



与 Technip 签 42 亿 LNG 模块订单

未来 FPSO 业务将进一步打开公司成长空间

核心观点：

- 专注于专业模块 EPC 业务的国际领先企业

公司致力于以海洋油气工程、液化天然气工厂和矿业为主的各专业类模块设计和集成建造，为国际高端能源和矿业客户提供服务。

- 2019H1 业绩同比增长 122.2%，预计 2019-2021 复合增速将达 142%

公司海洋油气开发模块的订单率先于 2018 年反弹，2019H1 实现营业收入 4.98 亿元，归母净利润 1,401 万元，顺利扭亏为盈。考虑到公司各项业务的新签订单，预计 2019-2021 年业绩 CAGR 将达 142%。

- 与 Technip 签 42 亿大单，为未来业绩打下坚实基础

根据公告，公司已与 Arctic LNG 2 的总包商 Technip FMC 签订了约 42 亿元人民币的天然气液化模块的合同，项目预计在 2022 年 5 月完工。我们预计该项目将为公司未来 3 年带来稳定的营收与业绩增长。

- 油价回升带动油气开发复苏，FPSO 合同加速释放

油价的整体回升带动了油气开发行业的回暖，全球油企的资本开支扩大，订单逐渐释放。2018 年国际上新的 FPSO 合同已经超过了 10 艘，达到了历史新高。2019 年预计全球将有 14 个 FPSO 项目做出最终投资决策（FID），我们预计公司有望获得 FPSO 相关订单。

- 公司技术具有核心优势，逐步向总包商转变

公司多年来持续不断地投入科研力量，增强核心竞争力，客户涵盖各类国际知名公司。公司投资建设的 2#码头工程项目将有效提升公司场地产能，使公司承接 FPSO、FLNG 或 FSRU 等项目的总装变为可能，为公司持续拓展经营范围、完成战略规划奠定重要基础。

- 投资建议

我们预计 2019-2021 公司将实现归母净利润 0.44、1.90、2.59 亿元，对应 EPS 分别为 0.19、0.81、1.11 元，PE 分别为 96、22、16 倍。公司作为擅长专业模块 EPC 业务的领先企业，服务全球市场，在油气行业整体复苏以及 LNG 新增大额订单的背景下，我们预计公司业绩未来三年有望维持快速增长，维持“推荐”评级。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	396.63	1159.26	2689.26	3159.26
收入增长率 (%)	-18.91%	192.28%	131.98%	17.48%
归母净利润 (百万元)	7.15	44.40	190.42	259.18
归母净利润增长率 (%)	-93.49%	520.68%	328.92%	36.11%
摊薄 EPS(元)	0.031	0.190	0.813	1.107
PE	597.08	96.20	22.43	16.48

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

博迈科(603727.SH)

推荐 (维持评级)

分析师

刘兰程

■：(8610) 83571383

■：liulancheng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517100001

特此鸣谢

范想想

■：(8610) 83571383

■：fanxiangxiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130518090002

吴佩苇

■：(8610) 66568846

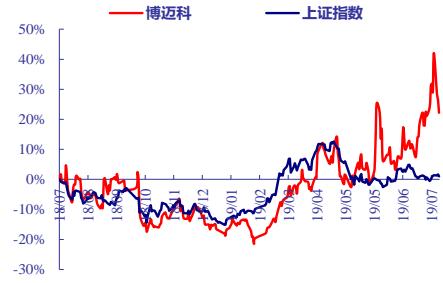
■：wupeiwei_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2019-08-01

A 股收盘价(元)	18.24
A 股一年内最高价(元)	21.12
A 股一年内最低价(元)	11.56
上证指数	2,908.77
市盈率	50.58
总股本 (万股)	23,415
实际流通 A 股 (万股)	9,487
流通 A 股市值(亿元)	17.30

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1、【银河机械】公司点评_博迈科 (603727) _与 Technip 签 42 亿大单，业绩进入快速增长通道_190725

投资摘要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、全球油价回升带动油气市场资本支出增加。根据 Spears&Associates 公布的数据，预计 2019 年全球上游油气勘探开发投资将恢复至 4,720 亿美元，同比增长 16%。

2、FPSO 市场复苏，公司有望获得多个相关模块订单。随着 FPSO 项目的投资回报率增加，存量合同将加速释放。2019 年预计将有 14 个 FPSO 项目做出最终投资决策（FID）2018 年，公司凭借优良的产品质量及与 MODEC 多年的合作关系成功签署了金额 5.7 亿元的 FPSO 上部模块建造合同。随着 FPSO 合同的释放，公司跟进的多艘 FPSO 项目预计将为公司带来相关的订单与收入。

3、全球液化天然气（LNG）需求快速增长，供给能力持续增加，预计 LNG 模块业务未来仍有较大增长空间。根据彭博新能源的测算，到 2023 年全球液化天然气需求量将增加至 42,555 万吨，年复合增长率达 5.6%；在需求端的刺激下，预计 2030 年全球天然气液化产能将超过 750 百万吨/年。

4、公司凭借丰富的工程经验获得 LNG 业务大额新增订单，为未来业绩增长提供强劲支持。目前，公司已与 Arctic LNG 2 的总包商 Technip FMC 签订了约 42 亿元人民币的天然气液化模块的合同，计划将于 2022 年完工。考虑到 LNG 的合同金额较大，将对未来几年的业绩增长形成重要支撑。

我们与市场不同的观点：

市场认为，公司规模较小，营收和业绩增长存在较大不确定性。我们认为公司具备丰富的工程经验，且与各行业的国际知名企具有良好的合作关系，随着行业的复苏，公司有望在 LNG 模块设计建造、FPSO 模块建造等领域获得更多订单，保证公司业绩增长。

公司经营稳健，资产负债率低，通过保函形式与国际龙头合作保证了项目回款的及时性。因此，即使面临行业的周期性下行，公司仍具有较强的风险抵抗能力，确保长期可持续发展。

估值与投资建议：

我们预计 2019-2021 公司将实现归母净利润 0.44、1.90、2.59 亿元，对应 EPS 分别为 0.19、0.81、1.11 元，PE 分别为 96、22、16 倍。公司作为擅长专业模块 EPC 业务的领先企业，服务全球市场，在油气行业整体复苏以及 LNG 新增大额订单的背景下，业绩有望实现强势反弹，维持“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

国际原油价格继续上涨；FPSO 业务获得新增订单；中标大额 LNG 项目；矿业开采获得新增订单。

主要风险因素：

国际油价大幅下跌的风险；海洋油气工程招标不及预期的风险；LNG 项目建设出现波动的风险；汇率波动影响业绩的风险。

目 录

一、受益海工及 LNG 市场复苏，公司业绩进入上升通道	1
(一) 专业模块制造领先企业，服务全球市场	1
1.海洋油气开发模块	2
2.天然气液化模块	5
3.矿业开采模块	8
(二) 2019 年公司业绩迎来拐点，盈利能力有望持续改善	9
(三) 公司经营稳健，技术、客户具有领先优势	10
(四) 股权结构分析	10
二、海洋油气开发带动海工模块业务复苏，LNG 市场受大项目影响较大	11
(一) 油价回升带动油气开发复苏，FPSO 合同加速释放	11
(二) LNG 模块新签大额订单，对公司未来业绩形成重要支撑	13
三、预计公司业绩迎来高速增长，维持“推荐”评级	15
(一) 未来三年公司收入有望迎来高增长	15
(二) 业绩有望高速增长，维持“推荐”评级	16
四、风险提示	17

一、受益海工及 LNG 市场复苏，公司业绩进入上升通道

（一）专业模块制造领先企业，服务全球市场

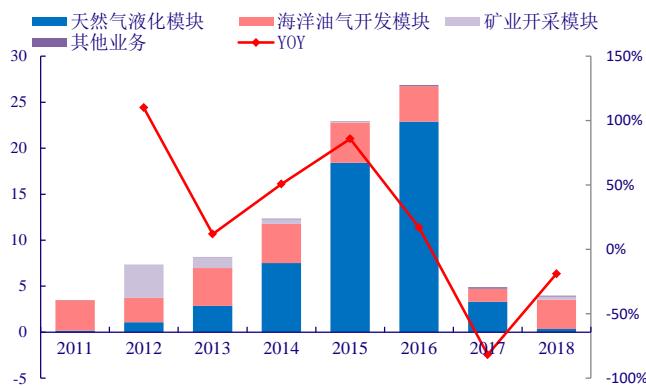
公司专注于专业模块EPC业务，服务全球市场。博迈科海洋工程股份有限公司成立于1996年，现位于中国天津滨海新区。公司致力于以海洋油气工程、液化天然气工厂和矿业为主的各类模块的设计和集成建造，为国际高端能源和矿业客户提供服务。目前，公司超90%的业务来自国际客户。

表 1：公司主要产品情况

海洋油气开发模块	天然气液化模块	矿业开采模块
■ 生活楼模块	■ 处理模块	■ 模块化矿业开采成套设备/设施
■ 电气模块	➤ 分离模块	■ 初级粉碎矿石模块
■ 上部油气处理模块	➤ 天然气净化模块	■ 储料仓模块
➤ 乙二醇提纯、再生模块 (MEG)	■ 冷凝模块	■ 矿石剥离筛分模块
➤ 海水淡化处理模块 (SRU)	➤ 天然气冷凝模块	■ 矿石产品分级筛分模块
➤ 原油分离器模块	➤ 天然气压缩模块	■ 二级粉碎矿石模块
➤ 分离器和水处理模块	➤ 天然气冷却工艺模块	■ 传送带模块
➤ 燃气涡轮发电机模块	■ 电气和控制模块	■ 精细矿粉转运模块
➤ Pancake 模块	➤ 电气模块	■ 颗粒矿粉转运模块
➤ 公用设施模块	➤ 集成控制模块	■ 运输列车装车系统模块 (TLO)
➤ 加热和冷却模块	■ 集输模块	■ 电气模块
➤ 油气工艺处理撬块	➤ 天然气入口管汇模块	
	➤ 段塞捕捉器入口模块	
	➤ 管廊模块	

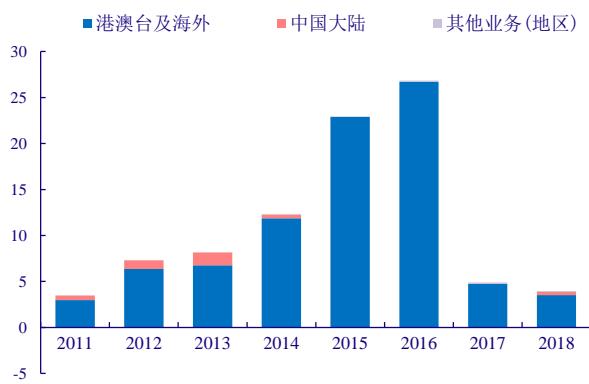
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

天然气液化模块对公司营业收入具有重要影响。2012-2016年公司天然气液化模块快速增长，驱动整体营收上升；2017年受海洋油气开发需求下降以及天然气业务存量项目完工的影响，公司业绩大幅下滑；2018年公司海洋油气业务出现复苏，但由于天然气液化模块没有新增订单，整体收入仍继续下滑。2018年公司实现营业收入3.97亿元（YOY -18.9%），其中海洋油气开发模块收入3.19亿元，占比达80.5%；天然气液化模块收入为0.35亿元，占比达8.7%。

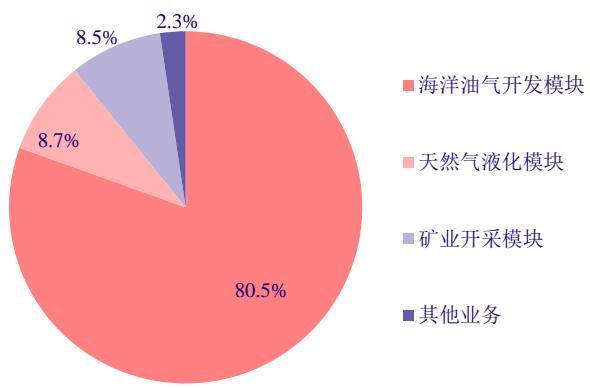
图 1：2011-2018 年公司主营业务增长趋势（分业务）


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

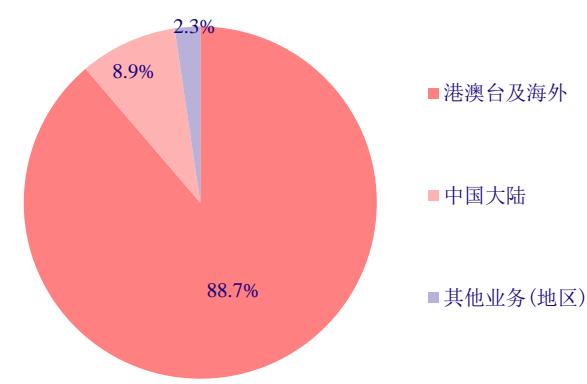
基于国际化的市场定位和战略布局，公司业务主要来自于海外。公司的主要客户分布于中国、澳大利亚、巴西、中东、北海、非洲、东南亚、墨西哥、俄罗斯等二十多个国家和地区，囊括了全球大部分油气资源丰富地区。2018年海外（含港澳台）主营业务收入为3.52亿元，占比达88.8%；来自中国大陆的营收为0.35亿元，占比8.9%。

图 3：2011-2018 年公司主营业务结构（分地区）


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：2018 年公司主营业务构成（分业务）


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：2018 年公司主营业务构成（分地区）


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1. 海洋油气开发模块

海洋油气资源开发设施是目前海洋工程设施的主体，包括钻井平台、生产平台、水下设备、油气外输系统、海工辅助船等。其中，钻井平台、生产平台都可以分为固定式与移动式两大类。导管架式采油平台是固定式平台中应用最多的；移动式平台中主要运用FPSO（海上浮式生产储卸油装置）。

海上浮式生产储卸油装置（Floating Production Storage & Offloading），是一种集生产处理、储存外输及生活、动力供应于一体的海洋油气开发平台。FPSO 作为海洋油气开发系统的组成部分，一般与水下采油装置和穿梭油船组成一套完整的生产系统，是目前海洋油气开发中的高技术产品。

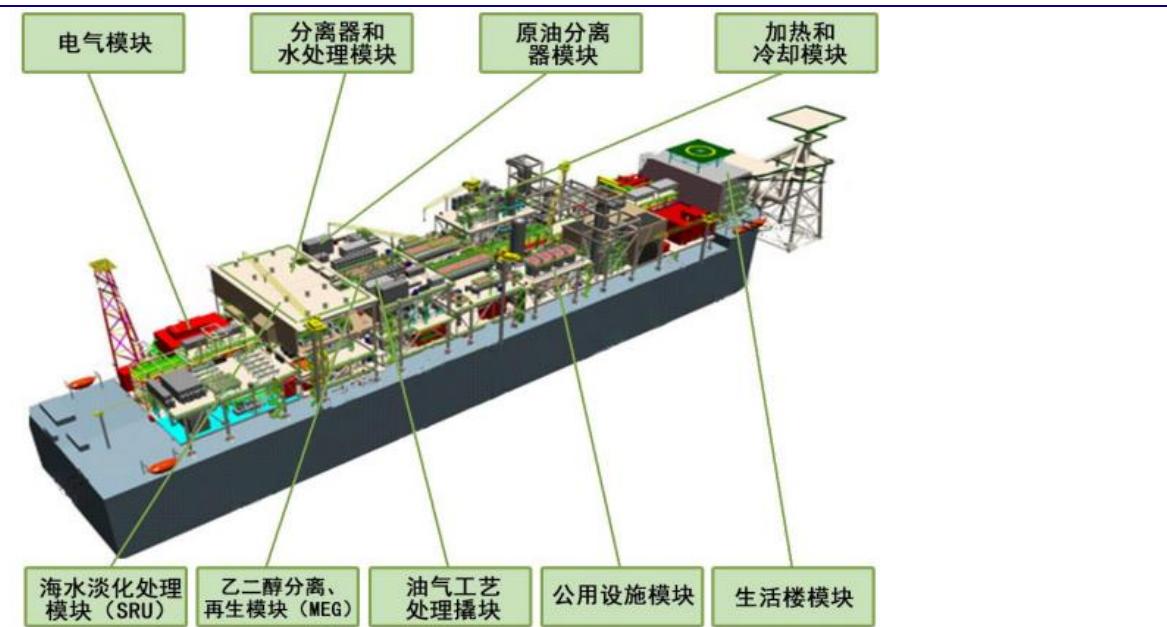
公司主要提供 FPSO 核心模块的设计与建造服务。FPSO 上部生产设施主要通过模块化的方式进行建造。其中，上部油气处理模块为整个平台的生产系统，电气模块是平台的电力控制中心，生活楼模块为平台的指挥控制部分。以上模块具有较高的可靠性与安全性要求，是整个 FPSO 的生产系统的核心部分。

表 2：FPSO 的主要核心模块

主要模块	功能	地位	特点	核心程度
上部油气处理模块	1、将原油中的气体和水分加以分离 2、抑制管线中的水化物生成 3、淡化海水提供生产平台必要水分	整个生产平台的生产系统，决定整个生产平台的原油生产品质	模块结构复杂，工艺水平高	最为核心
电气模块	1、配备发电机控制系统、高中低压配电柜组和变压器组，为生产平台提供电力系统 2、配备工艺系统监视控制系统用于监视生产平台生产情况	整个生产平台的电力控制中心和枢纽、监控系统	模块控制系统 复杂，需要满足防火防爆和恒温要求	较为核心
生活楼模块	1、配备中央控制系统，用于下达控制指令、传递通信信息并监控生产状况，从而保证整个生产平台的运转 2、配备所有必须的生活和公用设施，包括生产操作控制指挥中心、通讯、安全、医疗、救生、交通、居住和娱乐场所，为海洋油气开发作业的现场操作人员提供生活及工作支持服务	整个生产平台的控制指挥部分，同时为平台人员提供生活保障	模块可靠性和安全性要求高	较为核心

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 5：公司 FPSO 建造能力



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司自 2013 年至 2018 年在海洋油气开发模块的主要订单如下所示：

表 3：2013 年以来海洋油气开发模块大订单

年份	项目名称	客户名称	初始合同金额/亿元
2013	N487 DANA 400 FPSO 模块建造	南通中远船务工程有限公司	1.23
	UZ8451 ZADCO ACCOMMODATION & UTILITIES PROJECT	LEIGHTON	1.06
	秦皇岛 32-6 生活楼	中海石油（中国）有限公司	0.60
2014	Upper Zakum 750 Island Surface Facilities Project	Petrofac	2.78
	FMB1 & FMB2 (Technip)	TECHNIP	1.84
2015	MV27 Project-Module E-house	ABB	0.35
	FPSO Cidade de Campos dos Goytacazes MV29	MODEC	1.71
	Petronas FLNG2 Project	ABB PTE.LTD	1.56
2016	MV29 SRU	VWS WESTGARTH LTD	0.11
	KOC LFHOD Project	Petrofac E&C International Ltd.	1.30
2017	New Refinery Project	Petrofac E&C International Ltd.	1.28
2018	FPSO Carioca MV30 项目	MODEC, Inc.	5.70

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

海洋油气开发模块的营收主要受到新增订单影响，与油价变化相比且具有一定滞后性。海洋油气开发模块的订单交付一般为 2 年，因此，相关营收受到上年未完工订单与本年新增订单的共同影响。以 2016 年为例，油价疲软影响海洋油气开发需求，公司新增订单出现大幅下滑。但由于 2015 年存量未完工订单的支撑，公司海洋油气开发模块的收入下降并不明显。但在 2017 年新增订单继续乏力的状况下，营收达历史最低点。

图 6：海洋油气开发大订单（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：海洋油气开发模块收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2018 年，随着油气行业的逐渐复苏，公司新增订单快速增长，海洋油气开发模块业绩出

现明显反弹。2019 年海洋油气开发行业继续回暖，新增订单有望保持增长态势，同时考虑到 2018 年的存量未完工订单影响，我们预计海洋油气开发模块业务营业收入将持续提升。

图 8：海洋油气开发模块毛利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

海洋油气开发模块业务毛利率受到行业波动影响明显。随着油价持续走低，下游业主放缓了该领域投资，合同后续可追加的金额下降，公司海洋油气开发板块的毛利率自 2014 年持续下滑。此外，由于对项目整体质量要求更加严格，工期缩短，项目的人工成本和分包费用增加，进而削减业务的毛利率水平。而随着行业的回暖，2018 年海洋油气开发业务毛利率回升至 15%，同比提高 55.2 个百分点。

2. 天然气液化模块

天然气液化是 LNG 产业链上游中的重要环节，其主要作用是把原料气液化成 LNG 产品，液化步骤主要分为预处理、去除 NGL（天然气凝液）和液化。天然气液化主要在天然气液化工厂进行。天然气液化工厂主要包括生产系统、控制系统、生活设施、公用设施和辅助设施。其中，生产系统、控制系统是天然气液化工厂中的核心部分，采用模块化的建造方式。

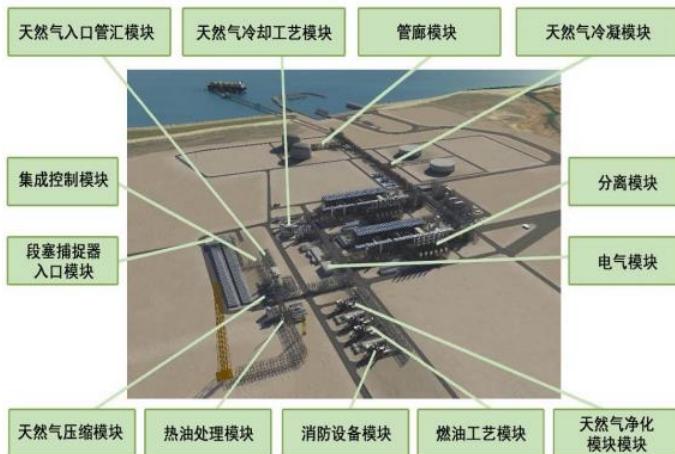
公司利用自身模块化建造的技术优势，为天然气液化工厂提供核心模块建造。公司作为国内最早从事海洋油气开发装备模块化制造的企业之一，一直将模块化技术的研发和应用作为提升公司核心竞争力的关键。因此，公司利用自身项目经验及积累的模块化设计与建造技术的技术优势，从事天然气液化模块建造，为天然气液化工厂生产系统、控制系统以及其他辅助设施提供相关模块的设计与建造。具体来看，包括处理模块、冷凝模块、电气模块、集输模块和辅助模块，均为天然气液化模块的核心。

表 4：天然气液化的主要核心模块

模块	功能	地位	特点	核心程度
处理模块	1、分离天然气中的水和杂质 2、干燥深度脱水后进行脱硫化氢、二氧化碳、汞等再过滤	提纯开采出的天然气，达到可加工状态	模块结构复杂 工艺水平高	最为核心
冷凝模块	1、将天然气冷却，去除天然气中乙烷、丙烷，及其他烃类物质 2、对天然气进行加压 3、利用主冷换热器将天然气进行深冷处理 4、利用制冷剂将天然气液化	天然气工厂核心处理部分，实现天然气材料加工工艺水平要求高	模块结构复杂，低温液化	最为核心
电气模块	1、配备发电机控制系统、高中低压配电柜组和变压器组，为天然气液化工厂提供电力系统 2、配备工艺系统监视控制系统用于监视天然气液化工厂生产情况	整个工厂的电力控制中心和枢纽、监控需要满足防火防爆和系统	模块控制系统复杂，恒温要求	较为核心
集输模块	1、将气态天然气增压后，计量、外输销售 2、在不同功能模块之间传输天然气	天然气工厂辅助运输系统	低温高压的条件下运行，工艺水平要求高	较为核心
辅助模块	1、消防系统 2、存储和提供辅助能源 3、辅助加热系统 4、供热供水系统	天然气工厂辅助系统	可靠性要求高	非核心

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 9：公司天然气液化及相关模块建造能力



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

完成多个大型工程项目的交付，公司在天然气液化领域具备核心竞争力。随着 YAMAL LNG、WHEATSTONE LNG 等知名项目公司的交付，公司目前已拥有了天然气液化领域全面的工程业绩，可以完成天然气液化工厂几乎全部模块类型的建造工作，体现了公司在天然气液化领域的竞争力。

公司自 2013 年至 2018 年在天然气液化模块的主要订单如下所示：

表 5：公司成立以来天然气液化模块大订单

年份	项目名称	客户名称	初始合同金额/亿元
2011	Shell Nigeria DOMGAS	ABB Korea	0.07
	Gladstone LNG Upstream Project	ABB Australia Pty. Limited	0.52
	E-houses		
2012	Wheatstone LNG	Bechtel International Inc.	13.03
	Longford Project Blast Proof Switch room	ABB Australia Pty. Limited	0.07
	QGC LNG FCS LV Switch room	ABB Australia Pty. Limited	0.23
2014	QGC LNG FCS MV Switch room	ABB Australia Pty. Limited	0.32
	QGC LNG CPP	ABB Australia Pty. Limited	0.47
	Longford II Project Blast Proof Switch room	ABB Australia Pty. Limited	0.13
2015	YAMAL LNG Project	YAMGAZ	21.65
	Petronas FLNG2 Project	ABB PTE. LTD	1.56
2018	俄罗斯 AGPP Amur Steelwork 项目	中石油	1.13

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

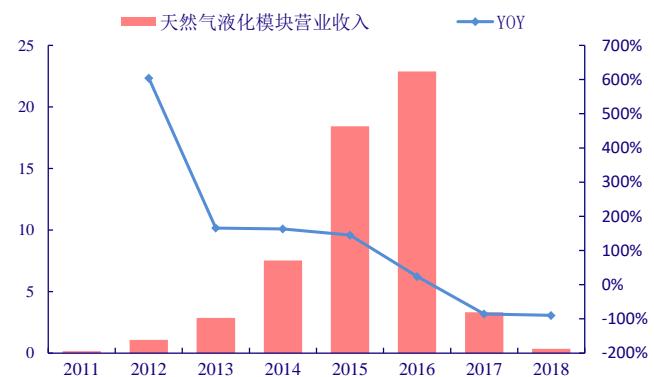
天然气液化模块的项目建设周期长，对公司业绩具有较为持续的影响。从历史中标来看，公司天然气液化模块受到大订单的影响明显。2011-2014 年，天然气液化模块收入主要来自于 Wheatstone LNG 项目；2014-2017 年，在中标 Yamal LNG 项目后，尽管后续大额订单大幅下滑，仅凭借 Yamal LNG 项目公司的收入依然保持快速增长。从历史数据来看，大型项目建设周期约为 4 年。因此，随着项目的完成以及后续大额订单的断档，公司 2018 年天然气液化收入仅实现 0.35 亿元，创下 2012 年来的新低。

图 10：天然气液化大订单（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：天然气液化模块收入及增速、毛利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

天然气液化模块毛利率相对较高，未来有望回升至历史平均水平。与海洋油气开发模块相比，天然气液化模块的毛利率更高，2013-2016年均保持在25%左右。2017年，由于YAMAL LNG项目完工，工作量变更得到业主确认，业务毛利率出现大幅提升。2018年，由于承接新的天然气液化模块项目较少，且AGPP Amur Steelwork项目预计成本超过收入，毛利率出现大幅下滑。若未来天然气模块大订单成功落地，预计该业务毛利率将回升至历史平均水平。

图 12：天然气液化模块毛利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3. 矿业开采模块

公司在矿业开采的成套化设施建设中同样具备核心能力。矿业开采的成套化设施，包括粉碎系统、筛选系统、运输系统、过程存储系统、采样系统、公用系统和辅助系统等。整套设施中粉碎系统、筛选系统、运输系统和过程存储系统主要通过模块化的方式进行建造。其中，粉碎、筛选和运输系统是矿业开采成套化设施中的核心部分。

图 13：矿业开采模块建造能力与业绩



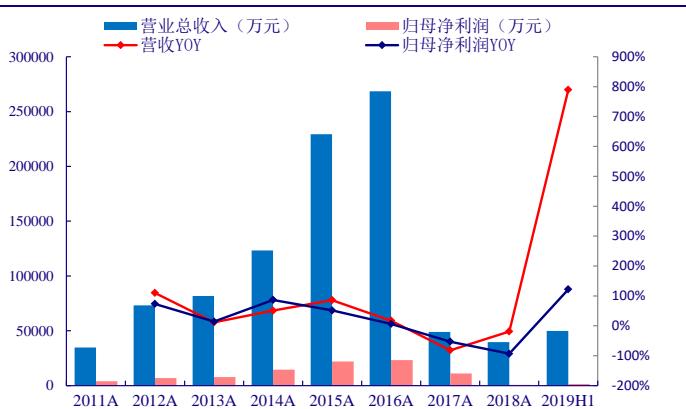
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司在矿业开采模块的订单主要来自于必拓公司。具体来看，2013 年的订单金额为 0.12 亿元，2018 年订单金额达到 3.35 亿元。鉴于公司与必和必拓铁矿石有限公司自 2011 年以来的长久的合作关系和在矿石开采模块具备的丰富的技术经验，未来有望延续与必和必拓的合作关系，签订新的订单。

（二）2019 年公司业绩迎来拐点，盈利能力有望持续改善

2019 年公司业绩迎来拐点，营收有望继续反弹。随着海洋油气开发模块的订单率先于 2018 年反弹，2019H1 公司业绩出现大幅增长，实现营收营业收入为 4.98 亿元，较上年同期同比增长 789.5%；实现归母净利润 1,401 万元，同比增长 122.2%，顺利实现扭亏为盈。考虑到 2019 年国际油价整体持续回升，油气行业市场日渐回暖，公司在主营业务领域获得了大型项目订单，预计 2019 年第三季度公司将持续盈利。

图 14：公司 2011-2019H1 总收入与净利润



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

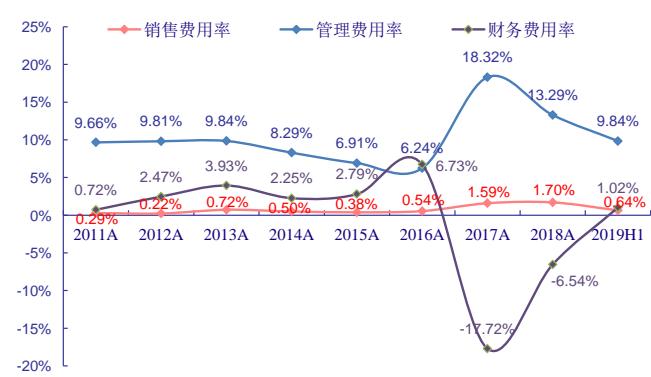
随着订单复苏、收入反弹，我们预计公司盈利能力与费用占比将持续改善。受收入端的影响，公司 2018 年毛利率与净利率均出现大幅下降。2019 年上半年，公司毛利率、净利率分别为 8.63%、2.81%，同比均由负转正（2018H1 为-117.2%、-113.0%）；销售费用率为 0.64%，管理费用率为 9.84%，同比、环比均有所改善；财务费用率为 1.02%。

图 15：公司 2011-2019H1 净利率、毛利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 16：公司 2011-2019H1 三项费用率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(三) 公司经营稳健，技术具有领先优势

公司资产负债率自 2015 年持续下降，且均为经营性负债。公司经营稳健，自 2015 年偿还了全部的银行借款后，负债均为无息经营性负债。而受 2016 年新增订单下滑的影响，公司预收账款、应付账款下降，推动资产负债率持续下行。

现金流方面，由于公司主要与国际企业合作，采用保函的方式进行结算，因此现金回款的周期较短。2017-2018 年，受到收入端大幅下降的影响，应收账款周转天数出现明显上升。但随着未来业绩的进一步改善，我们预计其周转天数将恢复至历史水平。

图 17：公司资产负债率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 18：公司应收账款周转天数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司在技术方面具有较好的领先优势。公司作为国内最早从事海洋油气开发装备模块化制造的企业之一，在模块化技术的研发和应用具有较强的技术优势。同时，公司多年来持续不断的投入科研力量，在硬件端公司启动智能车间建设工程，软件端公司积极推进信息化平台建设，增强核心竞争力。

在各类项目的建设中，公司积累了大量国际知名的优质客户，如巴西国家石油公司、壳牌、康菲、MODEC、SBM、ABB、必和必拓公司等。客户涵盖国际知名的油气开发公司、矿业开采公司、海洋工程项目总承包公司、工程咨询设计公司、专业油气处理工艺设计公司、电气及各种设备提供商。多样化的客户结构为公司提供了充足的订单和丰富的业绩。

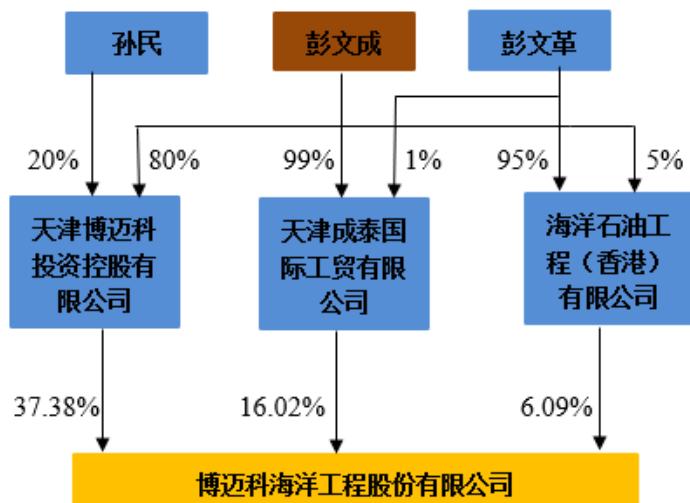
积极完成战略规划，从专业的模块承包商逐步向总包商转变。公司投资的建设天津港大沽口港区临港博迈科 2#码头工程，目前该正在稳步推进中。该项目用于装运船装浮式生产储油卸油装置（FPSO），项目的开展将有效提升公司场地产能，使公司承接 FPSO、FLNG 或 FSRU 等项目的总装变为可能，为公司持续拓展经营范围、完成战略规划奠定重要基础，逐步从专业承包商向总包商转变。

(四) 股权结构分析

公司实际控制人为彭文成先生。彭文成、孙民分别持有博迈科投资控股 80% 和 20% 的股份，彭文成和孙民系夫妻关系；彭文成、彭文革分别持有海洋工程（香港）99% 和 1% 的股份，并分别持有成泰工贸 5% 和 95% 的股份，彭文成和彭文革为兄弟关系。彭文成通过持有博迈科

控股 80% 股权间接持有公司 37.38% 股份，通过持有海洋工程（香港）99% 股权间接持有公司 16.80% 股份，通过与一致行动人持有成泰工贸间接持有公司 6.09% 股份，合计持有公司 59.49% 股份。

图 19：股权结构图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

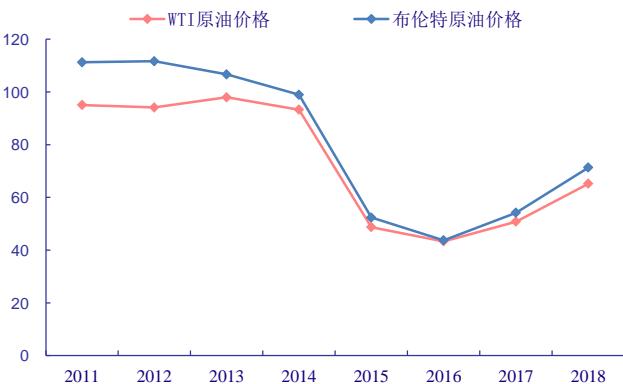
公司股权激励充分。2019年1月25日公司召开2019年度第一次临时股东大会，审议通过了回购1-2亿元股份用于员工持股计划或股权激励，有效激励公司员工，增强团队员工的归属感，提升综合竞争力，为公司业绩增长提供内生动力。

二、海洋油气开发带动海工模块业务复苏，LNG 市场受大项目影响较大

（一）油价回升带动油气开发复苏，FPSO 合同加速释放

油价回升带动全球油气市场资本开支回暖，市场订单释放。自2014年以来，原油价格经历了由高转低再缓慢回升的过程。油价于2014至2016年持续下跌，布伦特原油在2016年曾跌至27美元/桶的低位，随后开始缓慢回升。2018年布伦特原油现货年均价为71.31美元/桶，比上年提高17.12美元/桶，涨幅达31.59%。

油价的整体回升带动了油气开发行业的回暖，全球油企的资本开支扩大，订单逐渐释放。Spears&Associates公布的数据表明，预计2019年全球上游油气勘探开发投资将恢复至4,720亿美元，同比增长16%，增速继续加快。

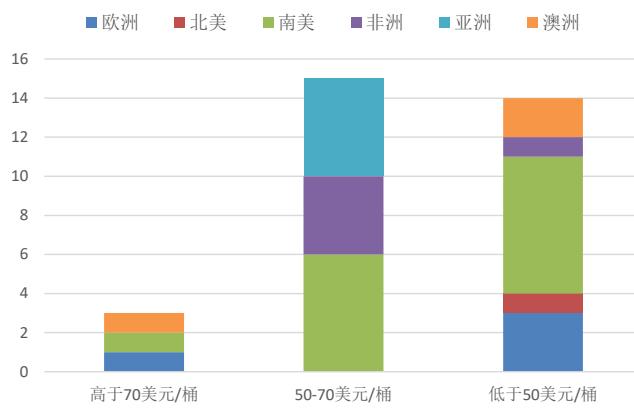
图 20：2011-2018 原油现货价格


资料来源：BP《世界能源统计年鉴》，中国银河证券研究院

图 21：全球上游油气勘探开发投资

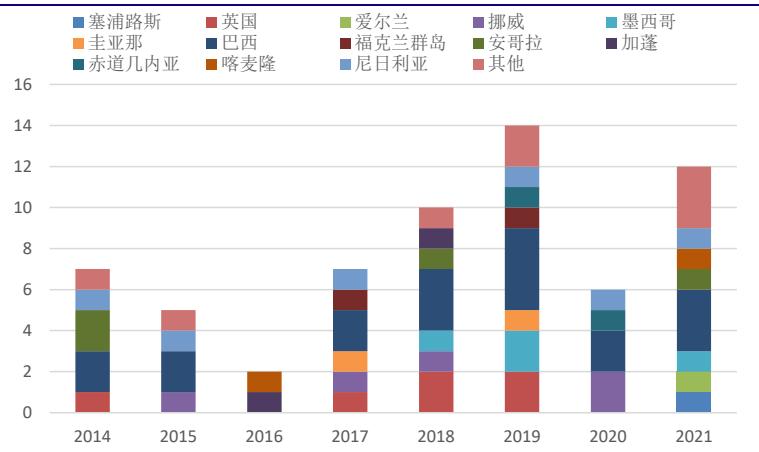

资料来源：Spears&Associates，中国银河证券研究院

海洋油气开发方面，大量 FPSO 项目进入盈亏平衡点，市场有望迎来强势反弹。在市场低迷期间，业界为改善其经济性对项目成本削减做出了努力。2019-2021 年的 30 个 FPSO 项目中，14 个项目的盈亏平衡点低于 50 美元/桶，而另外 15 个浮式项目在 50 美元/桶至 70 美元/桶之间。从这些项目的盈亏平衡点看，伴随着国际油价企稳回升，全球范围内尤其是南美洲地区的 FPSO 市场有望迎来强势反弹。

图 22：2019-2021 计划中 FPSO 项目盈亏平衡价格


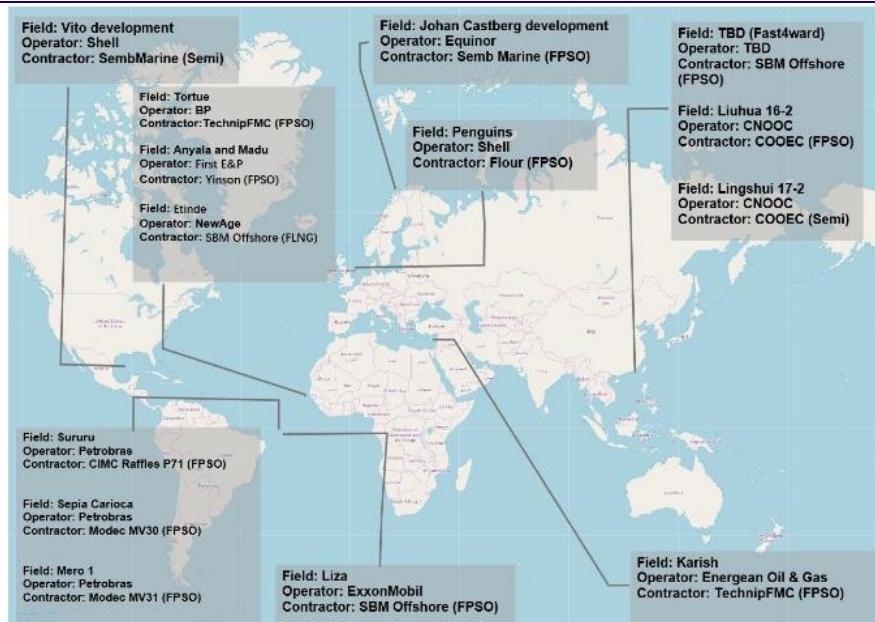
资料来源：Rystad Energy，中国银河证券研究院

预计 2019 年全球 FPSO 合同将加速释放。根据 Rystad Energy 的数据统计，2018 年国际上新的 FPSO 合同已经超过了 10 艘，达到了 2014 年市场的水平。2019 年，全球预计将有 14 个 FPSO 项目做出最终投资决策 (FID)，订单释放继续加速。

图 23: 2014-2021 年全球 FPSO 项目统计和发展趋势预测


资料来源: Rystad Energy, 中国银河证券研究院

公司跟进多艘 FPSO 项目，潜在订单支撑海洋油气开发模块未来发展。2018 年巴西国家石油公司相继将 SEPIA 和 LIBRA 两条 FPSO 订单授予 MODEC，公司凭借优良的产品质量及与 MODEC 多年的合作关系成功签署了 SEPIA 上部模块建造合同，订单规模达 5.7 亿元。在市场复苏的背景下，公司正在跟进多艘 FPSO 项目，预计将为公司带来相关的订单与收入。

图 24: 2018 年投标的 FPSO/Semi/FLNG 项目情况


资料来源: Sinorig Offshore 《全球油气 EPCI 项目图视报告》，中国银河证券研究院

(二) LNG 模块新签大额订单，对公司未来业绩形成重要支撑

全球天然气消费旺盛推动天然气消费快速增长。随着全球新兴市场对于环保问题的重视，作为清洁能源的天然气消费量保持快速增长。根据 BP 的数据显示，2018 年全球天然气消费量达 34,849 亿立方米，同比增长了 5.3%。

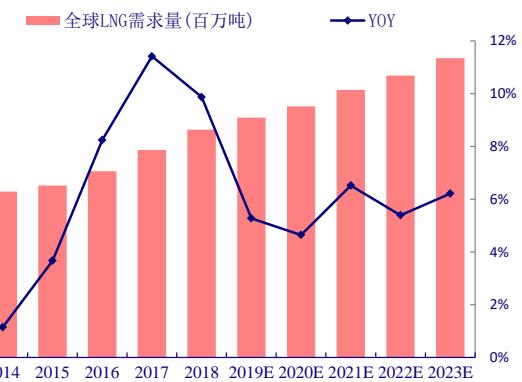
由于天然气供给区域与消费区域的不匹配，具有灵活优势的 LNG 成为目前天然气消费的主要支撑。2018 年全球液化天然气需求量达 32396 万吨，同比增长 9.8%。根据彭博新能源的测算，到 2023 年全球液化天然气需求量将增加至 42,555 万吨，年复合增长率达 5.6%。

图 25：2009-2018 全球天然气消费量（亿立方米）



资料来源：BP，中国银河证券研究院

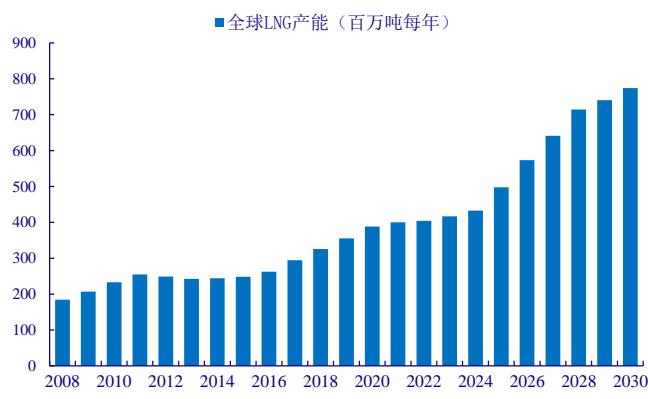
图 26：2013-2023ELNG 全球需求量



资料来源：BNEF，中国银河证券研究院

在需求端的刺激下，预计全球天然气液化供给能力将持续增加。2009 年至 2014 年期间大批 LNG 液化项目实现了最终投资决定（FID），全球 LNG 产能持续上涨。在上一轮扩产高峰结束后，LNG 产能将保持平稳。但远期来看，由于需求端的持续发力，各类 LNG 项目推进将加速。根据 BNEF 的预测，到 2030 年全球天然气液化产能将超过 750 百万吨/年。因此，公司的 LNG 模块业务未来将具有较大市场空间。

图 27：2008-2030 年全球 LNG 产能（百万吨每年）



资料来源：BNEF，中国银河证券研究院

公司工程经验丰富，完成 Wheatstone、Yamal 两大 LNG 项目。2011 年公司获得了 Wheatstone LNG 项目，该项目是由美国 Chevron 公司投资在澳大利亚 Wheatstone 地区建立的液化天然气工厂项目，总体项目投资约 290 亿美元，是澳洲历史上最大规模的能源开发项目之一，年产量为 890 万吨 LNG。Wheatstone LNG 项目总承包商为 Bechtel，项目模块总数量为 115 个，公司作为专业承包商承接 78 个模块的设计与建造，对应合同总金额为 21.02 亿元。

公司凭借 Wheatstone LNG 项目的优秀业绩和海洋油气开发领域的优秀业绩，加大了对天然气液化领域的市场开拓，于 2014 年成功进入 Yamal LNG 项目。Yamal LNG 项目是在亚马尔

半岛建造的一个年生产能力达 1,650 万吨的大型液化天然气工厂项目，项目投资额约 270 亿美元。总承包商为 YAMGAZ，业主为 NOVATEK（诺瓦泰克）、TOTAL（法国）和中石油，项目于 2017 年 12 月完工。

随着 Yamal 工程的完工，NOVATEK 计划在北极地区开展另一个名为 Arctic LNG 2 的项目。Arctic LNG 2 位于西伯利亚北部的 Gydan 半岛，距离 Yamal LNG 工厂约 30 公里，是 NOVATEK 继俄罗斯北部 Yamal 项目之后的第二大液化天然气项目。根据上游周报的报道，Arctic LNG 2 的总包商 Technip FMC 于 2018 年 12 月初，邀请了多家中国海工制造商投标，为 Arctic LNG 2 项目提供总重将近 15 万吨的模块，被邀请的招标商包括博迈科、蓬莱巨涛、海油工程等。

图 28：Arctic LNG 2 与 Yamal LNG 地理位置



资料来源：法新社，中国银河证券研究院

公司成功获得 Arctic LNG 2 项目分包订单。鉴于公司在 Yamal LNG 项目上与 NOVATEK 的建立良好合作关系以及自身丰富的模块制造经验，成功获得 Arctic LNG 2 项目的一部分模块分包。根据 7 月 26 日发布的公司公告，公司已与 Arctic LNG 2 的总包商 Technip FMC 签订了约 42 亿元人民币的天然气液化模块的合同，项目预计在 2022 年 5 月完工。此外，公司还在持续跟进 Canada LNG 等其他多个项目。考虑到 LNG 项目对于公司的业绩具有一定的持续性影响，公司顺利中标将为公司后续带来稳定的营收与业绩增长。

三、预计公司业绩迎来高速增长，维持“推荐”评级

（一）未来三年公司收入有望迎来高增长

我们基于下列假设，分业务对公司未来的业绩进行预测：

- 1) 海洋油气开发模块业务：随着全球海洋油气开发需求的复苏，FPSO 合同加速释放，公司与 MODEC 等国际巨头建立长久合作关系，有望继续获得 FPSO 等相关模块订单；
- 2) 天然气液化模块业务：公司获得 Arctic LNG 2 合同订单 42 亿元，在不考虑合同追加的情况下，预计该订单主要于 2020-2021 年对公司业绩产生较大贡献；
- 3) 矿业开采模块：公司 2018 年与必和必拓签署 3.75 亿元的订单，计划将于 2019 年完工确认。考虑到矿业订单的波动性，预计 2021 年矿业订单可能有所缩减。

表 6：公司各板块业绩预测

项目	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
海洋油气开发模块						
收入	38,512.42	13,875.85	31,923.51	67,000.00	88,000.00	120,000.00
YOY	0.00%	-63.97%	130.07%	109.88%	31.34%	36.36%
毛利率	11.31%	-40.27%	14.96%	16.00%	18.00%	20.00%
天然气液化模块						
收入	228,858.08	33,144.32	3,452.73	21,000.00	147,000.00	189,000.00
YOY	0.00%	-85.52%	-89.58%	508.21%	600.00%	28.57%
毛利率	26.87%	45.03%	-16.69%	21.00%	23.00%	25.00%
矿业开采模块						
收入	-150.25	175.76	3,360.72	27,000.00	33,000.00	6,000.00
YOY	0.00%	-216.98%	1812.11%	703.40%	22.22%	-81.82%
毛利率	-180.77%	129.46%	13.32%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务						
收入	1,222.34	1,718.29	925.69	925.69	925.69	925.69
YOY	0.00%	40.57%	-46.13%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	67.45%	87.55%	74.33%	76.44%	76.44%	76.44%
合计						
收入	268,442.59	48,914.22	39,662.65	115,925.69	268,925.69	315,925.69
YOY	0.00%	-81.78%	-18.91%	192.28%	131.98%	17.48%
毛利率	24.94%	22.63%	13.45%	17.16%	20.02%	21.87%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）业绩有望高速增长，维持“推荐”评级

根据上述假设，我们预计 2019-2021 公司将实现营业收入分别为 11.6、26.9、31.6 亿元，同比增长 192%、132%、17%；预计将实现归母净利润 0.44、1.90、2.59 亿元，对应 EPS 分别为 0.19、0.81、1.11 元，以 2019 年 8 月 1 日的收盘价计算，PE 分别为 96、22、16 倍。公司作为擅长专业模块 EPC 业务的领先企业，服务全球市场，在油气行业整体复苏以及 LNG 模块新增大额订单的背景下，业绩有望快速增长，维持“推荐”评级。

表 7：盈利预测与估值分析

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	396.63	1159.26	2689.26	3159.26
收入增长率 (%)	-18.91%	192.28%	131.98%	17.48%
归母净利润 (百万元)	7.15	44.40	190.42	259.18
归母净利润增长率 (%)	-93.49%	520.68%	328.92%	36.11%
摊薄 EPS(元)	0.031	0.190	0.813	1.107
PE	597.08	96.20	22.43	16.48

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

四、风险提示

国际油价大幅下跌的风险；海洋油气工程招标不及预期的风险；LNG 项目建设出现波动的风险；汇率波动影响业绩的风险。

插图目录

图 1: 2011-2018 年公司主营业务增长趋势 (分业务)	2
图 2: 2018 年公司主营业务构成 (分业务)	2
图 3: 2011-2018 年公司主营业务结构 (分地区)	2
图 4: 2018 年公司主营业务构成 (分地区)	2
图 5: 公司 FPSO 建造能力	3
图 6: 海洋油气开发大订单 (亿元)	4
图 7: 海洋油气开发模块收入及增速	4
图 8: 海洋油气开发模块毛利率	5
图 9: 公司天然气液化及相关模块建造能力	6
图 10: 天然气液化大订单 (亿元)	7
图 11: 天然气液化模块收入及增速、毛利率	7
图 12: 天然气液化模块毛利率	8
图 13: 矿业开采模块建造能力与业绩	8
图 14: 公司 2011-2019H1 总收入与净利润	9
图 15: 公司 2011-2019H1 净利率、毛利率	9
图 16: 公司 2011-2019H1 三项费用率	9
图 17: 公司资产负债率	10
图 18: 公司应收账款周转天数	10

表格目录

表 1: 公司主要产品情况	1
表 2: FPSO 的主要核心模块	3
表 3: 2013 年以来海洋油气开发模块大订单	4
表 4: 天然气液化的主要核心模块	6
表 5: 公司成立以来天然气液化模块大订单	7
表 6: 公司各板块业绩预测	16
表 7: 盈利预测与估值分析	16

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

刘兰程，机械行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

杰瑞股份（002353.SZ）、海油工程（600583.SH）、中海油服（601808.SH）、中集集团（000039.SZ）、惠博普（002554.SZ）、通源石油（300164.SZ）、海默科技（300084.SZ）、道森股份（603800.SH）、博迈科（603727.SH）、恒泰艾普（300157.SZ）、富瑞特装（300228.SZ）、厚普股份（300471.SZ）、派思股份（603318.SH）、中国中车（601766.SH）、鼎汉技术（300011.SZ）、埃斯顿（002747.SZ）、机器人（300024.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn