

FPSO 市场升温驱动收入快速增长， 总装战略性突破拓宽成长空间

核心观点：

1. 事件

公司发布2019年年报。2019年公司实现营业收入13.54亿元，同比增长241.4%；归母净利润0.35亿元，同比增长384.5%，EPS为0.15元，业绩增长复合预期。

2. 我们的分析与判断

(一) 海洋油气开发复苏，FPSO 营业收入与订单双增长

2019年国际原油价格先扬后抑，全年布伦特国际原油价格基本维持在60美元/桶以上，市场投资情绪稳定上升，资本投资规模逐步加大。15个FPSO项目及数个FLNG、FSRU项目进入最终投资决定，10个FPSO项目进入实际建造状态，FPSO市场呈井喷状态。受此影响，2019年公司海洋油气资源开发模块实现收入6.50亿元，同比增长了103.6%。

FPSO订单方面，公司此前Modec签订的FPSO Carioca MV30项目订单有大量工作量追加；与SBM首次合作，签订了合同额1.31亿美元的FPSO上部模块建造、总装及调试合同——Mero 2。目前，公司成功与MODEC、SBM两大FPSO总包建立合作关系，有力拓展了FPSO领域的市场空间，为未来获取优质订单打下重要基础。

(二) LNG 模块订单将成为未来业绩的重要保障，矿业开采模块稳定增长

2019年，公司凭借在YAMAL LNG项目中的超预期表现，成功签署了海上液化天然气工厂Arctic LNG 2项目模块建造合同，合同总金额达47.2亿元，已于2019年12月启动建造。受益于该项目，2019年公司天然气液化模块实现收入2.97亿元，同比增长761.6%。

从历史数据来看，LNG项目的建设周期为3-4年，收入主要在第2、3年进行确认。我们认为，Arctic 2的大额订单将对公司2020-2022年业务收入形成重要支撑，未来业绩增长具有较强确定性。此外，由于承建的South Flank项目订单也有大量工作量追加，2019年公司矿业开采模块实现收入4.02亿元，同比增长1,095.6%。

(三) 海洋油气业务拖累短期毛利率，未来存在进一步修复空间

2019年公司实现整体毛利率12.7%，同比下降0.8pcts，主要是受到FPSO业务的影响。由于公司承建的MV30、GC32与Sakhalin等项目材料与分包成本大幅上升，海洋油气资源开发模块仅实现毛利率0.6%，同比下滑14.1pcts。天然气液化模块与矿产开采模块运营状况较好，毛利率分别为15.3%、29.6%，同比增长32.0pcts、16.3pcts。我们认为，公司成

博迈科(603727.SH)

推荐 维持评级

分析师

李良

✉: 010-66568330

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515090001

范想想

✉: 010-83571383

✉: fanxiangxiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518090002

特此鸣谢

吴佩苇

✉: 010-66568846

✉: wupeiwei_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2020-3-20

A股收盘价(元)	15.18
A股一年内最高价(元)	22.86
A股一年内最低价(元)	14.68
上证指数	2,702.13
市盈率 (TTM)	101.2
总股本 (万股)	23,415
实际流通 A 股(万股)	23,415
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	35.54

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河机械】公司点评—LNG 模块订单保障未来业绩，关注全球 FPSO 市场复苏_20191030
- 【银河机械】公司深度报告—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_20190801

本受项目进度与工作量的影响较为明显。2019 年由于公司各项业务逐步复苏，新承建业务前期投入较大，一定程度上影响了公司盈利水平。但随着 2020 年在手项目的继续推进，我们预公司毛利率将保持上升趋势，盈利能力有望持续修复。

(四) 拓展业务范围，进入 FPSO 总装市场

FPSO 建造大体分为：下部船体建造、上部模块建造以及模块与船体连接的总装和调试。此前，公司作为为 FPSO 上部模块的专业分包商，主要承接了 MODEC 的上部模块合同。2020 年 1 月，公司与 SBM 成功签订了 Mero 2 项目合同，该合同的工作范围包含了总装和调试，最终需交付一艘完整的的 FPSO 产品。本次合同的签订，标志着公司已成功完成此前的战略规划目标，实现了向总装业务的战略性突破。

从趋势上来看，全球 FPSO 建造逐步向国内市场转移。下部船体方面，目前全球已有共有 19 座浮式生产设备在中国船厂建造；上部模块方面，全球两大总包方之一的 MODEC 此前已将大部分上部模块建造合同授予国内场地，而公司签订的 Mero 2 合同，是 SBM 首个与国内场地前述的上部模块建造合同，反映了其业务向国内市场转移的意图。由于国内海工市场在上部模块与下部船体的优势凸显，FPSO 总包商将总装与调试向国内转移有助于大幅降低管理成本与运输费用。因此，我们认为公司向总装市场的突破，将对公司业务拓展带来更大空间，助力公司把握 FPSO 产业链转向中国的重大发展机遇。

3. 投资建议

公司作为擅长专业模块 EPC 业务的领先企业，服务全球市场。尽管 2020 年地缘政治影响全球原油价格大幅波动，油服市场投资情绪受到冲击，但目前已出现的优质订单仍在稳步推进。伴随着全球 FPSO 总包商加大向国内转移产业链，公司加速向总装业务进行，我们预计公司在海洋工程领域收入将保持稳步增长。

此外，公司获得的 LNG 模块大额订单将主要集中在 2020-2021 年进行确认，对公司未来业绩形成重要支撑。我们预计 2020-2021 年公司实现营业收入 28.7 (+111.8%)、34.1 (19.1%) 亿元；实现归母净利润 1.90/2.59 亿元，EPS 为 0.81/1.11 元，对应 2020 年 3 月 20 日收盘价格的 PE 为 18.7/13.7 倍。参照可比公司，由于巨涛海洋在港股上市，估值可比性相对较弱，公司相较于海洋工程，估值具备一定优势。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

原油价格长期维持低位风险、全球海洋油气资本开支大幅下滑风险、汇率变动风险等。

表 1：公司主要财务指标预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营收 (单位:百万元)	396.63	1,354.10	2,868.00	3,413.20
yoy	-18.91%	241.40%	111.80%	19.01%
净利润 (单位:百万元)	7.15	34.65	190.42	259.18
yoy	-93.49%	384.49%	449.49%	36.11%
EPS (单位:元)	0.02	0.15	0.81	1.11
P/E	973.41	102.57	18.67	13.71

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 2：分业务预测表 (单位: 百万元)

		2018A	2019A	2020E	2021E
海洋油气 开发模块	收入	319.2351	650.07	886.00	1300.00
	YOY	130.07%	103.63%	36.29%	46.73%
	毛利率	14.96%	0.55%	18.00%	20.00%
天然气液 化模块	收入	34.53	297.5	1652.00	2053.20
	YOY	-89.58%	761.57%	455.29%	24.29%
	毛利率	-16.69%	15.26%	22.00%	23.00%
矿业开采 模块	收入	33.61	401.81	330.00	60.00
	YOY	1812.11%	1095.51%	-17.87%	-81.82%
	毛利率	13.32%	29.58%	15.00%	15.00%
合计	总收入	396.63	1354.1	2868.00	3413.20
	YOY	-18.91%	241.40%	111.80%	19.01%
	毛利率	13.45%	12.65%	19.96%	21.72%

资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

表 3：可比上市公司估值

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
600583.SH	海油工程	4.98	0.02	(0.00)	0.21	0.35	249.00	(1106.67)	23.86	14.16
3303.HK	巨涛海洋	0.48	0.02	0.00	0.11	0.17	29.45	154.84	4.41	2.88
603727.SH	博迈科	15.18	0.02	0.15	0.81	1.11	973.41	102.57	18.67	13.71
平均值 (剔除公司)							139.22	(475.91)	14.13	8.52

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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。

李良，范想想，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：

A 股：航发动力 (600893.SH)、中国卫星 (600118.SH)、中航电子 (600372.SH)、中航重机 (600765.SH)、中航飞机 (000768.SZ)、中航机电 (002013.SZ)、航天电子 (600879.SH)、航天科技 (000901.SZ)、中航光电 (002179.SZ)、光电股份 (600184.SH)、国睿科技 (600562.SH)、航天通信 (600677.SH)、中国重工 (601989.SH)、中国动力 (600482.SH)、成飞集成 (002190.SZ)

杰瑞股份 (002353.SZ)、海油工程 (600583.SH)、中海油服 (601808.SH)、中集集团 (000039.SZ)、博迈科 (603727.SH)、中国中车 (601766.SH)、中国通号 (688009.SH)、华铁股份 (000976.SZ)、鼎汉技术 (300011.SZ)、埃斯顿 (002747.SZ)、机器人 (300024.SZ)、先导智能 (300450.SZ)、晶盛机电 (300316.SZ)、捷佳伟创 (300724.SZ)、迈为股份 (300751.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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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 0755-83471963cuixianglan@chinastock.com.cn

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

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