

## 签订 Modec 6.6 亿元 FPSO 大单, 大客户成果不断兑现

### 投资要点

- **事件:** 公司全资子公司“天津博迈科”与 MODEC 子公司签订海上浮式生产储油船 (FPSO) 模块建造合同, 合计金额 6.6 亿元, 分为两部分: 1) FPSO 化学撬建造合同(于 20 年 1 月 2 日签署), 合同金额约合 1.11 亿元; 2) FPSO 上部模块建造合同(于 20 年 7 月 20 日签署), 合同金额约合 5.44 亿元。
- **大客户成果不断兑现, 今年新签 FPSO 订单金额已超 15.5 亿元。**公司深耕 FPSO 模块建造十余年, 与 Modec 和 SBM 两大全球总包龙头建立了长期紧密的合作关系, Modec 和 SBM 占据 2019 年全球 FPSO 新增订单 50% 以上份额。公司从 07 年开始与 Modec 合作了 MV18、MV20、MV29、MV30 等多条 FPSO 上部模块订单, 20 年 1 月与 SBM 签署了价值 1.31 亿美元的 FPSO 订单, 今年以来公司与两大龙头签订的 FPSO 订单金额合计已超 15.5 亿元。本次与 Modec 签署的 FPSO 订单, 进一步提升公司在大客户中的市占率。
- **租赁模式助 FPSO “脱敏” 油价, FPSO 产业链转向中国。**目前 FPSO 业务多采用租赁模式运营, 石油公司作为最终端客户, 只需按年交付 15-20 年的租金, 可节约一次性的资本支出, 对油价波动敏感性下降, 因此 FPSO 依然受到全球投资追捧。FPSO 产业链自 2015 年来逐渐转向中国, 目前国内已占据了全球 73% 的 FPSO 船体建造、改装市场, 在上部模块建造市场份额逐渐提升, 中国成为当前全球 FPSO 的承建中心。
- **产业链全覆盖+扩产+降本效率, 公司市占率持续提升。**建造在 FPSO 产业链中占比较大, 设计、调试和总装则是附加值最高的环节。公司业务从建造走向详设、建造、调试、总装全产业链覆盖, 缩短交付时间, 提升公司接单金额和核心模块价值占比。公司新建的 2#码头、四期场地等项目进展顺利, 强化了公司承接大型模块与 FPSO 总装实力。此外, 公司通过应用重载门吊、自动化机器人等降本增效, 强化竞争实力。预计随着行业回暖, 公司市占率将进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。**公司是全球海工产业链转向中国的排头兵, 基于行业复苏加速, 公司核心实力持续提升, 上调对公司业绩预期。预计 2020-22 年归母净利润分别为 1.5、2.9、4.0 亿元, 给予公司 2021 年 25 倍估值, 对应目标价 30.75 元, 维持“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。

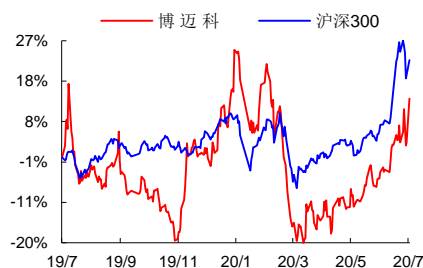
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1354.10	2400.00	3669.99	4394.99
增长率	241.40%	77.24%	52.92%	19.75%
归属母公司净利润 (百万元)	34.65	152.67	287.77	399.09
增长率	384.49%	340.56%	88.49%	38.69%
每股收益 EPS (元)	0.15	0.65	1.23	1.70
净资产收益率 ROE	1.48%	6.19%	10.80%	13.79%
PE	138	31	17	12
PB	2.04	1.93	1.79	1.65

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

### 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)	14.38-22.55
总市值(亿元)	47.67
总资产(亿元)	34.95
每股净资产(元)	10.01

### 相关研究

1. 博迈科(603727): Q1 业绩同比+178%, 在手订单充足、运行平稳 (2020-04-25)
2. 博迈科(603727): 为何博迈科是全球海工产业链转向中国的排头兵 (2020-03-24)

## 关键假设：

**假设一：油价波动对公司现有 FPSO 订单无影响，公司在大客户中市占率稳步提升。**

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。短期看，油价波动不会影响公司现有 FPSO 订单业务，长期看，随着疫情最终恢复、石油供需恢复平衡，油价将逐渐回暖，同时租赁模式 FPSO 业务对油价的敏感度，进一步刺激 FPSO 业主方投资。预计 2020-2022 年公司海洋油气业务营收增长率分别为 30.8%、53.0%、38.5%；毛利率稳步提升，分别为 13%、13%、14%。

**假设二：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。预计 2020-2022 年公司天然气液化项目营收增长率分别为 404.2%、53.3%、8.7%；毛利率稳步提升，分别为 20.0%、20.5%、21.0%。

**假设三：公司矿业开采项目和其他业务平稳发展。**

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 1：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	850.00	1,300.00	1,800.00
	增速	103.63%	30.76%	52.94%	38.46%
	毛利率	0.55%	13.00%	13.00%	14.00%
矿业开采	收入	401.81	40.00	60.00	80.00
	增速	1095.51%	-90.00%	50.00%	33.30%
	毛利率	29.58%	23.00%	23.00%	23.00%
天然气液化	收入	297.50	1,500.00	2,300.00	2,500.00
	增速	761.57%	404.20%	53.33%	8.70%
	毛利率	15.26%	20.00%	20.50%	21.00%
其他业务	收入	4.72	10.00	10.00	15.00
	增速	-49.03%	111.90%	0%	50.00%
	毛利率	71.98%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	收入	1,354.10	2,400.00	3,669.99	4,394.99
	增速	241.40%	77.20%	52.90%	19.80%
	毛利率	12.65%	17.78%	18.02%	18.34%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1354.10	2400.00	3669.99	4394.99	净利润	34.65	152.67	287.77	399.09
营业成本	1182.83	1973.30	3008.70	3589.09	折旧与摊销	85.30	167.78	167.78	167.78
营业税金及附加	7.78	36.66	44.40	57.82	财务费用	16.20	-41.54	-86.86	-108.02
销售费用	9.28	27.72	42.79	49.21	资产减值损失	11.71	0.00	0.00	0.00
管理费用	66.91	246.02	369.66	414.08	经营营运资本变动	856.54	-1798.33	1059.88	-252.63
财务费用	16.20	-41.54	-86.86	-108.02	其他	-1049.13	3.85	-0.20	-0.73
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>-1515.57</b>	<b>1428.37</b>	<b>205.49</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>158.08</b>	<b>291.41</b>	<b>392.91</b>	短期借款	79.02	1206.80	-1285.35	-0.48
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>160.54</b>	<b>293.51</b>	<b>394.89</b>	股权融资	3.62	0.00	0.00	0.00
所得税	-6.26	7.86	5.74	-4.20	支付股利	-6.87	-20.33	-89.58	-168.84
净利润	34.65	152.67	287.77	399.09	其他	-104.55	41.21	86.86	108.02
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>1227.68</b>	<b>-1288.07</b>	<b>-61.30</b>
归属母公司股东净利润	34.65	152.67	287.77	399.09	<b>现金流量净额</b>	<b>234.52</b>	<b>-246.10</b>	<b>127.00</b>	<b>148.76</b>
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	486.10	240.00	367.00	515.76	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	266.42	371.43	572.29	654.54	销售收入增长率	241.40%	77.24%	52.92%	19.75%
存货	530.32	1081.55	1550.52	1891.73	营业利润增长率	130.21%	492.62%	84.35%	34.83%
其他流动资产	255.75	1890.27	754.45	924.43	净利润增长率	384.49%	340.56%	88.49%	38.69%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	52.87%	121.81%	30.96%	21.58%
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%	17.78%	18.02%	18.34%
无形资产和开发支出	411.07	363.43	315.80	268.16	三费率	6.82%	9.68%	8.87%	8.08%
其他非流动资产	288.98	288.98	288.98	288.98	净利率	2.56%	6.36%	7.84%	9.08%
<b>资产总计</b>	<b>3155.57</b>	<b>5031.13</b>	<b>4524.36</b>	<b>5098.78</b>	ROE	1.48%	6.19%	10.80%	13.79%
短期借款	79.02	1285.82	0.48	0.00	ROA	1.10%	3.03%	6.36%	7.83%
应付和预收款项	624.16	1128.64	1682.81	2013.37	ROIC	2.74%	4.40%	7.08%	12.19%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.47%	11.85%	10.15%	10.30%
其他负债	117.85	150.12	176.33	190.41	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>821.03</b>	<b>2564.58</b>	<b>1859.62</b>	<b>2203.78</b>	总资产周转率	0.46	0.59	0.77	0.91
股本	234.15	234.15	234.15	234.15	固定资产周转率	1.80	3.51	6.50	9.89
资本公积	1498.95	1498.95	1498.95	1498.95	应收账款周转率	5.61	13.44	18.89	17.03
留存收益	701.25	833.59	1031.78	1262.04	存货周转率	2.99	2.44	2.28	2.08
归属母公司股东权益	2334.53	2466.55	2664.74	2894.99	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>2466.55</b>	<b>2664.74</b>	<b>2894.99</b>	资产负债率	26.02%	50.97%	41.10%	43.22%
负债和股东权益合计	3155.57	5031.13	4524.36	5098.78	带息债务/总负债	9.62%	50.14%	0.03%	0.00%
					流动比率	2.11	1.45	1.84	1.89
					速动比率	1.38	1.01	0.96	0.99
					股利支付率	19.82%	13.32%	31.13%	42.31%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.15	0.65	1.23	1.70
					每股净资产	9.97	10.53	11.38	12.36
					每股经营现金	-0.19	-6.47	6.10	0.88
					每股股利	0.03	0.09	0.38	0.72
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	128.18	284.31	372.33	452.67					
PE	137.56	31.23	16.57	11.95					
PB	2.04	1.93	1.79	1.65					
PS	3.52	1.99	1.30	1.08					
EV/EBITDA	30.79	19.15	10.79	8.56					
股息率	0.14%	0.43%	1.88%	3.54%					

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 指数涨幅介于-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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@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