

# 油服行业专题报告【广发机械&海外】巨涛油服（3303.HK）

## 巨涛海洋石油服务：油气处理设备与海工服务总包商

分析师：罗立波 S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师：刘芷君 S0260514030001



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

### 核心观点：

#### ● 油气行业气温回暖，已度过最冷寒冬

2016年11月30日，OPEC在时隔8年后达成首次限产协议，11个国家将合计减产116.6万桶/日，减产至3250万桶/日。减产协议的达成与实施将提振行业信心，使得未来油价预期好转。预计油气资本开支回补，利好相关油气服务与设备企业。随着近几年全球能源需求不断增加，丰富的海洋油气资源成为下一个突破点。据估计，海洋石油资源量约占全球石油资源总量的34%，海洋石油累计获探明储量约400亿吨，探明率大约30%，尚处于勘探早期阶段。相较于陆上石油，海上石油开采成本更为高昂，不少项目成本在40-50美元，深海石油开采成本则更高。因此，我们认为基于目前油价企稳回升，陆上石油会先复苏，海洋石油紧随其后。

#### ● 巨涛海洋石油：油气处理设备与海工服务总包商

巨涛海洋石油服务有限公司是一家提供海洋油气开采设备的国内制造商。公司已与多家全球知名企业达成战略合作协议，并成功进入中海油等知名客户的全球供应商名录。目前公司正随行业波动积极调整，降本增效，改革整合业务，集中资源发展。公司是较早成为具有成套天然气处理装备、油水处理装备EPC能力的系统供应商。同时，公司立足油气设备制造，积极向高端海工装备产业链延伸，进军海底设备和FPSO上部模块建造。在2014年底完成和交付公司首个FPSO上部模块建造项目后，于2015年又承接另一世界知名石油设备设施供应商的FPSO上部模块建造项目，进入该领域建造的主流市场。一系列重点项目的成功实施，标志着巨涛对于高端海工模块建造的安全、品质、设计、生产和项目管理水平已经走向成熟。

#### ● 投资建议

油气装备服务行业具有鲜明的“周期成长性”特点，优秀的国内企业在加快国际化布局并维持较好的财务状况。随着原油市场的供需更趋平衡，我们认为油气装备服务行业持续改善的时间和幅度在明年均较乐观，其中陆上石油先行复苏，海洋石油紧随其后，建议关注基本面在改善、海外市场积极布局的油气装备服务企业。

#### ● 风险提示

原油具有多重属性，其价格波动具有较高不确定性，是影响油气装备服务产业景气的关键因素。

| 投资摘要        | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入（人民币百万） | 951   | 659   | 722   | 814   | 933   |
| 变动（%）       | 6.9   | -30.7 | 9.7   | 12.7  | 14.7  |
| 净利润（人民币百万）  | 28    | 27    | 32    | 41    | 61    |
| 每股收益        | 0.025 | 0.023 | 0.028 | 0.036 | 0.054 |
| 市盈率（倍）      | 30.1  | 32.1  | 26.4  | 20.8  | 13.9  |
| 每股股息        | 0.000 | 0.266 | 0.000 | 0.004 | 0.005 |
| 股息率（%）      | 0.0   | 35.5  | 0.0   | 0.5   | 0.7   |

## 目录索引

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 一、油气行业企稳回暖，已渡过最冷寒冬.....       | 4  |
| OPEC 达成减产协议，油价或迎触底回升.....     | 4  |
| 油气资本开支回补，利好相关服务与设备企业.....     | 5  |
| 海洋石油开采：潜力巨大，但滞后于陆上石油复苏.....   | 7  |
| 二、巨涛海洋石油：油气处理设备与海工服务总包商.....  | 10 |
| 二十年专注，深耕油气领域.....             | 10 |
| 降本增效，多项改革整合业务.....            | 12 |
| 国内首家油气成套处理设备及系统 EPC 供应商.....  | 14 |
| 承接 FPSO 上部模块制造业务，高端制造国产化..... | 14 |
| 三、投资建议、风险提示.....              | 17 |

## 图表索引

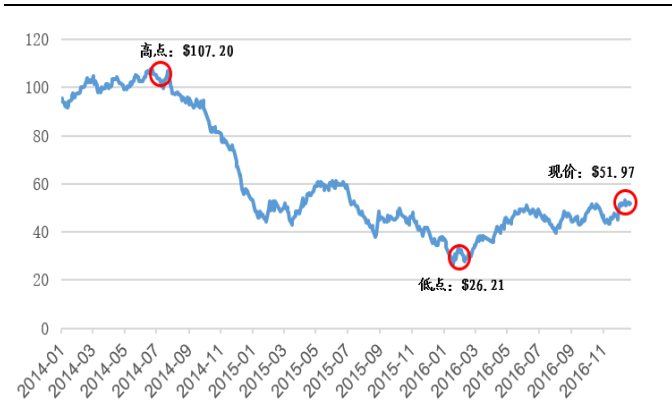
|   |    |
|---|----|
| 图 1: 国际 WTI 油价.....                     | 4  |
| 图 2: 全球原油供需缺口 .....                     | 4  |
| 图 3: OPEC 此次原有限产协议 (tb/d) .....         | 4  |
| 图 4: OPEC 原油实际产量与本次限产协议限制目标 .....       | 4  |
| 图 5: OPEC 冻产协议有效促成油价趋势反转 .....          | 5  |
| 图 6: 海洋能源开发的流程.....                     | 6  |
| 图 7: 全球石油勘探开发资本开支.....                  | 6  |
| 图 8: 全球海洋近海含油气盆地分布 .....                | 7  |
| 图 9: 全球海洋油气开发投资 .....                   | 8  |
| 图 10: 全球深水油气开发投资 .....                  | 8  |
| 图 11: 中国陆上与海洋石油勘明储量 .....               | 8  |
| 图 12: 中国海洋原油产量 .....                    | 9  |
| 图 13: 中国海洋天然气产量.....                    | 9  |
| 图 14: 陆上石油开采成本 .....                    | 9  |
| 图 15: 公司收入和增速 .....                     | 10 |
| 图 16: 公司净利润和增速 .....                    | 10 |
| 图 17: 公司 2015 年主营业务收入构成 .....           | 11 |
| 图 18: 公司 2015 年收入地区构成.....              | 11 |
| 图 19: 公司部分项目情况 .....                    | 11 |
| 图 20: 公司战略合作公司举例 .....                  | 12 |
| 图 21: 珠海巨涛基地.....                       | 13 |
| 图 22: 蓬莱巨涛建造基地 .....                    | 13 |
| 图 23: 蓬莱巨涛导管架和平台上部模块 .....              | 13 |
| 图 24: 公司油气处理设备项目举例.....                 | 14 |
| 图 25: 已投产海上浮式生产系统数量对比.....              | 15 |
| 图 26: 生产平台历史订单构成(1996~2012.3,按数量) ..... | 15 |
| 图 27: FPSO 上部示意图.....                   | 16 |
| 图 28: 巨涛自用码头满足 FPSO 的停靠要求 .....         | 16 |

## 一、油气行业企稳回暖，已渡过最冷寒冬

### OPEC 达成减产协议，油价或迎触底回升

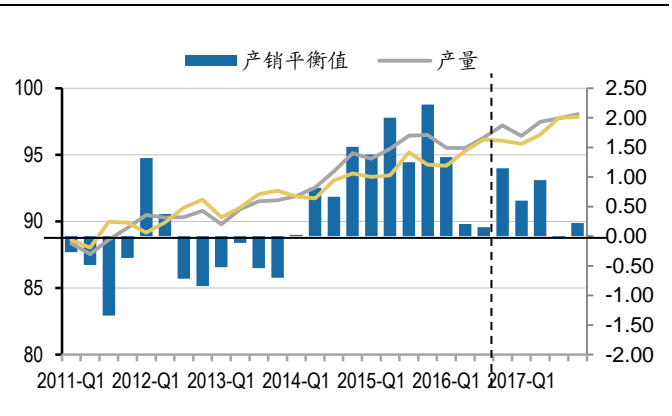
2014年，美国页岩油产业革命和全球经济增速放缓造成了原油的供需缺口放大，国际油价迅速回落，从107美金/桶，历经20个月的下跌，于2016年2月11日创下26美金的近20年油价最低点。此后油价缓慢攀升至目前的50美金。油气行业产能由于低油价逐渐回落，原油供需过剩情况也出现转机，全球原油供需缺口开始收缩，供需正在趋于新的平衡。

图1：国际WTI油价（截至2016.12.23）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：全球原油供需缺口



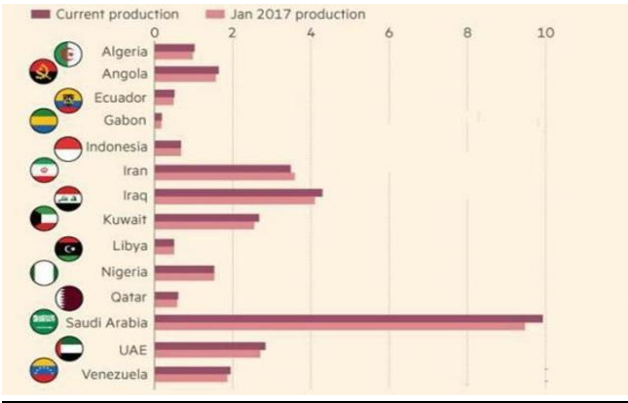
数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

2016年11月30日，石油输出国组织(OPEC)在维也纳举行落实减产协议的会议，会上，OPEC在时隔8年后达成首次限产协议，11个国家将合计减产116.6万桶/日，减产至3250万桶/日；减产协议将从1月开始实施。2016年12月10日，11个非欧佩克产油国达成减产协议，决定从2017年1月起将其原油日产量减少55.8万桶，其中俄罗斯承担的份额最大，目标日产量减少30万桶，该协议的有效期为6个月，是否续期将视市场行情而定。OPEC国家和非OPEC成员国自2017年1月1日起总计减产近180万桶/日。

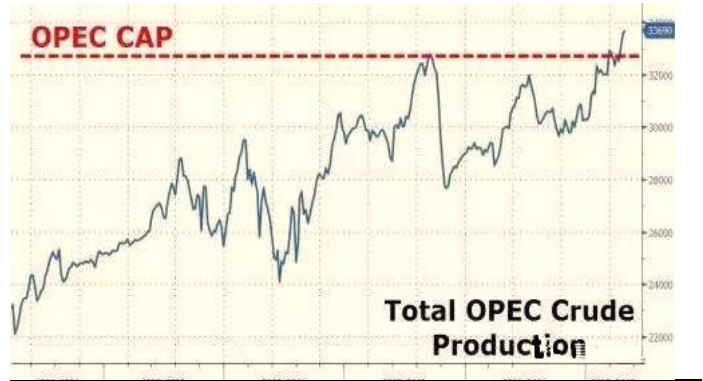
国际能源信息署EIA在2016年11月6日发布的短期能源展望中预测，2017年的原油过剩平均为50万桶/天，较2016年的80万桶/天继续减少，而当前OPEC116万桶/日的减产计划将足以促进全球原油供需加快走向平衡，受消息影响，30日晚间国际油价上涨超8%，创下9个月最大涨幅。我们认为，无论减产协议实施效果如何，减产协议的达成都将提振行业信心，使得未来油价预期好转，有利于改善行业投资前景。

图3：OPEC此次原有限产协议 (tb/d)

图4：OPEC原油实际产量与本次限产协议限制目标



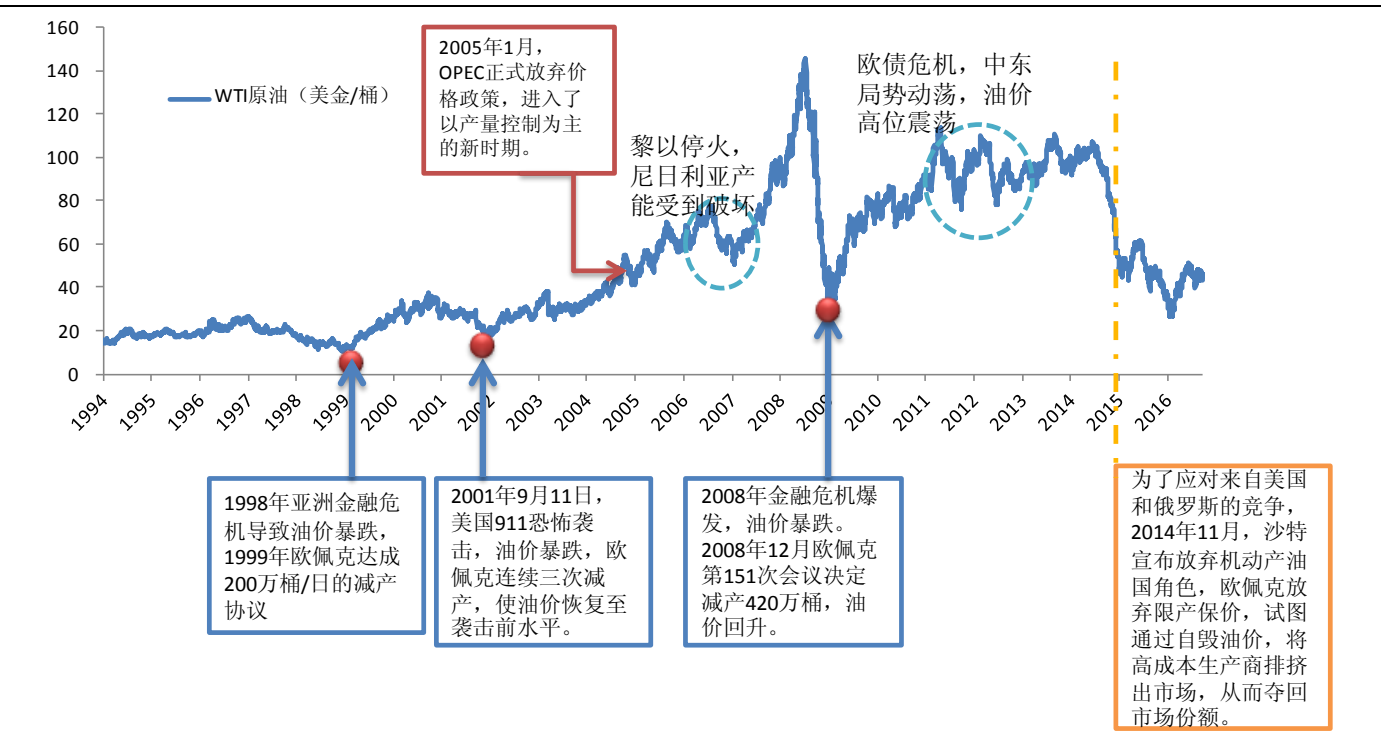
数据来源：OPEC Agreement, 广发证券发展研究中心



数据来源：OPEC Agreement, 广发证券发展研究中心

从OPEC历史来看，OPEC组织通过“限产”和“增产”实现对石油供需的有效调节，从而对于石油价格产生重大影响。近20年以来，OPEC的减产协议均促成了油价的止跌反弹。

图5: OPEC冻产协议有效促成油价趋势反转



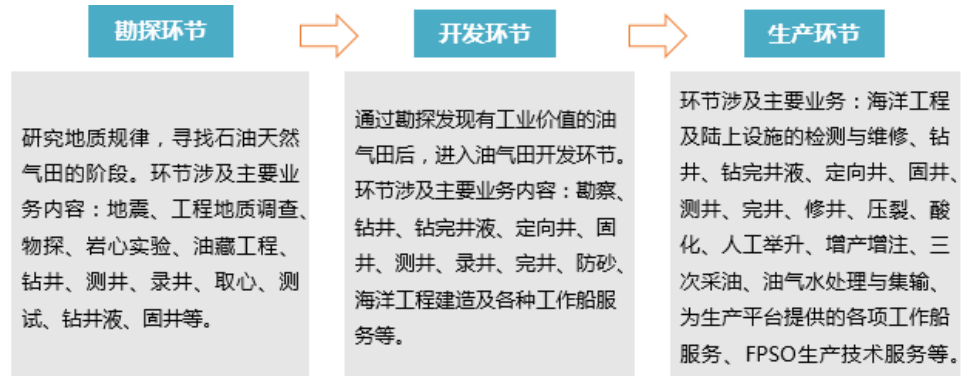
数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

### 油气资本开支回补，利好相关服务与设备企业

从全球的行业整体发展形势来看，能源开发对于能源技术服务的需求主要取决于全球及区域性油气公司的资本性支出和经营性支出。GDP增长率决定了对能源的需求，人口增长和人均收入提高驱动能源需求不断增长。而能源行业的供需变化和油气价格决定了能源公司的勘探开发投资。

海洋能源开发的流程主要包括了勘探、开发与生产三大主要环节。在海洋能源开发的各个环节中，油气公司聘请各类服务公司提供各项专业服务，协助油气公司最终完成能源的开采和销售。

图6: 海洋能源开发的流程

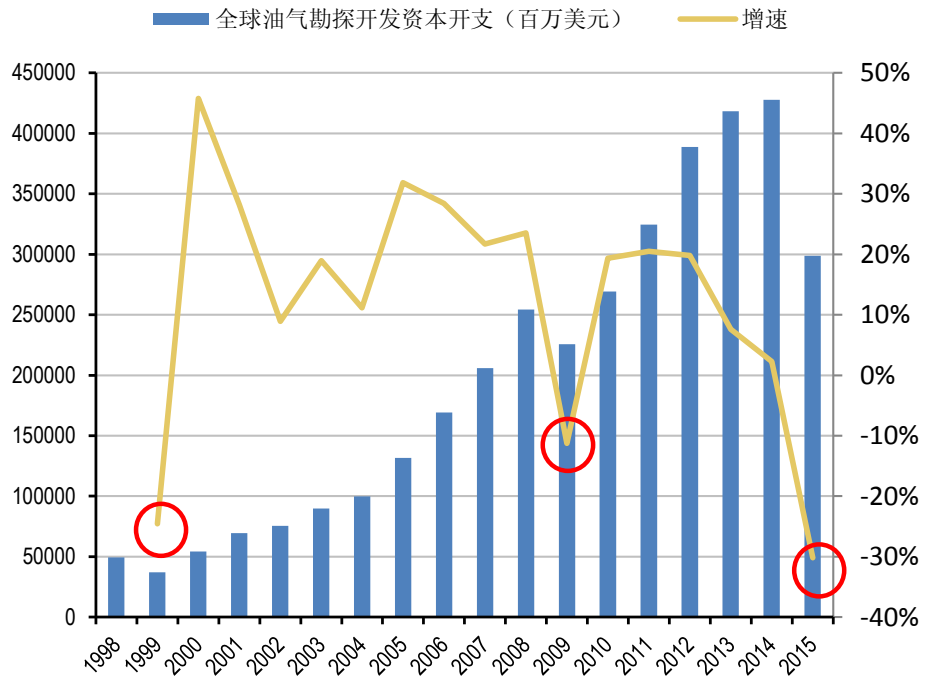


数据来源：油气资源网，广发证券发展研究中心

受益于供需的自我协调和OPEC的限产协议，未来油价趋势相对乐观。但我们认为，对于油气设备及服务企业，最关键的是石油公司的资本开支。而未来行业的需求弹性也更多取决于资本开支的弹性。

从我们统计的全球15家大型石油公司和77家独立能源公司历年勘探开发资本开支（Exploration & Development Spending）合计数据来看，从2004年至今的资本开支增长了4倍，虽然个别年份呈现跟随油价的周期性下滑，如99年、02年和09年，但下一个年度往往出现补偿性反弹。而此次超长下跌的油价周期中，全球石油资本开支在2015年下滑超过30%的基础下行，2016年预计下滑幅度超过10%，或达15%左右。从总量上看，全球油气资本开支已从最高点下折超过40%，说明新增产能建设已经全面放缓，而全球石油需求依然在不断增长，未来CAPEX回补是概率非常大的事件。

图7: 全球石油勘探开发资本开支

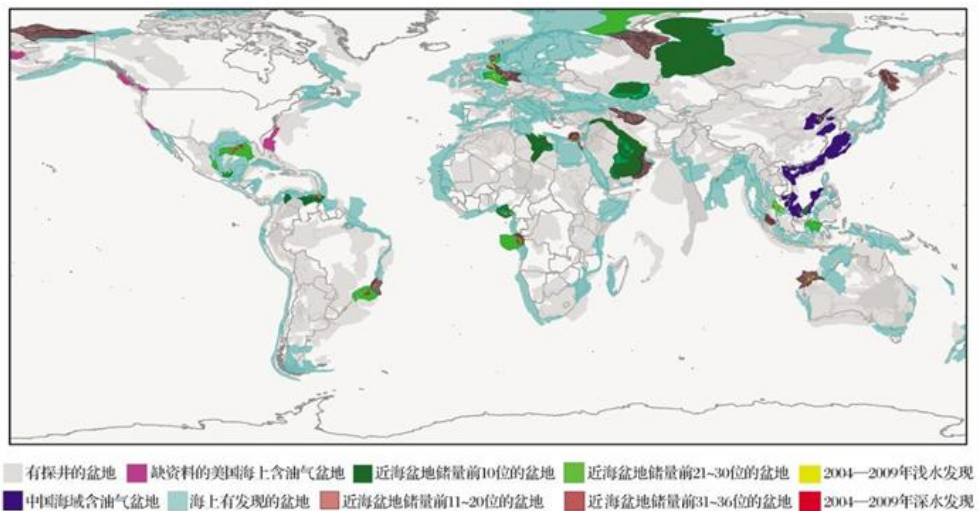


数据来源：BP能源，广发证券发展研究中心

### 海洋石油开采：潜力巨大，但滞后于陆上石油复苏

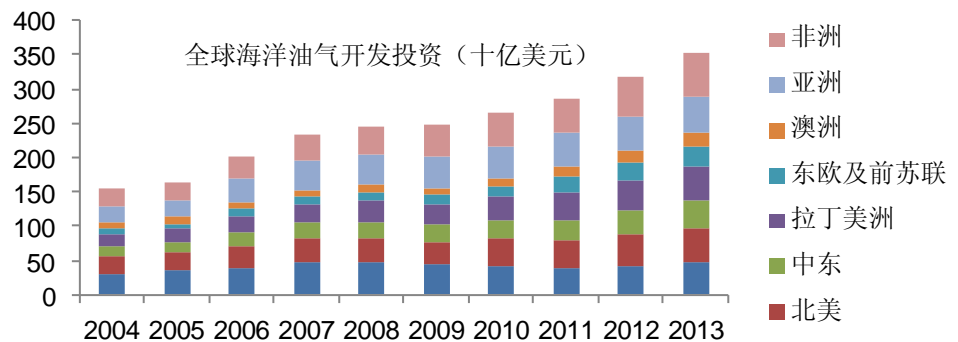
随着近几年全球能源需求不断增加，陆地油气资源成本提高且储量有限，海洋油气资源无论对整个世界石油工业，还是对未来世界经济的发展，都有着非常重要的意义。目前，已有100多个国家和地区从事海洋石油天然气的勘探和开发，在大陆架边缘已发现1600多个油田，并在200多个油田上进行了开采。全球海洋油气资源丰富，据估计，海洋石油资源量约占全球石油资源总量的34%，海洋石油累计获探明储量约400亿吨，探明率大约30%，尚处于勘探早期阶段。据USGS（美国地质调查局）评估，世界(不含美国)海洋待发现石油资源量（含凝析油）548亿吨，待发现天然气资源量7,815万亿立方米，分别占世界待发现资源量的47%和46%。

图8：全球海洋近海含油气盆地分布



数据来源：中海石油（中国）有限公司北京研究中心，广发证券发展研究中心

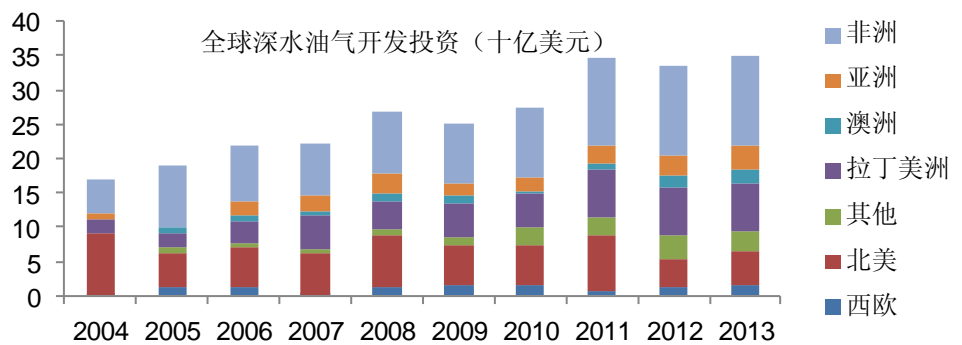
图9：全球海洋油气开发投资



数据来源：Douglas Westwood，广发证券发展研究中心

海洋石油特别是深海石油，是弥补石油供需缺口的重要领域。全球海洋油气资源丰富，尤其是深海油气潜力巨大，勘探远景看好，是未来世界油气勘探开发的重要领域。

图10：全球深水油气开发投资

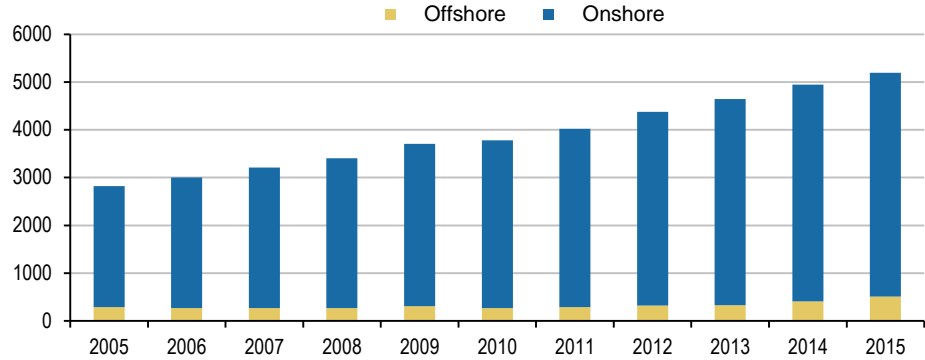


数据来源：Douglas Westwood，广发证券发展研究中心

我国海洋石油资源丰富。在近海范围的100万平方公里范围内发现了渤海湾盆地、南黄海盆地、东海盆地、南海珠江口盆地、北部湾盆地和莺歌海盆地以及台湾浅滩等7个含油气盆地。根据中国第三次石油资源评价结果，我国海洋石油资源量（不包括南海）为246亿吨，占全国石油资源总量的23%；海洋天然气资源量为16万亿立方米，占总量的30%。目前，我国海洋油气储量十分可观，海洋油气资源探明率（我国海洋原油和天然气的探明率仅为12.3%和10.9%），远远低于世界平均水平，海洋油气整体仍处于勘探的早中期阶段，资源开发前景广阔。

目前，我国海上油田开发基本上是在滩海、浅海和近海，一般为400米以内的常规水深，而300米以上的海域有90%还没有勘探。现阶段中国海洋石油主要产自渤海、东海、黄海等海域，而占我国领海面积1/2以上的南海地区，开发区域仅集中在距离香港250千米以内的近海和海南岛周边，其他广阔的南海海域尚未进行大规模开发。

图11：中国陆上与海洋石油勘明储量

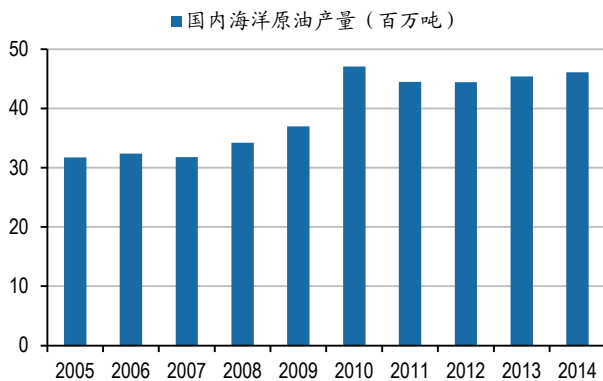


数据来源: NBS, 广发证券发展研究中心

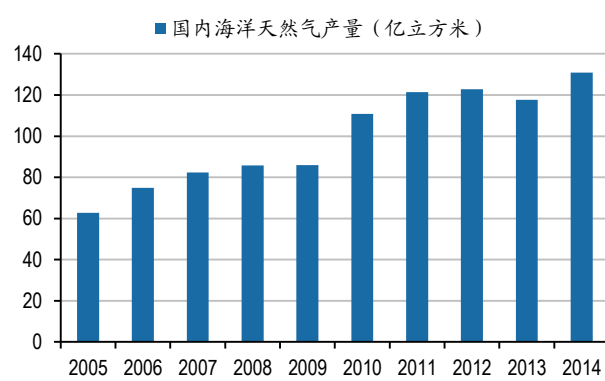
在海洋油气开发上,我国渤海湾、南海北部湾地区的开发相对比较充分,开发的海上油田地理位置均在浅海,东海油气开发虽然受日本持续的干扰有一段时间的停顿,但是在2013年,中海油和中石化也已重启了东海油气的开发,包括平北一期和二期、黄岩一期和二期、方楠和部分断桥气田等。而大部分南海海域的油气勘探,由于地处深海(已探明200多个含油气构造和180个油气田,多位于水深500~2,000米区域),受深海石油勘探开发技术限制,我国南海开发尚处在起步阶段。

图12: 中国海洋原油产量

图13: 中国海洋天然气产量



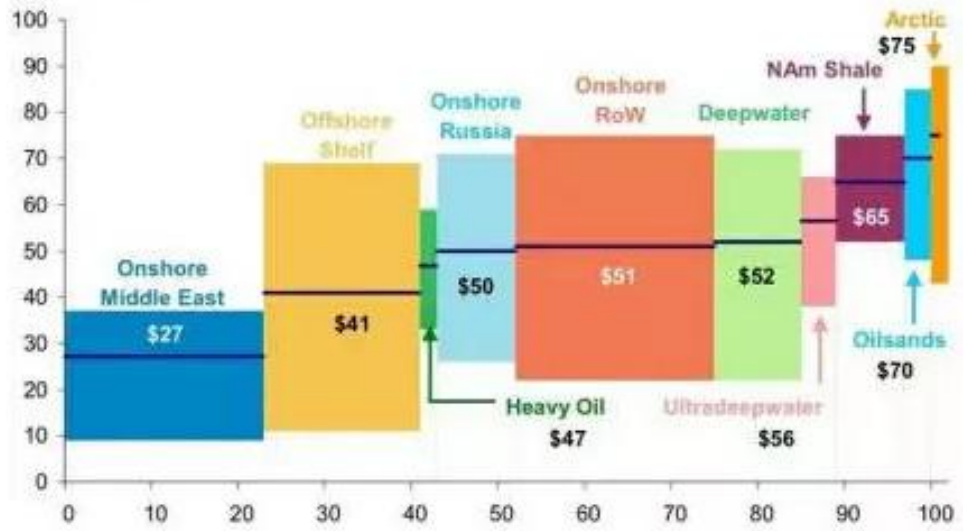
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

海洋油气开发正在不断受到国家政策支持。2016年《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》提出,要“加强陆上和海上油气勘探开发,有序开放矿业权,积极开发天然气、煤层气、页岩油(气)”。

图14: 原油成本对比



数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

根据EIA数据，在2015年全球主要产油国中，中东地区陆上石油主要开采成本最低，在10美元/桶左右。其他地区大部分在30-40美元/桶区间内。相较于陆上石油，海上石油开采成本更为高昂，平均约60美元，深海石油开采成本则更高。因此，我们认为基于目前油价企稳回升，陆上石油会先复苏，海洋石油开采相对滞后。

## 二、巨涛海洋石油：油气处理设备与海工服务总包商

### 二十年专注，深耕油气领域

巨涛海洋石油服务有限公司是一家为客户提供石油天然气装备、海洋工程制造和技术支持服务，以及在船舶工业领域为客户提供工程承包和专业技术服务的综合提供商。主要业务为向油气行业与船舶制造行业提供包括制造与技术支持在内的综合服务。2015年公司实现总营业收入6.59亿元，同比下降30.74%，实现净利润0.27亿元，同比下降6.12%；2016年上半年实现营业收入3.67亿元，同比增加15%，净利润亏损95万元，同比下降103%。受全球石油天然气行业投资和造船市场持续低迷的影响，公司为应对激烈的市场竞争，主动采取了降低盈利预期的投标报价方案或接受客户的降价要求，导致集团各业务的毛利率全线下降，整体毛利率由去年同期的26.17%减少至13.73%。

图15：公司收入和增速

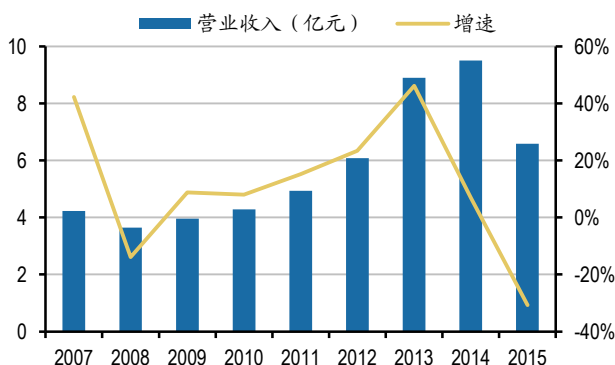
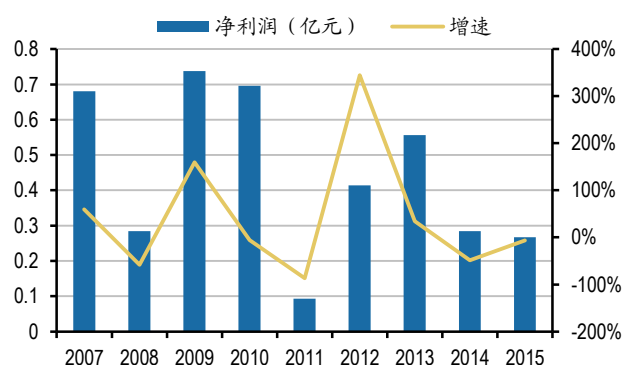


图16：公司净利润和增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

公司业务分为三大类：(i) 设计、制造和销售石油及天然气工艺处理设备：油气处理设备是公司最主要的收入来源，2015年该项业务收入占公司全年主营业务收入的76%，主要包括天然气处理系统，油处理系统，水处理系统，以及水下装备和FPSO（海上浮式储油卸油装置）及平台上部模块；(ii) 提供海洋石油及天然气开发和生产的技术支持服务：主要是针对石油平台的维修、维护、升级和改造；(iii) 为造船业提供技术支持服务：自升式钻井船平台，半潜式钻井船，FPSO和油轮的建造提供了广泛的支持，为中国主要的造船企业及海洋工程企业服务，服务内容包括：钻井船桩腿制造，电仪安装调试，船舶特涂及普涂和钻井船大修等。经过不断发展，公司已经初步形成石油天然气系列处理设备的总包能力以及水下装备和FPSO上部模块的建造能力。

图17：公司2015年主营业务收入构成

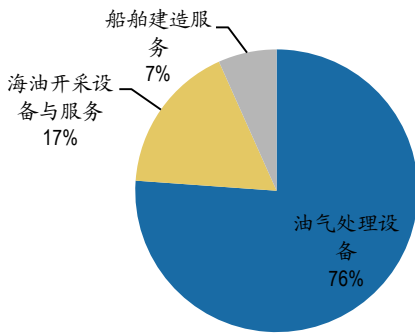
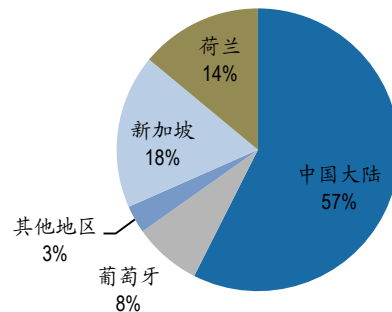


图18：公司2015年收入地区构成



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

由于去年下半年承接的数个较大项目主要工作量在今年上半年完成油气设施及油气工艺处理设备制造业务的收入较去年同期增长8195.8万元，增长比例为34.30%。而因为受到全球石油天然气行业投资和造船市场持续低迷的影响，行业内投资较以往大幅缩减，公司提供海油开采设备与服务以及船舶建造服务业务收入较同期分别减少36.34%和54.58%。

公司自成立以来通过引进吸收与自主创新，逐步发展出核心的技术与设计竞争力，不断优化制造工艺，加强产品质量管理和制造过程控制，以高标准的综合管理体系赢得客户信任，并与多家全球知名企业达成战略合作协议，成功进入中海油等知名客户的全球供应商名录。为适应业务发展和更好地服务客户，公司先后在深圳、珠海、大连、天津、北京、成都、蓬莱、香港、澳门设立附属公司、分公司及合营公司，并在北美及东南亚设立办事机构。

图19：公司部分项目情况

| 项目                           | 地区         | 客户                    |
|------------------------------|------------|-----------------------|
| 首个FPSO项目：<br>CDM & CDS模块     | 巴西         | 思蓓曼油气咨询公 ( SBM )      |
| 第2个FPSO项目：<br>“MV29”轮电气设备间模块 | 巴西         | MODEC和ABB三方合作         |
| 惠斯顿水下设备建造项目                  | 澳洲         | 国际能源巨头雪佛龙公司 (Chevron) |
| 电气间模块<br>( E-House ) 项目      | 巴西         | 国际知名油气设备制造商MODEC      |
| 第3个FPSO项目：<br>FPSO-MV29油轮上部  | 巴西         | 国际知名油气设备制造商MODEC      |
| YAMAL液化天然气项目                 | 俄罗斯北部亚马尔半岛 | Yamgaz                |
| 天然气处理设备                      | 沙特阿拉伯      | 山东电建                  |
| 普光气田段塞流项目                    | 中国川北       | 中石化                   |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

经过多年市场工作的积累，公司在保持与原有客户良好合作的基础上，也发展了诸多潜在客户。多个优质项目的顺利交付，让公司在国际市场上树立起口碑公司将积极推进市场工作，特别是关注中东以及北美市场的机会，根据市场情况的变化，适时调整策略，在重点业务地区和客户方面加强推进。

图20：公司战略合作公司举例



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

### 降本增效，多项改革整合业务

公司最大的装备制造基地（珠海巨涛）位于珠海高栏港经济开发区，总面积48万平方米，拥有800米码头岸线。此外，公司于2004成立蓬莱巨涛合营公司，并于2006年完成蓬莱巨涛30%股权收购，形成南北两大基地和从海工成套设备到平台结构的生产能力。并且在蓬莱巨涛的业务补充下，公司海工业务形成已油气及海工装备制造为核心的四大主要业务范畴：石油及天然气装备制造（珠海基地，大连公司）、海洋油气技术支持服务（深圳、天津公司）、海洋工程及重型装备制造（蓬莱基地）、造船技术支持服务（大连公司）。

2015年，全球经济增速普遍放缓，石油天然气行业步入景气周期低谷，世界石油供

需宽松程度进一步加大，国际油价跌破金融危机低点。受此影响，全球油气领域资本支出以及工程服务市场规模也继续下降，国际石油公司普遍采取了控制投资和高风险项目、控制成本、控制员工数量等措施以应对行业寒冬。

自2015年以来，公司在降低成本和费用方面采取了诸多举措，包括调整与精简机构和人员，大幅削减和严格控制各项支出，优化生产和管理流程等，以提高经营效率，尽可能争取效益。同时配合集团未来发展战略以及业务整合的需要，推进了多项变革。在上半年进一步调整了部门和人员结构，逐步将公司各主要职能部门以及原在深圳的海洋油气服务业务搬移至公司珠海制造基地，退租了原在深圳的服务场地，提升了管理和协调效率，节省租金支出。

船舶建造行业在2015年依然低迷，也对造船技术支持服务业产生压力。近年来，为应对这一市场形势，大连公司的业务已转向以海洋工程船舶、深水半潜式钻井船以及海洋工程建造等为主，同时将与大连船舶重工多年合作的成熟经验复制到包括辽河、烟台、青岛、上海及广州等地多个市场，现在已经成为5个钻井平台制造厂地的桩腿制造商，实现业务稳定和发展。

图21: 珠海巨涛基地



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图22: 蓬莱巨涛建造基地



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图23: 蓬莱巨涛导管架和平台上部模块



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

同时，公司在2015年还成立了舟山分公司，将海洋油气技术服务进一步向东海地区扩展。

### 国内首家油气成套处理设备及系统 EPC 供应商

公司从2001年开始油气处理设备制造业务，主要是针对石油和天然气工艺设备进行内部设计，可进行原油和天然气处理，并执行气体处理和污水处理等功能。其主要处理设备包括三相分离器、除油水力旋流器、TEG脱水装置、海水处理除砂撬块等。2011年，公司成功承接中国石油公司在海外油田的天然气及水处理总包项目，标志着公司已由单纯制造商转型为具有总包解决方案供应商，成为国内第一家成套天然气处理装备、油水处理装备EPC能力的系统供应商。

图24：公司油气处理设备项目举例



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

目前公司在油、气、水工艺处理设备制造业务方面已经形成了EPC（设计、采办、建造）总承包能力，可以按照客户的技术要求，提供从设计、采办、制造到现场安装调试的完整解决方案。通过采用高性能的内件和先进的技术，提供性能保障和合理的流程，从而提高处理效果，并优化设备体积。目前公司已成功执行用于中国南海和海外气田的水处理及天然气处理系统等一些较大型处理设备项目。

### 承接 FPSO 上部模块制造业务，高端制造国产化

自20世纪40年代人们开始进行海洋油气资源开发以来，海上开采的范围逐渐由浅水向深水地区扩展，原本将采油平台完全建在海床上的技术已无法满足深海开发的需要，浮式生产系统（FPS）应运而生。浮式生产系统以一座浮式平台为核心，组成一个海上油田独立生产系统。根据不同环境、水深的海洋石油、天然气开采的需要，浮式生产系统可分为多种，包括 FPSO、TLP（Tension-leg platform，张力腿平台）、Semi（Semi-submersible Drilling Platform，半潜式钻井平台）、SPAR（SPAR platform，单柱式平台）、FSRU（Floating Storage Regasification Unit）和FLNG（Floating Liquid Natural Gas，浮式天然气液化船）等。

图27：珠海巨涛制备的海底装备与FPSO上部模块



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

FPSO（Floating Production Storage and Offloading）是集生产、储油、卸油为一体的海上浮式生产储卸油装置。以我国HYSY117为例，它每天可以处理原油19万桶，处理能力相当于占地10平方公里的陆地油气加工厂。其原理是将临近采油平台或模块开采的海底原油进行油气水处理后注入货舱临时储存，再由穿梭油轮或管道运走。FPSO作为一种海上生产设施，通常为船型，集海上油气处理、储存、外输、生活和动力于一体，长期系泊于固定海域。

FPSO始于20世纪70年代中期。它具有两个特点：一是体型庞大，船体一般从5~30万吨，一艘30万吨的FPSO甲板面积相当于3个足球场。二是功能较多，FPSO集合了各种油田设施，对油气水实施分离处理和原油储存。与其他形式石油生产平台相比，FPSO具有抗风浪能力强、适应水深范围广、储/卸油能力大，以及可转移、重复使用的优点，广泛适合于远离海岸的深海、浅海海域及边际油田的开发，已成为海上油气田开发的主流生产方式。

图25：已投产海上浮式生产系统数量对比

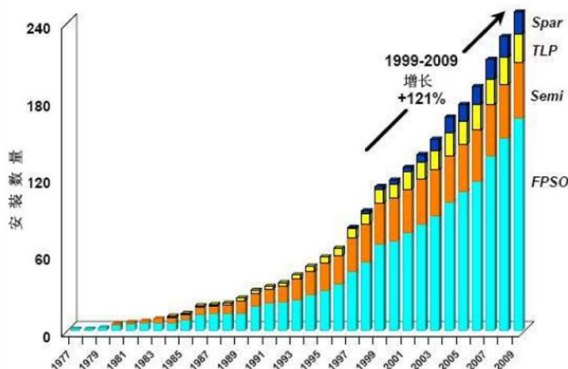
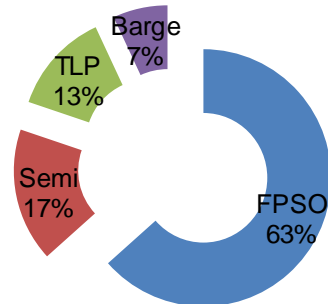


图26：生产平台历史订单构成(1996~2012.3,按数量)

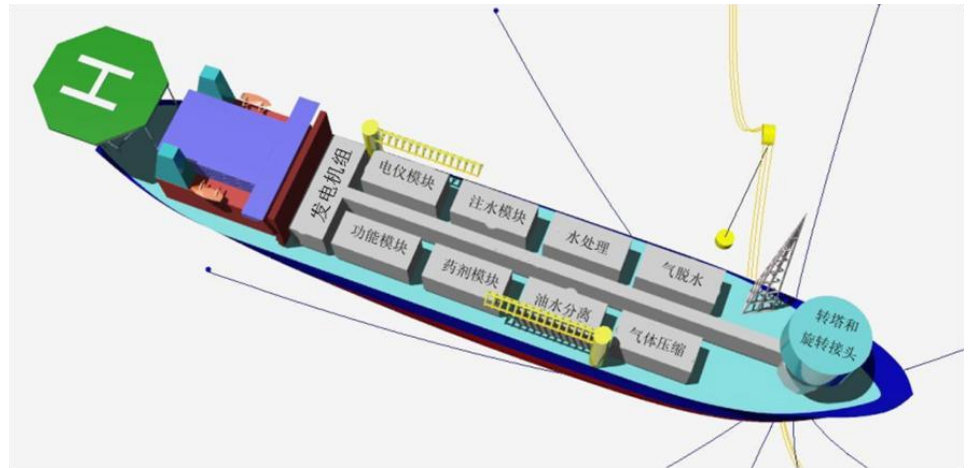


数据来源：CPOE，广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

FPSO上的处理设备和其它的生产平台类似，通常以模块形式建造。FPSO生产设备包括：水分离、气体处理、原油加工、水回注和气体压缩。FPSO甲板上的原油处理设施通常称为上部模块，一般由水处理系统、油水分离系统、气脱水装置、气体压缩装置、发电装置等组成。其中，油水气处理设备是上部模块的核心功能模块。油井产出液中含有原油、凝析油、天然气(包括自由气、溶解气、凝析蒸气)、水、杂质和外来物质。因此在由穿梭油轮或管道运至大陆中转站之前，产出液需经FPSO上部模块中的油水气处理装置进行初步分离。

图27: FPSO上部示意图



资料来源：CPOE，广发证券发展研究中心

公司自建厂以来，一直从事油水气处理装置的研发和制备，拥有丰富的经验和完备的产线，且该部分现有资源复制性强，能较容易转移至FPSO上部模块的生产上。此外，公司坐拥多个大型沿海制造基地，如珠海巨涛装备制造区拥有800米码头岸线，蓬莱巨涛拥有700米最大水深11米的自用码头，这都为FPSO的靠岸现场装备提供有利条件。可满足FPSO的停靠要求，建造完成后可通过浮吊直接吊装上船。

图28: 巨涛自用码头满足FPSO的停靠要求



资料来源：公司网站，广发证券发展研究中心

**项目情况：**在2014年底完成和交付公司首个FPSO上部模块建造项目后，于2015年又承接另一世界知名石油设备设施供应商MODEC的FPSO上部模块建造项目，进入该领域建造的主流市场。MODEC作为世界上著名的FPSO船提供商，和ABB作为世

界前列的电气设备生产商一直以来进行联合建造的FPSO上电气间E-HOUSE模块项目都在新加坡等地建造。该项目的顺利交货标志着珠海巨涛成功的进入了FPSO高端模块建造领域，为今后承接更大规模、更加复杂的电气间模块打下坚实基础，在高端海工装备领域占有一席之地。

而于2015年所承接的又一FPSO上部模块制造项目也于8月成功交付、一系列重点项目的成功实施，标志着巨涛对于高端模块建造的安全、品质、设计、生产和项目管理水平已经走向成熟。在做好传统陆地和海上油气设备的基础上，又在向海上浮式生产储卸油船上部模块制造业务的转型前进了一步，从而为公司发展高端海洋工程装备制造业务的战略实施打下坚实基础。

### 三、投资建议、风险提示

**投资建议：**油气装备服务行业具有鲜明的“周期成长性”特点，优秀的国内企业在加快国际化布局并维持较好的财务状况。随着原油市场的供需更趋平衡，我们认为油气装备服务行业持续改善的时间和幅度在明年均较乐观，其中陆上石油先行复苏，海洋石油紧随其后，建议关注基本面在改善、海外市场积极布局的油气装备服务企业。

**风险提示：**原油具有多重属性，其价格波动具有较高不确定性，是影响油气装备服务产业景气的关键因素；OPEC减产协议的执行具有不确定性。

**资产负债表**

单位: RMB百万元

| 至12月31日       | 2014A        | 2015A        | 2016E        | 2017E        | 2018E        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物      | 95           | 58           | 72           | 81           | 93           |
| 应收帐款          | 572          | 435          | 433          | 488          | 560          |
| 库存            | 20           | 26           | 18           | 16           | 19           |
| 其他流动资产        | 31           | 23           | 25           | 25           | 25           |
| <b>流动资产总计</b> | <b>719</b>   | <b>542</b>   | <b>549</b>   | <b>611</b>   | <b>697</b>   |
| 固定资产          | 309          | 326          | 376          | 476          | 576          |
| 无形资产          | 185          | 194          | 194          | 194          | 194          |
| 其他长期资产        | 515          | 521          | 527          | 528          | 529          |
| <b>长期资产总计</b> | <b>1,009</b> | <b>1,041</b> | <b>1,097</b> | <b>1,198</b> | <b>1,299</b> |
| <b>总资产</b>    | <b>1,728</b> | <b>1,583</b> | <b>1,646</b> | <b>1,809</b> | <b>1,997</b> |
| 应付帐款          | 219          | 144          | 167          | 183          | 206          |
| 短期债务          | 230          | 131          | 247          | 409          | 578          |
| 其他流动负债        | 115          | 98           | 73           | 57           | 50           |
| <b>流动负债总计</b> | <b>564</b>   | <b>373</b>   | <b>487</b>   | <b>649</b>   | <b>834</b>   |
| 长期借款          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债        | 38           | 52           | 1            | 2            | 2            |
| <b>长期负债总计</b> | <b>38</b>    | <b>52</b>    | <b>1</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>     |
| 股本            | 8            | 8            | 8            | 8            | 8            |
| 储备            | 1,119        | 1,150        | 1,150        | 1,151        | 1,153        |
| <b>股东权益</b>   | <b>1,126</b> | <b>1,157</b> | <b>1,157</b> | <b>1,158</b> | <b>1,160</b> |
| 少数股东权益        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>总负债及权益</b> | <b>1,728</b> | <b>1,583</b> | <b>1,646</b> | <b>1,809</b> | <b>1,997</b> |

**现金流量表**

单位: RMB百万元

|                   | 2014A       | 2015A       | 2016E       | 2017E       | 2018E       |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 税前利润              | 39          | 34          | 38          | 49          | 72          |
| 折旧与摊销             | 27          | 30          | 33          | 40          | 49          |
| 净利息费用             | 14          | 9           | 6           | 6           | 4           |
| 运营资本变动            | 11          | 45          | 447         | 709         | 851         |
| 税金                | -10         | -8          | -6          | -8          | -12         |
| 其他经营现金流           | -25         | -36         | -44         | -53         | -62         |
| <b>经营活动产生的现金流</b> | <b>56</b>   | <b>74</b>   | <b>475</b>  | <b>743</b>  | <b>904</b>  |
| 购买固定资产净值          | -122        | -41         | -41         | -41         | -41         |
| 投资减少/增加           | 0           | 1           | 300         | 100         | 100         |
| 其他投资现金流           | 3           | 36          | -410        | -461        | -679        |
| <b>投资活动产生的现金流</b> | <b>-119</b> | <b>-4</b>   | <b>-151</b> | <b>-402</b> | <b>-620</b> |
| 净增权益              | 108         | 31          | 0           | 1           | 2           |
| 净增债务              | 25          | -177        | 63          | 162         | 185         |
| 支付股息              | -12         | -6          | 0           | -4          | -6          |
| 其他融资现金流           | -50         | 47          | -390        | -391        | -433        |
| <b>融资活动产生的现金流</b> | <b>71</b>   | <b>-105</b> | <b>-326</b> | <b>-232</b> | <b>-252</b> |
| 现金变动              | 8           | -35         | -2          | 109         | 32          |
| 期初现金              | 100         | 109         | 75          | 72          | 81          |

**主要财务比率**

| 至12月31日      | 2014A | 2015A  | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b>  |       |        |       |       |       |
| 息税折旧前利润率 (%) | 7.2   | 4.6    | 7.2   | 9.7   | 11.9  |
| 息税前利润率 (%)   | 4.4   | 0.1    | 2.7   | 4.8   | 6.6   |
| 税前利润率 (%)    | 4.1   | 5.2    | 5.3   | 6.0   | 7.8   |
| 净利率 (%)      |       |        |       | 3.0   | 4.1   |
| <b>流动性</b>   |       |        |       |       |       |
| 流动比率 (倍)     | 1.3   | 1.5    | 1.1   | 0.9   | 0.8   |
| 利息覆盖率 (倍)    | 2.9   | 0.1    | 3.0   | 7.0   | 14.5  |
| 净权益负债率 (%)   | 22.2  | 14.7   | 21.4  | 33.2  | 46.1  |
| 速动比率 (倍)     | 1.2   | 1.4    | 1.1   | 0.9   | 0.8   |
| <b>估值</b>    |       |        |       |       |       |
| 市盈率 (倍)      | 30.1  | 32.1   | 26.4  | 20.8  | 13.9  |
| 市净率 (倍)      | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 价格/现金流 (倍)   |       |        |       |       |       |
| 企业价值/息税折旧前   | 0.7   | 0.7    | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| <b>周转率</b>   |       |        |       |       |       |
| 存货周转天数       | 14.9  | 11.5   | 1.8   | 1.1   | 0.9   |
| 应收帐款周转天数     | 19.5  | 40.1   | 24.1  | 17.9  | 14.4  |
| 应付帐款周转天数     | 10.9  | 12.3   | 11.2  | 8.0   | 7.2   |
| <b>回报率</b>   |       |        |       |       |       |
| 股息支付率 (%)    | 210.7 | 275.2  | 216.3 | 203.8 | 202.2 |
| 净资产收益率 (%)   | 77.3  | 97.6   | 74.7  | 73.3  | 72.6  |
| 资产收益率 (%)    | 0.0   | 1140.7 | 0.0   | 10.0  | 10.0  |

**利润表**

单位: RMB百万元

| 至12月31日            | 2014A     | 2015A     | 2016E     | 2017E     | 2018E      |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 销售收入               | 951       | 659       | 722       | 814       | 933        |
| 销售成本               | -765      | -530      | -583      | -655      | -752       |
| 经营费用               | -910      | -661      | -703      | -775      | -872       |
| <b>息税折旧前利润</b>     | <b>69</b> | <b>31</b> | <b>52</b> | <b>79</b> | <b>111</b> |
| 折旧及摊销              | -27       | -30       | -33       | -40       | -49        |
| <b>经营利润 (息税前利)</b> | <b>42</b> | <b>1</b>  | <b>20</b> | <b>39</b> | <b>62</b>  |
| 净利息收入/(费用)         | -14       | -9        | -6        | -6        | -4         |
| 其他收益/(损失)          | 11        | 42        | 25        | 15        | 15         |
| <b>税前利润</b>        | <b>39</b> | <b>34</b> | <b>38</b> | <b>49</b> | <b>72</b>  |
| 所得税                | -10       | -8        | -6        | -8        | -12        |
| 少数股东权益             | 0         | 0         | 0         | 0         | 0          |
| <b>净利润</b>         | <b>28</b> | <b>27</b> | <b>32</b> | <b>41</b> | <b>61</b>  |
| <b>核心净利润</b>       | <b>28</b> | <b>27</b> | <b>32</b> | <b>41</b> | <b>61</b>  |
| 每股收益               | 0.025     | 0.023     | 0.028     | 0.036     | 0.054      |
| EBITDA             | 69        | 31        | 52        | 79        | 111        |
| 每股股息               | 0.000     | 0.266     | 0.000     | 0.004     | 0.005      |
| 收入增长 (%)           | 7         | -31       | 10        | 13        | 15         |
| 息税前利润增长 (%)        | -36       | -98       | 1,992     | 100       | 57         |
| 每股收益增长 (%)         | -19       | -56       | 71        | 51        | 40         |

## 广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，6年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。  
刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。  
代川：中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。  
王珂：厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                    | 深圳市                   | 北京市                 | 上海市                  |
|------|------------------------|-----------------------|---------------------|----------------------|
| 地址   | 广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401 | 深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼 | 北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼 |
| 邮政编码 | 510620                 | 518000                | 100045              | 200120               |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn         |                       |                     |                      |
| 服务热线 |                        |                       |                     |                      |

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。