

## 为何博迈科是全球海工产业链转向中国的排头兵?

### 投资要点

- **复盘: 本轮 FPSO 产业转移始于 2015 年, 源于中国海工企业的经济性、安全性和融资优势。**在 15-16 年油价低谷期, 新加坡、韩国、巴西等国船东出于经济性、安全性等考虑, 将在建 FPSO 转向中国, 博迈科、海油工程等国内海工企业出色完成了 FPSO 在建项目, 并进一步承接了 FPSO 产业链的转移。
- **产储错配引领油气开发走向深海, FPSO 领衔海工市场复苏。**2009-19 十年间, 陆地和浅海新增常规油气资源减少, 国际天然气和原油储采比下降。**2018 年深海石油约占全球石油资源量 19%, 2017 年深海石油产量仅为全球石油产量 9%, 产储错配为深海油气资源开发提供了广阔空间。**FPSO 适合深海油气资源开发, 占全球海工生产装备投资额的 20%, **2019 年全球签订的 FPSO 订单达 14 艘, 接近 2014 年前高峰, FPSO 项目正领衔全球海工市场的回暖。**
- **经济性提升助力 FPSO 摆脱周期波动, 中国成为全球 FPSO 承建中心。**纵观 FPSO 近 20 年的三轮周期, 产业链转移、油轮改装、标准化生产及总包方运营四大转变的核心逻辑都指向经济性提升, 其中产业链转移最为关键。随着 FPSO 经济性的提升, 预计未来油价或将成为 FPSO 强供需逻辑下的次要矛盾。中国在 15-16 年油价低谷期承接了全球 FPSO 产业链转移后, 在上部模块建造市场份额逐渐提升, 并占据了当前 73% 的 FPSO 船体建造、改装市场, 成为当前 FPSO 的承建中心。
- **博迈科: 核心实力增长助力公司成为 FPSO 产业转移排头兵。**公司参与 FPSO 模块建造已有十余年历史, 业务逐渐向详设、调试和总装等高附加值环节扩展。SBM 和 Modec 是全球 FPSO 两大龙头总包方, 公司从 07 年开始与 Modec 合作了 MV18、MV29、MV30 等多条 FPSO 上部模块订单, 2020 年 1 月公司与 SBM 签署 1.31 亿美元 FPSO 订单, 内容包含详设、建造、调试和总装全部环节。业务纵向深化及绑定优质大客户帮助博迈科成为 FPSO 产业转移排头兵。
- **盈利预测与投资建议: 预计公司 2020-2022 年业绩为 1.50 亿元、2.07 亿元、3.01 亿元。**公司作为专业模块 EPC 业务的领先企业, 服务全球市场, 在 FPSO 产业链转移、LNG 大额订单释放、公司核心实力与产能逐渐提升的背景下, 给予公司 2020 年 35 倍估值, 对应目标价 21.37 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示: 油价大幅波动风险; 项目预算风险; 市场竞争风险; 汇率波动风险。**

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1354.10	2239.32	2738.71	3038.15
增长率	241.40%	65.37%	22.30%	10.93%
归属母公司净利润(百万元)	34.65	150.18	207.17	301.24
增长率	384.49%	333.36%	37.95%	45.41%
每股收益 EPS(元)	0.15	0.64	0.88	1.29
净资产收益率 ROE	1.48%	6.09%	8.02%	10.90%
PE	98	23	16	11
PB	1.45	1.37	1.31	1.23

数据来源: Wind, 西南证券

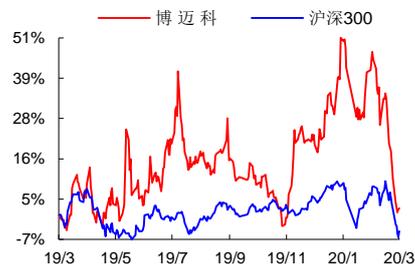
### 西南证券研究发展中心

分析师: 倪正洋  
执业证号: S1250520030001  
电话: 021-58352138  
邮箱: nzy@swsc.com.cn

分析师: 梁美美  
执业证号: S1250518100003  
电话: 021-58351937  
邮箱: lmm@swsc.com.cn

分析师: 丁逸朦  
执业证号: S1250520020001  
电话: 021-58352138  
邮箱: dym@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.34
流通 A 股(亿股)	2.34
52 周内股价区间(元)	14.32-22.55
总市值(亿元)	35.66
总资产(亿元)	31.56
每股净资产(元)	9.97

### 相关研究

## 目 录

<b>1 全球油气开发走向深海，FPSO 领衔深海油气工程复苏</b> .....	<b>1</b>
1.1 深海油气储产错配，接力成为世界能源的下一站 .....	1
1.2 FPSO 占全球海工投资 20%，领衔海洋油气工程产业复苏 .....	2
<b>2 复盘 FPSO 过往二十年，经济性主导 FPSO 产业链转移</b> .....	<b>4</b>
2.1 受油价和项目经济性影响，过往 20 年 FPSO 呈现三轮周期 .....	4
2.2 经济性成 FPSO 转移内在逻辑，中国成 FPSO 全球承建中心 .....	5
2.3 油价或成为 FPSO 强供需逻辑下的次要矛盾 .....	9
<b>3 博迈科：核心竞争力提升公司接单能力，成为海工产业链转移排头兵</b> .....	<b>12</b>
3.1 聚焦国际市场的专业 EPC 公司，新接大单均来自海外 .....	12
3.2 十余年精耕提升核心实力，公司成为海工产业链转移排头兵 .....	12
3.3 疫情与油价影响有限，超 65 亿元订单驱动未来三年业绩增长 .....	14
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>15</b>
4.1 盈利预测 .....	15
4.2 可比公司估值 .....	16
<b>5 风险提示</b> .....	<b>16</b>

## 图 目 录

图 1: 全球石油消费需求持续增加 .....	1
图 2: 全球天然气消费需求增速不断提升 .....	1
图 3: 近十年全球原油储采比波动下降 .....	1
图 4: 全球天然气储采比连续十年下降 .....	1
图 5: 海洋工程产业链下游以油田服务为主 .....	2
图 6: FPSO 工作示意图 .....	3
图 7: 近 20 年 FPSO 发展情况可分为三轮周期 .....	4
图 8: FPSO 的转移发生在周期末尾的油价波动期, 2015 年中国成为 FPSO 承建主力 .....	5
图 9: 全球目前正在建的 22 个 FPSO 中, 16 个在中国 .....	8
图 10: FPSO 新建项目的交付周期大约 15-20 个月 .....	9
图 11: FPSO 改装项目的交付周期大约 8-15 个月 .....	10
图 12: 2010 年西非 23 个大型深水油田都使用了 FPSO 开发模式 .....	10
图 13: 公司项目遍布全球 .....	12
图 14: 2014-19 年公司营收大部分来自海外市场 (百万元) .....	12
图 15: 博迈科 2# 码头施工现场 .....	14
图 16: LNG 项目收入确认期倒数第二年确认比例最高 .....	15
图 17: LNG 大项目对公司后续三至四年的收入有影响 .....	15

## 表 目 录

表 1: 浮式生产设备适合深海油气项目 .....	2
表 2: FPSO 各项参数优于传统固定平台 .....	3
表 3: 15-16 年油价低谷期, 新、韩、巴西船企面临困境 .....	7
表 4: 博迈科的安全保障受到众多国际客户认可 .....	8
表 5: 2020-21 年处于未授标状态的部分 FPSO .....	11
表 6: 2018 年后公司新接大订单全部来自海外 .....	12
表 7: 公司与 Modec、SBM 等总包方合作宽度和深度增强 .....	13
表 8: 博迈科中标 Arctic-2 期项目 订单 47.2 亿元 .....	14
表 9: 分业务收入及毛利率 .....	15
表 10: 可比公司估值 (2020.3.23) .....	16
附表: 财务预测与估值 .....	17

# 1 全球油气开发走向深海，FPSO 领衔深海油气工程复苏

## 1.1 深海油气储产错配，接力成为世界能源的下一站

全球一次能源消耗中，石油占比第一，天然气快速扩张。自 1859 年美国第一口油井出油后，世界石油工业发展里程已走过 150 多年的历史，期间形成了完整的石油工业体系，根据《BP 世界能源展望 2019》，石油占全球一次能源消耗量的比重为 33.6%，位列首位。天然气的商业化要早于石油，1821 年，美国出现了第一家天然气公司，从 20 世纪 20 年代开始，由于天然气具有热值高、洁净等优势，天然气的生产和消费进入了快速扩张期。据 EIA 预测，2030 年，天然气在一次消费中的占比将超过 30%。

图 1：全球石油消费需求持续增加



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：全球天然气消费需求增速不断提升



数据来源：Wind，西南证券整理

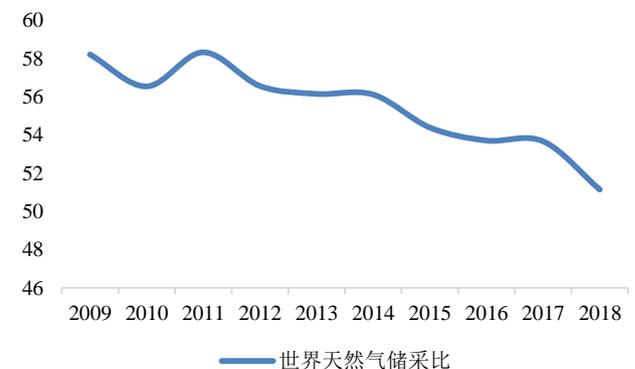
全球油气储采比连续十年下降，陆地、浅海常规油气资源开采充分，深海油气储产错配，开发空间大。全球陆地和浅海经过长期的勘探开发，重大油气田发现的数量已越来越少，规模越来越小。过去十年，天然气和原油储采比成下降趋势。为满足全球日益增长的能源消耗需求，国际主要油公司都纷纷把目光投向深海。据中石油官网披露数据显示，2018 年全球深海石油资源量约占全球石油资源量的 19%，据 EIA 统计，2017 年全球深海石油资源产量仅为全球石油资源产量的 9%，深海油气储量和产量之间的错配说明深海油气隐藏着较大的开采空间。

图 3：近十年全球原油储采比波动下降



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：全球天然气储采比连续十年下降



数据来源：Wind，西南证券整理

## 1.2 FPSO 占全球海工投资 20%，领衔海洋油气工程产业复苏

海工装备可分为三类：钻井类设备、生产类设备、辅助类设备。海洋工程是指以开发、利用和保护海洋资源（特别是海洋油气资源）为目的，并且工程主体位于海岸线向海一侧的新建、改建、扩建工程。海工装备大致可分为三类，钻井类设备、生产类设备、辅助类设备，其中浮式生产平台（FPS）已成为海上生产平台主流。

图 5：海洋工程产业链下游以油田服务为主



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

**FPS 占海洋工程投资总支出的 25%。**对于海上原油的开采生产一般采取两种方式：对浅海油气开发时，主要使用固定式平台，将采油平台与海底固定连接形成固定不动的装置，这种装置具有稳定性好，技术成熟，较大的甲板荷载等特点，缺点是不能移动，无法重复使用。对深海油气开发时，需要使用浮式生产系统（FPS）。FPS 主要包含浮式生产储卸油装置，半潜式生产平台，张力腿式生产平台和单圆柱式生产平台。据 Douglas-Westwood 估算，2015-2019 年全球 FPS 投资总支出占海洋工程总支出的 25%。

表 1：浮式生产设备适合深海油气项目

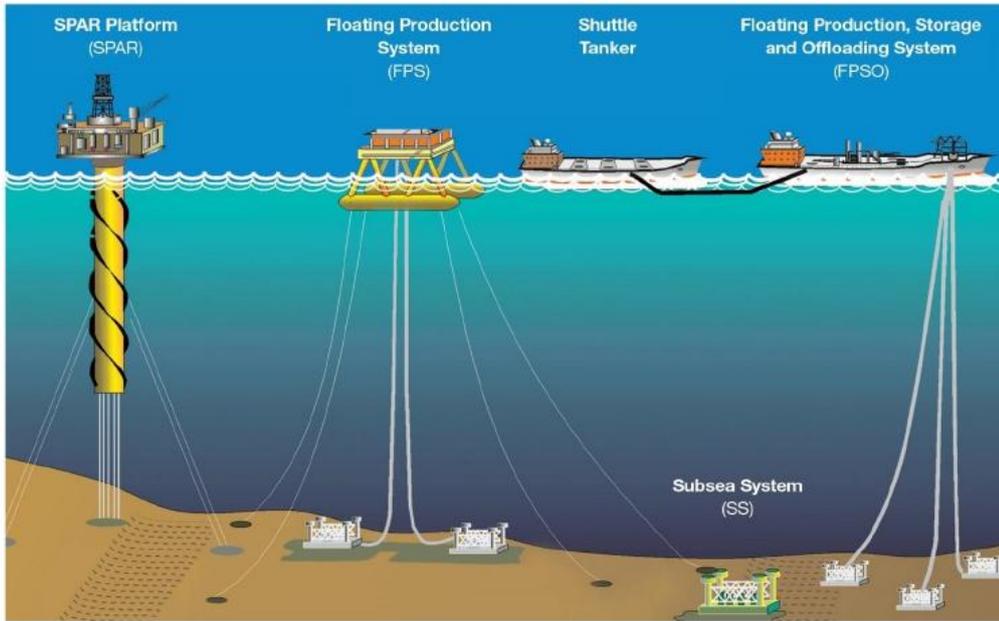
浮式生产平台	作业水深 (m)	特点
浮式生产储卸油船 (FPSO)	30-2000	投产快，移动方便，可连续生产并提供较大的储油能力，是目前全球应用范围最广，应用数量最多的浮式生产装备。
半潜式生产平台 (Semi-FPSs)	50-2500	初始投资较低，后期改造扩容比较容易，抗风浪能力较强。
张力腿式生产平台 (TLP)	150-1500	初始投资较大，后期维护费用较低，通过张紧缆索或系留管固定，适合油价高位时投建。
单圆柱式生产平台 (SPAR)	500-3000	初始投资较大，几乎没有最大水深限制，项目周期较短，适合油价高位时投建。

数据来源：油气杂志，西南证券整理

**FPSO 集生产、储油、卸油功能于一体，占全球 FPS 投资的 80%。**FPSO (Floating Production Storage & Offloading) 即海上浮式生产储卸油船，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，包括上部生产设施、船体和水下单点系泊系统，主要负责对开采的石油进行油气水分离，实现原油产品的储存和运输，集人员居住与生产指挥系统于一体。随着海洋油气田的开发、生产向深海不断深入，FPSO 相较其他类型生产平台优势明显，主要体现在 **FPSO 生产系统投产快、投资低、抗风浪环境强、储油能力大、移动方便、适应水深范围广、可重复使用**等方面，是 FPS 中应用最广，保有量最多的船型，

约占全球 FPS 投资的 80%。按照 FPS 占全球海洋工程投资的 25%估算，FPSO 约占全球海洋工程投资的 20%。

图 6: FPSO 工作示意图



数据来源: 国际海事信息网, 西南证券整理

表 2: FPSO 各项参数优于传统固定平台

FPSO 主要参数	范围
储存能力	20 万-200 万桶
产能	3 万-25 万桶/天
船体重量	10 万-35 万吨
适应水深	30-2000 米
上部模块	2000-33000 吨
气温	-20°C-30°C
浪高	平静-30 米浪高

数据来源: 中国远洋运输集团, 西南证券整理

2017 年 FPS 占海工成交额 70%，占比大幅上升，FPSO 领衔海工市场回暖。2017 年深海海洋工程业务经济性得到体现，大量深海油气开采项目复苏。不同于钻井设备和海工船存量设备较多，浮式生产平台（FPS）由于其定制性特点，利用率较高、很少存在投机订单、运营市场供需相对均衡，因此在海工复苏时 FPS 订单率先反弹。据中国船舶报数据，2017 年前 7 个月全球海工市场成交金额近 89 亿美元，同比大幅增加，其中 FPS 平台成交金额达 62 亿美元，占海工市场整体成交额的 70%，高于以前年度 25% 的平均投资水平。同时由于巴西、墨西哥湾、西非等深海油气资源密集区域需求旺盛，前期积压的 FPSO，LNG-FPSO 等项目加速释放，2019 年全球签订的 FPSO 订单达 14 艘，接近 2014 年前的高峰水平，FPSO 项目领衔全球海工市场的回暖。

## 2 复盘 FPSO 过往二十年，经济性主导 FPSO 产业链转移

### 2.1 受油价和项目经济性影响，过往 20 年 FPSO 呈现三轮周期

过去二十年 FPSO 可分为三轮周期，周期特点为低谷短、高峰长。1977 年，世界上第一条 FPSO 被安装在西班牙近海的 Castellon 油田上，由 Shell 公司负责运营。由于当时海上油田的开采多停留在 200m 以下，且 FPSO 相关技术尚不成熟，FPSO 进展缓慢。直到进入上世纪 90 年代，海床分离、多相生产、油船结合生产和注水模块等技术逐渐成熟，以及 FPSO 投产快的特点符合当时海上油田开发者的主流倾向，FPSO 才开始了席卷深海油气开采的浪潮。总体上按 FPSO 订单授出情况可以将近二十年 FPSO 的发展情况分为三轮周期，分别为快速发展期（1998-2009）；激烈震荡期（2010-2016）；稳健复苏期（2017 至今），三轮周期以 08-09 年和 15-16 年油价的异常波动为分界线，低谷期较短，一般在 1-2 年左右。

图 7：近 20 年 FPSO 发展情况可分为三轮周期



数据来源：国际船舶网，EMA，西南证券整理

**快速增长期（1998-2009）：需求助力 FPSO 订单快速增长，金融危机期短暂回落。**受委内瑞拉等 OPEC 成员国前期产量大增，以及亚洲金融危机导致的需求暂时下降，国际原油价格下跌。亚洲金融危机后，随着新任委内瑞拉总统查韦斯宣布石油减产保价以及石油需求回升，石油供需恢复平衡。1999 年之后，全球强劲的石油需求促使布伦特原油价格一路从最低时的 10.05 美元上升到 2008 年 7 月 3 日的 146.08 美元/桶。油价的上涨刺激了油气公司资本支出，2002 年-2007 年，全球原油年产量增长了 15%，其中海洋油气产量中浅水区增长了 18%，深水区增长了 78%，而 FPSO 贡献了其中绝大部分的产量和投资额的增长。从 FPSO 签订订单的情况看，2005-2007 年，FPSO 年均订单为 18 艘，FPSO 的建造和改装进入第一个高潮期。2008 年下半年爆发的金融危机削弱了全球对石油需求，同时石油金融化加深强化了油价的波动性，国际原油价格从 146.08 美元，下降到 2008 年 12 月 24 日的 36.61 美元，跌幅达 74.94%。受此影响，从 2008 年下半年开始，FPSO 新授出订单急速减少，2009 年更是回到了 1999 年的水平。

**激烈震荡期（2010-2016）：FPSO 订单的强势反弹与急速骤减。**2010 年，全球原油价格从金融危机的低谷期中走出来，布伦特原油价格一路提升到 2011 年 4 月的 126.65 美元/桶。受经济回暖和油价反弹预期的影响，2010 年全年签订 FPSO 订单达 24 艘，创历史新高。

高。2010 到 2014 年 9 月之前,国际油价基本维持在 100 美元/桶的高位,造就了火热的 FPSO 市场,各大油公司纷纷将目光投向西非、墨西哥湾和巴西的深海油气资源开发, **2010-2014 年全球年均授出 FPSO 订单数达 16 艘, FPSO 工程步入第二个高潮期。**2014 年下半年开始,美国页岩油增产以及利比亚原油供给逐渐恢复正常,国际原油价格持续下跌,布伦特原油价格在 2016 年初下探到 27.23 元的最低点,2015-16 年市场上新增 FPSO 订单骤减,海工市场进入寒冬。

**稳健复苏期 (2017 至今): FPSO 经济性上升, 催使行业复苏。**自 2017 年开始, FPSO 订单授出量开始反弹, **2019 年全球签订的 FPSO 订单达 14 艘, 接近 2014 年前的高峰水平, 17-19 年年均授出订单达 11 艘, FPSO 进入稳健复苏期。**纵观过往的两轮周期, FPSO 的订单授出量逢油价低谷期会有较大的下降,但持续时间仅有 1-2 年,期间 FPSO 船东会通过降低 FPSO 建设成本来提升 FPSO 经济性,从而使得油价稳定后 FPSO 率先反弹,大多数时间 FPSO 订单保持每年 10 艘以上的授出量,周期呈现“熊短牛长”的局面。据 Transparency Market Research Market 2019 年预测,未来 FPSO 的投资额将保持每年 11.8% 的速度增长,到 2026 年全球 FPSO 订单投资额将超过 83 亿美元。

## 2.2 经济性成 FPSO 转移内在逻辑, 中国成 FPSO 全球承建中心

转移发生于周期末尾油价波动期,项目经济性促成转移。将工程建设转向成本较低的地方以便 FPSO 工程在油价波动时能保持持续经济性,这是 FPSO 产业链的全球转移逻辑,所以 FPSO 产业链的转移主要发生在 FPSO 周期末尾的油价波动期。**20 世纪 90 年代后, FPSO 发生第一次转移,**主导 FPSO 产业链的欧美企业逐渐将建造和维护中的中低端业务转向亚洲。**2007-2008 年后, FPSO 全球业务结构发生小范围调整,**韩国、新加坡向建造的高端环节转移,逐渐垄断了 FPSO 的新建和改装业务,并向设计领域拓展,同期以大连中远船务为代表的中国企业也开始接手改装业务。**2014 年下半年至 2016 年初的油价低谷期, FPSO 发生第二次转移,**新、韩、巴西等国家的船厂纷纷面临盈利下降和安全风险的考验,中国承接了全球 FPSO 项目的转包,拥有从设计到调试全产业链的运作能力,成为 FPSO 的承建主力。

图 8: FPSO 的转移发生在周期末尾的油价波动期, 2015 年中国成为 FPSO 承建主力



数据来源: 国际船舶网, 西南证券整理

### 2.2.1 上世纪 90 年代后，FPSO 产业链从欧美转向亚洲，新、韩最先受益

上世纪 90 年代前，欧美国家主导 FPSO 设计、建造、安装和维护调试。从产业链上分，海洋油气工程主要包含设计、建造、安装和维护调试四个阶段，其中建造是价值总量最高的环节，但利润率低，投资回报期长，设计是利润率最高、难度最大的环节，是附加值最高环节，价值链的顶端。20 世纪 90 年代以前，欧美企业是 FPSO 等海洋工程各类产品和各业务的领导者，进入 90 年代后，出于对成本控制的考虑，欧美企业逐渐将 FPSO 建造和维护中的中低端业务转向亚洲，但在 FPSO 等深海项目的设计、安装和高端产品的建造及维护业务领域依旧占据主导地位。

FPSO 产业链转向亚洲，新、韩为建造主力，并向设计扩展。FPSO 的建造是整个产业链中价值总量最高的环节，分为新建和改装两个市场，改装所需的工程量和总成本更低。韩国是传统的造船大国，20 世纪 70 年代开始涉足海洋工程产业，90 年代开始接受 FPSO 的新建业务。目前韩国在 FPSO 等高端海洋工程建造领域占有重要地位，几乎垄断了 FSRU 和 LNG-FPSO 等新式高端海工装备产品。2014 年三星重工、大宇重工、现代重工三家企业占据了全球 FPSO 新建市场的 82%。新加坡是传统的修船大国，自 20 世纪 60 年代进入海洋工程领域，并凭借已有的修船经验，逐渐体现出在 FPSO 的改装市场的主导地位。2014 年，新加坡吉宝集团旗下的吉宝船厂，以及胜科海事旗下的裕廊船厂、胜宝旺船厂合计占据超过 2/3 的 FPSO 改装市场。此外，新韩两国还通过与欧美领先企业展开技术合作，逐渐掌握了相关产品的研发设计技术，从建造环节走向设计。

### 2.2.2 15-16 油价低谷期，中国企业挽救 FPSO 停工项目

中国企业 2007 年切入 FPSO 全球产业链。在新加坡、韩国 FPSO 建造市场如火如荼的同时，中国企业也开始在全球 FPSO 市场中崭露头角。早年部署于南海的 FPSO 项目多是由新加坡等国外企业负责改装和建造，中国船企参与的模式。2007 年，中远船务与 Modec 达成了国内最大的 FPSO 承建项目，太阳神松寿号 FPSO，拉开了国内企业进军 FPSO 建造市场的序幕，中远船务也被称为中国第一大 FPSO 改装船厂。同年，博迈科参与了 Modec 总包的巴西国油 MV18 项目中部分上部模块的建造，中国企业开始进军 FPSO 上部模块的建造。2009 年，油价下跌期间，海油工程承建了由 Modec 总包的澳大利亚必和必拓-阿帕奇 FPSO，标志着中国具备自主建造世界级 FPSO 项目的实力。

15-16 年油价低谷期，新、韩、巴西船企面临困境。自 2014 年下半年开始，国际原油价格下跌使得市场新授出订单骤减，同时前期已授出的 FPSO 订单也纷纷面临亏损和延期。2015 年，新加坡吉宝船厂和裕廊船厂涉嫌参与巴西国油的腐败事件，韩国现代重工参与的意大利石油公司 Eni 圆筒 FPSO 项目发生三起工人死亡事件。2016 年，昔日韩国最大的海工企业，韩国大宇船厂被曝出财务造假和腐败的丑闻。究其原因，低油价削弱了韩国、新加坡等企业的接单能力，使得相关企业不得不通过降低建造安全保障、参与腐败等方式保持企业接单能力和项目盈利性。2017 年，苦于无单可接的新加坡胜科海事不得不降低投标价格，以低于韩国企业近 1 亿美元，近乎亏本的报价抢夺挪威国油 Johan Castberg FPSO 项目。

**表 3: 15-16 年油价低谷期, 新、韩、巴西船企面临困境**

时间	概述
2013	三星重工为 Teekay Petrojarl 建造的一艘 FPSO 日前从挪威石油安全管理局收到一份不合格通知单, 要求对拟用于挪威 Knarr 油田 FPSO 进行整改后方可投入运营。
2015	<b>2015 年海油工程承接巴西国油 P67、P70 FPSO 总包项目</b> , 这两艘 FPSO 的建造合同 2009 年被颁发给了 Integra 财团, 由巴西两家承包商 OSX 和 Mendes Junior 组成。但随着 OSX 进入破产保护程序以及 Mendes Junior 涉嫌卷入巴西腐败丑闻, 合同由海油工程承接。
	<b>中远船务承接 P75、P77 项目的转包</b>
	韩国现代重工参与的意大利 Eni 的圆筒 FPSO 项目中, 发生三起人员死亡事件。 巴西国油“Cidade de Sao Mateus”号发生爆炸, 造成 9 人死亡, 对 FPSO 的建设安全提出更高要求。
2017	挪威国家石油公司的 Johan Castberg 项目, 胜科以比韩国船企低近 1 亿美元的价格, 以 4.9 亿美元获得订单。超低价源于胜科受前期油价低迷和中国等新兴海工企业竞争能力增强等影响, 在手订单大幅下降, 17 年前三季度营收同比下降 36%, 被迫低价抢单。

数据来源: 国际船舶网, 西南证券整理

化身 FPSO “救火队员”, 中国企业拯救 FPSO 停工项目。凭借前期与新韩船厂和欧美总包商合作 FPSO 项目所积累的经验、客户认可度, 以及国内完整的产业链和较低的人工、材料成本, 中国海工、油服企业抓住机会, 在油价低谷期大量承接全球 FPSO 业务转包。**2015 年, 海油工程承接巴西国油 P67、P70 FPSO 总包项目**, 这两艘 FPSO 的建造合同 2009 年被颁发给两家巴西当地承包商 OSX 和 Mendes Junior。但随着 OSX 进入破产保护程序以及 Mendes Junior 涉嫌卷入巴西腐败丑闻, 合同由海油工程承接, **同年, 中远船务承接巴西国油 P75、P77 项目的转包。**

### 2.2.3 经济性、安全性、融资优势明显, 中国承接 FPSO 第二次转移

中国承接 FPSO 的业务量和业务深度全面提升, 本轮产业链转移速度超越第一轮。在第一次产业链转移中, 新、韩两国自 90 年代从承接欧美发达国家的 FPSO 建造业务, 2014 年高峰时在改装和新建市场市占率均超过 70%, 之后通过与欧美合作, 拓展到 FPSO 设计等高附加值业务领域。而在本轮产业链转移向中国转移的过程中, 建造业务量与设计等高附加值业务领域的转移间隔正在缩小, 表明中国海工企业在技术上的厚积薄发。从业务量角度来看, 据 Sinorig Offshore 统计, 2016-2018 年, 中国在全球 FPSO 上部模块的建造份额已经超过 75%, 目前全球在建的 22 个 FPSO 中, 中国包揽了 16 个, 占比 73%, 其他六个分别在新加坡, 韩国, 巴西和挪威。从业务内容来看, 中国企业过去主要承揽 FPSO 上部模块和船体的建造内容, 属于附加值较低环节, 在本轮产业链转移中, 中国企业正通过与国际大承包商合作的方式, 增加详设、调试、总装环节业务, 涉及模块由生活楼等非核心模块扩展至油气处理核心模块。本轮产业链转移的原因主要源于中国海工企业承建项目的经济性、安全性和融资优势明显。

图 9：全球目前正在建的 22 个 FPSO 中，16 个在中国



数据来源：Sinorig Offshore, 西南证券整理

**经济性：**中国企业承建成本低，进入标准化 FPSO 市场，进一步打开降成本之路。自 2015 年开始，海工市场经济性提升需求明显，依托于国内较低的材料、人工成本，中国企业接受海工船东询价频率明显增多，大量在国外停工或亏损订单开始转向中国。同时，区别于油轮以及钻井平台等海工产品标准化生产的特点，FPSO 多为定制生产，主要原因为 FPSO 的总体体量较小，且多为个总包商或油公司分开运营，每家都很难在 FPSO 的生产上形成规模优势。但随着 Moddec、SBM 等大型总包商的成长以及巴西、西非等深海油田对 FPSO 的需求度日益提升，油公司和总包商已经逐渐将 FPSO 的上部模块和船体进行标准化处理。2017 年 6 月 24 日，外高桥造船全资子公司外高桥海工与国际 FPSO 运营商 SBM Offshore 在上海正式签订 FAST4WARD 新型 FPSO 船体 EPC 总包合同。随后 SBM 又将两艘 FAST4WARD FPSO 订单授予招商局工业集团。FAST4WARD 新型 FPSO 是 SBM 打造的一款标注化 FPSO，将建造周期缩短了 6-12 个月，可以适用于巴西、西非等风浪条件适度的场地，项目快速投产能够为顾客带来 5 亿美元左右的收益。**SBM 与中国企业合作的 FAST4WARD 标准化新型 FPSO 有望引领 FPSO 标准化量产的方向。**

**安全性：**中国企业安全保障受众多国际客户认可。鉴于巴西、新加坡和韩国海工企业自 15 年以来迫于经济性压力削减项目管理费用，项目安全性承压，事故频出，国际 FPSO 总包方在安全性维度上也更倾向于与国内海工企业合作。以博迈科为例，自 2009 年以来，公司承揽工程多次实现项目全程无损失工时，受到 Moddec、Technip 等诸多国际客户安全保障认可。

表 4：博迈科的安全保障受到众多国际客户认可

年份	博迈科安全记录
2009	获得 Conoco Phillips 授予“生活楼和电气模块项目单个项目实现 450 万人工小时无损失工时事件”的安全荣誉。
2010	获得 MODEC 授予“MV18、MV20、MV22、MV23 项目建造全程无损失工时事件”的安全荣誉。
2012	获得 Technip 授予“KJO 项目实现 218 万人工小时无损失工时事件”的安全荣誉。

年份	博迈科安全记录
2013	获得 BHP Billiton 授予“Jimblebar 项目实现 325 万人工小时无损失工时事件”的安全荣誉。
2015	获得 Bechtel 授予“Wheatstone Project LNG Plant OSBL Module Yard 作业 2,000 万人工小时无损失工时事件”的安全荣誉。

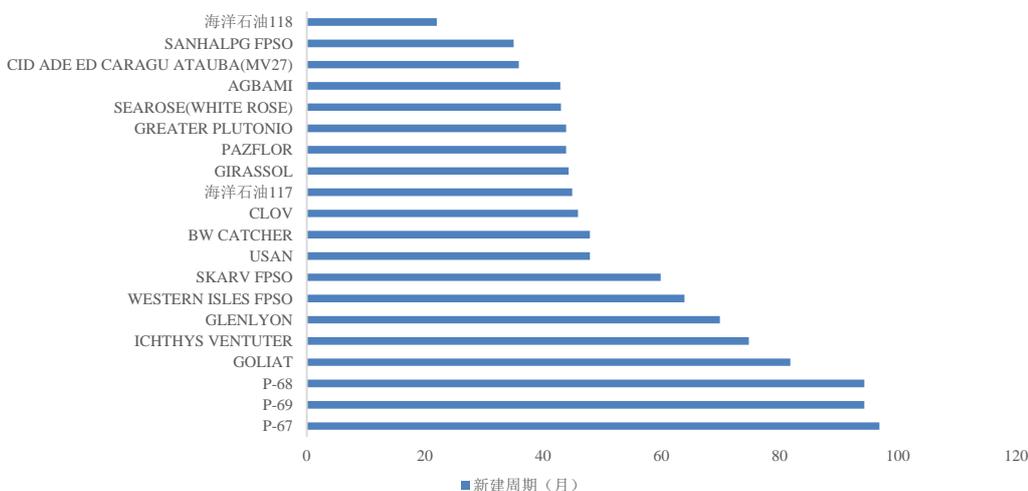
数据来源：公司公告，西南证券整理

**融资优势：中国海工企业低首付抢单，BOT 或类 BOT 模式利好中国工程方企业。**按船东分类，FPSO 项目的合同模式一般分为两种，一种以 Modec、SBM、BW 等总包商为船东的租赁模式，租赁模式又分为油公司运营和总包商运营两种情形；另一种是由油公司为船东的合同模式，油公司通过 EPC 等模式将 FPSO 交由总包商建造，之后由总包商交付给油公司。其中第一种租赁模式下，总包商为船东，油公司作为作业方负责经营，既可以利用总包商丰富的承建经验降低成本，又可以让油公司避免先期投入太多资金，降低投资风险，使其专心投入生产中，这种模式逐渐得到油公司青睐。同时，作为全球 FPSO 最大市场的巴西正尝试采取类似 BOT 或纯 BOT 的模式，这种模式是指承包商垫资建造并且运营该 FPSO，以日费率形式向业主结算收入，或运营一段时间后，将 FPSO 资产的所有权或运营权转移给油公司，其本质上是油公司和承包商合作的模式，承包商将承担更多的融资风险。由于中国主流海工船厂和油服公司都背靠集团公司，融资能力强，能以较低首付接单，所以在泛 BOT 承包模式之下，SBM Offshore 之类的承包商往往会将订单交给中国企业。

## 2.3 油价或成为 FPSO 强供需逻辑下的次要矛盾

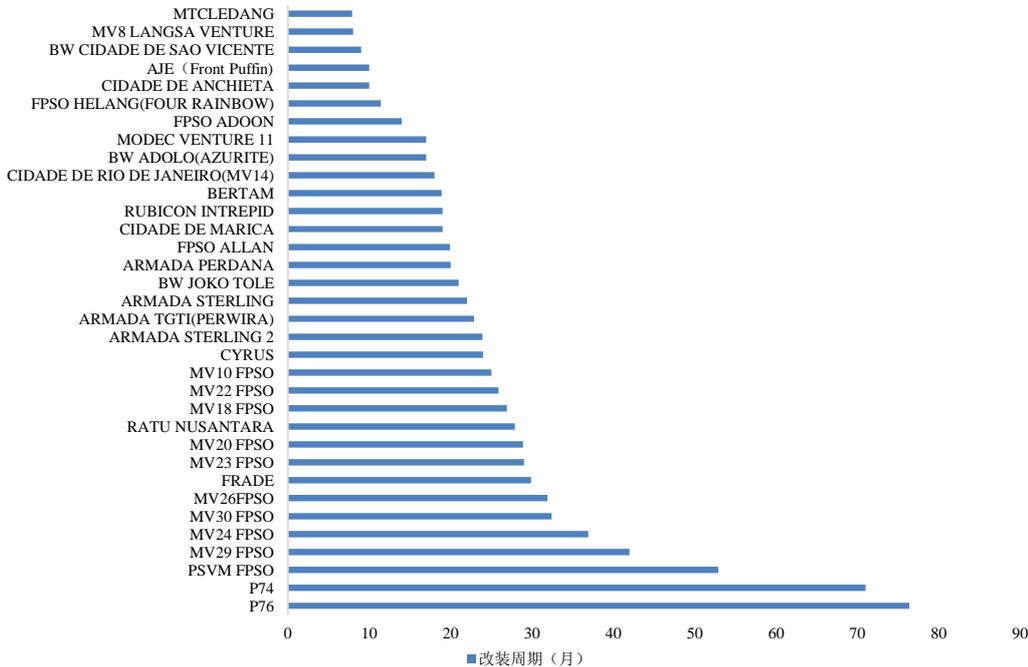
产业链转移、融资模式改变、船体标准化及油轮改装率提升都将提升 FPSO 经济性。在油价波动率逐渐提升的情况下，除了前文提到的 FPSO 产业链转移、融资模式改变，船体标准化，FPSO 船东还通过改装的方式进一步提升 FPSO。相比较于 FPSO 新建，改装一艘旧油船，不仅可以节约资金投入，还可以减少工期，为油田开发赢取宝贵时间，不失为一种重要选择。2003 年，FPSO 改装与新建的占比约为 1:1，2018 年，改装 FPSO 占比已经上升到了 70%。据 Global Market Insights 的报告显示，2018 年的 FPSO 改装船市场增长超过 18%。据中国知网数据显示，FPSO 改装项目的交付周期大约为 8-15 个月，新建项目的交付周期大约为 15-20 个月，改装比新建压缩工期超 5 个月。

图 10：FPSO 新建项目的交付周期大约 15-20 个月



数据来源：《航海工程》，西南证券整理（受近年油价波动影响，FPSO 拖期情况较多）

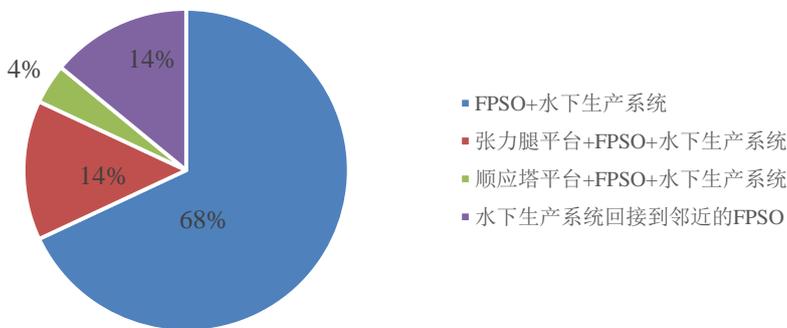
图 11: FPSO 改装项目的交付周期大约 8-15 个月



数据来源:《航海工程》,西南证券整理(受近年油价波动影响,FPSO 拖期情况较多)

巴西、西非、美国墨西哥湾深海油气开采需求大。在 FPSO 经济性已经逐渐对油价“脱敏”的背景下,深海油气产储错配促使 FPSO 的供需成为 FPSO 订单量增长的核心逻辑。在已发现的深海及超深海油气储量中,90%集中在巴西、西非、美国墨西哥湾和挪威四大海域,其中由于挪威海域开发历史较早,且海域风浪较大,巴西、西非和墨西哥湾的开采前景相比之下更加明朗。其中巴西为摆脱国内经济下滑趋势,提升巴西国油盈利能力,自 17 年开始巴西加速对深海资源的开发,巴西国油计划在 2019-2020 年间投入 841 亿美元,其中 688 亿美元将用于其勘探和生产业务;西非的温和海域适宜部署 FPSO,且西非国家的优惠政策刺激了当地深海油气开发,西非有望成为继巴西后全球 FPSO 增长最快的地区;墨西哥湾深海油气资源丰富,占墨西哥湾油气储量的 89%,而深海石油和天然气的产量仅占墨西哥湾油气储量的 60%和 23%,未来提升空间大。

图 12: 2010 年西非 23 个大型深水油田都使用了 FPSO 开发模式



数据来源:《海外油田工程》,西南证券整理

截至 2019 年十月，进展中的浮式生产项目达 225 个。随着深海油气资源开发需求和经济性的凸显，浮式生产项目的需求提升。据 EMA 数据统计，截至 2019 年十月，市场上进展中的浮式生产项目达 225 个，其中处于评估阶段的有 43 个，处于计划阶段的有 120 个，处于投标和最终设计阶段的有 62 个。从地区分布来看，巴西、非洲和东南亚地区成为需求主要提供者，合计占目前规划中的浮式项目比重达 67.6%。虽然进展中的浮式项目不只包含 FPSO 项目，且可能存在取消或延期的不确定性，但总体来说显示了目前浮式生产项目在深海油气开采中的火爆程度。根据 Rystad Energy 的数据统计，未来两年至少有 20 艘 FPSO 订单释放。通过 EMA、国际船舶网等数据搜索，我们锁定了其中的 17 艘 FPSO 订单，部署到南美的有 10 艘，南美依然领衔全球 FPSO 的建设。

表 5：2020-21 年处于未投标状态的部分 FPSO

项目名称	生产平台类型	地区	是否投标
Buzios 6 FPSO Brazil	FPSO	南美	未投标
Liza-4 FPSO Guyana	FPSO	南美	未投标
Browse FPSO Australia	FPSO	大洋洲	未投标
MERO 3 FPSO Brazil	FPSO	南美	未投标
Bonga Soughwest FPSO Nigeria	FPSO	非洲	未投标
Paradise Pcan FPSO(Deepwater Tano-Cape Three Points)Ghana	FPSO	非洲	未投标
New Age Etinde FLNG Cameroon	FLNG	非洲	未投标
P73 FPSO Brazil	FPSO	南美	未投标
P72 FPSO Brazil	FPSO	南美	未投标
Atlanta/Olivia	FPSO	南美	未投标
Itapu	FPSO	南美	未投标
Parque Das Baleias(Caxareu/Pirambu)	FPSO	南美	未投标
Gato do Mato	FPSO	南美	未投标
Limbayong	FPSO	亚洲	未投标
Mystras Replacement	FPSO	非洲	未投标
Jadestone	FPSO	亚洲	未投标

数据来源：EMA、国际船舶网，西南证券整理

## 3 博迈科：核心竞争力提升公司接单能力，成为海工产业链转移排头兵

### 3.1 聚焦国际市场的专业 EPC 公司，新接大单均来自海外

国际化战略布局，18年后大额订单均来自海外。公司是国际化专业 EPC 服务公司，聚焦海洋油气开发（主要为 FPSO 项目）、液化天然气、矿业开采的模块设计与建造，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，覆盖全球大部分油气资源丰富地区。公司 2014-2018 年营业收入大部分来自海外市场，2018 年之后，公司新接的大额订单全部来自海外。

图 13：公司项目遍布全球



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2014-19 年公司营收大部分来自海外市场（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

表 6：2018 年后公司新接大订单全部来自海外

	订单签订时间	项目名称	客户	金额 (亿元)
海洋油气开发	2018	FPSO Carioca MV30	Modec, Inc.	5.7
	2020	FPSO Mero2	SBM	9.02
LNG	2019	Yamal LNG-2 Project	GYGAZ SNC	47.2
矿业开采	2018	South Flank 项目	BHP Billiton	3.75

数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2 十余年精耕提升核心实力，公司成为海工产业链转移排头兵

公司的核心实力主要源于两点：业务覆盖 FPSO 全产业链、绑定全球龙头客户。此外，公司同时注重产能提升和产线的标准化、自动化升级，以进一步提升公司未来的接单能力和盈利水平

从模块建造向设计、调试、总装纵向延伸，覆盖 FPSO 全产业链。公司最早做 FPSO 模块的建造，慢慢扩展至核心模块建造，同时将设计和调试作为公司未来发展方向。经过十余年努力，公司积累了十多条 FPSO 模块建造经验，向业主和总包方证明公司的能力和经验，不仅可以完成 FPSO 所有类型的模块，还可以精确控制项目执行的风险。2020 年 1 月，公司首次与 SBM 合作，签署了 Mero2 FPSO 订单，内容从建造和采购向上扩展到上部模块的

详细设计、加工设计，向下延伸到模块与船体连接总装及调试等工作，是公司业务由上部模块建造走向 FPSO 全产业链覆盖的重要一步，此外，公司业务拓展至详设后，公司资源整合能力大幅提高，加强了设计、采办、建造、调试各环节的效率，有利于公司缩减成本，提升盈利能力。公司将通过此次与 SBM 的合作，吸纳油气处理核心模块的详设和船体总装经验，为未来业务发展打下坚实的基础。

公司与 Modec、SBM 等总包方合作宽度和深度增强。FPSO 模块分为油气处理模块、电气间模块和生活楼模块，后两者属于非核心模块。公司最早做油气处理的非核心模块，如生活楼、电气模块。2015 年公司在与 Modec 合作的 MV29 FPSO 项目中，承接了 6500 吨的核心模块。2018 年，公司与 Modec 合作的 MV30 FPSO 项目中承接了 16 个核心上部模块的建造，金额扩展到 5.7 亿元。2020 年 1 月，公司与 SBM 签署 1.31 亿美元 FPSO 大单，约合人民币 9.02 亿元，为公司在 FPSO 业务中签订的规模最大的单笔订单，内容几乎覆盖 FPSO 所有上部模块。此外，在 LNG 领域，公司基于在 Yamal LNG 项目中的优异表现，在 Arctic 2 LNG 中的工作量和合同金额占比位列所有参与公司之首，并承接了单个一万五千吨的重型模块。从公司过往订单变化看出，公司所接订单从模块核心程度和单笔金额都有较大提升，反映出公司产品和服务的进步越来越受到国际客户认可。

表 7：公司与 Modec、SBM 等总包方合作宽度和深度增强

	客户	项目名称	模块	金额
2004	ConocoPhillips	蓬莱 19-3 A 平台	生活楼模块。	
2005	ConocoPhillips	蓬莱二期开发项目	5 个生活楼模块、5 个电气模块。	
2007	MODEC	MV18	电气模块、MEG 模块、化学注入撬、燃气处理撬。	
2008	MODEC	MV20	管廊模块、海水淡化处理模块、电气模块。	
2009	MODEC	MV22	PIPERACK 项目共 8 个模块，重量为 1156 吨。	
2013	MODEC	MV26	电气间模块，重量大约为 750 吨；上部模块（工艺模块 4 个、PIPERACK 模块 6 个、RISER 模块 12 个）总重 6500 吨。	不小于 2.5 亿元
2014	ABB (Modec)	MV27	电气模块。	0.35 亿元
2015	MODEC	MV29	10 个上部模块（包括燃气涡轮机组、压缩机等 10 个模块）。	1.82 亿元
2018	MODEC	MV30	第一部分为 16 个 FPSO 上部模块（4 个压缩机模块，内含压缩机设备；6 个工艺模块；6 个立管管廊）的设计、采购、建造等业务；第二部分为化学注入撬。	5.7 亿元
2020	SBM	Mero2	内容涵盖 FPSO 上部模块详细设计、加工设计、材料采购、建造，模块与船体连接总装及调试等工作。	1.31 亿美元 (9.02 亿元)

数据来源：公司公告，西南证券整理

**自动化、智能化、标准化应对业务量的提升与成本的波动。**公司与大客户关系紧密的另一个好处是可以通过长期合作，实现部分重复性高模块的标准化生产，打破了定制模块无法标准化的前提。全球海工产业量向中国转移，不仅给公司带来了机遇，也带来了挑战，随着劳动人数的减少和人工成本的波动，为保证盈利能力和业主方的项目要求，公司依托于大客户长期协作的关系，通过投资机器人生产线，将部分重复性高的模块标准化。未来公司将进一步在部分环节实现机器替代人工的转变，加强业务的自动化、智能化、标准化。

**定增扩产 2#码头和临港基地四期工程项目，提升重型模块和 FPSO 总装能力。**随着公司建造模块向重型转移，业务覆盖 FPSO 总装、调试环节，为适应公司现有业务拓展需求及

未来发展战略规划，公司于今年3月20日发布了《2019年度非公开发行A股股票预案（修订稿）》，计划募集资金投资建设天津港大沽口港区临港博迈科2#码头工程和临港海洋重工建造基地四期工程项目。其中码头项目建设可以有效提升公司重型模块的出运以及FPSO总装船体的停靠，四期场地将进一步提升公司场地产能，不仅可以支持公司在手项目，也会提升未来接单能力，为公司持续拓展经营范围奠定基础。

图 15：博迈科 2#码头施工现场



数据来源：证券时报，西南证券整理

### 3.3 疫情与油价影响有限，超 65 亿元订单驱动未来三年业绩增长

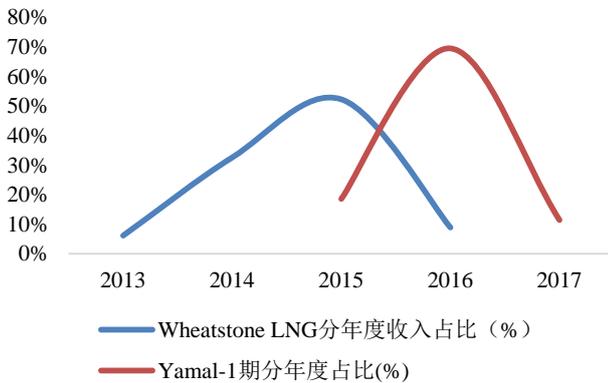
公司近两年新接大单超 65 亿元，充裕订单推动未来三年业绩高增长。随着油气工程模块化生产提升项目经济性，以及上游油公司桶油成本下降，油气行业投资情绪稳定，深海油气工程和液化天然气业务的优质订单不断释放。公司近两年新接大单超 65 亿元，其中 18 年公司分别与 Modec 和必和必拓签署了 5.7 亿元的 FPSO 订单和 3.75 亿元的矿业开采订单，19 年公司中标 47.2 亿元 Arctic-2 期 LNG 模块订单，上述订单逐渐在 19 年执行并确认收入，对公司 19 年业绩起到有力推动作用。近期公司又与 SBM 签署 1.31 亿美元 FPSO 大单，约合人民币 9.02 亿元，成为公司 FPSO 历史最大订单。

表 8：博迈科中标 Arctic-2 期项目 订单 47.2 亿元

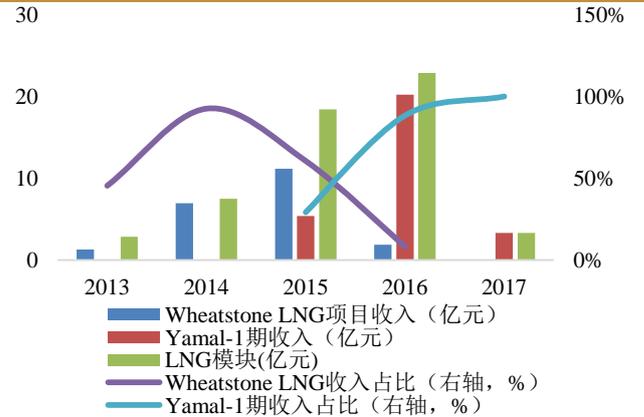
	项目招标时间	项目完成时间	项目投资额	总产能	博迈科中标订单
Yamal1 期	2014	2018/11	270 亿美元	1650 万吨	21.65 亿元
Arctic2 期	2018	2022/5		1980 万吨	47.2 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司已全面复工，油价与疫情不影响现有业务。受近期新冠疫情影响，公司复工时间有所推迟，但现已全面复工。由于公司现有在手订单都已完成最终投资决策，且公司与客户合作关系紧密，疫情与油价波动并不会对公司在手业务造成冲击。目前公司在手订单超 65 亿元，根据过往经验，FPSO、LNG 大单收入确认较订单签订之后 1-3 年，预计随着公司在手订单完工率的提升，以及新订单的逐渐落地，公司业绩有望在未来三年保持高增长。

**图 16: LNG 项目收入确认期倒数第二年确认比例最高**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 17: LNG 大项目对公司后续三至四年的收入有影响**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

**假设 1: 油价波动对公司现有 FPSO 订单无影响, 未来一年内油价将逐渐回暖**

公司海洋油气开发业务主要提供 FPSO 核心模块的设计与建造服务。公司自 2016 年开始加强产能准备, 预计在 FPSO 产业链转移至中国, 公司核心竞争力提升背景下, 公司将凭借着与 Moddec、SBM 等公司的长期合作关系斩获相关订单。目前低油价不会影响公司现有 FPSO Mero2 订单业务, 长期看, 随着疫情最终恢复以及石油供需恢复平衡, 油价将逐渐回暖, 并进一步刺激 FPSO 业主方投资。

**假设 2: 公司 Arctic-2 LNG 业务将按照 Yamal-1 期项目收入确认规律确认收入**

公司液化天然气业务主要提供天然气液化工厂生产系统和控制系统和其他辅助设施相关模块的设计与建造, 该板块盈利能力较强, 在公司在手订单充裕时毛利率常年在 20% 以上。2019 年公司中标的 Arctic-2 期工程订单合计金额达 47.2 亿元, 参照公司在执行 Wheatstone LNG 和 Yamal 1 期合同时的收入确认情况来看, 该订单将推动未来公司液化天然气业务营收和业绩的增长。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

**表 9: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
海洋油气开发	收入	650.07	700	800	1000
	同比	103.63%	7.68%	14.29%	25.00%
	毛利率(%)	0.55	11	11	15
矿业开采	收入	401.81	30.00	30.00	30.00
	同比	1095.51%	-92.53%	0.00%	0.00%
	毛利率(%)	29.58	23.00	23.00	23.00
天然气液化	收入	297.50	1,500.00	1,900.00	2,000.00

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	同比	761.57%	404.20%	26.67%	5.26%
	毛利率(%)	15.26	19.00	19.00	21.00
其他业务	收入	4.72	9.32	8.72	8.15
	同比	-49.03%	97.54%	-6.53%	-6.45%
	毛利率(%)	71.98	70.00	70.00	70.00
合计	收入	1,354.10	2,239.32	2,738.72	3,038.15
	同比	241.40%	65.37%	22.30%	10.93%
	毛利率(%)	12.65	16.77	16.87	19.18

数据来源：Wind, 西南证券

## 4.2 可比公司估值

油服行业可以细分为设备、服务和工程三块，【博迈科】在油服行业中做工程类业务，处于偏后端，类似于【海油工程】。从业绩恢复顺序来看，油服行业三大板块业绩恢复的顺序为设备-服务-工程，因此，目前设备类公司估值最低，以【杰瑞股份】为例；服务类公司估值其次，以【中海油服】为例；而工程类公司，正处于业绩拐点，因此，估值水平普遍较高。但工程类公司，项目周期较长，可以通过在手订单确定未来2-3年业绩的增长，以【博迈科】为例，随着全球海工产业链转向中国，公司核心竞争力和产能不断提升，接单能力增强，目前公司在手订单超65亿元，足以推动公司未来业绩高速增长。我们预计公司预计2020-2022年业绩分别为1.50亿元、2.07亿元、3.01亿元。给予公司2020年35倍估值，对应目标价21.37元，属于合理水平，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值（2020.3.23）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002353.SZ	杰瑞股份	23.05	0.64	1.43	1.99	2.64	44	20	14	11
601808.SH	中海油服	11.72	0.01	0.56	0.79	1.03	576	21	15	11
600583.SH	海油工程	4.71	0.02	-0.00	0.21	0.35	272	-1201	26	15
000852.SH	石化机械	5.02	0.02	0.10	0.19	0.26	316	48	26	19
600871.SH	石化油服	1.99	0.01	0.05	0.09	0.11	245	38	23	18
603619.SH	中曼石油	12.36	0.07	0.14	0.18	0.22	207	85	68	57
平均值							277	-165	29	22

数据来源：杰瑞股份数据来自西南证券预测，其余公司来自Wind一致盈利预期，西南证券整理

## 5 风险提示

油价大幅波动风险；项目预算风险；市场竞争风险；汇率波动风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1354.10	2239.32	2738.71	3038.15	净利润	34.65	150.18	207.17	301.24
营业成本	1182.83	1863.89	2276.71	2455.54	折旧与摊销	85.30	167.78	167.78	167.78
营业税金及附加	7.78	34.20	33.13	39.97	财务费用	16.20	-69.41	-88.02	-73.61
销售费用	9.28	25.87	31.93	34.02	资产减值损失	11.71	0.00	0.00	0.00
管理费用	66.91	229.55	275.86	286.24	经营营运资本变动	858.10	-1664.05	1179.23	-106.47
财务费用	16.20	-69.41	-88.02	-73.61	其他	-1050.69	4.64	-0.33	-0.80
资产减值损失	11.71	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-44.72</b>	<b>-1410.87</b>	<b>1465.83</b>	<b>288.14</b>
投资收益	16.89	0.24	0.10	0.10	资本支出	-238.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.67	0.00	0.00	0.00	其他	556.28	41.78	-13.31	4.57
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>318.19</b>	<b>41.78</b>	<b>-13.31</b>	<b>4.57</b>
<b>营业利润</b>	<b>26.67</b>	<b>155.45</b>	<b>209.20</b>	<b>296.09</b>	短期借款	79.02	1058.16	-1137.19	0.00
其他非经营损益	1.72	2.46	2.11	1.98	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>28.39</b>	<b>157.91</b>	<b>211.31</b>	<b>298.07</b>	股权融资	3.62	0.00	0.00	0.00
所得税	-6.26	7.74	4.14	-3.17	支付股利	-6.87	-20.33	-88.11	-121.55
净利润	34.65	150.18	207.17	301.24	其他	-104.55	69.08	88.02	73.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-28.78</b>	<b>1106.92</b>	<b>-1137.28</b>	<b>-47.94</b>
归属母公司股东净利润	34.65	150.18	207.17	301.24	<b>现金流量净额</b>	<b>234.52</b>	<b>-262.17</b>	<b>315.24</b>	<b>244.77</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	486.10	223.93	539.17	783.94	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	266.42	348.35	429.60	450.57	销售收入增长率	241.40%	65.37%	22.30%	10.93%
存货	530.32	1020.41	1170.52	1291.28	营业利润增长率	130.21%	482.79%	34.57%	41.53%
其他流动资产	255.75	1769.11	586.82	666.63	净利润增长率	384.49%	333.36%	37.95%	45.41%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	52.87%	98.02%	13.84%	35.06%
投资性房地产	1.32	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	915.61	795.46	675.32	555.17	毛利率	12.65%	16.77%	16.87%	19.18%
无形资产和开发支出	411.07	363.43	315.80	268.16	三费率	6.82%	8.31%	8.02%	8.12%
其他非流动资产	288.98	288.98	288.98	288.98	净利率	2.56%	6.71%	7.56%	9.92%
<b>资产总计</b>	<b>3155.57</b>	<b>4809.68</b>	<b>4006.21</b>	<b>4304.74</b>	ROE	1.48%	6.09%	8.02%	10.90%
短期借款	79.02	1137.19	0.00	0.00	ROA	1.10%	3.12%	5.17%	7.00%
应付和预收款项	624.16	1061.53	1267.22	1382.52	ROIC	2.74%	3.35%	4.60%	11.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.47%	11.33%	10.55%	12.85%
其他负债	117.85	146.91	155.88	159.42	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>821.03</b>	<b>2345.63</b>	<b>1423.10</b>	<b>1541.94</b>	总资产周转率	0.46	0.56	0.62	0.73
股本	234.15	234.15	234.15	234.15	固定资产周转率	1.80	3.27	4.85	6.84
资本公积	1498.95	1498.95	1498.95	1498.95	应收账款周转率	5.61	12.91	17.19	16.43
留存收益	701.25	831.10	950.15	1129.84	存货周转率	3.00	2.40	2.07	1.99
归属母公司股东权益	2334.53	2464.05	2583.11	2762.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.40%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2334.53</b>	<b>2464.05</b>	<b>2583.11</b>	<b>2762.80</b>	资产负债率	26.02%	48.77%	35.52%	35.82%
负债和股东权益合计	3155.57	4809.68	4006.21	4304.74	带息债务/总负债	9.62%	48.48%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.11	1.49	2.05	2.20
					速动比率	1.38	1.04	1.17	1.31
					股利支付率	19.82%	13.54%	42.53%	40.35%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.15	0.64	0.88	1.29
					每股净资产	9.97	10.52	11.03	11.80
					每股经营现金	-0.19	-6.03	6.26	1.23
					每股股利	0.03	0.09	0.38	0.52
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	128.18	253.82	288.96	390.26					
PE	97.70	22.54	16.34	11.24					
PB	1.45	1.37	1.31	1.23					
PS	2.50	1.51	1.24	1.11					
EV/EBITDA	20.01	15.48	8.53	5.70					
股息率	0.20%	0.60%	2.60%	3.59%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn