

采掘

2017年04月24日

## 博迈科 (603727)

——业绩平稳增长，有望受益油气行业复苏

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

市场数据：2017年04月21日

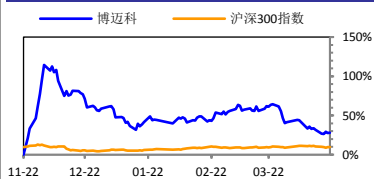
收盘价(元)	38.32
一年内最高/最低(元)	69.98/29.97
市净率	3.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	2249
上证指数/深证成指	3173.15 / 10314.35

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	10.2
资产负债率%	30.05
总股本/流通A股(百万)	234/59
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

谢建斌 A0230516050003  
xiejb@swsresearch.com

研究支持

徐睿潇 A0230116120001  
xurx2@swsresearch.com

联系人

徐睿潇  
(8621)23297818 xurx2@swsresearch.com

投资要点：

- 2016年实现归母净利润2.33亿元(YoY+6.30%)，略低于我们的预期。公司2016年度实现营业收入26.84亿元(YoY+17.04%)，主要来自天然气液化领域经营规模增加；营业成本20.20亿元(YoY+12.51%)，营业成本增幅小于收入主要由于海洋油气工程营业成本下降较多；2016年度实现利润总额2.68亿元(YoY+6.78%)，归母净利润2.33亿元(YoY+6.30%)，略低于我们预期，主要因为四季度工作量较少，以及汇兑损益造成的财务费用较多。公司经营状况明显向好，经营活动产生的现金流净额达到7.76亿元(YoY+260.71%)。
- 公司2016业绩增长来自于天然气液化领域经营规模增加，分领域看：1)天然气液化模块收入22.89亿元，同比增长24.17%，毛利率为26.87%，同比增长2.78个百分点，其中2016年Yamal LNG项目实现收入2.02亿元；2)海洋油气开发模块收入3.85亿元，同比下降11.83%，毛利率为11.31%，同比增加0.79个百分点，收入下降主要是低油价下部分大型油气开发公司削减或推迟了资本性支出，使得海洋油气开发行业相关需求有所下降；3)矿业开采模块收入为-150万元，主要原因是本期对以前年度已完工项目的收入和成本的结算尾差进行调整所致。
- 受益油气开发市场投资活跃度提升，加速全球化经营。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。随着油气价格的恢复性上涨，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。目前市场上大型油气开发项目前期可行性和FEED等活动频率处于历史高点，其中中东和美洲地区较为明显。公司目前已投标和在投标国际项目近50个，主要集中在中东、俄罗斯、北美等地区，未来将着眼于向高端定制化、一体化的服务模式发展，继续加强与国际知名设计公司的合作与沟通，向专业化EPCI公司靠拢，此外公司正在筹备于美国成立全资子公司，进一步发展全球化战略。
- 公司实施积极的利润分配政策，重视股东回报。优先考虑现金分红，拟以2016年末每10股派发现金红利3元(含税)，不分配股票股利和利用资本公积金转增股本，共计派发现金红利7024万元，现金分红比率达到32%。
- 下调盈利预测，给予“增持”评级。我们下调盈利预测，预计公司17-18年每股收益分别为1.13元、1.52元(下调前分别为1.49元/股、1.66元/股)，首次给予2019年预计EPS 1.74元。对应市盈率分别为34X、25X和22X。公司临港海洋建造基地三期工程(一阶段)已经转固，目前在上游油气开发、下游炼厂同时布局，有利于平稳度过行业低谷，未来油价上行有望到更多订单，同时上市募集资金后财务费用有望下降，使得业绩增厚，给予“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,294	2,684	2,495	2,899	3,187
同比增长率(%)	85.88	17.04	-7.06	16.18	9.96
净利润(百万元)	219	233	265	356	407
同比增长率(%)	51.47	6.30	13.77	34.29	14.27
每股收益(元/股)	1.25	1.00	1.13	1.52	1.74
毛利率(%)	21.7	24.7	24.5	25.0	25.5
ROE(%)	21.7	9.8	10.3	12.3	12.6
市盈率	31	39	34	25	22

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

## 1. 业绩回顾与经营分析

公司详细分析请见我们 2016 年 11 月 17 日发布的《博迈科新股分析报告——定位高端逆势增长，底部扩张静待油价反弹》。

2016 年实现归母净利润 2.33 亿元 (YoY+6.30%)，略低于我们的预期。公司 2016 年度实现营业收入 26.84 亿元 (YoY+17.04%)，主要来自天然气液化领域经营规模增加；营业成本 20.20 亿 (YoY+12.51%)，营业成本增幅小于收入主要由于海洋油气工程营业成本下降较多；2016 年度实现利润总额 2.68 亿 (YoY+6.78%)，归母净利润 2.33 亿元 (YoY+6.30%)，略低于我们预期，主要因为四季度工作量较少，以及汇兑损益造成的财务费用较多。公司经营况况明显向好，经营活动产生的现金流净额达到 7.76 亿 (YoY+260.71%)。

图 1: 公司历年收入、利润(百万元)以及增长率

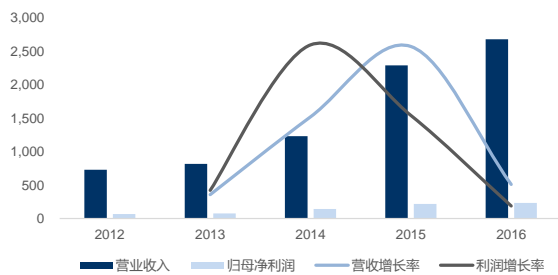
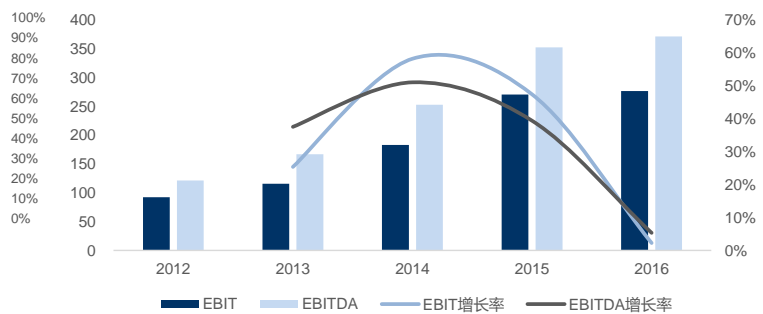


图 2: 公司主要成长指标(百万元)



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

公司 2016 业绩增长来自于天然气液化领域经营规模增加，分领域看：1) 天然气液化模块收入 22.89 亿元，同比增长 24.17%，毛利率为 26.87%，同比增长 2.78 个百分点，其中 2016 年 Yamal LNG 项目实现收入 2.02 亿元；2) 海洋油气开发模块收入 3.85 亿元，同比下降 11.83%，毛利率为 11.31%，同比增加 0.79 个百分点，收入下降主要是低油价下部分大型油气开发公司削减或推迟了资本性支出，使得海洋油气开发行业相关需求有所下降；3) 矿业开采模块收入为 -150 万元，主要原因是本期对以前年度已完工项目的收入和成本的结算尾差进行调整所致。

图 3: 公司营业收入构成 (百万元)

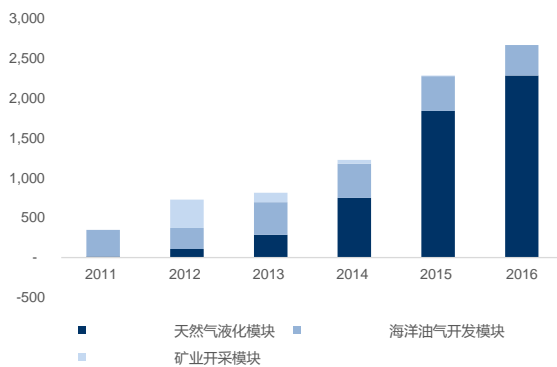
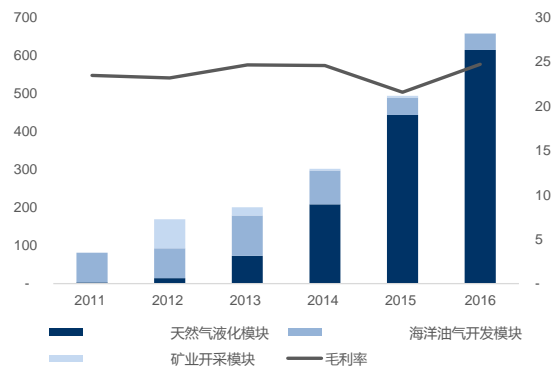


图 4: 公司毛利构成 (百万元)、毛利率 (%)



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

## 2. 盈利预测调整和估值分析

受益油气开发市场投资活跃度提升，加速全球化经营。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。随着油气价格的恢复性上涨，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。目前市场上大型油气开发项目前期可行性和 FEED 等活动频率处于历史高点，其中中东和美洲地区较为明显。公司目前已投标和在投标国际项目近 50 个，主要集中在中东、俄罗斯、北美等地区。

公司业务差异大，难以衡量产能、产量。公司生产过程包括：(1) 模块分段制造；(2) 机电设备、管系安装；(3) 模块总装、机械完工、调试及运出。每个环节对于设备、人员、场地的要求均不同，产品结构、加工工艺种类和工艺流程的复杂程度、质量标准和检验也各不相同。虽然公司产品主要原材料以钢材为主，但生产能力不仅取决于钢材的加工能力，还取决于模块组装和总装场地的尺寸、出运滑道的承载能力以及码头岸线的档期，因此无法用恰当指标衡量和比较公司的生产能力及产量。

- 关键假设： 1) 公司现有订单、之前暂停重启的都能顺利执行和回款；  
2) 原油价格 2017 年开始回升，油气公司加大资本支出，来带油服公司量价齐升；  
3) 公司天然气液化业务保持增长；  
4) 主要费用率随着行业景气度回升同步增长；

公司主要业务情况及预测如下：

表 1：公司毛利拆分调整

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入	348	731	818	1,234	2,294	2,684	2,495	2,899	3,187
天然气液化模块	15	108	286	752	1,843	2,289	2,060	2,369	2,606
海洋油气开发模块	333	266	412	427	437	385	425	520	572
矿业开采模块		356	118	49	9	-2	10	10	10
营业成本	266	561	614	927	1,796	2,020	1,883	2,175	2,375
天然气液化模块	12	93	213	543	1,399	1,674	1,506	1,732	1,905
海洋油气开发模块	254	188	305	337	391	342	369	435	461
矿业开采模块		280	97	45	4	1	8	8	8
毛利	82	169	201	302	494	664	612	723	813
天然气液化模块	3	14	73	209	444	615	553	636	700
海洋油气开发模块	79	79	107	89	46	44	57	85	110
矿业开采模块		76	21	4	4	-3	2	2	2
毛利率(%)	23	23	25	25	22	25	25	25	25
天然气液化模块	21	13	26	28	24	27	27	27	27
海洋油气开发模块	24	30	26	21	11	11	13	16	19
矿业开采模块		21	18	8	49	-	20	20	20

资料来源：wind，申万宏源研究

公司临港海洋建造基地三期工程(一阶段)已经转固,目前在上游油气开发、下游炼厂同时布局,有利于平稳度过行业低谷,未来油价上行有望到更多订单,同时上市募集资金后,财务费用有望下降,使得业绩增厚。

由于油气行业复苏到订单转化业绩会存在一定滞后,公司订单仍存在不确定性,我们下调盈利预测,预计公司 17-18 年每股收益分别为 1.13 元、1.52 元(下调前分别为 1.49 元、1.66 元),首次给予 2019 年预计 EPS 1.74 元。对应市盈率分别为 34X、25X 和 22X。

目前油服设备行业业绩处于周期性低谷,导致市盈率较高,2016 年市盈率区间为 23X~140X,公司市盈率为 39 倍,相比之下公司业绩保持增长,更加稳定。2017 年平均市盈率为 30 倍,公司为 34 倍。一方面公司可以通过布局下游炼厂来平稳度过行业低谷,另一方面由于公司拥有近二十年的国际化项目运作经验,在国际探索上相比其它公司更加领先,和其他油服民企相比,未来油气行业复苏时有望率先受益;同时次新股可以享受合理估值溢价,给予“增持”评级。

表 2: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS			PE		
		2017/4/21	(亿元)	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
600583. SH	海油工程	7.12	315	0.30	0.31	0.41	23	23	17
002353. SZ	杰瑞股份	18.15	174	0.13	0.40	0.68	140	45	27
002554. SZ	惠博普	6.30	68	0.13	0.36	0.46	48	18	14
300157. sz	恒泰艾普	8.98	64	0.13	0.26	0.37	69	35	24
平均			186	0.19	0.36	0.52	70	30	20
603727. sh	博迈科	38.19	90	1.00	1.13	1.52	39	34	25

资料来源: wind, 申万宏源研究

## 财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,234	2,294	2,684	2,495	2,899	3,187
营业收入同比增长率 (yoy)	50.77%	85.88%	17.04%	-7.10%	16.20%	10.00%
减: 营业成本	927	1,796	2,020	1,883	2,175	2,375
毛利率 (%)	24.91%	21.71%	24.74%	24.50%	25.00%	25.50%
减: 营业税金及附加	2	0	37	34	39	43
主营业务利润	306	498	628	578	684	769
主营业务利润率 (%)	24.77%	21.70%	23.38%	23.20%	23.60%	24.10%
减: 销售费用	6	9	15	12	14	16
减: 管理费用	102	158	168	197	246	271
减: 财务费用	28	64	181	70	20	20
经营性利润	169	266	265	299	404	463
经营性利润同比增长率 (yoy)	112.11%	57.34%	-0.62%	12.90%	35.10%	14.50%
经营性利润率 (%)	13.73%	11.62%	9.87%	12.00%	13.90%	14.50%
减: 资产减值损失	10	23	3	-3	4	-
加: 投资收益及其他	0	0	1	0	0	0
营业利润	159	244	262	299	404	463
加: 营业外净收入	5	8	6	6	6	6
利润总额	164	251	268	306	410	469
减: 所得税	19	32	35	41	54	62
净利润	145	219	233	265	356	407
少数股东损益	0	0	0	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	145	219	233	265	356	407
净利润同比增长率 (yoy)	86.67%	51.48%	6.30%	14.90%	31.60%	15.50%
全面摊薄总股本	175	175	234	234	234	234
每股收益 (元)	0.82	1.25	1.29	1.13	1.52	1.74
归属母公司所有者净利润率 (%)	11.73%	9.56%	8.68%	10.70%	12.20%	12.80%
ROE	18.30%	21.71%	9.75%	10.30%	12.30%	12.60%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)



## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。