

## 20年前三季度业绩同比+241%，净利率逐季提升

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2020年三季度报, 2020年前三季度公司实现收入16.5亿元, 同比+114.9%; 实现归母净利润7925万元, 同比+241.2%; 扣非归母净利润5163万元, 同比+2129.2%。
- **超60亿元在手大单推动业绩高增长, 经营现金流量净额连续三季正流入。** 目前公司在手大单超60亿元, Arctic LNG 2、Mero2、MV32、MV33等项目运行良好。20年前三季度公司实现收入16.5亿元, 同比+114.9%, 其中Q3单季收入6.8亿元, 同比+153.3%; 前三季度归母净利7925万元, 同比+241.2%, 其中Q3单季归母净利3715万元, 同比+303.1%。20年公司经营活动现金流量净额连续三个季度正流入, 前三季合计达5.2亿元, 创近四年新高。前三季度公司毛利率9.17%, 同比-3.5pp, 毛利率走低主要系公司项目施工进展较快, 部分合同负债确认收入时间滞后于成本, 前三季度公司合同负债达8.5亿元, 预计公司毛利率将随着各类项目交付逐渐释放。
- **费用管控能力与效率提升, 净利率逐季升高。** 2020年前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.2%/2.6%/3.9%/-0.1%, 同比-0.5pp/-2.7pp/-0.8pp/-2.9pp, 期间费用率合计为5.7%, 同比-6.9pp。公司近年来通过自动机器人、改善工艺等方式, 提高生产效率, 减少人工及氦气成本, 受益于此, 公司净利率自2019年以来呈逐季回暖趋势, 2020年前三季度公司净利率4.8%, 同比+1.8pp, Q3净利率5.5%, 创自19年以来单季最高。
- **实力增强+绑定大客户+扩产, 公司市占率持续提升。** 公司业务从生活楼模块走向电气间、上部油气处理模块, 从建造走向详设、调试、总装全产业链覆盖, 业务实力不断增强。公司凭借安全性和效率积累了良好的客户口碑, 与Modec、SBM、Technip等国际巨头建立长期紧密合作关系。公司非公开发行股票已获证监会核准批复, 2#码头、四期场地等募投项目建设进展顺利, 强化了公司承接大型模块与FPSO总装实力。预计公司市占率将随着行业回暖持续提升。
- **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, 预计2020-2022年归母净利润分别为1.5、2.9、4.0亿元, 对应PE 27、14、10倍, 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	152.70	287.80	399.11
增长率	384.49%	340.63%	88.48%	38.67%
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%	13.78%
PE	119	27	14	10
PB	1.77	1.68	1.55	1.43

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)	41.41
总资产(亿元)	39.04
每股净资产(元)	10.21

### 相关研究

1. 博迈科(603727): 20H1业绩同比+200%, 经营现金流净额创近四年新高(2020-07-24)
2. 博迈科(603727): 签订Modec 6.6亿元FPSO大单, 大客户成果不断兑现(2020-07-20)
3. 博迈科(603727): Q1业绩同比+178%, 在手订单充足、运行平稳(2020-04-25)
4. 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	3669.99	4394.99
	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)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1354.10	2400.00	3669.99	4394.99	净利润	34.65	152.70	287.80	399.11
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	-41.57	-86.89	-108.04
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	-41.57	-86.89	-108.04	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>158.10</b>	<b>291.44</b>	<b>392.93</b>	短期借款	79.02	1205.82	-1284.85	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>160.56</b>	<b>293.55</b>	<b>394.91</b>	股权融资	3.62	0.91	0.00	0.00
所得税	-6.26	7.86	5.75	-4.20	支付股利	-6.87	-20.33	-89.59	-168.86
净利润	34.65	152.70	287.80	399.11	其他	-104.55	41.29	86.89	108.04
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>-1287.54</b>	<b>-60.82</b>
归属母公司股东净利润	34.65	152.70	287.80	399.11	<b>现金流量净额</b>	<b>234.52</b>	<b>-246.10</b>	<b>127.52</b>	<b>149.23</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	240.00	367.52	516.76	<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%	492.71%	84.34%	34.82%
其他流动资产	255.75	1890.27	754.45	924.43	净利润增长率	384.49%	340.63%	88.48%	38.67%
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%	9.67%	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>4524.88</b>	<b>5099.77</b>	ROE	1.48%	6.19%	10.80%	13.78%
短期借款	79.02	1284.85	0.00	0.00	ROA	1.10%	3.04%	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>2563.60</b>	<b>1859.14</b>	<b>2203.78</b>	总资产周转率	0.46	0.59	0.77	0.91
股本	234.15	234.19	234.19	234.19	固定资产周转率	1.80	3.51	6.50	9.89
资本公积	1498.95	1499.81	1499.81	1499.81	应收账款周转率	5.61	13.44	18.89	17.03
留存收益	701.25	833.61	1031.83	1262.08	存货周转率	2.99	2.44	2.28	2.08
归属母公司股东权益	2334.53	2467.52	2665.74	2895.99	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>2467.52</b>	<b>2665.74</b>	<b>2895.99</b>	资产负债率	26.02%	50.95%	41.09%	43.21%
负债和股东权益合计	3155.57	5031.13	4524.88	5099.77	带息债务/总负债	9.62%	50.12%	0.00%	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	10.54	11.38	12.37
					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	119.48	27.12	14.39	10.37					
PB	1.77	1.68	1.55	1.43					
PS	3.06	1.73	1.13	0.94					
EV/EBITDA	25.89	16.94	9.11	7.17					
股息率	0.17%	0.49%	2.16%	4.08%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn