入重油冶炼领域，全球重油可采规模有 4000 亿吨，是常规原油的 2.7 倍。公司已获得了中东地区重油处理厂总金额达 1876 万美元的合同，该项业务有望成为公司新的业绩增长点。

■ 盈利预测与投资建议

公司作为一家专注于国际市场的专业模块EPC服务公司，面向高端客户群体，采用一体式服务打造全球化名片。随着油价的回升，公司业绩有望得到进一步提升，预计公司2017-2019年EPS 1.01/1.22/1.44元，对应PE 39/32/27X，首次覆盖，给予“增持”评级。

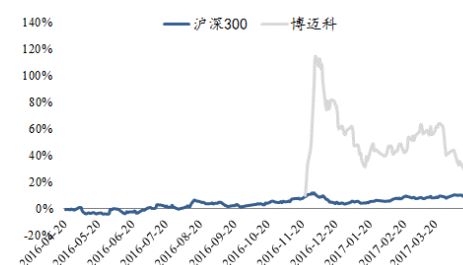
■ 风险提示：油价持续波动影响、招投标项目进展不及预期、业绩受宏观经济影响。

首席证券分析师 陈显帆
执业资格证书号:S0600515090001
chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 倪正洋
nizhy@dwzq.com.cn

18321162658

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.77
市盈率(2016)	30.05
市净率(2016)	3.80
流通A股市值(百万元)	2276

基础数据

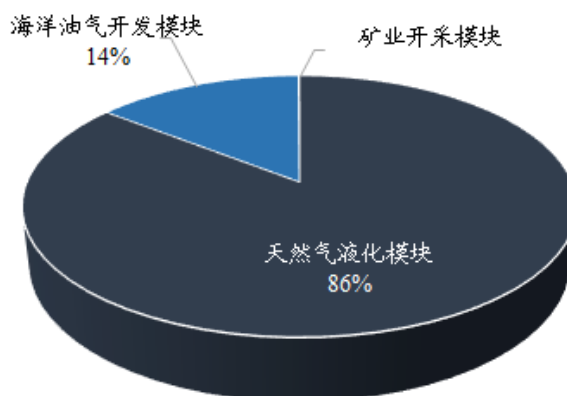
每股净资产(元)	10.20
资产负债率(%)	30.05
总股本(百万股)	234
流通A股(百万股)	59

相关研究

1. 营收增长平稳，天然气液化模块订单业绩释放

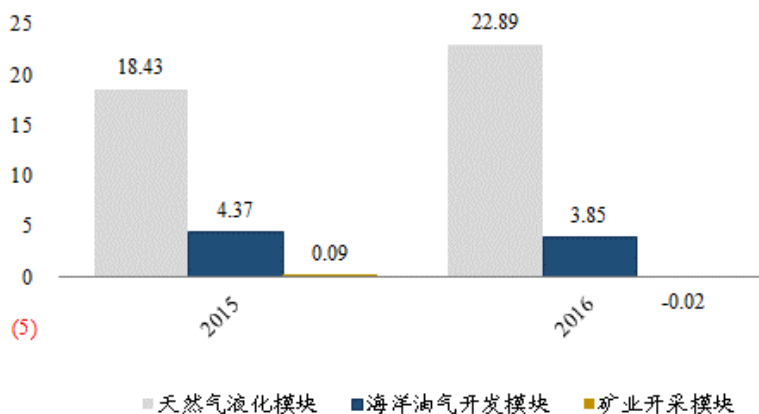
公司发布 2016 年年报，全年营收 26.84 亿，同比增加 17.04%，归母净利润 2.33 亿，同比增加 6.30%，扣非归母净利 2.26 亿元，同比增加 6.67%，EPS 为 1.29 元/股。分行业看，公司天然气液化模块营收 22.89 亿，占比 85.28%，同比增 24.17%，主要源于 Yamal LNG 的 20.22 亿与 Wheatstone LNG 的 1.89 亿，两大订单的业绩释放，合计确认了营收 22.11 亿，占全年营收的 82.38%；海洋油气资源开发模块营收 3.85 亿，占比 14.34%，同比减少 11.83%。

图表1 天然气液化模块营收占比达 86%



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表2 天然气液化模块营收有所增长



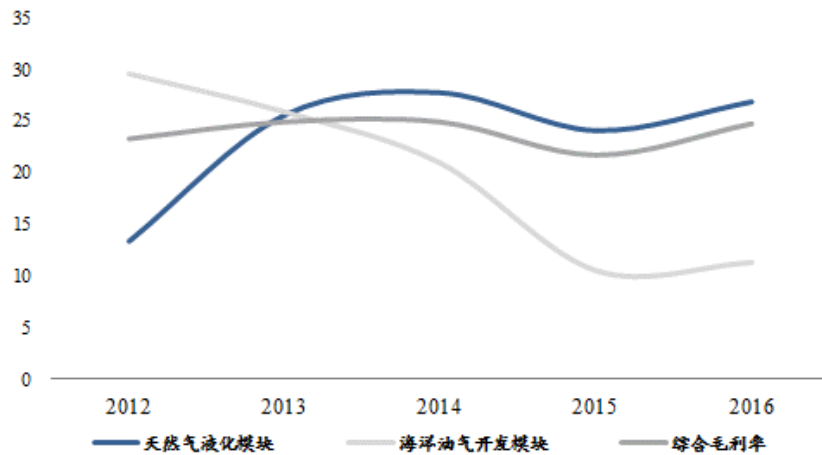
资料来源：wind，东吴证券研究所

2. 毛利率触及历史高点，净资产比例较高

2016 年公司综合毛利率 24.74%，同比+3.03pct，触及历史高点。公司天然气液化模块营收 22.89 亿，毛利率为 26.87%，海洋油气资源开发模块营收 3.85 亿，毛利率为 11.31%。三费方面，公司管理费用与销售费用分别为 1.68 亿与 1452 万，占营收的 6.26%和 0.56%，与去年基本持平。财务费用 1.81 亿，占营收 6.74%，同比增 3.95pct，主要系建造合同的核

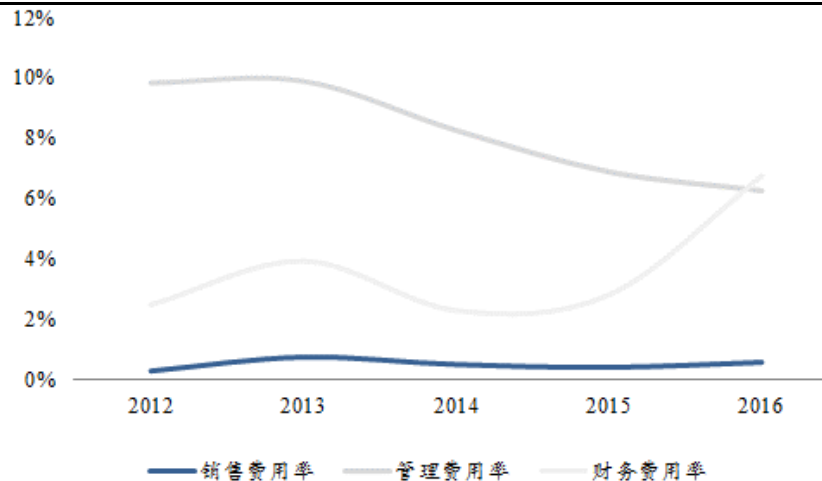
算方法和美元全年总体升值幅度较大的影响。此外，公司资产负债率为 30.05%，大幅低于行业平均 60.09% 的水平，净资产比例较高。

图表3 综合毛利率回升，海洋油气开发模块成业绩包袱



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表4 管理费用率持续下降，财务费用率上升



资料来源：wind，东吴证券研究所

3. 手握优质大型订单，助力公司“暖”过寒冬

公司在能源领域深耕细作 20 余年，积累了丰富的行业经验。公司早在 2011 年就开始布局天然气液化领域，与 Bechtel 签订初始合同金额为 11.87 亿元的 Wheatstone LNG 项目合同。凭借 Wheatstone LNG 项目的优秀业绩，公司于 2014 年与 YAMGAZ 签署了初始合同金额为 3.27 亿美元的 Yamal LNG 项目合同，迅速进入了天然气液化领域。凭借这两大订单，公司 2016 年确认相关营收 22.11 亿，在油价下跌的市场环境下，整体业绩逆势上升。截至 2016 年底，Yamal LNG 订单尚未确认收入仍有 3.49 亿元，Petrofac E&C 等客户订单也刚开始启动，这些大订单有望持续支撑公司业绩。

图表5 公司部分订单累计付款情况（亿元）






合同对方	合同内容	合同金额	截止2016年底累计付款额	尚未付款额
Bechtel International Inc.	Wheatstone LNG plant-module fabrication OSBL	21.38	21.37	0.01
Technip France -ABU DHABI REFERRED	FMB1 & FMB2 (Technip)	2.57	2.32	0.25
Petrofac Emirates LLC.	Upper Zakum 750 Island Surface Facilities Project	3.54	3.15	0.39
YAMGAZ	Yamal LNG PROJECT	29.1	25.61	3.49
MODEC Offshore Production Systems (Singapore) Pte Ltd	FPSO Cidade de Campos dos Goytacazes MV29	2.66	2.49	0.17
Petrofac E&C International Ltd.	KOC LFHOD Project	1.3	0	1.3
合计		60.55	54.94	5.61

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

4. 面向高端客户群体，一体式服务打造全球化名片

2016 年，公司全部营业收入均来自于海外市场，其主要客户包括荷兰皇家壳牌公司，埃克森美孚等大型国际企业。目前，公司着眼于向**高端定制化、一体化的服务模式发展**。实现从设计、采办到建造、运输、现场安装的一体化服务，向专业化 EPCI 公司靠拢，这将极大节约业主管理成本，缩短项目周期。与此同时，公司正在筹备于美国成立全资子公司，旨在加强与客户的联系，为全球化战略打造坚实的战略根据地。

图表6 公司主要客户定位高端

	荷兰皇家壳牌公司，是世界主要能源和化工跨国公司之一。2015年《财富》杂志世界500强排名第3位
	埃克森美孚公司，世界最大的非政府石油天然气生产商之一。2015年《财富》杂志世界500强排名第5位
	巴西国家石油公司，是一个以石油为主体、上下游一体化跨国经营的巴西国有石油公司。2015年《财富》杂志世界500强排名第28位
	雪佛龙公司（Chevron Corporation），总部位于美国加州圣西蒙市，是世界主要油气公司。2015年《财富》杂志世界500强排名第12位
	墨西哥石油公司，墨西哥最大的石油和石油化工公司。2015年《财富》杂志世界500强排名第47位

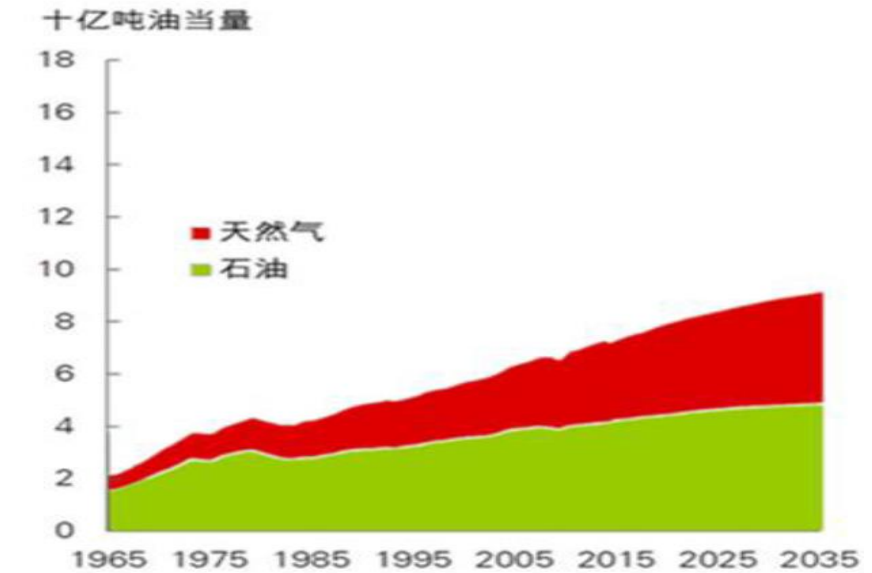
资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

5. 嗅到市场回暖，产业规模有望再续辉煌

根据 Douglas-Westwood 统计，原油价格在 35~65 美元/桶之间，海洋油气开发项目便有经济效益。目前，WTI 原油价格已经反弹至 50 美元/桶上方，因此盈亏平衡点较低的大型油气开发公司已具备项目投资的可行性。市场上大型油气开发项目前期可行性研究和 FEED 等活动频率处于历史高点。公司目前已投标和在投标国际项目近 50 个，且公司计划在

2017 年进入重油冶炼领域，全球重油可采规模有 4000 亿吨，是常规原油的 2.7 倍。公司已获得了中东地区重油处理厂总金额达 1876 万美元的合同，该项业务有望成为公司新的业绩增长点。

图表7 未来天然气与石油仍将是全球主要能源



资料来源：《2017 年 BP 世界能源展望》，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

公司作为一家国内领先的油气设备制造企业，随着油价的回升，部分油气公司资本支出将有明显上升，从而带动公司海洋油气资源开发模块盈利的回升，考虑到公司上市后股本有所增大，预计公司2017-2019年EPS 1.01/1.22/1.44元，对应PE 39/32/27X，首次覆盖，给予“增持”评级。

7. 风险提示

油价持续波动影响：油价若持续波动，且无法稳定在50美金以上，油气相关产业链难以大规模开展，对公司业绩有所影响。

招投标项目进展不及预期：公司是以模块项目为主，通过招投标方式开展项目。之前Yamal和Wheatstone订单接近尾声，订单持续性具有一定风险。公司2016年报披露，目前公司招投标量已经达到历史平局水平以上，但若招投标项目中标低于预期，对于公司短期业绩有所影响。

业绩受宏观经济影响：若宏观经济长期萎靡，对于能源开发的力度将会降低，对公司有一定影响。

财务预测表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2241.3	2442.9	2810.9	3187.7	营业收入	2684.4	2706.9	3112.9	3611.0
现金	1525.2	1667.6	1919.1	2267.2	营业成本	2020.4	2034.1	2326.1	2683.0
应收款项	353.8	381.1	451.0	502.5	营业税金及附加	36.5	13.5	19.4	29.9
存货	106.0	332.0	369.2	334.8	营业费用	14.5	12.8	13.4	15.6
其他	256.3	62.3	71.6	83.1	管理费用	176.0	213.1	202.7	210.1
非流动资产	1174.2	1236.0	1262.2	1267.4	财务费用	180.6	76.1	103.1	128.6
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	905.6	993.5	1043.1	1069.4	其他	5.1	-82.9	-116.6	-149.9
无形资产	260.5	234.5	211.0	189.9	营业利润	262.3	274.3	331.7	394.0
其他	8.1	8.1	8.1	8.1	营业外净收支	6.2	3.0	3.0	3.0
资产总计	3415.5	3679.0	4073.1	4455.0	利润总额	268.5	277.3	334.7	397.0
流动负债	884.5	960.5	1125.9	1242.9	所得税费用	35.5	41.6	50.2	59.5
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	736.3	705.5	841.4	959.6	归属母公司净利润	233.0	235.7	284.5	337.4
其他	148.1	255.0	284.5	283.3	EBIT	445.5	459.4	574.8	693.6
非流动负债	141.8	152.5	167.8	179.6	EBITDA	540.4	592.8	725.1	864.9
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0		49.89	49.89	49.89	49.89
其他	141.8	152.5	167.8	179.6	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	1026.3	1113.0	1293.7	1422.6	每股收益(元)	1.00	1.01	1.22	1.44
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	10.20	10.96	11.87	12.95
归属母公司股东权益	2389.2	2566.0	2779.4	3032.5	发行在外股份(百万股)	234.1	234.1	234.1	234.1
负债和股东权益总计	3415.5	3679.0	4073.1	4455.0	ROIC(%)	20.8%	19.9%	30.6%	34.6%
					ROE(%)	9.8%	9.2%	10.2%	11.1%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	23.4%	24.9%	25.3%	25.7%
经营活动现金流	776.3	402.2	509.1	620.1	EBIT Margin(%)	16.6%	17.0%	18.5%	19.2%
投资活动现金流	-298.0	-200.9	-186.4	-187.5	销售净利率(%)	8.7%	8.7%	9.1%	9.3%
筹资活动现金流	782.1	-58.9	-71.1	-84.4	资产负债率(%)	30.0%	30.3%	31.8%	31.9%
现金净增加额	1251.2	142.4	251.5	348.2	收入增长率(%)	17.0%	0.8%	15.0%	16.0%
企业自由现金流	674.3	347.1	516.7	673.6	净利润增长率(%)	6%	1%	21%	19%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

