

2024年12月27日

买入（首次覆盖）

博迈科（603727）：行业景气上行订单逐步释放，公司持续发力业绩迎来反转

——公司深度报告

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

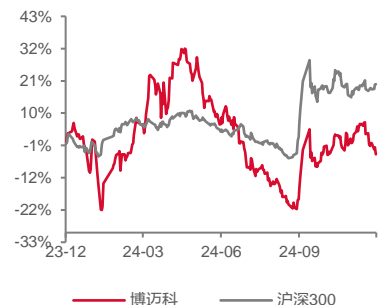
wjyan@longone.com.cn

联系人

花雨欣

hyx@longone.com.cn

数据日期	2024/12/26
收盘价	11.50
总股本（万股）	28,172
流通A股/B股（万股）	28,172/0
资产负债率（%）	34.27%
市净率（倍）	1.01
净资产收益率（加权）	2.93
12个月内最高/最低价	16.77/8.47



相关研究

- 海工景气上行，看好我国FPSO建造业绩兑现——原油系列研究（十九）
- 国际油服公司加入并购大潮，看好行业整合下油服公司投资价值——原油系列研究（十八）

投资要点：

- **FPSO引领海工市场，博迈科持续发力走向高端：**近年来全球海洋油气勘探开发投资大幅增加。FPSO作为海上浮式生产储卸油装置，当前订单数量已逐渐恢复，租赁模式和标准化装置的应用一定程度减弱短期油价变动对于FPSO投资积极性的影响，FPSO未来投资将更趋于稳定性和长期性，SinorigOffshore预计2024年-2028年全球将新增48艘FPSO订单，市场呈现高景气。博迈科作为全球FPSO上部模块重要建造商，一方面改扩建场地保障建造和总装能力，拓展建造环节上下游产业链，当前已经实现从详细设计到总装、调试的整体服务，进一步提升订单价值；另一方面与全球两大FPSO总包商持续深入合作，两家公司充足订单量及巴西、圭亚那多个FPSO部署计划为公司奠定稳固优质订单基础，同时开拓Saipem等新客户，拓宽中东和圭亚那市场空间，持续发力迈入行业高端。
- **LNG投资持续加强，博迈科多维布局谋求发展：**天然气仍然是能源转型优质的过渡选择，相对管道天然气而言，全球市场对于LNG需求不断加强，全球LNG液化工厂持续建设。对于博迈科而言，一方面公司当前LNG大单主要来自于俄罗斯，俄罗斯作为天然气资源大国，未来其天然气尤其是LNG发展是必然且长远的，而Arctic LNG 2更是俄LNG发展计划中重要一环，未来或会寻求到重启方案，当前公司已交付两个生产线模块，封存两个模块，等候市场好转；另一方面公司在俄罗斯Arctic LNG 2项目上相较此前Yamal LNG项目工作量和金额均出现攀升，体现公司于市场认可度不断增强。公司在LNG模块化建设中经历了极端气候的考验，具备订单承接、技术及设计储备基础，未来公司也将向中东LNG领域持续迈进，期待订单逐步落地。
- **业绩反转时点已至，持续彰显发展信心。**公司主要业务存在一定建造周期，从公司业绩、股价表现和新增订单金额三指标复盘，发现FPSO和LNG项目收入的兑现对于各自新增订单的时点分别会持续约1-2年和2-3年，公司总收入和净利润以及股价表现则均较全部新增订单的签订存在1-2年滞后期，公司2023年全年新签订单量约37.03亿元，均为FPSO订单，创历年度FPSO订单额新高，根据滞后规律公司业绩及股价表现均有望在2025年实现反弹。行业高景气度叠加公司技术工艺持续升级背景下看好未来订单量进一步增长，FPSO业务的大额订单一定程度上缓解俄LNG项目可能对公司业绩产生的不良影响。此外公司坚持现金分红、股份回购等手段维护市值水平，坚定看好自身长远、稳定、持续发展。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.20/2.59/3.99亿元，EPS分别为0.42/0.92/1.41，以2024年12月26日收盘价计算，对应PE为27.11x/12.49x/8.13x。看好行业景气上行不断释放订单背景下公司业绩持续恢复，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**FPSO订单交付不及预期；俄罗斯LNG项目进度不及预期；新订单签订不及预期；特朗普俄乌关系主张不确定性；汇率波动风险。

盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	4,081.12	3,216.87	1,798.99	2,603.60	3,825.88	5,153.56
同比增速（%）	58.22%	-21.18%	-44.08%	44.73%	46.95%	34.70%
归母净利润（百万元）	166.17	64.62	-75.48	119.52	259.33	398.57
同比增速（%）	26.3%	-61.1%	-216.8%	258.35%	116.99%	53.69%
毛利率（%）	10.70%	11.74%	8.47%	15.34%	17.90%	20.44%
每股盈利（元）	0.67	0.23	-0.27	0.42	0.92	1.41
ROE（%）	4.99%	1.94%	-2.35%	3.67%	7.37%	10.18%
PE（倍）	35.60	49.96	-	27.11	12.49	8.13

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2024年12月26日收盘）

正文目录

1. 博迈科为设计采办+建造+一体化服务公司	5
2. FPSO 引领海工市场，博迈科持续发力走向高端	8
2.1. 海洋油气为未来发展重要方向	8
2.2. FPSO 油气生产平台替代趋势明显	9
2.2.1. FPSO 海洋油气生产优势明显，订单未来有望逐步脱离油价波动	9
2.2.2. 我国 FPSO 业务未来前景广阔	12
2.3. 博迈科持续夯实 FPSO 工程业绩，充实在手订单规模	14
2.3.1. 产业链拓展提升价值量	14
2.3.2. 专注国际顶级客户长期合作	16
3. LNG 投资持续加强，博迈科多维布局谋求发展	19
3.1. 天然气是能源转型优质的过渡选择	19
3.2. 全球 LNG 不断发展，液化产能有望持续提升	20
3.3. 博迈科开拓 LNG 优质客户，涉俄项目期待好转	21
4. 业绩反转时点已至，持续彰显发展信心	24
4.1. 新增订单爆发，盈利有望持续恢复	24
4.2. 公司股价表现有望受益于订单释放	27
4.3. 持续现金分红，推进股份回购	28
5. 盈利预测与估值	29
5.1. 盈利预测	29
5.2. 公司估值	30
6. 风险提示	30

图表目录

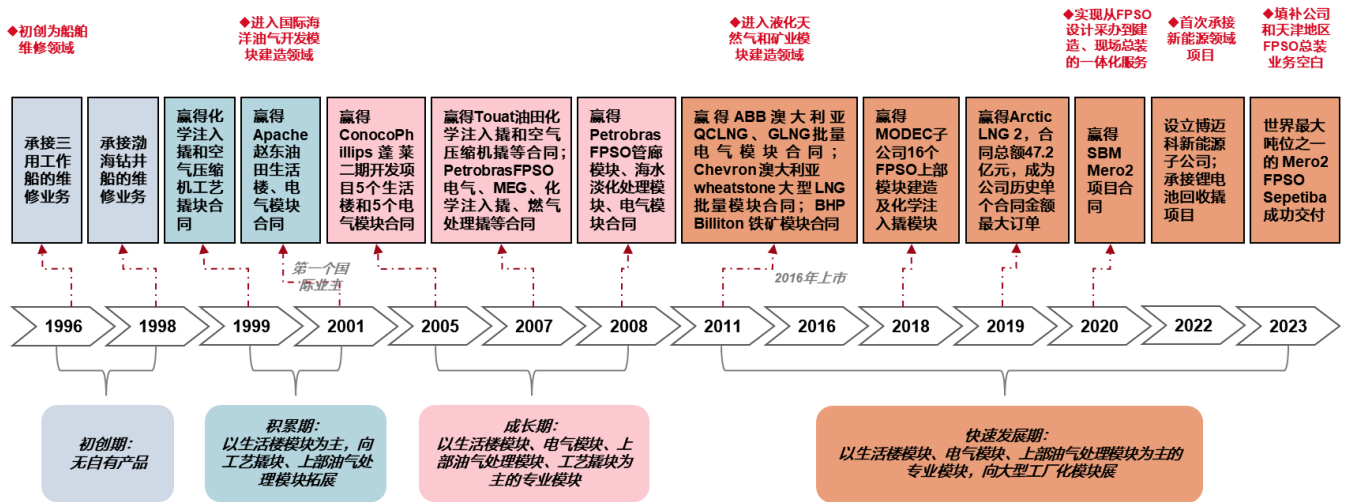
图 1 公司发展历程.....	5
图 2 公司主要业务.....	6
图 3 模块化建造具备多重优势.....	6
图 4 海外（含港澳台）为公司收入主要来源（亿元）.....	7
图 5 公司主要荣誉客户.....	7
图 6 公司股权结构稳定.....	7
图 7 全球海洋油气勘探开发投资情绪高涨.....	8
图 8 全球海洋油气产量（原油：百万桶/天；天然气：千亿立方米）.....	8
图 9 全球深水油气产量（亿吨油当量）.....	8
图 10 全球石油生产成本曲线（美元/桶）.....	9
图 11 FPSO 集生产、储油、卸油为一体.....	10
图 12 FPSO 占全球浮式生产平台的三分之二.....	10
图 13 FPSO 市场规模预测（十亿美元）.....	10
图 14 全球 FPSO 新建及改造订单数量（艘）.....	10
图 15 全球 FPSO 订单数与油价存一定关联性.....	11
图 16 FPSO 主要运营模式.....	11
图 17 不同运营模式下 FPSO 项目的交付时间（从 FID 到第一次开采）.....	11
图 18 2024-2031 年 FPSO 订单展望.....	12
图 19 FPSO 项目实施流程.....	15
图 20 SBM 未来潜在 FPSO 订单（2024-2027）.....	16
图 21 SBM 在手订单情况（十亿美元）.....	16
图 22 Modec 在 FPSO 领域具备丰富经验.....	17
图 23 Modec 在手订单情况（十亿美元）.....	17
图 24 Modec 在巴西 FPSO 项目情况.....	17
图 25 南美地区主导 FPSO 市场.....	18
图 26 2025-2029 年巴西国家石油公司资本开支预算.....	18
图 27 巴西国油 2024-2030 年 FPSO 项目.....	18
图 28 全球天然气产量（十亿立方米）.....	20
图 29 2023 年全球天然气产量占比.....	20
图 30 全球天然气消费量（十亿立方米）.....	20
图 31 2023 年全球天然气消费量占比.....	20
图 32 全球管道天然气与 LNG 贸易流量（十亿立方米）.....	21
图 33 全球主要 LNG 出口国.....	21
图 34 1990-2029 年全球液化能力（MTPA）.....	21
图 35 全球当前 LNG 液化能力分布.....	21
图 36 俄罗斯天然气出口量（十亿立方米）.....	22
图 37 全球未来有望新增的天然气液化产能（MTPA）.....	22
图 38 2021 年和 2023 年俄罗斯 LNG 出口情况（十亿立方米）.....	23
图 39 欧洲 LNG 月度进口数量及来源国（十亿立方米）.....	23
图 40 博迈科 FPSO 新增订单及收入（亿元）.....	25
图 41 博迈科 LNG 新增订单及收入（亿元）.....	25
图 42 博迈科总新增订单额及总收入（亿元）.....	25
图 43 博迈科总新增订单额及总净利润（亿元）.....	25
图 44 全球 FPSO 新增订单及博迈科总收入（艘；亿元）.....	26
图 45 博迈科及可比公司应收账款周转率.....	26
图 46 钢材价格逐步回落.....	27

图 47 公司各项费用率情况.....	27
图 48 公司股价及新增订单量复盘.....	27
表 1 2023 年主要国家海工装备订单产品类型分布.....	12
表 2 2023 年 FPSO 年度十大项目	13
表 3 2018-2020 年全球部分 FPSO 建造项目.....	13
表 4 中国、韩国和新加坡各自发展 FPSO 市场优缺点	14
表 5 博迈科近年来 FPSO 合同逐步向设计和总装发展	15
表 6 博迈科改扩建工程有效保障业务能力	16
表 7 博迈科自 2013 年以来 FPSO 订单情况	19
表 8 俄罗斯在产和在建规划的 LNG 项目（万吨）	22
表 9 博迈科近年来 LNG 模块建造项目.....	23
表 10 博迈科顺利推进股份回购计划	28
表 11 博迈科近年来持续分红	28
表 12 公司主要业务毛利拆分（单位：亿元）	29
表 13 可比公司估值表.....	30
附录：三大报表预测值	31

1.博迈科为设计采购+建造+一体化服务公司

公司不断探索各项业务的 EPCI 服务模式。博迈科自成立以来，历经四个发展阶段，1) 初创期：公司无自有产品，主要以船舶维修为主要业务；2) 积累期：1999 年公司赢得第一个国际业主 Apache 赵东油田生活楼、电气模块合同，自此进入国际海洋油气开发模块建造领域，以生活楼模块为主，向工艺撬块、上部油气处理模块拓展；3) 成长期：公司先后签订多个模块建造合同，逐步成为以生活楼模块、电气模块、上部油气处理模块、工艺撬块为主的服务公司；4) 快速发展期：公司 2011 年进入液化天然气和矿业模块建造领域，2022 年首次承接新能源领域项目，2023 年成功交付 Mero2 项目，标志公司成功进入总装一体化服务领域。

图1 公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司公告，东海证券研究所

公司的主要产品服务于海洋油气开发、天然气液化、矿业开采等领域。1) 海洋油气开发模块：公司主要提供海洋油气开发生产平台(主要为 FPSO)相应模块的设计与建造服务，其中生活楼模块、电气模块和上部油气处理模块为整个 FPSO 的生产系统的核心部分；2) 天然气液化模块：主要通过天然气入口管汇模块将天然气引入，通过天然气处理模块和冷凝模块将天然气液化并储存。整个天然气液化模块的核心模块为处理模块、冷凝模块、电气模块和集输模块；3) 矿业开采模块：矿业开采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2 公司主要业务



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

模块化建造当前广泛应用，具备多重优势。模块化集成设计与建造技术是一种先进的制造方法，如同“搭积木”一般将一个需要建造的大型成套装备或设施分解成若干个功能独立和不同结构的单元模块，充分利用现代工程结构物建造场地和吊装能力，当前已广泛应用。模块化建造可有效缩短建造周期，降低投资成本，提高建造质量，对于海洋工程而言，陆地调试成功后可减少海上施工调试的工作量，规避大型项目施工巨大风险，是如今安全可靠且具备经济效益的先进的建造方式。

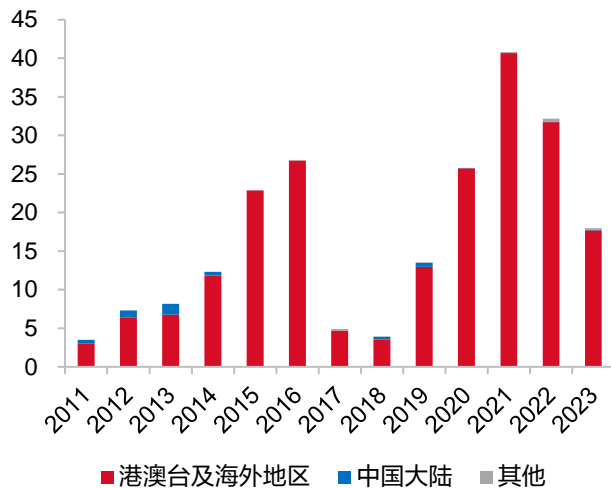
图3 模块化建造具备多重优势



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

海外业务为公司收入主要来源。公司是一家专注于为国际市场高端客户提供以海洋工程、液化天然气和矿业为主的各类定制模块的专业 EPC 企业，自 2011 年以来海外（含港澳台）地区收入占公司总收入比重保持在 85%以上，2023 年占比达 98.18%。公司已成功地为中国近海、中东、南美、北美、俄罗斯、非洲、澳大利亚和新加坡等地的多个项目提供模块的 EPC 服务，主要客户包括康菲石油公司(ConocoPhillips)、巴西国家石油公司(Petrobras)、三井海洋开发公司 (MODEC)、SBM、ABB 等。

图4 海外（含港澳台）为公司收入主要来源（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

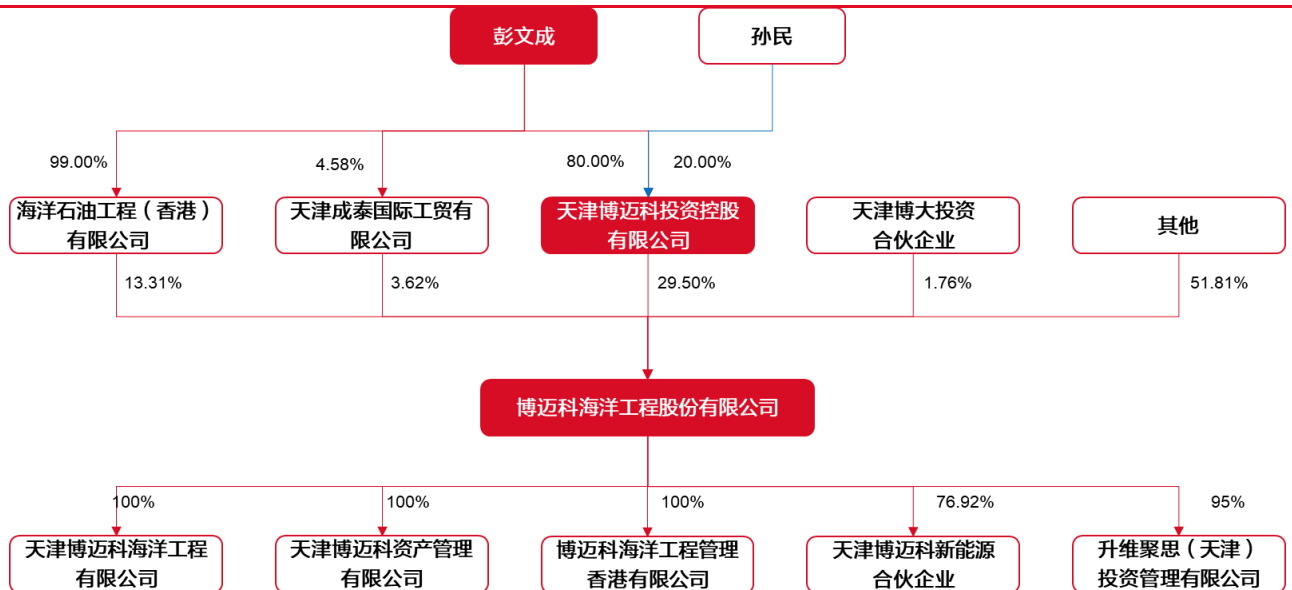
图5 公司主要荣誉客户



资料来源：公司官网，东海证券研究所

公司实际控制人为彭文成先生，股权集中度高。截至 2024 年三季报，公司董事长及总裁彭文成直接持有博迈科控股 80.0%的股权、海洋石油工程（香港）99.0%的股权，天津成泰国际工贸 4.6%的股权，而其中博迈科控股、海洋工程（香港）及天津成泰工贸分别持有公司 29.5%、13.31%和 3.62%的股权，彭文成成为公司的实际控制人。截至 2024 年中报公司共有 3 个全资子公司，2022 年彭文成与天津博迈科资产管理有限公司共同出资人民币 1300 万元成立天津博迈科新能源合伙企业，公司持股比例 76.92%。

图6 公司股权结构稳定



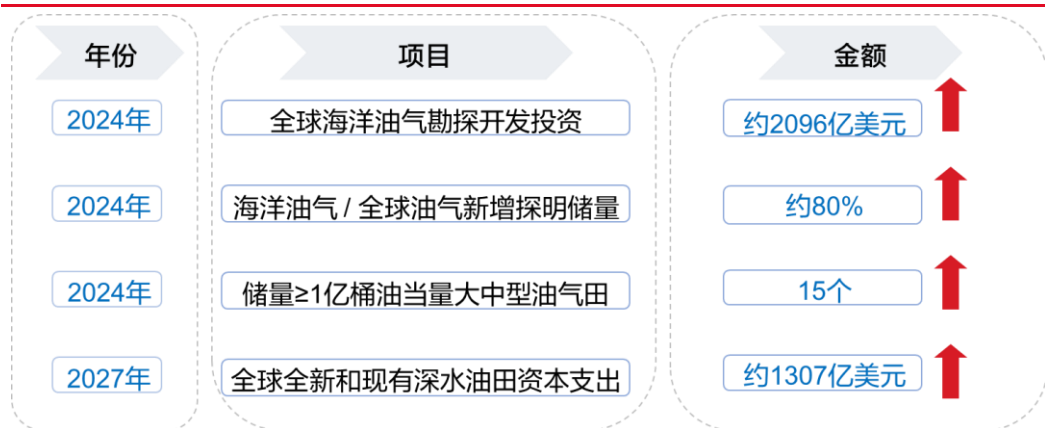
资料来源：公司公告，东海证券研究所

2.FPSO 引领海工市场，博迈科持续发力走向高端

2.1.海洋油气为未来发展重要方向

海洋油气勘探开发投资大幅增加，特别是深水领域。近年来全球海洋油气勘探开发投资大幅增加，据《中国海洋能源发展报告 2024》数据，2024 年全球海洋油气勘探开发投资预计约 2096 亿美元，连续 4 年保持增长态势，年均复合增速 11%。海洋油气依然是全球油气新增探明储量（不含陆上非常规）的主力，占比约 80%。大中型勘探发现显著增加，储量大于 5 亿桶油当量的大型油气田 1 个，储量 1-5 亿桶油当量的中型油气田 14 个。深水勘探成果丰硕，睿咨得能源预计，2025 年深水油气钻探的资本支出将跃升至 10 多年来的最高水平；据路透社报道，与 2023 年相比，2027 年全球全新和现有深水油田的资本支出或将激增 30%，达到 1307 亿美元。

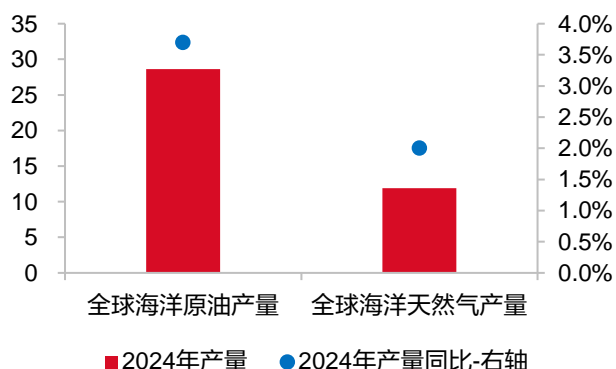
图7 全球海洋油气勘探开发投资情绪高涨



资料来源：《中国海洋能源发展报告 2024》，中国石油报，东海证券研究所

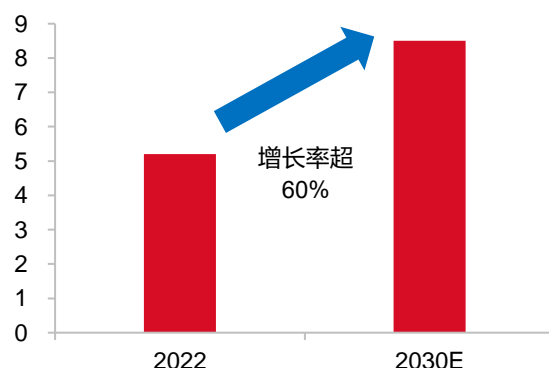
勘探力度加大下产量再创新高。根据《中国海洋能源发展报告 2024》数据，预计 2024 年全球海洋石油产量约 2862 万桶 / 日，同比增长 3.7%；海洋天然气产量约 1.19 万亿立方米，同比增长 2.0%。在 2060 年之前，海洋石油产量在全球石油产量中的比重基本维持在 30%左右。从水深看，全水域产量都将增加，其中 1501-3000 米、0-300 米水深产量增加最多；从区域看，增长主要源自南美洲、中东地区和北美洲。据能源咨询公司伍德麦肯兹预测，全球深海油气产量将从 2022 年 5.2 亿吨油当量增长至 2030 年 8.5 亿吨油当量，增幅超过 60%。

图8 全球海洋油气产量（原油：百万桶/天；天然气：千亿立方米）



资料来源：中国海油集团，东海证券研究所

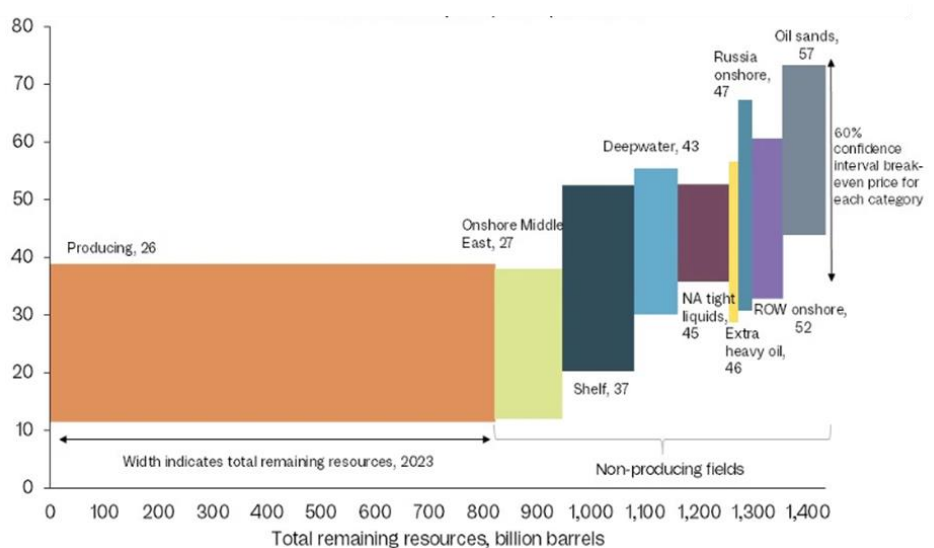
图9 全球深水油气产量（亿吨油当量）



资料来源：中国石油新闻中心，东海证券研究所

相较其他油田而言，深水油气资源具有多重优势：1) 单井产量：全球油气领域平均单井累计产量不到 100 万桶油当量，而深水平均单井累计产油达 1200 万桶油当量，单井累计产气达 4300 万桶油当量；2) 品质性：伍德麦肯兹根据近期新发现深水油田已开发情况与其他相比，发现深水原油品质相对较好，主要以轻质和中质原油为主；3) 经济性：全球典型深水开发项目的桶油盈亏平衡成本已从 2014 年的 75 美元/桶下降至目前的 43 美元/桶左右，标普全球指出当前全球 299 个商业化开发的深水项目，平均内部收益率为 24%，其中 83% 的项目内部收益率高于 15%，总体回报经济性强；4) 环保性：当前全球商业化开发的油气田范围 1 和 2 的平均碳排放强度为 23 千克二氧化碳当量/桶油当量；2022-2023 年，全球排名前 15 位的深水油气生产国的深水油气开发平均碳排放强度仅为 15 千克二氧化碳当量/桶油当量。

图10 全球石油生产成本曲线（美元/桶）



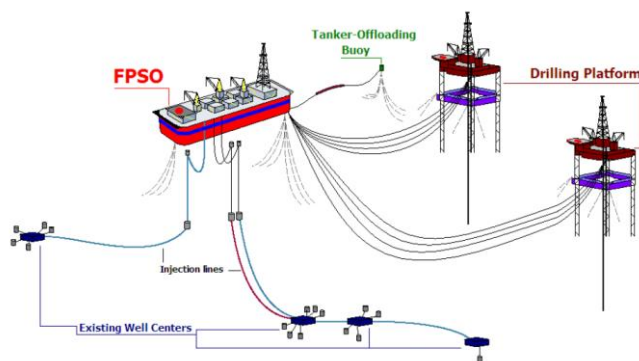
资料来源：Rystad Energy，东海证券研究所

2.2.FPSO 油气生产平台替代趋势明显

2.2.1.FPSO 海洋油气生产优势明显，订单未来有望逐步脱离油价波动

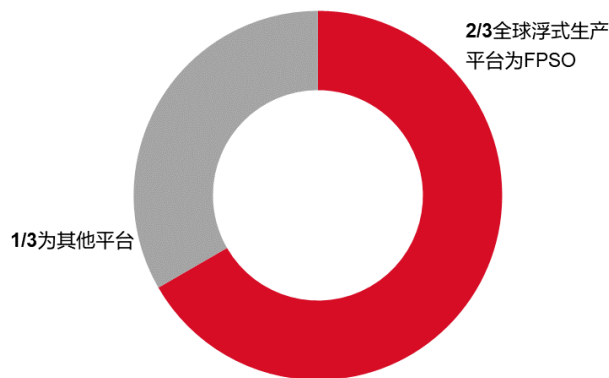
FPSO 为集生产、储油、卸油为一体的海上浮式生产储卸油装置。海洋油气生产平台包括固定式平台和浮式生产平台。据 EMA 最新报告预测，2024-2028 年 FPS 需求将进一步增加，预计多达 168 套设备的订单额总计将达到 1730 亿美元。“FPSO+生产平台/水下生产系统+穿梭油轮”较传统“生产平台/水下生产系统+海底管道”而言油气水生产处理能力和原油储存能力、适应性和灵活性均增强。近年来全球 FPSO 的数量呈现增长趋势，当前 FPSO 占全球浮式生产平台比例已达到三分之二。

图11 FPSO 集生产、储油、卸油为一体



资料来源：Kamps Energy，东海证券研究所

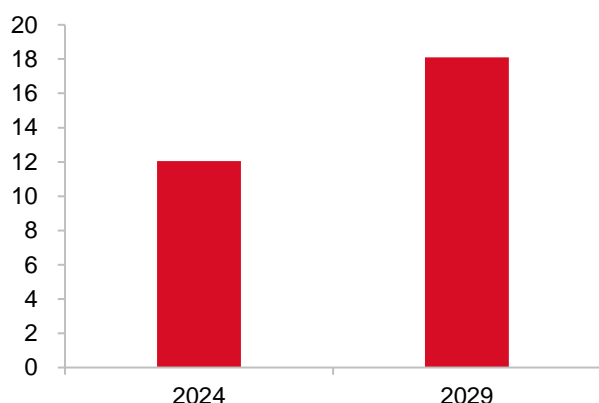
图12 FPSO 占全球浮式生产平台的三分之二



资料来源：中国石油新闻中心，东海证券研究所

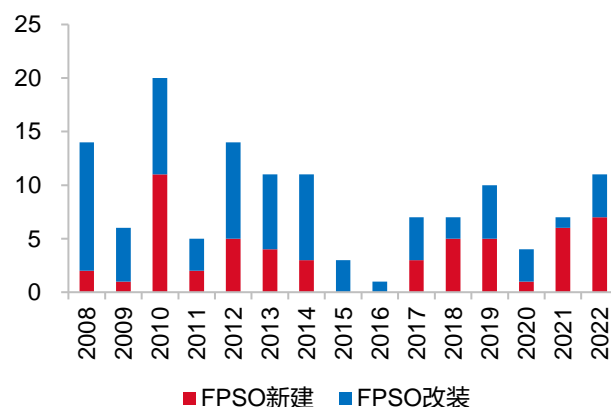
当前 FPSO 订单数量不断恢复，且逐步转向以新建为主。根据 Mordor Intelligence 数据，预测 2024 年 FPSO 市场规模达 120.4 亿美元，2029 年将提升至 181.1 亿美元，复合年增长率为 8.5%，其中南美洲为全球最大市场。自 2008 年-2022 年以来，全球共新增 131 艘 FPSO 订单，其中新建 55 艘，改装 76 艘。2022 年全球分别新建和改装 FPSO 为 7 艘和 4 艘，合计同比+57.14%，FPSO 市场已从 2020 年以来逐步恢复。此外，在 2016 年以前大部分新增 FPSO 为改造项目，随后新建所占比重不断增加，2021 年及 2022 年均占比超 50%。

图13 FPSO 市场规模预测（十亿美元）



资料来源：Mordor Intelligence，东海证券研究所

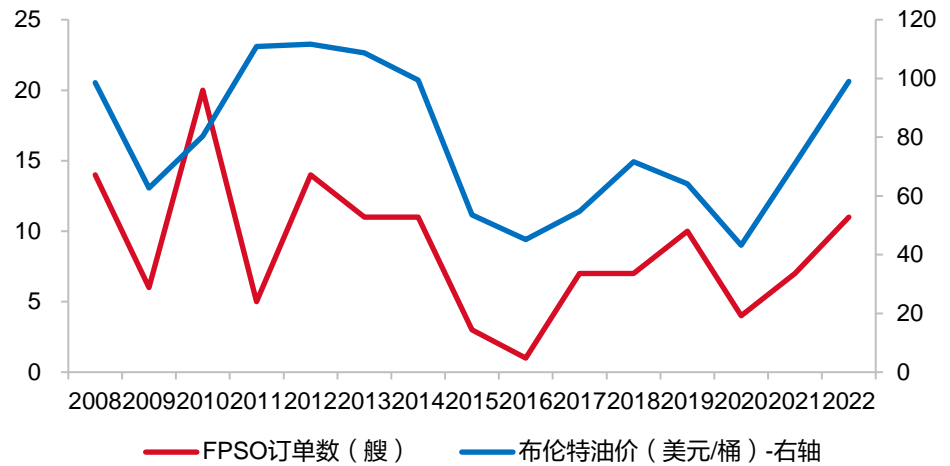
图14 全球 FPSO 新建及改造订单数量（艘）



资料来源：亚洲油气决策者俱乐部公众号，东海证券研究所

历史来看 FPSO 订单数量与油价存一定关联性。1) 当油价下行时，首先影响前端勘探环节，当油价低于生产成本或利润承压时，便会影响到生产环节；2) 当油价上行时，则首先影响后端生产环节，油公司将率先恢复存量油田的生产活动，随后增加勘探开发活动。因此从近年来全球 FPSO 订单数与油价波动可见，当油价上行时 FPSO 订单随之波动，当油价下行时 FPSO 订单有一定滞后。自 2020 年以来随油价恢复中高位运行，全球 FPSO 订单也逐步提升。

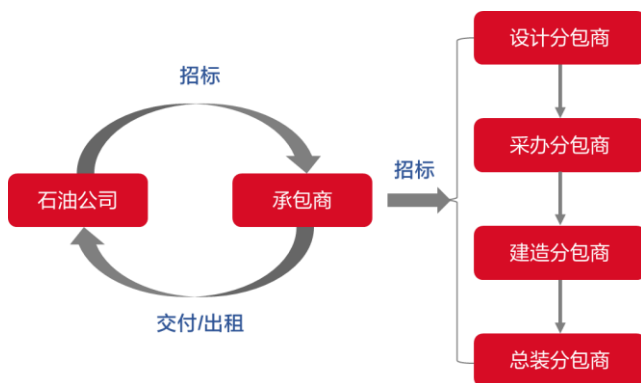
图15 全球 FPSO 订单数与油价存一定关联性



资料来源：亚洲油气决策者俱乐部公众号，Wind，东海证券研究所

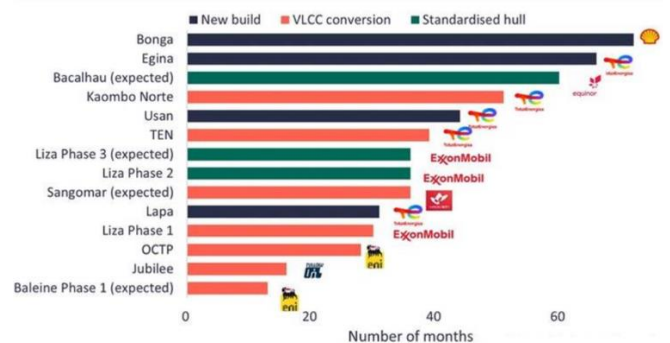
当前 FPSO 投资有望提升稳定性和长期性。 1) **租赁模式**：FPSO 主要运营模式包括独立自营和合同租赁，独立自营模式主要指石油公司或运营商与承包商签订合同来设计、采购材料和建造 FPSO。一旦完成，FPSO 的所有权和运营通常会转移给油公司；合同租赁模式则为总包商垫资建造并运营 FPSO，后租赁给油公司以日费率结算收入，租赁模式下油公司承担的资金风险小。2013 年-2023 年订造的 74 艘 FPSO 中，属于租赁商的有 44 艘，占比 59.5%，租赁市场成交活跃； 2) **标准化装置**：当前 FPSO 逐步推动标准化趋势，SBM、MODEC 等公司均多次签订标准化装置合同，而标准化能够有效缩短工期，节省相关费用； 3) **海洋油气开发及技术需求**：海洋油气资源是当前能源开发的重要趋势和方向，新海上油田的探测与开发催生 FPSO 的常规需求，同时市场对于新建智能化、数字化、绿色化、多功能的高技术 FPSO 需求旺盛。**综上**，租赁模式和标准化装置的应用均能有效减弱油公司由于短期的油价变化而导致的对于 FPSO 投资积极性的改变，叠加海洋油气资源开发需求和新技术应用需求旺盛，进一步提升 FPSO 未来投资的稳定性和长期性。

图16 FPSO 主要运营模式



资料来源：中国远洋海运，东海证券研究所

图17 不同运营模式下 FPSO 项目的交付时间 (从 FID 到第一次开采)

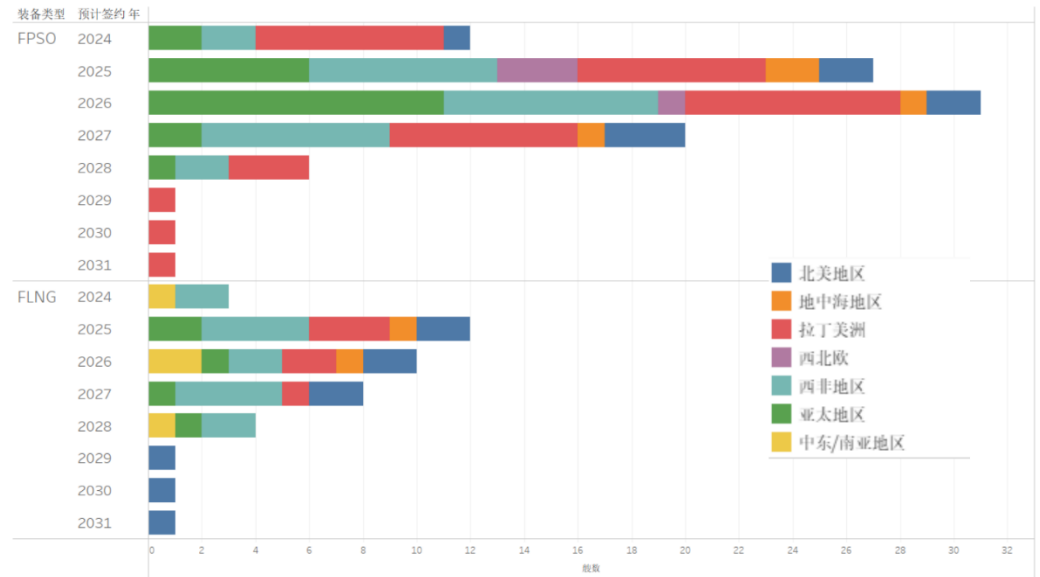


资料来源：Welligence Energy Analytics，东海证券研究所

FPSO 订单有望持续增长。截至 2022 年末，全球 FPSO 手持订单 26 艘，价值 289.8 亿美元。克拉克森的数据显示，预计 2024-2026 年，潜在的 FPSO、FLNG 订单需求超过

100 艘。根据 SinorigOffshore 数据，预计 2024 年-2030 年间，FPSO 新资本支出将达 715 亿美元，受益于石油公司上游支出的显著增加，预计 2024 年-2028 年全球将新增 48 艘 FPSO 订单，其中南美和非洲的需求最为突出。南美计划交付 17 艘，西非紧随其后为 16 艘，亚洲则预计有 8 艘订单，其中约 40%将延续到 2024 年以后，表明市场持续增长的潜力。

图18 2024-2031 年 FPSO 订单展望



资料来源：克拉克森，中国船舶网，东海证券研究所

2.2.2.我国 FPSO 业务未来前景广阔

全球海工产业竞争格局正在发生变化。全球海洋工程装备产业发展至今，基本形成了三个梯队竞争格局。第一梯队以欧美国家为主，基本垄断研发、前期设计、海上施工、工程项目总包以及核心关键设备的供应。第二梯队由韩国和新加坡企业组成，主要承担总装建造、大型模块建造以及核心关键设备的安装，当前我国已跻身第二梯队。从产业规模来看，中国连续 6 年保持全球第一海工大国的地位，2023 年我国新接海工装备订单 54 艘，占比达 44.26%。

表1 2023 年主要国家海工装备订单产品类型分布

产品类型	船厂国家											总和
	中国	欧洲	韩国	新加坡	阿联酋	马来西亚	巴西	印度尼西亚	越南	美国	其他	
海洋调查船	3	2	1								1	7
工程施工装备	38	22						1	8	2	4	75
浮式生产装备	5	1	1	1							3	11
储存运输装备	1			2	2						1	6
海工支持船	7	5		1	2	3	1	4				23
总和	54	30	2	4	4	3	1	5	8	2	9	122

资料来源：国际船舶网，东海证券研究所

FPSO 产业链逐步向中国转移。2007 年我国首次加入全球 FPSO 船体及上部模块建造产业链，2014 年下半年起油价出现大幅回落，FPSO 主要建造商韩国、新加坡及巴西等国家为应对低油价对利润造成的冲击多次出现造假腐败、安全不合格等事件，2015 年中国 FPSO 建造商海油工程承接 P67、P70 转包合同，中远船务承接 P75、P77 转包合同，同时巴西出台新政策降低海工本土化率，中国获得的巴西 FPSO 市场份额，使得中国一跃成为全球 FPSO 建造大国。2017 年以来全球海上油气开发热情有所恢复，中国承接大部分重要 FPSO 船体及上部模块建造工作，并创下多项纪录。2023 年 FPSO 年度十大项目中中国建造商硕果累累。SinorigOffshore 在今年上半年进行全球范围内即将 FID 的海上浮式项目的盘点，初步统计显示今年将至少授标 8 个 FPSO/FLNG 项目，全部由中国船厂承建，可见中国船厂在全球 FPSO 产业链角色日益凸显。

表2 2023 年 FPSO 年度十大项目

名称	建造商	备注
企鹅号 FPSO	海油工程	中国建造规模最大、智能化程度最高、最重的圆筒形 FPSO；创下全球“干拖”作业运输距离最长的记录
Anna Nery FPSO	中远海运重工	长江北支航道历年来出口的最大尺度与吨位的超大型油船
Bacalhau FPSO	大船集团	全球第一艘 M350 型 FPSO
Almirante Barroso FPSO	中远海运重工、博迈科	
N1151 P-82 FPSO	Petrobras、胜科海事、中远海运	目前全球最大规格的 FPSO 项目之一
SEPETIBA FPSO	招商局重工、博迈科	世界最大吨位之一的 FPSO；天津港首艘成功交付、直接出口的超大型 FPSO
Anita Garibaldi MV33 FPSO	大船集团	25 年期租合同，是 MODEC 迄今为止最长的租船合同之一
BM-C-33 FPSO	博迈科、MODEC	合同金额约为 1.4 亿美元
FPSO Prosperity	吉宝船厂、外高桥造船	
海洋石油 122	海油工程	中国自主建造的亚洲首艘圆筒形“海上油气加工厂”

资料来源：亚洲油气决策者俱乐部公众号，国际船舶网，公司官网等，东海证券研究所

表3 2018-2020 年全球部分 FPSO 建造项目

名称	作业者	承包商	上部模块	上部模块建造国家	签约时间
Mero (formerly Libra)	Petrobras	Modec	大船重工 EBR	中国	2017/12/1
Sepia (Block BM-S-11)	Petrobras	Modec	博迈科 中远海运重工	中国	2017/10/20
Karish	Energiean	EPCI by TechnipFMC	胜科海事	新加坡	2018/3/1
Johan Castberg (Block PL 532)	Statoil	Statoil	胜科海事	新加坡	2017/11/10
Penguins	Shell	EPC by Fluor	海油工程	中国	2018/1/15
P70 FPSO (Atapu)	Petrobras	Petrobras	海油工程	中国	2010/6/1
Balder X FPSO (Jotun A FPSO)	Point Resources	Point Resources	Aker	挪威	2019
Liza 4 FPSO 圭亚那	ExxonMobil	SBM Offshore	TBD	TBD	2019
Mero 3 FPSO Brazil	ExxonMobil	SBM Offshore	TBD	TBD	2019

Mero 2 FPSO Brazil

Petrobras

SBM Offshore

博迈科

中国

2019/6/1

资料来源：SinorigOffshore，东海证券研究所

我国未来 FPSO 业务前景广阔。1) **市场占比大**：随着 FPSO 市场的持续扩大，中国正巩固其在全球建造领域的领导地位。根据 Rystad Energy 最新报告，中国目前占据全球 FPSO 船体建造市场的 76%，同时控制了 50% 的上部结构制造和 46% 的上部结构与船体集成市场。随着未来全球 FPSO 订单有望继续反弹，我国 FPSO 订单承接量得到良好保障；2) **成本效益显著**：2020 年 Rystad Energy 指出中国/新加坡/韩国建筑工人平均时薪分别为 5/12/17 美元，当前全球劳动力成本有所上升，但我国仍保持相对成本竞争优势。同时我国海工项目管理与生产效率也在不断提升，得益于我国综合设计与建造的一体化模式，显著降低建造和组装的难度，使得船型 FPSO 的交付周期缩短至 18 个月，而基础型 FPSO 则需 24 个月；3) **逐步向高价值突破**：我国当前已经在 FPSO 建造和总装环节取得较高的市场份额，并逐渐在设计、总包环节有所突破。海油工程和中集来福士已取得巴西国家石油公司海洋油气平台 EPC 总包资质，惠生重工通过收购休斯顿霍顿海工设计公司也获得了一定的设计能力。综合来看，我国 FPSO 业务发展前景十分广阔。

表4 中国、韩国和新加坡各自发展 FPSO 市场优缺点

	优点	缺点
中国	建造规模强 成本效益显著 完善的供应链支持 强大的制造能力	高端技术和管理经验相对不足 有待加强国际合作和技术创新
韩国	丰富建造和管理经验 在传统技术上占据优势	存在成本压力 存在人员短缺、产能瓶颈问题 重心逐步转移至 FLNG
新加坡	管理和创新能力方面表现突出 表现高度守时性	存在压力成本

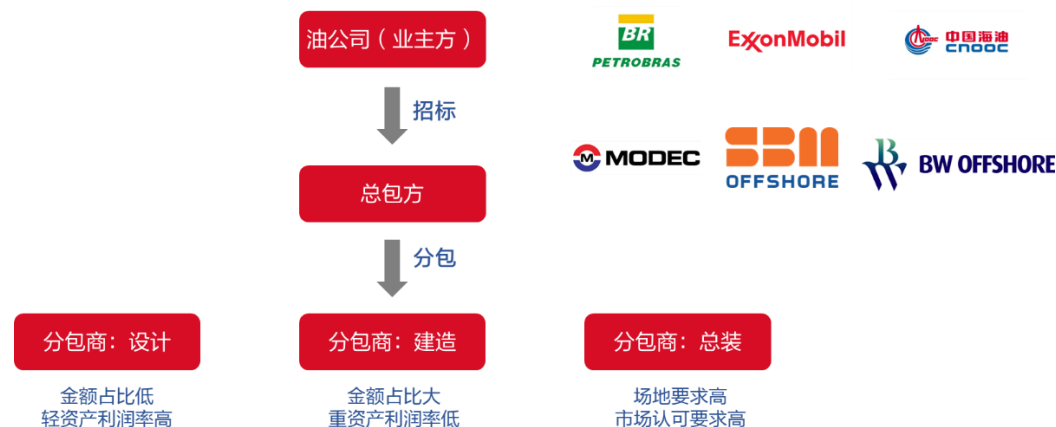
资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

2.3.博迈科持续夯实 FPSO 工程业绩，充实在手订单规模

2.3.1.产业链拓展提升价值量

FPSO 建造和总装环节金额占比大，设计环节利润率高。油公司向总包商进行 FPSO 的招标，总包商中标后将船体、上部模块和下水系泊系统的设计、建造、总装等环节进行分包，其中建造环节金额占比最大，但其重资产属性导致利润率较低；设计环节轻资产模式下形成较高的利润率；总装环节对分包商的建造场地、工程能力、市场认可度要求高。

图19 FPSO 项目实施流程



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

博迈科拓展建造环节上下产业链，进一步提升订单价值。FPSO 建造环节大多是以模块化方式进行，博迈科为全球 FPSO 上部模块重要建造商。根据中集集团数据，上部模块是整个 FPSO 装备的核心技术所在，虽然重量只占到全船的 1/3，但价值占全船 60%左右。近年来公司不局限于建筑环节，逐步向设计和总装等上下产业链发展，签订的 Mero 2 FPSO、MV33、BM-C-33 FPSO 等多个项目均已涉及详细设计环节，同时 Mero 2 FPSO 是公司乃至天津地区首个完成模块详细设计+建造+总装调试的 FPSO 项目，也是 SBM 首个在中国完整建造的 FPSO 项目。该项目的成功交付，填补了公司和天津地区浮式生产设备总装业务空白，标志公司已经实现了从详细设计到总装、调试的整体服务，订单价值质量进一步提升。

表5 博迈科近年来 FPSO 合同逐步向设计和总装发展

年份	业主	客户	项目名称	模块	金额 (亿元)	金额 (亿美元)
2020.1	Petrobras	SBM	Mero 2	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	9.02	1.31
2020.1	Petrobras	Modec	MV32 化学撬	FPSO 化学撬详细设计、加工设计、材料采购、建造等	1.12	0.16
2020.7	Petrobras	Modec	MV32 上部模块	FPSO 上部模块设计、材料采购、建造等	5.5	0.78
2020.7	Petrobras	Modec	MV33 化学撬	FPSO 化学撬详细设计、加工设计、材料采购、建造等	1.33	0.19
2020.12	Petrobras	Modec	MV33 上部模块	FPSO 上部模块加工设计、材料采购、建造等		
2021.4	Petrobras	Modec	MV33 上部模块	FPSO 上部模块部分详细设计		
2023.6	XOM	Modec	Errea Wittu FPSO	FPSO 上部模块详细设计、加工设计、材料采购和建造等	10.86	1.52
2023.10	Equinor	Modec	BM-C-33 FPSO	FPSO 化学撬、电气间及上部模块详细设计、加工设计、材料采购、建造等	10.178	1.4

资料来源：公司公告，东海证券研究所

博迈科投产多个改扩建项目，有效保障建造和总装能力。2019 年公司拟开 FPSO 舾装业务，决定增资扩建 2#码头工程，同时增资扩建临港海洋重工建造基地四期项目，将原有临港海洋重工建造基地增加至 67 万平方米，深水码头岸线增至 700 米，增设 1000 吨龙门吊，年产能将提升到 15 万吨，提高场地吊装能力，进一步提高了公司模块建造生产能力，扩大了产能与出运能力。2021 年鉴于公司订单量持续增长，需同时开展各类模块生产及总装业务，博迈科再次投资建设临港海洋重工建造基地四期改扩建工程，并已于 2024 年 11 月投产，当前公司在天津临港经济区拥有 76 万平方米生产场地，自有深水码头 700 米，具备承接 FPSO 项目总装业务的能力。同时拥有 325 米待开发深水码头资源，可根据项目执行需要，随时扩大公司深水码头规模，提高模块出运以及总装能力。

表6 博迈科改扩建工程有效保障业务能力

年份	项目名称	建设内容
2016	临港基地一期~三期工程	形成 50 万平方米的陆域生产场地；岸线长度为 400 米，自北至南分别布置 1 组 6000t 滑道、1 组 3000t 滑道及 1 组 20000t 滑道（1#码头）；年模块建造能力 10 万吨
2019	临港海洋重工建造基地四期项目	形成 67 万平方米的建造场地资源，包含优良的 700 米深水码头岸线；年模块建造能力 15 万吨
2019	2#码头工程	码头岸线长 300 米；可年出运 1000 吨以下模块 100 个、1000 吨至 25000 吨模块 20 个或年舾装 2 艘 15 万吨级 FPSO
2021	临港海洋重工建造基地四期改扩建工程	陆域用地面积 94984.1 平方米，主要包括：结构车间、预装车间、空压站、6#总装场地（其中 6#总装场地用于 FPSO 模块或海工模的总装；配置有 300t-110m 龙门吊及 12t-50m 塔吊，主要承担各类大小模块的总组装功能）；年生产 1500~10000t 海洋工程模块、矿业、LNG 模块 14 个；年钢材加工量 2.25 万吨
当前：		公司在天津临港经济区拥有 76 万平方米生产场地，自有深水码头 700 米，以及 325 米待开发深水码头资源

资料来源：公司公告，东海证券研究所

2.3.2. 专注国际顶级客户长期合作

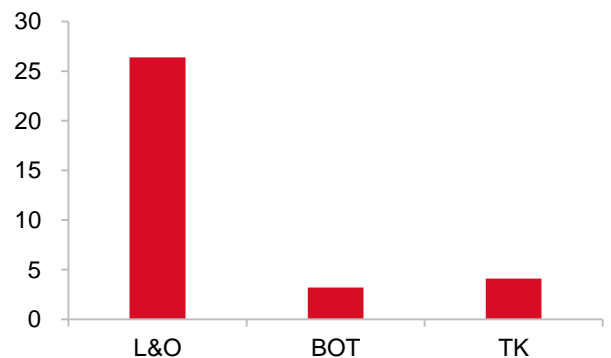
SBM Offshore 是一家涵盖浮式生产、系泊系统和生产运营服务的海上能源公司，在全球 FPSO 市场占据领先地位，业务遍及南美、西非、东南亚等主要海上油气产区。截至 2024 年上半年，SBM 在手订单合计 337 亿美元，相较 2023 年年底进一步提升 11%，其中 L&O 模式（Lease and Operate）数量最多，达 264 亿美元，其次为 TK 模式（Turn-Key）和 BOT 模式（Build-Operate-Transfer）。同时根据 SBM 预测，2024-2027 年全球潜在 FPSO 订单合计 40 艘，其中 SBM 潜在订单达 16 艘，主要订单集中在巴西区域。

图20 SBM 未来潜在 FPSO 订单（2024-2027）



资料来源：公司官网，东海证券研究所，注：蓝色为全球潜在订单，橙色为 SBM 潜在订单；截至 2024H1

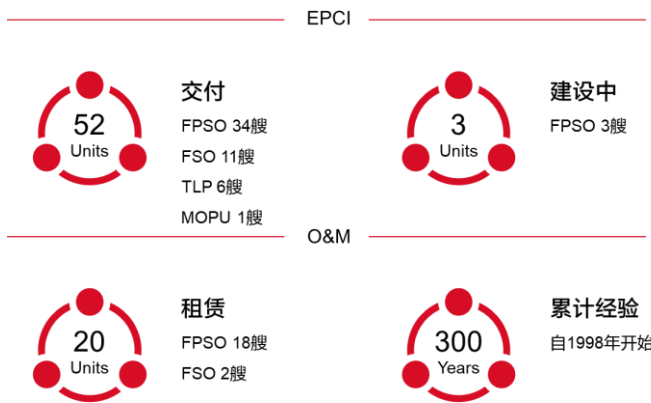
图21 SBM 在手订单情况（十亿美元）



资料来源：公司官网，东海证券研究所，注：截至 2024H1

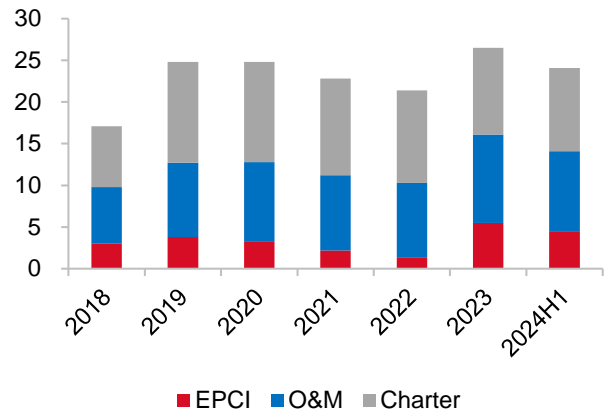
Modec 是全球领先专门从事浮式生产系统（包括 FPSO、FSO、TLP 等）的业主/运营商和 EPCI 总承包商之一。Modec 已交付 52 艘浮式生产系统的 EPCI 阶段，其中 FPSO 达 34 艘。当前公司处于租赁期的 FPSO 有 18 艘；在建的 FPSO 有 3 艘；运营和维护的 FPSO 有 3 艘。交付与在建合计 39 艘 FPSO（交付 EPCI 阶段 34 艘+仅运营和维护 2 艘+在建 3 艘）中有 16 艘订单来源于巴西。截至 2024 年上半年，Modec 在手订单 241 亿美元，其中 EPCI 订单 44 亿美元，运营和维保订单 97 亿美元，租赁订单 100 亿美元。

图22 Modec 在 FPSO 领域具备丰富经验



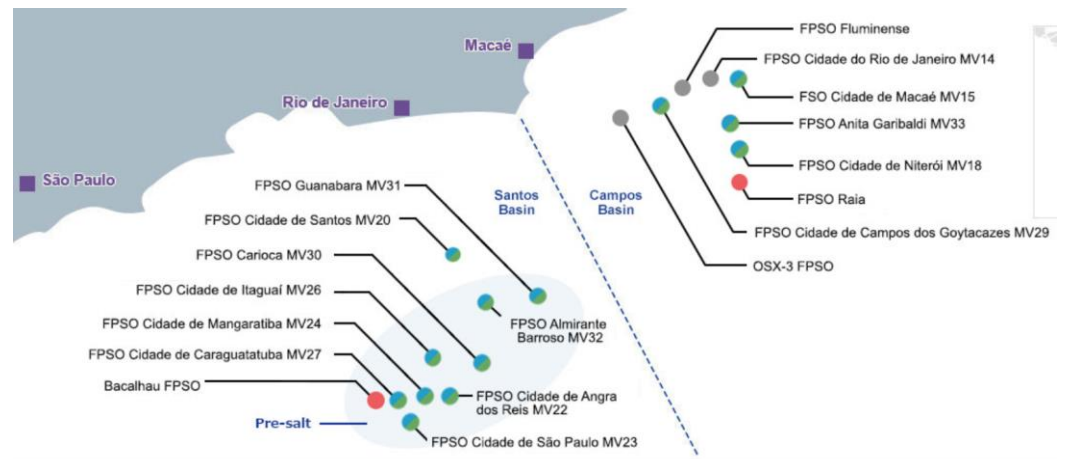
资料来源：公司官网，东海证券研究所

图23 Modec 在手订单情况（十亿美元）



资料来源：公司官网，东海证券研究所，注：截至 2024H1

图24 Modec 在巴西 FPSO 项目情况



资料来源：公司官网，东海证券研究所

巴西和圭亚那为未来 FPSO 重要地区。南美地区为 FPSO 主要市场，特别是巴西和圭亚那。作为全球 FPSO 市场的领头羊，巴西展现了持续的强劲增长。其国家石油公司 Petrobras 正在全力开发桑托斯和坎波斯盆地的盐下油田。这些油田不仅储量巨大且产量高，而且成为推动巴西市场需求的关键动力。Petrobras 2025-2029 年战略计划未来五年的勘探和生产（E&P）部门拨款 773 亿美元，比之前的计划提升 5%，同时到 2029 年新增 10 艘 FPSO，2030 年后部署新的 5 艘 FPSO，此外正在评估的还有其它 6 艘，以满足新油田开发需求并逐步替换老旧装置。与巴西相比，圭亚那的 FPSO 市场起步较晚，但发展速度令人瞩目。Stabroek 区块的成功以及近年来产量迅速增长意味着圭亚那作为全球勘探和生产中

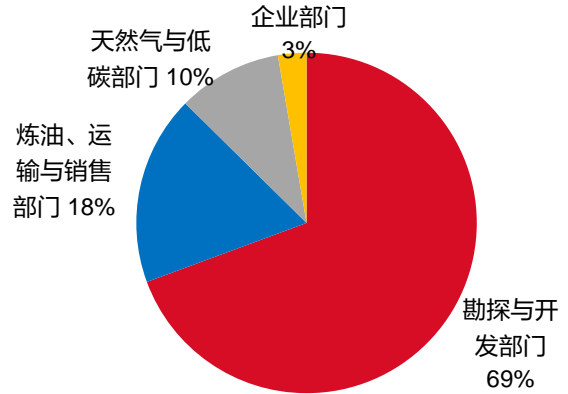
心的地位将继续上升，同时低盈亏平衡油价和中长期高投资回报率均助就圭亚那成为全球最具竞争力的深水产油国之一，有望成为 FPSO 部署的新兴热点地区。

图25 南美地区主导 FPSO 市场



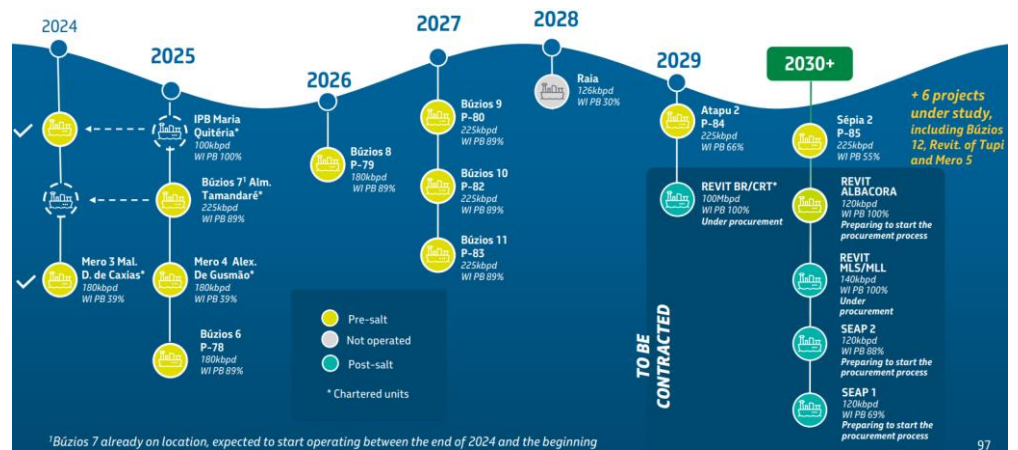
资料来源：Mordor intelligence，东海证券研究所

图26 2025-2029 年巴西国家石油公司资本开支预算



资料来源：巴西国油官网，东海证券研究所

图27 巴西国油 2024-2030 年 FPSO 项目



资料来源：巴西国油官网，东海证券研究所

博迈科与全球两大 FPSO 总包商深入绑定，并不断开拓高端客户。公司自 2013 年起与 Modec 合作，至今已签订十余项合同，其中主要为上部模块建造工作，2018 年自 MV30 FPSO 起公司开始涉及 Modec 分包下的设计工作，2023 年以来签订 Errea Wittu FPSO 和 BM-C-33 FPSO 合同均包含上部模块的详细设计、加工设计、材料采购、建造等工作，订单金额分别达到 10.86 亿元和 10.18 亿元，体现 Modec 对于博迈科能力的认可和合作度进一步提升，并且为公司首次与埃克森美孚建立联系，突破进入圭亚那海上油气产区市场，助力公司迈入行业高端。同时，公司于 2020 年第一次与 SBM 合作，也是公司首次承接 FPSO 上部模块总装及调试业务，总金额达 9.02 亿元，为公司截至 2020 年最大订单，2023 年 6 月公司成功交付。公司未来有望与全球两大 FPSO 总包商持续深入合作，并不断开拓高端客户，为公司奠定稳固优质订单基础。

表7 博迈科自 2013 年以来 FPSO 订单情况

年份	客户	项目名称	金额 (亿元)
2013	Modec	MV26 PROCESS MODULE/PIPERACK/RISER UPPER	1.35
2013	Modec	MV26 RISER LOWER	0.59
2013	南通中远船务有限公司	N487 DANA 400 FPSO 模块建造	1.23
2013.7	LEIGHTON	UZ8451 ZADCO ACCOMMODATION&UTILITIES PROJECT	1.15
2013	中海石油(中国)	秦皇岛 32-6 生活楼	0.64
2013	TECHNIP	Khafji Crude Related Offshore Projects Cellar Deck, LQ & Bridge	1.26
2014	TECHNIP	FMB1 & FMB2	2.57
2014	ABB (Modec)	MV27 Project-Module E-house	0.36
2014.9	Petrofac Emirates LLC.	Upper Zakum 750 Island Surface Facilities Project	3.54
2015	VWS	P67/P70 SRU (Integra SRU Project)	0.89
2015	Integar	REPLICANTES P67 & P70 Flare Tower	0.27
2015	Modec	MV29	2.65
2015	VWS	MV29 SRU	0.11
2016	Petrofac E&C International Ltd.	KOC LFHOD Project	1.30
2017	Petrofac E&C International Ltd.	New Refinery Project	1.28
2018.8	Modec	FPSO Carioca MV30-Chemical Injection Package	0.83
2018.7	Modec	FPSO Carioca MV30	4.87
2019.6	Modec	MV34 FPSO (Eni Mexico Area 1 FPSO)	1.94
2020.1	SBM	Mero 2	9.02
2020.1	Modec	MV32 化学撬	1.12
2020.7	Modec	MV32 上部模块	5.50
2020.7	Modec	MV33 化学撬	1.33
2020.12	Modec	MV33 上部模块建造合同	
2021.4	Modec	MV33 上部模块详细设计合同	
2023.6	Modec	Errea Wittu FPSO	10.86
2023.10	Modec	BM-C-33 FPSO	10.18

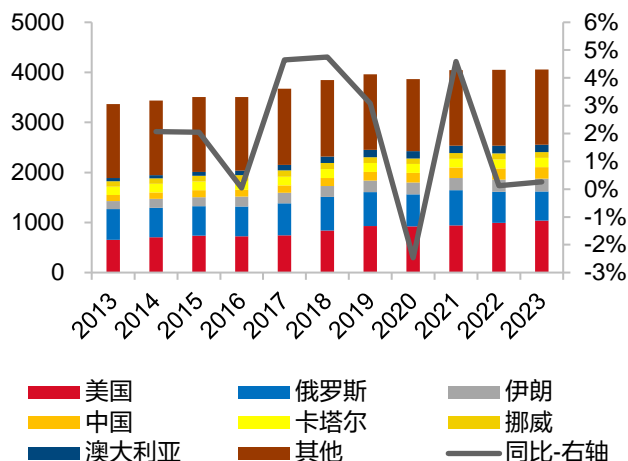
资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.LNG 投资持续加强，博迈科多维布局谋求发展

3.1.天然气是能源转型优质的过渡选择

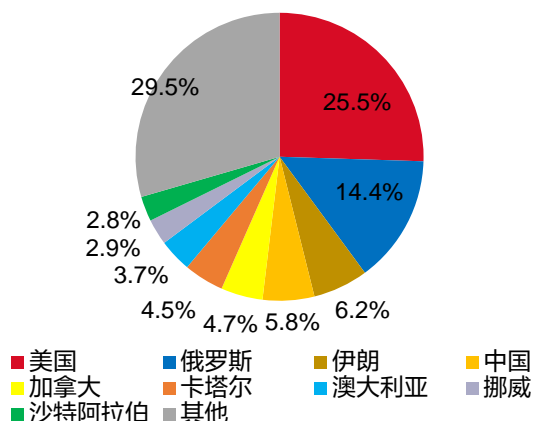
天然气仍然是能源转型优质的过渡选择。2023 年全球天然气产量 4.06 万亿立方米，同比上年上涨 0.3%，2013-2023 年全球天然气产量 CAGR 为 1.9%，当前美国、俄罗斯、伊朗、中国为天然气主要生产国，其中美国仍居于全球领先地位，2023 年产量达 1.04 万亿立方米，占全球天然气总产量比例达 25.51%；其次俄罗斯产量为 0.59 万亿立方米，占比 14.45%。2023 年全球天然气消费量 4.01 万亿立方米，其中美国为天然气最大消费国，占全球消费总量 22.11%。IEA 预计 2024 年全球天然气需求将增长 2.5%以上，全球天然气需求或在 2040 年后达到峰值。2023 年天然气占全球一次能源消费比例为 23.23%，随着全球能源转型的加速推进，作为相对清洁的化石能源，天然气在能源转型过程中起到桥梁作用，地位不断提升。

图28 全球天然气产量（十亿立方米）



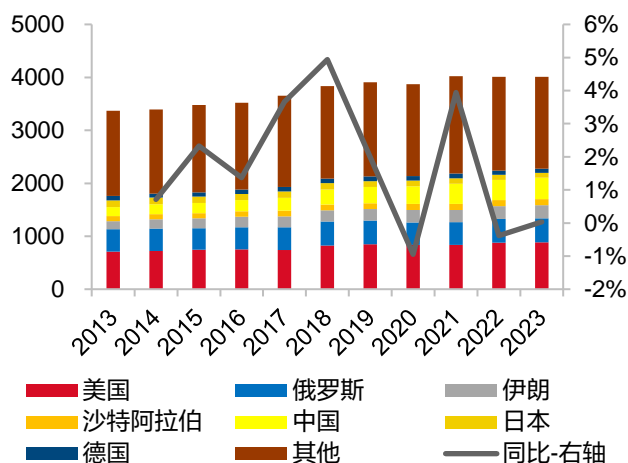
资料来源：Energy Institute，东海证券研究所

图29 2023年全球天然气产量占比



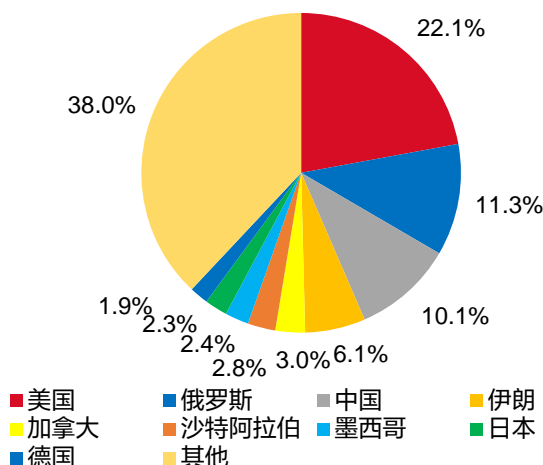
资料来源：Energy Institute，东海证券研究所

图30 全球天然气消费量（十亿立方米）



资料来源：Energy Institute，东海证券研究所

图31 2023年全球天然气消费量占比

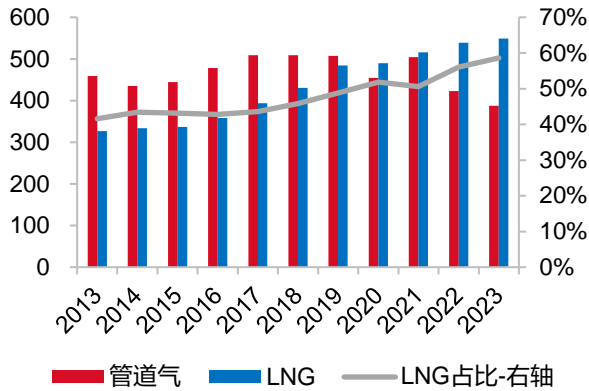


资料来源：Energy Institute，东海证券研究所

3.2.全球 LNG 不断发展，液化产能有望持续提升

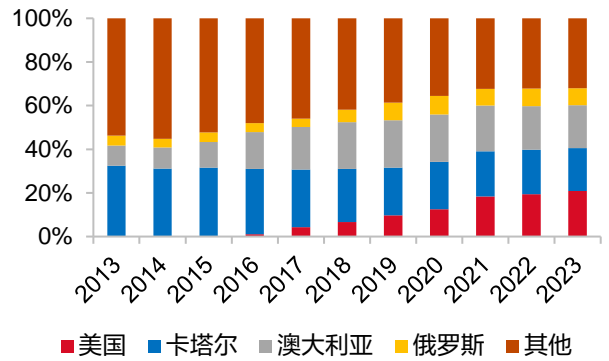
全球 LNG 在天然气市场中重要度不断提升。俄乌冲突背景下，俄罗斯向欧洲的管道气供应量持续减少，同时受益于全球 LNG 接收能力不断加强、基础设施不断完善以及运输成本不断下降，全球市场对于 LNG 需求不断加强，LNG 贸易流量逐年递增，自 2020 年以来首次超过管道天然气，2023 年全球 LNG 贸易量为 0.55 万亿立方米，占全球天然气贸易总量比例已从 2013 年的 41.6% 上升至 58.6%，2013-2023 年全球 LNG 贸易量 CAGR 达 5.3%，而管道天然气 CAGR 为 -1.7%。2023 年美国首次成为全年度全球最大的 LNG 出口国，占全球 LNG 出口量的 20.83%，其次为卡塔尔（19.74%）、澳大利亚（19.56%）和俄罗斯（7.77%）。高盛集团预测，到 2029 年全球对 LNG 的投资预计将增长 50% 以上，到 2030 年全球 LNG 供应量将激增 80%。

图32 全球管道天然气与 LNG 贸易流量 (十亿立方米)



资料来源: Energy Institute, 东海证券研究所

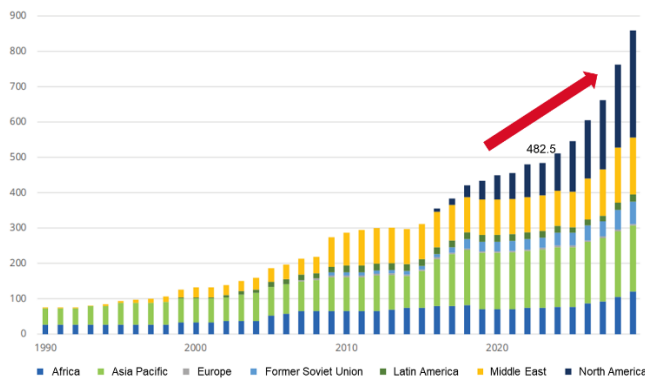
图33 全球主要 LNG 出口国



资料来源: Energy Institute, 东海证券研究所

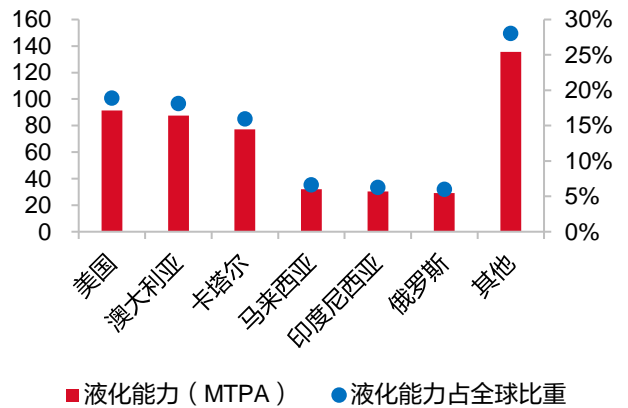
未来全球天然气液化能力有望进一步增加。截至2024年2月底,共有21个市场在运营液化天然气出口设施。美国仍然是最大的LNG液化能力市场,产能约为91.4 MTPA,其次是澳大利亚(87.6 MTPA),卡塔尔(77.1 MTPA),前三大市场目前占全球液化产能的一半以上。截至2024年2月底,全球共有216.9MTPA的液化能力正在建设或批准开发,约48%在北美。其中2023年共批准了58.8 MTPA的液化能力,相较2022年的22.4MTPA显著增加。同时截至2024年2月底,有1046 MTPA的液化能力处于Pre-FID阶段。由于新的FID和目前正在建设项目的启动,全球液化能力可能从2023年的483 MTPA上升到2030年的700 MTPA以上。

图34 1990-2029 年全球液化能力 (MTPA)



资料来源: Rystad Energy, IGU, 东海证券研究所

图35 全球当前 LNG 液化能力分布



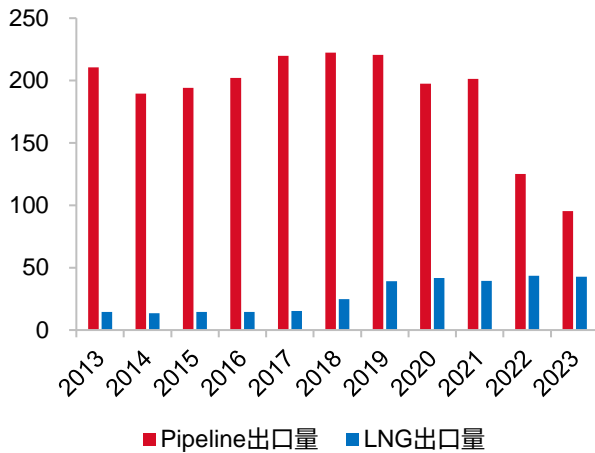
资料来源: Rystad Energy, IGU, 东海证券研究所, 截至2024年2月

3.3.博迈科开拓 LNG 优质客户，涉俄项目期待好转

俄罗斯天然气出口战略发生变化, 发展 LNG 具备必然性和长久性。俄罗斯长期以来一直依赖天然气管道来增强对外能源贸易和国际影响力。俄乌战争背景下对俄罗斯的天然气出口战略产生了一系列影响, 同时正值全球 LNG 贸易新时代, 俄罗斯开始尝试迈入 LNG 行业。2023年俄罗斯出口天然气1381亿立方米, 其中管道气出口954亿立方米, LNG出口427亿立方米, 分别较2021年-52.61%/+8.10%。俄罗斯目标是到2030年实现1亿吨LNG年产量, 约是目前出口量的3倍, 在2030至2035年间在全球LNG市场的份额提高到20%。在全球1046 MTPA的Pre-FID的天然气管道液化产能中, 俄罗斯占157.4 MTPA, 未来LNG液化能力将持续提升。当前在产LNG项目有4个, 在建及规划的LNG项目有4个, 在建设

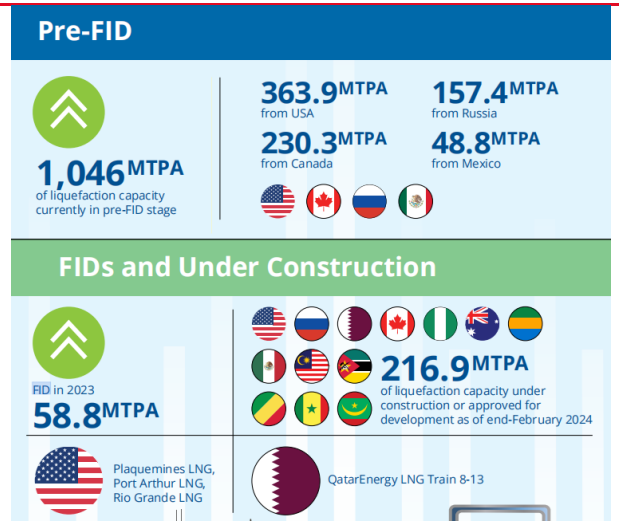
计年产能合计将近 5300 万吨，尽管均出现推迟，但在俄罗斯天然气资源丰富+俄乌冲突影响下管道天然气需求下降+LNG 为全球能源发展方向且具备经济性等多因素背景下，俄罗斯争夺 LNG 市场份额具备必然性和长久性。

图36 俄罗斯天然气出口量（十亿立方米）



资料来源：Energy Institute，东海证券研究所

图37 全球未来有望新增的天然气液化产能（MTPA）



资料来源：Rystad Energy，IGU，东海证券研究所

表8 俄罗斯在产和在建规划的 LNG 项目（万吨）

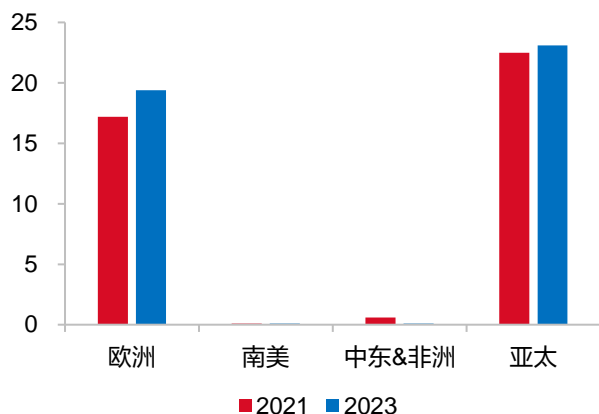
俄罗斯在产 LNG 项目				
项目	地点	投产日期	产能	备注
Sakhalin - 2 LNG	远东库页岛	2009	1000	俄气持股 50%，壳牌持股 27.5%，三井和三菱各持股 12.5% 及 10%（2022 年壳牌退出）
Yamal LNG	北极亚马尔半岛	2017	1650	诺瓦泰克公司持股 50.1%，道达尔持股 20%，中国石油持股 20%，丝路基金持股 9.9%
Cryogas - Vysotsk LNG	波罗的海芬兰湾海岸附近	2019	66	
Portovaya LNG	波罗的海芬兰湾海岸附近	2021	150	
俄罗斯在建和规划的 LNG 项目				
项目	地点	设计产能		备注
Arctic LNG2	北极格达半岛	1980		原计划于 2024 年初开始运营，2023 年 11 月美国对项目实施制裁，该项目于 2023 年 12 月宣布遭遇不可抗力。截至目前项目尚未实现商业投产和产品销售
Ust - Luga LNG	乌斯季-卢加港口	1300		项目启动时间从 2023 年延后至 2024-2026 年
Murmansk LNG	摩尔曼斯克港	2000		原计划 2024 年完成投资决策并启动建造，并于 2027 年实现首条生产线投产。2024 年 2 月，美国将该项目列入了制裁清单，受此影响，预计项目的建造计划将受到一定影响。
ObLNG 项目	西西伯利亚亚马尔-涅涅茨自治区	600		最初计划在 2020 年做出投资决策，已经多次推迟，目前尚未做出最终投资决定

资料来源：《国际石油经济》，东海证券研究所

俄罗斯 LNG 出口受到制裁影响较小。在俄乌冲突背景下，2023 年俄罗斯共计出口 427 亿立方米 LNG，较 2021 年上涨 5.69%，其中出口至欧洲及亚太的 LNG 量较 2021 年分别提升 12.79%和 2.67%。根据 bruegel 数据，2024 年 1-11 月欧盟 27 个国家进口俄罗斯 LNG

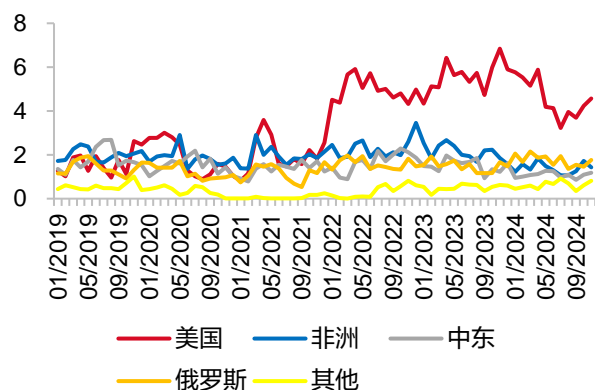
达 192.99 亿立方米，相较 2023 年同期再次提升 18.20%。可见一方面欧盟对俄 LNG 首次制裁相关措施预计影响不大，另一方面新一轮制裁将禁止俄 LNG 在欧盟境内转运，并涉及俄方在北极和波罗的海尚未运营的三个 LNG 项目，但没有像此前针对俄煤炭和海运石油的制裁那样完全禁止欧盟国家进口俄 LNG，当前欧盟国家仍通过油轮继续进口和转售俄 LNG，进口量未出现明显下滑，叠加亚太地区对俄罗斯 LNG 的进口需求，俄罗斯 LNG 未来市场仍然可期。

图38 2021 年和 2023 年俄罗斯 LNG 出口情况（十亿立方米）



资料来源：Energy Institute, 东海证券研究所

图39 欧洲 LNG 月度进口数量及来源国（十亿立方米）



资料来源：bruegel, 东海证券研究所

博迈科持续开拓天然气液化领域市场。近年来 2011 年博迈科赢得 Wheatstone LNG 项目的批量模块合同，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，初始合同金额为 13.03 亿元。公司凭借 Wheatstone LNG 项目的优秀业绩，持续加大对天然气液化领域的市场开拓，成功进入 Yamal LNG 项目和 Arctic LNG 2 项目。

表9 博迈科近年来 LNG 模块建造项目

年份	客户	项目名称	金额（亿元）
2011.9	ABB Korea	Shell Nigeria DOMGAS	0.07
2011.6	ABB Australia	Gladstone LNG Upstream Project E-houses	0.52
2011.10	Bechtel	Wheatstone project LNG Plant	11.87+1.16 追加至 21.02+1.57
2012.6	ABB Australia	QGC LNG FCS MV Switch room	0.32
2012.6	ABB Australia	QGC LNG CPP	0.47
2012.6	ABB Australia	QGC LNG FCS LV Switch room	0.23
2012.12	ABB Australia	Longford Project Blast Proof Switch room	0.07
2014.1	ABB Australia	Longford II Project Blast Proof Switch room	0.13
2014.7	YAMGAZ	Yamal LNG Project	21.65 追加至 25.35
2015.2	ABB PTE.LTD	Petrobras FLNG2 Project	1.56
2018	中石油	AGPP Amur Steelwork	1.13
2019.7	GYGAZ SNC	Arctic LNG 2	42
2019.11	GYGAZ SNC	Arctic LNG 2 的追加合同	5.2
2021.6	GYGAZ SNC	Arctic LNG 2 的追加合同	17.32
2023.9	Servizi Energia Italia S.p.A.	海上平台生活楼模块建造合同	15.99

资料来源：公司公告, 东海证券研究所

尽管存在地缘政治等不利因素影响，但对于液化天然气领域，博迈科未来表现仍然值得期待：

理由一：俄罗斯 LNG 长期发展不变，未来市场或会形成新格局。上文提及俄罗斯作为天然气资源大国，未来其天然气尤其是 LNG 发展是必然且长远的。欧盟在俄乌冲突爆发后的两年多里对俄罗斯实施 14 轮制裁，然而制裁在一定程度上也损害了欧洲经济的安全和竞争力，12 月 6 日欧盟各国大使未能一致批准针对俄罗斯的第 15 项制裁方案。特朗普上台后根据其以往俄乌关系主张，预计对俄罗斯制裁有望缓和。同时从长远来看，全球能源市场具备多元性和复杂性，俄罗斯在全球能源国家的重要性不会改变，未来或会在市场竞争中形成新的格局。

理由二：Arctic LNG 2 是俄罗斯 LNG 发展计划重要一环，博迈科已交付部分模块。1) 从俄罗斯角度来看，2022 年俄乌战争后，欧盟对俄罗斯实施制裁，迫使 Gygaz 暂停项目的工程建造，包括博迈科在内的中国船厂被勒令在 2022 年 4 月下旬和 5 月下旬的两个截止日期前停止制造 ALNG 2 所需模块。为了摆脱制裁，Gygaz 将 ALNG 2 项目承包工程移交给了合资企业 Gydan LNG SNC，同时剥离 Technip Energies 和 Saipem 的股份，使得 ALNG 2 项目在暂停 8 个月后成功重启，俄方具备处理制裁相关经验。2024 年 6 月美国首次将制裁的触角延伸至新建 LNG 船及中国海工船厂，蓬莱巨涛船厂成为首家受到制裁影响的中国企业，随后惠生清能发布终止所有正在进行的俄罗斯项目声明，博迈科宣布停止 ALNG2 模块的建造，封存两个模块。Novatek 当前暂停 ALNG2 项目的运营，并且 2024 年冬天没有重启计划。Arctic LNG 2 项目是俄罗斯北极战略和 LNG 发展计划的重要一环，未来或会寻求到重启方案。2) 从博迈科角度来看，公司当前已交付一定生产线模块，在项目执行过程中，公司也多按照完工进度确认收入，工程进度的推进有利降低可能存在的风险。

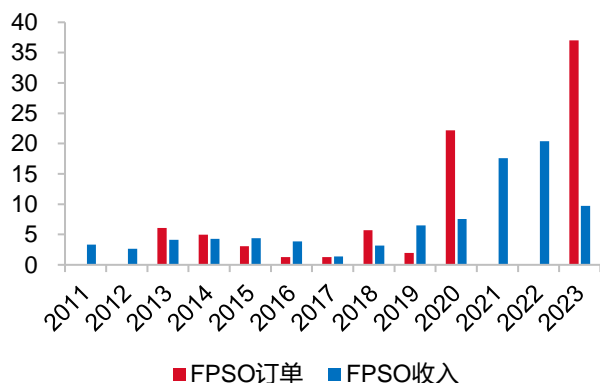
理由三：博迈科 LNG 领域市场认可度不断提升，积极开拓其他地区项目。公司先后承接俄罗斯两个 LNG 模块建造项目，其中 Yamal LNG 项目模块分包 7 个场地在中国，模块总重量超 50 万吨，其中公司承包重量为 4.5 万吨（占比 9%），承包量居于第四。而 ALNG2 项目中国 5 家承包商获得总计 25 万吨模块工作量，其中博迈科获得 7 万吨（占比 28%），承包量跃居第一。同时于 2019 年 11 月和 2021 年 6 月获得追加合同，合同总金额达 64.52 亿元，金额和工作量均大幅提升，体现公司于市场认可度不断增强。此外，公司持续开拓天然气液化领域市场，努力争取优质订单，2023 年公司取得海上平台生活楼模块建造合同，订单金额 15.99 亿元，该合同使得公司与意大利总包方 Saipem 建立合作关系，公司核心客户群体再添一员，未来公司将向中东 LNG 领域持续迈进，期待订单逐步落地。

4.业绩反转时点已至，持续彰显发展信心

4.1.新增订单爆发，盈利有望持续恢复

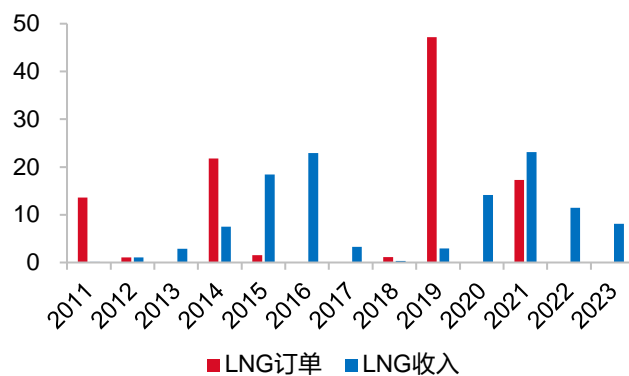
公司新增订单的确认至业绩兑现存在一定滞后性和持续性。分业务来看，公司 FPSO 板块和 LNG 板块收入的兑现均滞后于新增订单的签订节点，主要是由于公司主要业务为工程建造，存在一定建造周期，收入是按照工作量完成情况进行确认。从公司各年分版块收入及分版块新增订单量来看，FPSO 项目收入兑现对于 FPSO 项目的新增订单确认的时点会持续约 1-2 年，2020 年签订 FPSO 大额的订单量有力支撑公司 2021 年和 2022 年 FPSO 板块收入增长 132.67%和 15.80%。LNG 项目相对工程期更长，收入兑现对于新增订单时点会持续约 2-3 年，2014 年公司签订 Yamal LNG 大单很大程度上支撑了公司 2014-2017 年的 LNG 业务收入。

图40 博迈科 FPSO 新增订单及收入（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所，注：新增订单额均以初始订单金额计算，下同

图41 博迈科 LNG 新增订单及收入（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所，注：新增订单额均以初始订单金额计算，下同

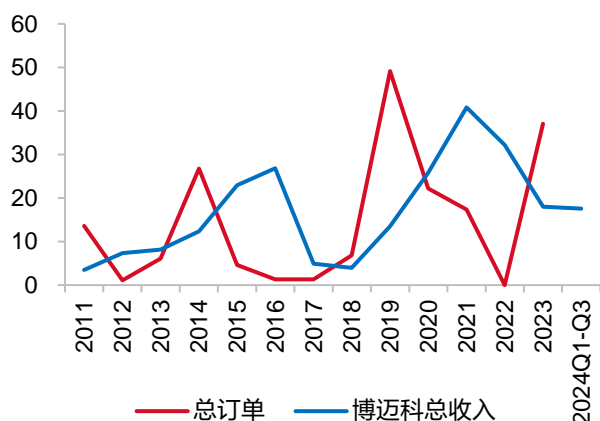
FPSO 新签订单量创历史新高，公司业绩有望迎来好转。从总订单额和总收入及净利润来看，公司收入和净利润均较全部新增订单的签订存在 1-2 年滞后期，由于俄乌战争等因素导致 2019 年和 2021 年 LNG 大单进度推迟影响 2022 年和 2023 年的收入确认，疫情等因素导致工程成本上升以及施工延迟造成的额外赶工成本影响 2022 年和 2023 年的成本确认，公司 2022-2023 年收入和净利润均出现下滑。

1) 从全球角度看，公司总收入和全球 FPSO 订单也存在一定关联，前者滞后后者约 2 年，上文提及海洋油气为重要发展方向，FPSO 与油价关联性逐步减弱，预计 2024 年-2028 年全球将新增 48 艘 FPSO 订单，看好全球 FPSO 高景气下公司业绩的长期支撑；

2) 从公司角度看，当前疫情等不利因素消失，同时据不完全统计公司 2023 年全年新签订订单量 37.03 亿元，均为 FPSO 订单，创公司历年度 FPSO 订单额新高，根据滞后规律利好公司 2024-2025 年业绩好转。同时公司与全球龙头客户绑定+技术工艺的不断升级保障未来业务的订单量，FPSO 业务的大额订单一定程度上缓解了俄罗斯 LNG 项目可能对公司业绩产生的不良影响，有力支撑 2024 年及之后公司的业绩恢复。

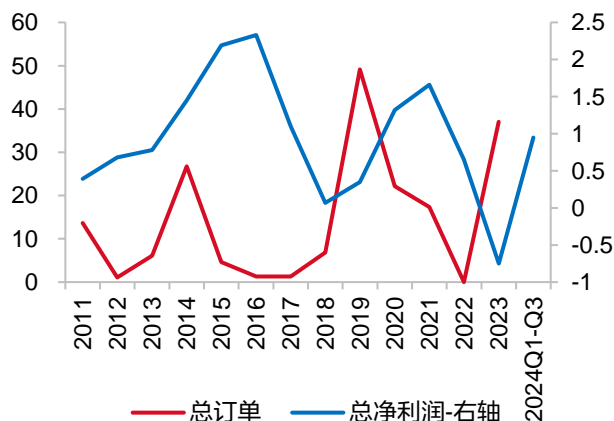
3) 新增长点，2022 年公司子公司博迈科资管与彭文成先生共同出资设立博迈科新能源，拟拓宽公司产业链布局，推进公司转型升级；全资子公司博迈科资管认购北京水木氢源一期产业投资中心份额，展开国内氢能业务布局。2022 年公司首次承接锂电池回收撬项目，良好的项目执行能力使公司成功获得了数个后续合同订单，同时跟进风电市场，加快公司向新能源领域探索的步伐，持续扩大公司业务空间。

图42 博迈科总新增订单额及总收入（亿元）



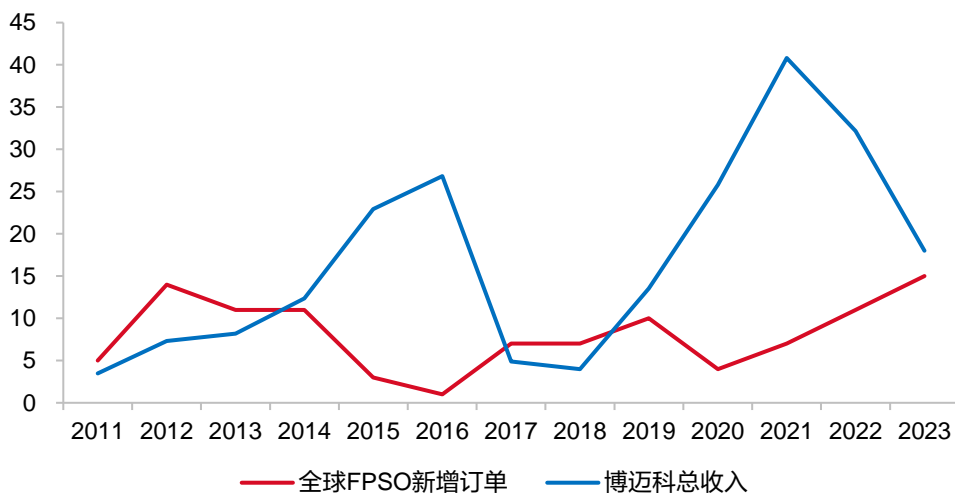
资料来源：Wind，东海证券研究所

图43 博迈科总新增订单额及总净利润（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

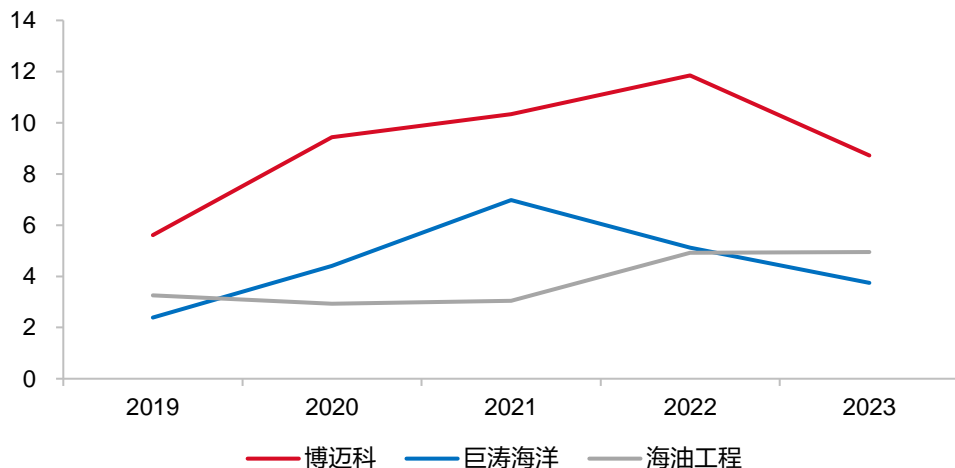
图44 全球 FPSO 新增订单及博迈科总收入（艘；亿元）



资料来源：亚洲油气决策者俱乐部公众号，Wind，东海证券研究所

博迈科的应收账款周转率高于同行业可比公司。公司应收账款周转率近年一直高于同行业可比上市公司的水准，主要原因是公司的客户大部分为海外知名客户，如巴西国家石油、埃克森美孚等国际顶级油气开发公司，Modec、SBM 等国际领先油气总承包商，公司努力与优质客户建立良好的合作关系，保证项目按照客户要求顺利甚至超预期完成，加之上述客户公司雄厚的资金、较高的信誉、良好的盈利水平，有效保障项目按时结算收款以及公司收入和现金流的稳定。

图45 博迈科及可比公司应收账款周转率



资料来源：Wind，东海证券研究所

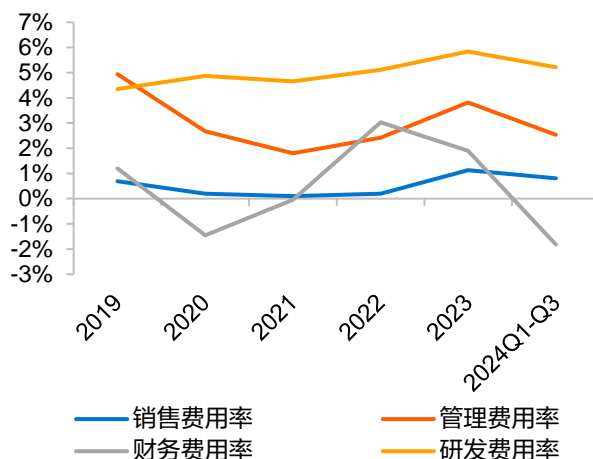
公司主要原材料钢材价格逐步回落，持续管控费用支出。公司使用的主要材料为钢材、焊材、涂料以及各类设备，其中钢材占比最大，此前我国钢材价格于 2021 年下半年高企，当前已逐步回落至 2020 年初水平，钢材价格的回落能够有效降低公司原材料成本；此外公司 2023 年因服务费增加导致期间费用率增加至 12.69%（管理费用率同比+1.4pct），2024Q1-Q3 公司期间费用率下降至 6.73%，其中管理费用下降至 2.53%，成本和费用的下降进一步保障公司业绩提升。

图46 钢材价格逐步回落



资料来源：Wind，东海证券研究所，注：1994年10月=100

图47 公司各项费用率情况

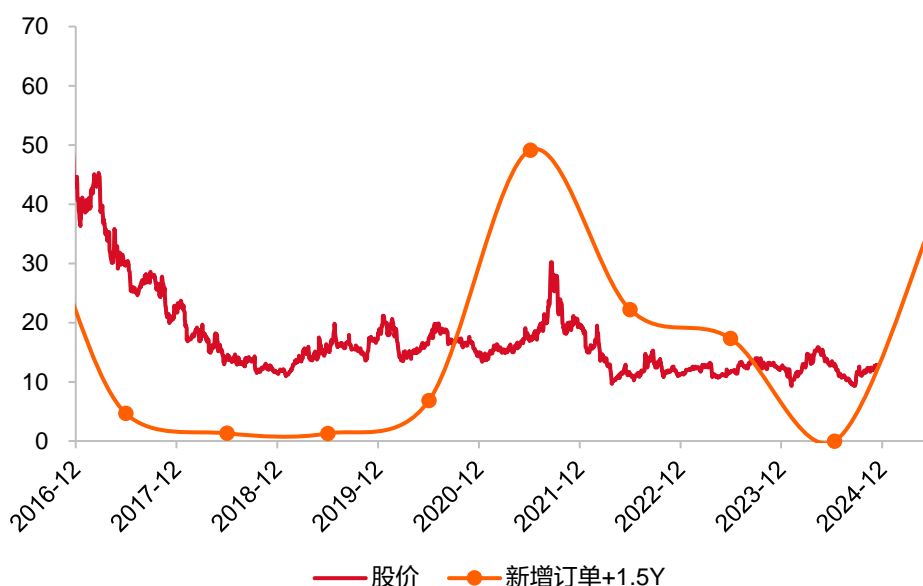


资料来源：Wind，东海证券研究所

4.2. 公司股价表现有望受益于订单释放

公司股价表现与新增订单量波动相关，约滞后 1-2 年。由于订单兑现需要一定周期，从新增订单的签订到公司业绩兑现有一定滞后性，而股价一定程度上受业绩表现影响，因此公司股价与新增订单数量相关，且也存在一定滞后性。根据复盘，将 2014-2023 年全年新签的订单数量后滞 1.5 年，2014 年订单取点于 2016 年 6 月 30 日，2015-2023 年同理，绘制股价和新增订单量 (T+1.5Y) 变动图，可以发现股价与后滞 1.5 年的新增订单量波动几乎趋于一致：1) 2015-2017 年，公司新增订单量较少，公司股价于 2017 年下跌；2) 2018 年公司订单承接量恢复，2019 年承接大额俄罗斯 LNG 项目，公司股价自 2019 年起止跌震荡，于 2021 年俄罗斯 LNG 大额订单确认收入时创阶段性新高；3) 2020-2022 年，由于疫情等因素影响，公司海外接单困难，新增订单量减少，股价也随之于 2021 年末下降。当前 2023 年全年公司已承接多个 FPSO 大单，创 FPSO 新增订单额历史新高，总订单额也逼近 2019 年水平，根据滞后期 1-2 年规律，公司业绩及股价表现均有望在 2025 年实现反弹。

图48 公司股价及新增订单量复盘



资料来源：Wind，东海证券研究所

4.3.持续现金分红，推进股份回购

公司高度重视维护市值水平，充分相信自身未来发展。公司基于对未来持续成长的坚定信念及对公司价值的充分认可，于2024年1月25日审议同意以人民币4000-8000万元自有资金以集中竞价交易方式回购公司发行的人民币普通股（A股），回购价格不超过人民币11.70元/股，后分别于2024年3月29日和2024年5月21日将回购股份价格上限调整为不超过人民币17.00元/股和不超过人民币16.85元/股，回购期限为自董事会审议通过回购股份方案之日起12个月内。截至2024年11月30日，公司已累计回购股份434.80万股，占公司总股本的比例达到1.5434%，已支付的总金额为4719.27万元（不含交易费用）。此次股份回购的顺利推进，彰显公司对自身长远、稳定、持续发展的信心。

表10 博迈科顺利推进股份回购计划

	回购股份 (万股)	占总股本比例 (%)	购买最高价 (元/股)	购买最低价 (元/股)	支付总金额 (百万元)
2024.1	14.73	0.0523	11.45	11.14	1.66
2024.2	286.24	1.016	11.06	8.8	28.35
2024.4	72.17	0.2562	14.4	13.3	10.02
2024.7	36.05	0.128	12	11.58	4.27
2024.10	25.61	0.0909	11.31	11.25	2.89
合计	434.8	1.5434	14.4	8.8	47.19

资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司高度重视投资者回报。自2016年上市以来，公司连续8年以现金分红方式回馈投资者，在2023年归母净利润首次录得负值的情况下仍然坚持分红，累计现金分红总额近3.5亿元，现金分红总额占净利润总额的比例超过50%，单一年度现金分红金额占当期净利润比例均超过30%，最高年份分红比例近97%，体现公司高度重视投资者回报，积极可持续回馈股东。

表11 博迈科近年来持续分红

分红年度	每10股派发红利金额(元)(含税)	现金分红金额(万元)(含税)	分红年度归属于上市公司股东的净利润(万元)	现金分红金额占合并报表中归属于上市公司股东的净利润的比率(%)
2023	1.5	4169.82	-7547.70	不适用
2022	1.5	4225.79	6461.73	65.40%
2021	2.5	7042.98	16617.43	42.38%
2020	2.5	5689.47	13161.57	43.23%
2019	1	2275.30	3465.42	65.66%
2018	0.3	686.89	715.28	96.03%
2017	1.5	3512.18	10985.69	31.97%
2016	3	7024.35	23302.20	30.14%
合计		34626.77	67161.63	51.56%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

5.盈利预测与估值

5.1.盈利预测

海洋油气开发模块：我们认为当前海洋油气开发（FPSO）行业景气度高，且FPSO未来投资将更趋于稳定性和长期性，SinorigOffshore 预计 2024 年-2028 年全球将新增 48 艘 FPSO 订单，按照巴西国油已公布的 FPSO 计划推算未来各年的全球新增订单量。Rystad Energy 指出中国目前占据全球 FPSO 市场 50%的上部结构制造和 46%的上部结构与船体集成市场，2023 年全年全球新增 FPSO 订单 15 艘，公司公告 3 艘合同，约占比 1/5，合同价格处于 10 亿元以上，博迈科作为全球 FPSO 上部模块重要建造商，看好其未来 FPSO 订单量与价的提升，以此预估公司 2024-2028 年新增订单金额，博迈科 FPSO 项目收入兑现对于 FPSO 项目的新增订单确认的时点会持续约 1-2 年，因此我们综合未来各年新增订单量的完工进度推测公司收入表现。同时当前疫情等影响因素已消失，钢材原材料的价格也逐渐回归此前水平，因此假设 2024-2026 年海洋油气开发模块的毛利率水平分别为 16%/18%/20%。

天然气液化模块：俄罗斯 LNG 项目由于 2024 年美国再次的制裁而停滞，一定程度上影响了公司 2024 年 LNG 业务的业绩表现。然而 Arctic LNG 2 是俄 LNG 发展计划中重要一环，特朗普上台后根据其以往俄乌关系主张，预计对俄罗斯制裁有望缓和，未来或会寻求到重启方案。同时公司 LNG 项目在全球市场认可度不断增强，未来也将向中东 LNG 领域持续迈进，当前全球市场对于 LNG 需求不断加强，看好俄以外地区 LNG 项目的签订为公司带来的业绩恢复，因此假设 2024-2026 年天然气液化模块的收入增速分别为-10%/30%/50%；LNG 项目毛利率水平较高，因此假设 2024-2026 年毛利率水平逐步恢复至 14%/18%/22%。

其他业务：公司其他业务收入和成本占比较小，考虑到工程建设领域相关工作量不断恢复，此前疫情等影响成本的因素已经消失，毛利率有望恢复，因此假设其他业务 2024-2026 年收入增速分别为 20%/40%/60%，毛利率分别为 5%/7%/9%。

表12 公司主要业务毛利拆分（单位：亿元）

		2023	2024E	2025E	2026E
海洋油气开发模块	销售收入	9.70	18.52	28.46	36.80
	成本	9.62	15.55	23.34	29.44
	销售收入增长率	-52.38%	90.88%	53.70%	29.32%
	毛利率	0.83%	16%	18%	20%
天然气液化模块	销售收入	8.09	7.28	9.47	14.20
	成本	6.62	6.26	7.76	11.07
	销售收入增长率	-29.41%	-10%	30%	50%
	毛利率	18.16%	14%	18%	22%
其他业务	销售收入	0.20	0.24	0.34	0.54
	成本	0.23	0.23	0.31	0.49
	销售收入增长率	-41.18%	20%	40%	60%
	毛利率	-15.00%	5.00%	7.00%	9.00%
合计	销售收入	17.99	26.04	38.26	51.54
	成本	16.47	22.04	31.41	41.00
	销售收入增长率	-44.08%	44.72%	46.95%	34.70%
	毛利率	8.45%	15.34%	17.90%	20.44%

资料来源：Wind，东海证券研究所

5.2.公司估值

我们认为当前油服行业景气度持续，公司一方面仍将重点放在以 FPSO 为代表的浮式生产设备领域持续发力，未来全球 FPSO 订单充沛，公司不断提升接单数量与价值，有利保障公司基础业绩水平；一方面 LNG 需求不断加强，期待公司订单逐步落地。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.20/2.59/3.99 亿元，EPS 分别为 0.42/0.92/1.41，以 2024 年 12 月 26 日收盘价计算，对应 PE 为 27.11x/12.49x/8.13x。我们选取 4 家国内涉足海洋油气服务代表企业作为可比公司，根据 Wind 一致预期计算 2024-2026 年行业平均 PE 为 19.74x/14.17x/11.25x。看好行业景气上行不断释放订单背景下公司业绩持续恢复，首次覆盖给予“买入”评级。

表13 可比公司估值表

代码	简称	2024/12/26	市值 (亿元)	市盈率 PE				EPS (元/股)			
		收盘价 (元)		23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
601808.SH	中海油服	14.76	550.89	23.15	15.73	12.48	10.38	0.63	0.73	0.93	1.11
600583.SH	海油工程	5.46	241.41	16.21	11.86	10.41	9.07	0.37	0.46	0.52	0.60
002353.SZ	杰瑞股份	35.00	358.35	11.73	13.26	11.19	9.68	2.40	2.64	3.13	3.62
688377.SH	迪威尔	20.30	39.52	9.40	38.10	22.60	15.87	0.30	0.53	0.90	1.28
	行业平均		297.54	15.12	19.74	14.17	11.25	0.93	1.09	1.37	1.65
603727.SH	博迈科	11.50	32.40	-	27.11	12.49	8.13	-0.27	0.42	0.92	1.41

资料来源：Wind，东海证券研究所（截止至 2024 年 12 月 26 日收盘）

6.风险提示

FPSO 订单交付不及预期：FPSO 订单交付过程或会受全球地缘政治、原材料成本波动等因素影响，订单的交付时间影响公司收入的确认；

俄罗斯 LNG 项目进度不及预期：俄罗斯项目为公司近年来金额较大业务，当前受欧盟对俄制裁停滞，未来项目的发展一定程度上影响公司业绩表现；

新订单签订不及预期：公司业绩兑现及股价表现均与新增订单签订有一定关联，公司未来新增订单数量会影响未来业绩水平和市场信心；

特朗普俄乌关系主张不确定性：鉴于美国在全球能源市场的影响力，其对俄乌关系的态度将对俄罗斯液化天然气发展产生重要影响，进而影响公司俄罗斯 LNG 的项目进度；

汇率波动风险：公司业务主要面对国外企业，大多数以美元进行结算，汇率的波动一定程度上会影响公司业绩。

附录：三大报表预测值

利润表					资产负债表				
单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,799	2,604	3,826	5,154	货币资金	2,015	3,127	4,288	5,513
%同比增速	-44%	45%	47%	35%	交易性金融资产	0	0	0	0
营业成本	1,647	2,204	3,141	4,100	应收账款及应收票据	317	264	392	522
毛利	152	399	685	1,053	存货	170	235	335	437
%营业收入	8%	15%	18%	20%	预付账款	35	61	86	113
税金及附加	11	17	24	33	其他流动资产	730	1,058	1,228	1,486
%营业收入	1%	1%	1%	1%	流动资产合计	3,266	4,744	6,330	8,071
销售费用	20	16	31	41	长期股权投资	0	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	69	78	119	170	固定资产合计	936	945	942	930
%营业收入	4%	3%	3%	3%	无形资产	439	450	461	473
研发费用	105	130	191	258	商誉	0	0	0	0
%营业收入	6%	5%	5%	5%	递延所得税资产	62	57	57	57
财务费用	34	28	74	101	其他非流动资产	96	181	174	170
%营业收入	2%	1%	2%	2%	资产总计	4,800	6,378	7,964	9,702
资产减值损失	-6	0	0	0	短期借款	280	2,280	3,280	4,280
信用减值损失	-12	-10	0	-10	应付票据及应付账款	506	568	809	1,056
其他收益	10	13	19	26	预收账款	0	0	0	0
投资收益	0	5	38	1	应付职工薪酬	43	39	56	73
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	3	4	6	8
公允价值变动收益	-11	0	0	0	其他流动负债	679	159	226	299
资产处置收益	0	0	0	0	流动负债合计	1,511	3,049	4,376	5,715
营业利润	-106	139	303	467	长期借款	0	0	0	0
%营业收入	-6%	5%	8%	9%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	4	2	2	2	递延所得税负债	0	0	0	0
利润总额	-102	141	305	469	其他非流动负债	78	70	70	70
%营业收入	-6%	5%	8%	9%	负债合计	1,589	3,119	4,446	5,785
所得税费用	-26	21	46	70	归属于母公司的所有者	3,211	3,259	3,518	3,917
净利润	-75	120	259	399	少数股东权益	0	0	0	0
%营业收入	-4%	5%	7%	8%	股东权益	3,211	3,259	3,518	3,917
归属于母公司的净	-75	120	259	399	负债及股东权益	4,800	6,378	7,964	9,702
%同比增速	-217%	258%	117%	54%	现金流量表				
少数股东损益	0	0	0	0	单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS (元/股)	-0.27	0.42	0.92	1.41	经营活动现金流净额	515	-144	350	490
基本指标					投资	0	0	0	0
	2023A	2024E	2025E	2026E	资本性支出	-41	-221	-121	-121
EPS	-0.27	0.42	0.92	1.41	其他	1	6	38	1
BVPS	11.40	11.57	12.49	13.90	投资活动现金流净额	-40	-215	-83	-121
PE	—	27.11	12.49	8.13	债权融资	-420	1,600	1,000	1,000
PEG	—	0.10	0.11	0.15	股权融资	0	-3	0	0
PB	1.01	0.99	0.92	0.83	支付股利及利息	-55	-90	-106	-144
EV/EBITDA	42.36	8.35	4.45	2.88	其他	55	-8	0	0
ROE	-2%	4%	7%	10%	筹资活动现金流净额	-420	1,499	894	856
ROIC	-1%	3%	5%	6%	现金净流量	58	1,112	1,161	1,225

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2024年12月26日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089