

博迈科(603727)/油服装备

受益油气行业持续复苏, 订单和业绩有望强势反弹

评级: 买入(上调)

市场价格:

分析师: 冯胜

执业证书编号: S0740519050004

电话: 0755-22660669

Email: fengsheng@r.qlzq.com.cn

研究助理: 郑雅梦

电话: 021-20315125

Email: zhengym@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入(百万元) | 489 | 397 | 1,364 | 3,926 | 4,258 |
| 增长率 yoy% | -81.78% | -18.91% | 243.80% | 187.93% | 8.46% |
| 净利润 | 110 | 7 | 50 | 293 | 333 |
| 增长率 yoy% | -52.86% | -93.49% | 592.60% | 491.44% | 13.60% |
| 每股收益(元) | 0.47 | 0.03 | 0.21 | 1.25 | 1.42 |
| 每股现金流量 | -0.67 | -1.57 | 2.81 | 1.71 | 1.43 |
| 净资产收益率 | 4.52% | 0.30% | 2.04% | 11.38% | 12.14% |
| P/E | 37.36 | 573.84 | 82.85 | 14.01 | 12.33 |
| PEG | -0.71 | -6.14 | 0.14 | 0.03 | 0.91 |
| P/B | 1.69 | 1.71 | 1.69 | 1.59 | 1.50 |

备注:

投资要点

- 公司深耕专业模块 EPC 业务, 以海洋油气开发模块为主, 拓展了矿业开采模块和天然气液化模块。

①公司业务以海洋油气开发模块为主, 2018 年该业务收入为 3.19 亿元, 占比 80.49%; 天然气液化模块收入为 0.35 亿元, 占比 8.71%, 矿业开采模块收入为 0.34 亿元, 占比 8.47%。

②公司业务以海外市场为主, 2018 年海外(含港澳台)业务收入为 3.52 亿元, 占比 88.75%; 中国大陆业务收入为 0.35 亿元, 占比 8.93%。

③公司 2018 年处于业绩底部, 复苏在即。2018 年公司实现营业收入 3.97 亿元, 同比下降 18.91%; 实现归母净利润 715.28 万元, 同比下降 93.49%。2019 年一季度实现收入 1.68 亿元, 同比增长 556.78%; 实现归母净利润 374.84 万元, 同比增长 109.58%, 毛利率和净利率也都实现复苏。

④公司着眼于向高端定制化、一体化的服务模式发展, 努力延伸业务链条, 有望实现从“产品制造商”到“系统集成总包商”的转型。

- 油企加大资本开支, 油服行业复苏明显。

2010-2018 年, 受益于中、美等国家经济稳步增长, 全球石油需求持续增加; 2016 年以来原油市场供应总体偏紧, 有力推动了油价攀升, 2018 年布伦特原油现货平均价格为 71.3 美元/桶, 同比增长 31.8%。随着油价重心逐步上移, 油气行业整体回暖, 国内外油气市场投资需求回升; Spears&Associates 预测 2019 年全球上游油气勘探开发投资将恢复到 4720 亿美元, 同比增长 16%。以海外四大油企(康菲、壳牌、BP、美孚)为例, 2019 年一季度合计资本开支为 156.52 亿美元, 同比增长 18.05%。国内三桶油 2019 年计划资本开支合计接近 5200 亿元, 同比增速接近 20%。我们预计, 国内外油企将继续加大资本开支, 有利于油服装备行业复苏发展。

- 公司斩获多个大额订单, 业绩将迎来强势反弹。

①海洋油气开发模块, 2018 年公司与 MODEC, Inc. 签订了 FPSO Carioca MV30 项目合同, 总金额约为 5.7 亿元; 预计到 2022 年, 市场将有 60 艘 FPSO 新合同出现, 公司均在跟进新项目当中, 预计未来将带来持续性订单和业绩。

②天然气液化模块, 2018 年公司承接了中石油的俄罗斯 AGPP Amur Steelwork 项目, 总金额约为 1.13 亿元。随着亚马尔二期工程的正式启动, 预计订购的破冰型 LNG 船将会达到 15 艘左右, 此前亚马尔一期工程也订购了 15 艘, 共计 48 亿美元。公司凭借亚马尔一期优秀业绩, 期待二期项目带来相应的天然气液化项目订单。

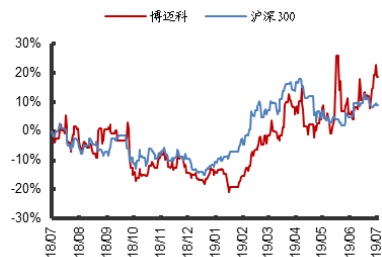
③矿业开采模块, 2018 年公司与必和必拓签订了 South Flank 项目合同, 总金额约为 3.75 亿元, 还取得了塔克拉夫矿业等项目; 这些大额订单将持续增厚 2019、2020 年板块业绩。

④受益于油服行业复苏, 2018 年公司迎来订单拐点, 新签大额订单近 12 亿元, 且后续储备订单丰富; 公司模块建设周期较长, 通常为 10-36 个月; 因此我们认为公司业绩将迎来强势反弹阶段。

- 上调至“买入”评级。预计公司 2019-2021 年归母净利润 0.50 亿元、2.93 亿元、3.33 亿元, 对应 EPS 分别为 0.21 元/股、1.25 元/股、1.42 元/股, 按最

基本状况

| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 234.15 |
| 流通股本(百万股) | 94.87 |
| 市价(元) | 17.53 |
| 市值(百万元) | 4104.56 |
| 流通市值(百万元) | 1663.07 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

新收盘价 17.53 元计算，对应 PE 分别为 83、14、12 倍。公司作为民营企业，具有灵活的市场优势，在油气行业持续复苏背景下，新增订单及业绩爆发性强，未来业绩有望强势反弹，给予“买入”评级。

- **风险提示：**国际油价大幅下跌；油服行业复苏不及预期的风险；海外市场业务不达预期；订单执行不达预期；汇率波动对公司业绩的不确定性影响。

内容目录

| | |
|---|---------------|
| 1、公司深耕专业模块 EPC 业务 | - 6 - |
| 1.1、发展历程：海洋油气开发起家，扩展到矿业开采和天然气液化领域 .. | - 6 - |
| 1.2、主营构成：主攻海外市场，海洋油气开发模块收入占比高..... | - 7 - |
| 1.3、财务状况：受益于油服行业复苏，公司业绩迎来拐点 | - 9 - |
| 1.4、股东结构：实际控制人彭文成先生持有 46.06%股份 | - 9 - |
| 1.5、发展战略：从“产品制造商”到“系统集成总包商”的转型 | - 10 - |
| 2、油企加大资本开支，油服行业复苏明显 | - 12 - |
| 2.1、石油需求持续增加，供应总体偏紧，推动油价攀升..... | - 12 - |
| 2.2、2019 年全球上游油气勘探开发投资将达到 4720 亿美元..... | - 13 - |
| 2.3、能源安全战略背景下，国内加大油气勘探开发投资势在必行 | - 14 - |
| 3、公司斩获多个大额订单，业绩将迎来强势反弹 | - 17 - |
| 3.1、海洋油气开发：FPSO 市场强势反弹，公司订单业绩迎来拐点..... | - 17 - |
| 3.2、天然气液化：亚马尔二期工程正式启动，期待对应建造模块放量.... | - 19 - |
| 3.3、矿业开采：受益于钢材价格上涨，矿业开采多个项目开始启动 | - 22 - |
| 4、上调至“买入”评级 | - 25 - |
| 5、风险提示 | - 26 - |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|--------|
| 图表 1: 公司发展阶段..... | - 6 - |
| 图表 2: 公司主要产品..... | - 7 - |
| 图表 3: 生活楼模块外观和内部结构..... | - 7 - |
| 图表 4: 电气模块外观和内部结构..... | - 8 - |
| 图表 5: 2018 年公司主营业务构成 (分产品) | - 8 - |
| 图表 6: 2018 年公司分产品营业收入及毛利率水平..... | - 8 - |
| 图表 7: 2018 年公司主营业务构成 (分地区) | - 8 - |
| 图表 8: 公司海外营业收入及毛利率水平..... | - 8 - |
| 图表 9: 公司 2011-2019Q1 经营能力分析..... | - 9 - |
| 图表 10: 公司 2011A-2019Q1 毛利率及净利率变化..... | - 9 - |
| 图表 11: 公司 2011A-2019Q1 三项费用率变化..... | - 9 - |
| 图表 12: 公司股权结构..... | - 10 - |
| 图表 13: 部分核心高管持股情况..... | - 10 - |
| 图表 14: 全球原油年产量及增速..... | - 12 - |
| 图表 15: 全球原油年消费量及增速..... | - 12 - |
| 图表 16: 全球原油年供需缺口 (=供给-需求) | - 12 - |
| 图表 17: 原油价格变化..... | - 13 - |
| 图表 18: 全球上游油气勘探开发投资..... | - 13 - |
| 图表 19: 康菲资本开支..... | - 14 - |
| 图表 20: 壳牌资本开支..... | - 14 - |
| 图表 21: BP 资本开支..... | - 14 - |
| 图表 22: 埃克森美孚资本开支..... | - 14 - |
| 图表 23: 中国原油对外依存度 (%) | - 14 - |
| 图表 24: 中石油资本开支..... | - 15 - |
| 图表 25: 中石油勘探与生产开支..... | - 15 - |
| 图表 26: 中石化资本开支..... | - 15 - |
| 图表 27: 中石化勘探开发资本开支..... | - 15 - |
| 图表 28: 中海油资本开支..... | - 16 - |
| 图表 29: 中海油勘探开发资本开支..... | - 16 - |
| 图表 30: FPSO 核心模块介绍..... | - 17 - |
| 图表 31: FPSO 上部油气处理模块..... | - 17 - |
| 图表 32: FPSO 电气模块..... | - 18 - |
| 图表 33: FPSO 生活楼模块..... | - 18 - |

| | |
|---------------------------------|--------|
| 图表 34: 2013 年以来海洋油气开发模块大订单..... | - 18 - |
| 图表 35: 海洋油气开发大订单(亿元)..... | - 19 - |
| 图表 36: 海洋油气开发模块收入及增速、毛利率..... | - 19 - |
| 图表 37: 天然气液化核心模块介绍..... | - 19 - |
| 图表 38: 处理模块——分离模块..... | - 20 - |
| 图表 39: 处理模块——净化模块..... | - 20 - |
| 图表 40: 冷凝模块..... | - 20 - |
| 图表 41: 电气模块..... | - 20 - |
| 图表 42: 集输模块——管廊模块..... | - 20 - |
| 图表 43: 辅助模块——热油处理模块..... | - 20 - |
| 图表 44: 公司自成立以来从事的天然气液化模块项目..... | - 21 - |
| 图表 45: 天然气液化订单(亿元)..... | - 22 - |
| 图表 46: 天然气液化模块收入及增速、毛利率..... | - 22 - |
| 图表 47: 粉碎、筛选和运输模块介绍..... | - 22 - |
| 图表 48: 模块化矿业开采成套设备/设施..... | - 23 - |
| 图表 49: 初级粉碎矿石模块..... | - 23 - |
| 图表 50: 矿石产品分级筛分模块..... | - 23 - |
| 图表 51: 精细矿粉转运模块..... | - 23 - |
| 图表 52: 澳大利亚铁矿石市场价格变化(元/吨)..... | - 23 - |
| 图表 53: 矿业开采模块收入及增速、毛利率..... | - 24 - |
| 图表 54: 公司业绩拆分..... | - 25 - |
| 图表 55: 博迈科盈利预测表..... | - 27 - |

1、公司深耕专业模块 EPC 业务

1.1、发展历程：海洋油气开发起家，扩展到矿业开采和天然气液化领域

- 公司成立于 1996，以船只维修业务起家；1999 年涉足海洋油气开发模块建造项目，开始建设生活楼等模块；2005 年开始海洋油气开发模块设计与建造；2010 年开始，凭借海洋油气开发模块成功经验，扩领域至矿业开采、天然气液化模块的设计与建造。目前公司已成为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，已成功地为我国近海、中东、南美、北美、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。2016 年 11 月 22 日，公司成功在上交所上市。

图表 1：公司发展阶段

| 阶段 | 初创期(1996年-1999年) | 积累期(1999年-2005年) | 成长期(2005年-2010年) | 快速发展期(2010年至今) |
|---------|--|--|---|--|
| 主营业务 | 维修 | 海洋油气开发模块建造为主，维修为辅 | 海洋油气开发模块设计与建造 | 海洋油气开发、矿业开采及天然气液化模块设计与建造 |
| 主要产品 | 无自有产品 | 以生活楼模块为主，向工艺撬块、上部油气处理模块拓展 | 以生活楼模块、电气模块、上部油气处理模块、工艺撬块为主的专业模块 | 以生活楼模块、电气模块、上部油气处理模块为主的专业模块，向大型工厂化模块拓展 |
| 主要技术 | 维修技术 | 建造技术 | 详细设计、加工设计和建造技术 | 详细设计、加工设计和建造技术 |
| 市场定位 | 国内油气开发企业 | 国内外油气开发企业 | 国内外油气开发企业 | 国内外知名油气开发企业、矿业开采企业 |
| 主要里程碑事件 | (1) 1996 年，承接三用工作船的维修业务； (2) 1998 年，承接渤海钻井船的维修业务。 | (1) 1999 年，赢得化学注入撬和空气压缩机工艺撬块合同； (2) 2001 年，赢得第一个国际业主——Apache 赵东油田生活楼模块、电气模块的合同； (3) 2004 年，赢得 ConocoPhillips 蓬莱 19-3A 平台生活楼模块合同。 | (1) 2005 年，赢得 ConocoPhillips 蓬莱二期开发项目的 5 个生活楼模块和 5 个电气模块的合同； (2) 2007 年，赢得国外项目——阿尔及利亚 Touat 油田的化学注入撬和空气压缩机撬等大规模撬块业务合同； (3) 2007 年，赢得 Petrobras FPSO 电气模块、MEG 模块、化学注入撬、燃气处理撬等合同； (4) 2008 年，赢得 Petrobras FPSO 管廊模块、海水淡化处理模块、电气模块合同。 | (1) 2010 年-2013 年间，赢得 Petrobras 多条 FPSO 模块合同； (2) 2010 年，赢得天时代源开发的海上人工岛上的批量模块合同； (3) 2011 年，赢得 ABB 澳大利亚 QCLNG、GLNG 项目的批量电气模块合同； (4) 2011 年，赢得 Chevron 澳大利亚 wheatstone 大型天然气液化工厂项目的批量模块合同； (5) 2011 年，赢得 BHP Billiton 澳大利亚铁矿项目的模块合同； (6) 2013 年，赢得 ZADCO 的人工岛上的批量模块合同。 |

来源：公司公告，中泰证券研究所

1.2、主营构成：主攻海外市场，海洋油气开发模块收入占比高

- 公司主营各类定制模块，海洋油气开发领域主要产品有生活楼模块、电气模块、上部油气处理模块等；矿业开采领域主要产品有开采设备/设施、粉碎模块、仓储模块、分离模块等；天然气液化领域主要产品有处理模块、冷凝模块、电气和控制模块、集输模块、辅助模块等。

图表 2：公司主要产品

| 海洋油气开发模块 | 矿业开采模块 | 天然气液化模块 |
|---|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ■ 生活楼模块 ■ 电气模块 ■ 上部油气处理模块 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 乙二醇提纯、再生模块 (MEG) ➢ 海水淡化处理模块 (SRU) ➢ 原油分离器模块 ➢ 分离器和水处理模块 ➢ 燃气涡轮发电机模块 ➢ Pancake 模块 ➢ 公用设施模块 ➢ 加热和冷却模块 ➢ 油气工艺处理撬块 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 模块化矿业开采成套设备/设施 ■ 初级粉碎矿石模块 ■ 储料仓模块 ■ 矿石剥离筛分模块 ■ 矿石产品分级筛分模块 ■ 二级粉碎矿石模块 ■ 传送带模块 ■ 精细矿粉转运模块 ■ 颗粒矿粉转运模块 ■ 运输列车装车系统模块 (TLO) ■ 电气模块 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 处理模块 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 分离模块 ➢ 天然气净化模块 ■ 冷凝模块 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 天然气冷凝模块 ➢ 天然气压缩模块 ➢ 天然气冷却工艺模块 ■ 电气和控制模块 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 电气模块 ➢ 集成控制模块 ■ 集输模块 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 天然气入口管汇模块 ➢ 段塞捕捉器入口模块 ➢ 管廊模块 ■ 辅助模块 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 热油处理模块 ➢ 消防设备模块 ➢ 燃油工艺模块 |

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：生活楼模块外观和内部结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

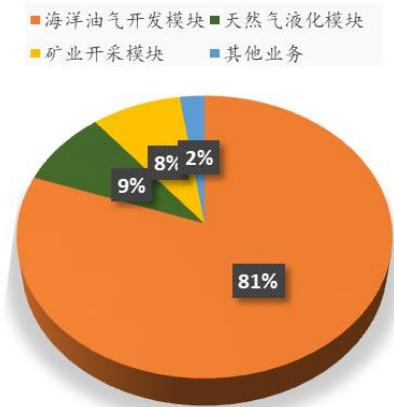
图表 4: 电气模块外观和内部结构



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

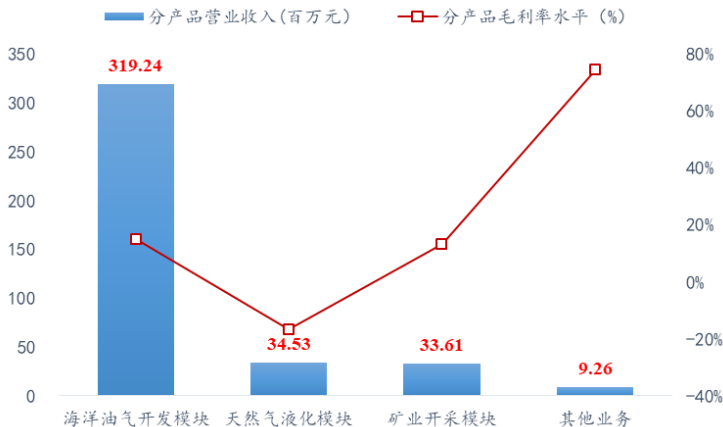
- 2018 年, 海洋油气开发模块收入为 3.19 亿元, 占比 80.49%, 毛利率为 14.96%; 天然气液化模块收入为 0.35 亿元, 占比 8.71%, 毛利率为 -16.69%; 矿业开采模块收入为 0.34 亿元, 占比 8.47%, 毛利率为 13.32%。

图表 5: 2018 年公司主营业务构成 (分产品)



来源: wind, 中泰证券研究所

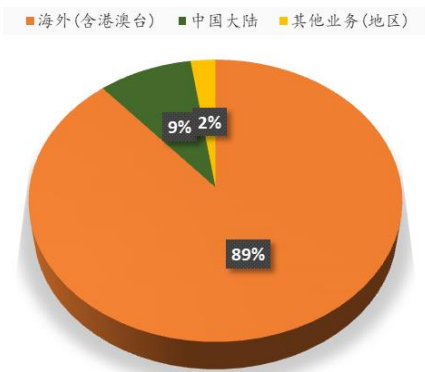
图表 6: 2018 年公司分产品营业收入及毛利率水平



来源: wind, 中泰证券研究所

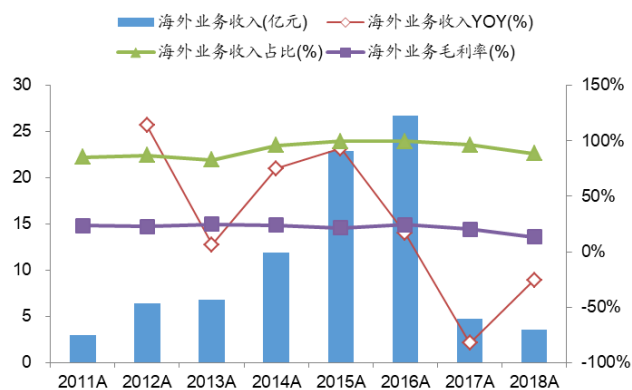
- 公司业务以海外市场为主, 2018 年海外(含港澳台)业务收入为 3.52 亿元, 占比 88.75%, 毛利率为 13.30%; 中国大陆业务收入为 0.35 亿元, 占比 8.93%, 毛利率为 -0.85%。2018 年公司处于业绩底部, 毛利率处于极端水平, 长期来看 2011-2017 年公司毛利率在 20-25% 区间内。

图表 7: 2018 年公司主营业务构成 (分地区)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 公司海外营业收入及毛利率水平

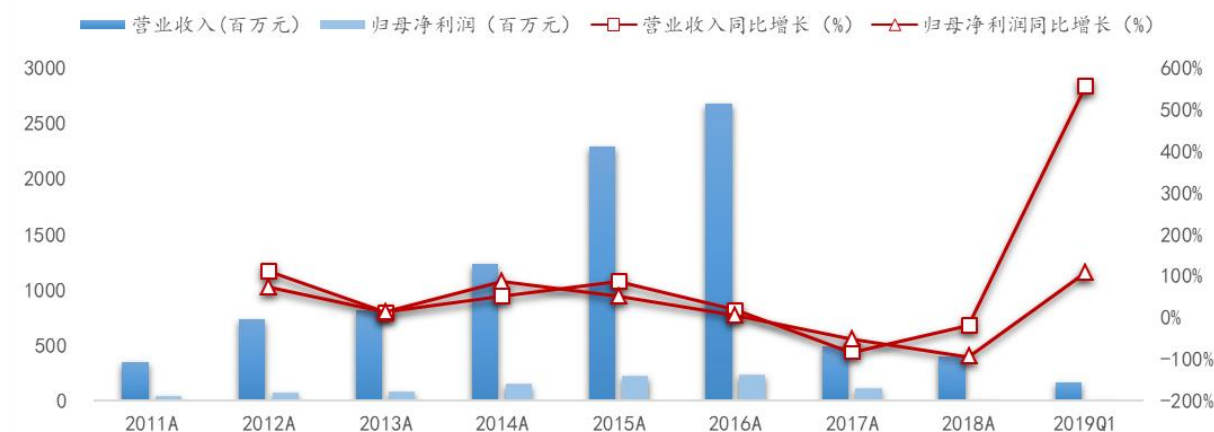


来源: wind, 中泰证券研究所

1.3、财务状况：受益于油服行业复苏，公司业绩迎来拐点

- 公司在 2014 年签订了亚马尔大额订单，实现了 2015、2016 年业绩高速增长；但是 2015 年以来石油价格走低，部分大型油气开发公司削减或推迟了资本支出，导致公司 2016、2017 年新增订单大幅下滑，进而导致 2017、2018 年业绩大幅下滑。随着油价的企稳回升，2018 年公司订单复苏，2019 年一季度业绩迎来拐点，实现收入 1.68 亿元，同比增长 556.78%；实现归母净利润 374.84 万元，同比增长 109.58%。

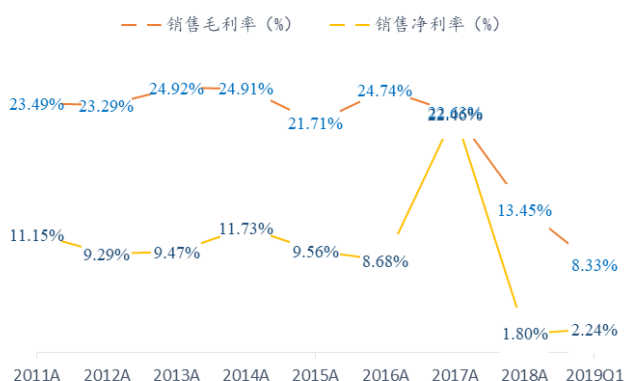
图表 9：公司 2011-2019Q1 经营能力分析



来源：wind，中泰证券研究所

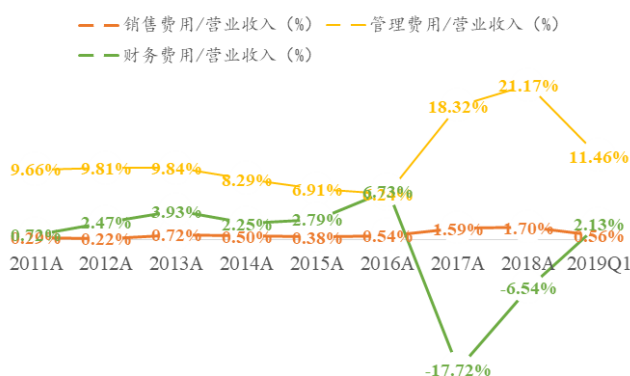
- 公司盈利能力已迎来拐点。由于 2018 年公司收入体量跌至谷底，在成本刚性支出背景下，毛利率和净利率均出现大幅下滑。2019 年一季度，公司毛利率为 8.33%，净利率为 2.24%，同比均实现由负转正。费用方面，销售费用率为 0.56%，同比下降 3.85pct；管理费用率为 11.46%，同比下降 43.41pct；财务费用率为 2.13%，同比下降 53.72pct；主要是因为收入水平快速提升导致费用率下降到正常水平。

图表 10：公司 2011A-2019Q1 毛利率及净利率变化



来源：wind，中泰证券研究所

图表 11：公司 2011A-2019Q1 三项费用率变化



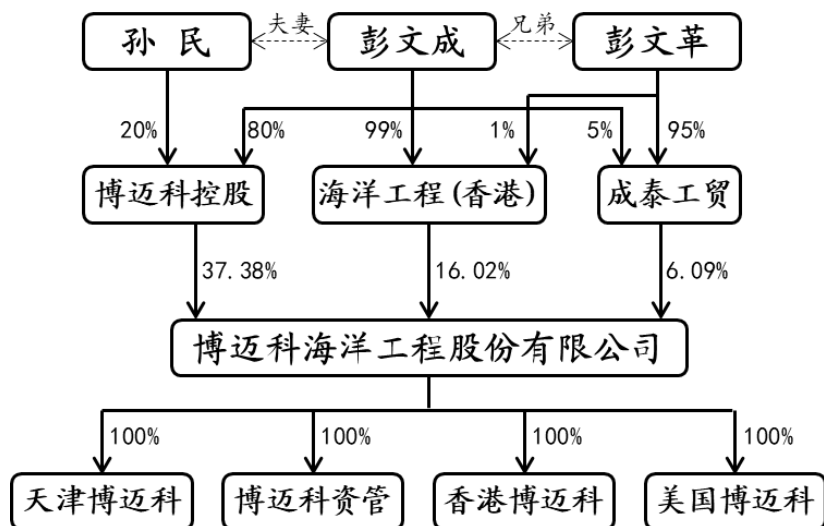
来源：wind，中泰证券研究所

1.4、股东结构：实际控制人彭文成先生持有 46.06% 股份

- 公司实际控制人为彭文成先生，通过持有博迈科控股 80% 股权间接持有公司 29.90% 股份，通过持有海洋工程（香港）99% 股权间接持有公司

15.86%股份，通过持有成泰工贸 5%股权间接持有公司 0.30%股份，合计持有公司 46.06%股份。孙氏女士跟彭文成先生是夫妻关系，通过博迈科控股 20%股权间接持有公司 7.48%股份。彭文革先生跟彭文成先生是兄弟关系，通过持有海洋工程（香港）1%股权间接持有公司 0.16%股份，通过持有成泰工贸 95%股权间接持有公司 5.78%股份，合计持有公司 5.94%股份。综上，三人合计持有公司 59.48%股份。

图表 12: 公司股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司股权激励充分，目前部分核心高管持股合计持股 4.75%；2019 年 1 月，公司发布公告，回购 1-2 亿元的股份用于股权激励。

图表 13: 部分核心高管持股情况

| 高管 | 职务 | 持股数量(万股) | 持股比例 | 持股平台 |
|-----|--------|----------|-------|------|
| 吴章华 | 董事、副总裁 | 277.43 | 1.18% | 博大投资 |
| 邱攀峰 | 董事、副总裁 | 299.95 | 1.28% | 博大投资 |
| 王新 | 副总裁、董秘 | 150.03 | 0.64% | 博大投资 |
| 华兰珍 | 副总裁 | 209.97 | 0.90% | 博大投资 |
| 代春阳 | 总工程师 | 135.01 | 0.58% | 博大投资 |
| 齐海玉 | 董事 | 40.06 | 0.17% | 天津博发 |

来源：公司公告，中泰证券研究所

1.5、发展战略：从“产品制造商”到“系统集成总包商”的转型

- 持续深耕天然气液化领域，不断开拓下游市场，实现经营范围横向拓展。2019 年全球油气产量预期将继续保持增长，特别是天然气的预期增长力度更高。在天然气液化领域，公司相继完成了 YAMAL LNG、WHEATSTONE LNG 等知名项目，其中 YAMAL LNG 项目是中国提出“一带一路”倡议后在俄罗斯实施的首个特大型能源合作项目，是目前全球在北极地区开展的最大型 LNG 工程。随着此类项目的成功交付，公司拥有了天然气液化领域全面的工程业绩，可以完成天然气液化工厂几乎全部模块类型的建造工作，极大提升了公司在天然气液化领域的竞争力。伴随着天然气在市场整体热度的提高，公司将牢牢把握核心竞争优

势，争取该领域新订单。基于天然气价格的优势，预期未来下游天然气化工行业将出现一定程度的繁荣，公司将不断开拓下游市场，实现公司经营范围横向拓展的战略目标。

- **公司将着眼于向高端定制化、一体化的服务模式发展，努力延伸业务链条，向专业化 EPCI 公司靠拢。**

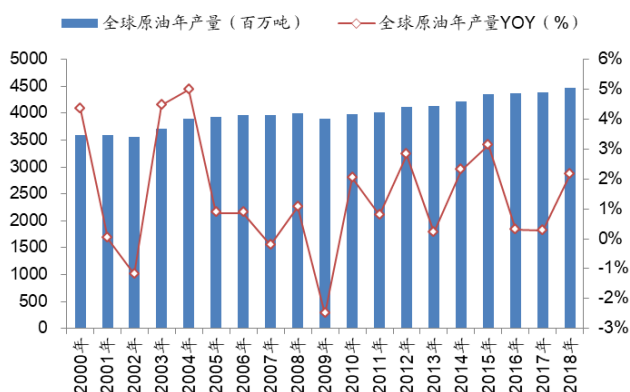
公司通过与国际知名设计公司合作沟通，与下游运输安装公司寻求联合，实现从设计、采办到建造、运输、现场安装的一体化服务。公司交付的 New Refinery Project 项目、为 FPSO 提供生产水处理功能模块的文昌项目、为实现海上油气平台生产水处理功能的东方 13-2 项目、曹妃甸项目等，均实现了从设计、采办、建造、运输的全套服务，有效整合缩减了业务链条的中间环节，提升效率的同时为业主节省了大量的成本。上述项目的成功交付，为公司纵向延伸业务链条，向专业 EPCI 公司发展奠定基础，有助于增加公司业务附加值。

2、油企加大资本开支，油服行业复苏明显

2.1、石油需求持续增加，供应总体偏紧，推动油价攀升

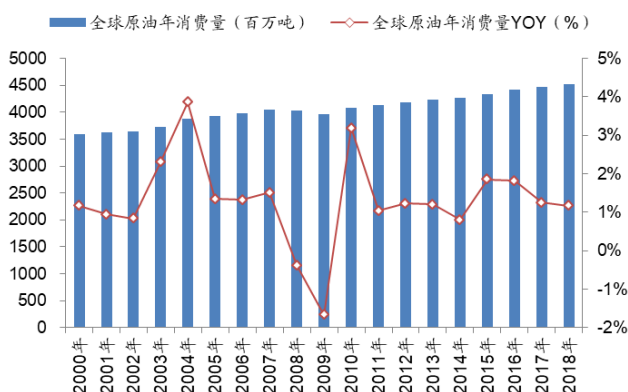
- 2010-2018年，受益于中国、美国等国经济稳步增长，全球石油需求持续增加，年消费量从2009年的39.60亿吨增长至2018年的45.29亿吨，年复合增长1.50%。2016年以来原油市场供应总体偏紧，年均原油供需缺口为6860.12万吨。原油供需紧平衡格局，有力推动了油价攀升，2018年布伦特原油现货平均价格为71.3美元/桶，同比增长31.8%。

图表 14: 全球原油年产量及增速



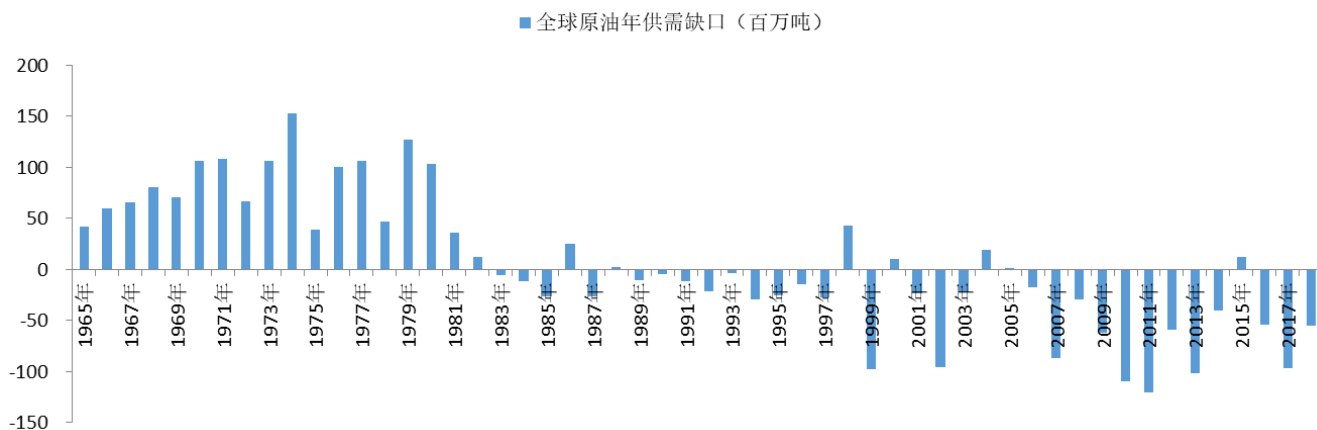
来源: BP, 中泰证券研究所

图表 15: 全球原油年消费量及增速

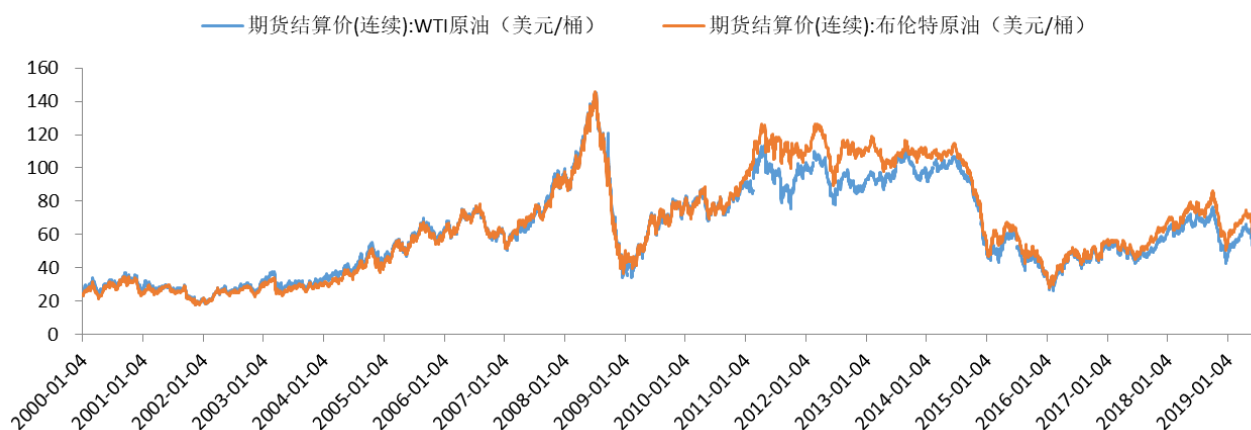


来源: BP, 中泰证券研究所

图表 16: 全球原油年供需缺口 (=供给-需求)



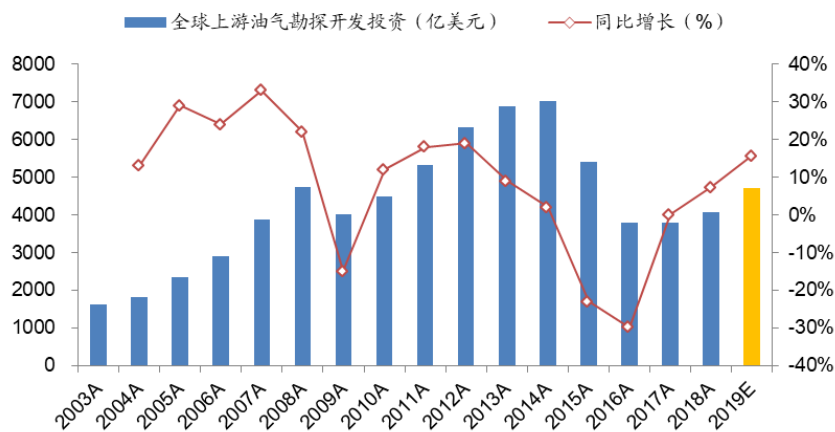
来源: BP, 中泰证券研究所

图表 17: 原油价格变化


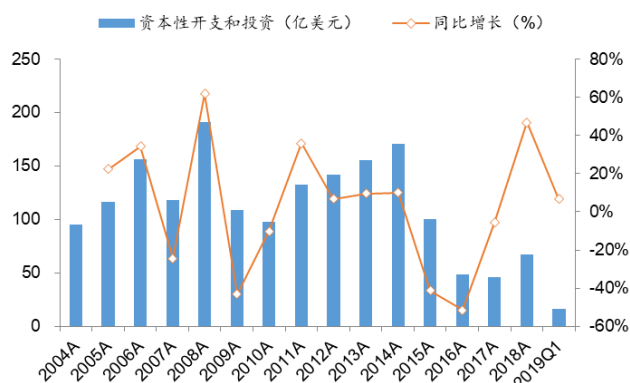
来源: NYMEX, IPE, 中泰证券研究所

2.2、2019 年全球上游油气勘探开发投资将达到 4720 亿美元

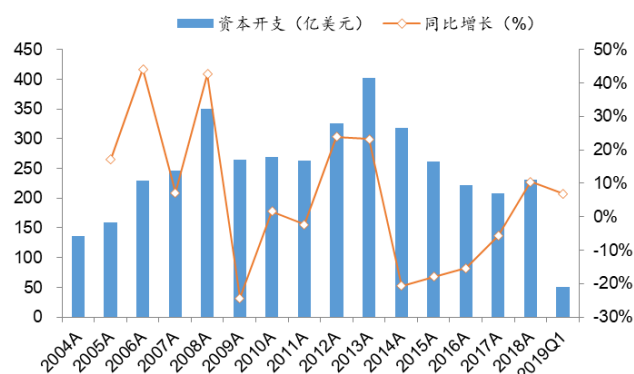
- 随着油价重心逐步上移，油气行业整体回暖，国内外油气市场投资需求回升；Spears&Associates 预测 2019 年全球上游油气勘探开发投资将恢复到 4720 亿美元，同比增长 16%。以海外四大油企为例，2019 年一季度，康菲资本开支为 16.37 亿美元，同比增长 6.64%；壳牌资本开支为 51.21 亿美元，同比增长 6.93%；BP 资本开支为 36.95 亿美元，同比增长 3.04%；埃克森美孚资本开支为 51.99 亿美元，同比增长 55.24%。

图表 18: 全球上游油气勘探开发投资


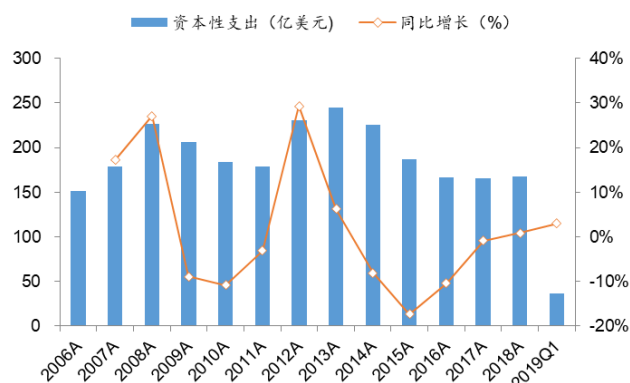
来源: Spears&Associates, 中泰证券研究所

图表 19: 康菲资本开支


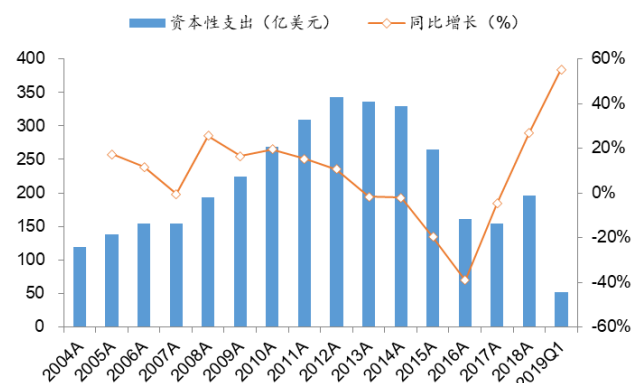
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 20: 壳牌资本开支


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 21: BP 资本开支


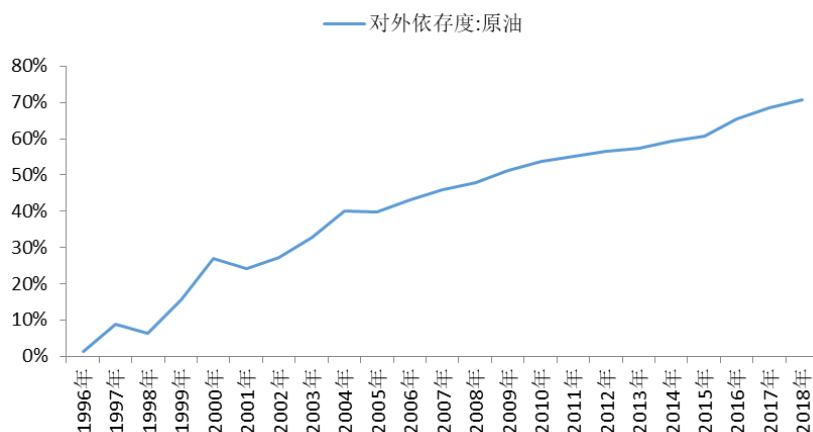
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 22: 埃克森美孚资本开支


来源: wind, 中泰证券研究所

2.3、能源安全战略背景下，国内加大油气勘探开发投资势在必行

- 受国内资源禀赋条件的限制，我国自 1993 年起原油对外依存度达到 6.7%，成为石油净进口国；2011 年达到了 55.2%；2018 年原油对外依存度上升至 70.9%，首次超过 70%，远超国际安全警戒线。

图表 23: 中国原油对外依存度 (%)


来源: wind, 中泰证券研究所

■ 随着中国工业化和城市化进程向纵深推进，国内石油的供应缺口还将逐年增大，保障国家能源安全亟须做好石油战略储备。

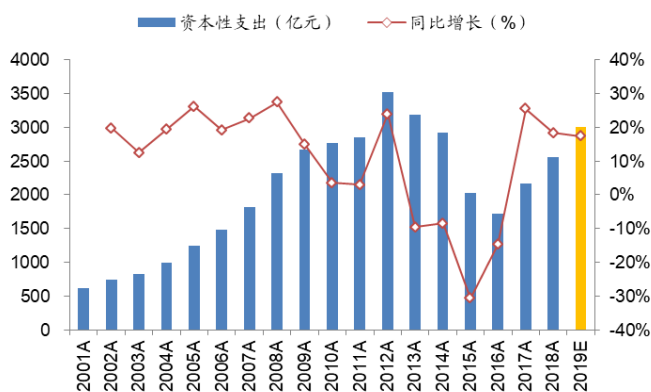
1) 2018年下半年，习总书记作出“关于大力提升勘探开发力度，保障我国能源安全”的重要批示；国务院下发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，明确提出要加大国内勘探开发力度。

2) 国内三大石油公司均加大勘探开发力度，在渤海湾、鄂尔多斯、新疆、川渝等地区取得一系列重大突破。8月3日，中石油召开会议部署提升国内油气勘探开发力度，确保原油产量稳中有升；8月6日，中海油召开会议提出全力保障油气增储上产，推动“渤海油田3000万吨再稳产10年”工程；中石化在页岩气开发方面获得了大进展，今年涪陵页岩气田如期建成100亿方年产能，成为全球除北美外最大的页岩气田。

■ 基于国内能源战略安全，与油气增长相关的投资持续增长。

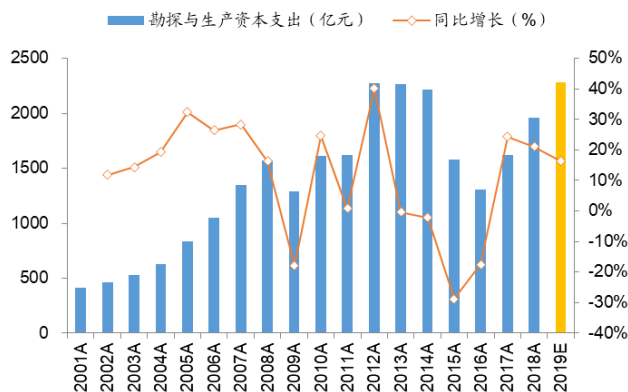
2019年，中石油计划资本开支3006亿元，同比增长17.43%，其中勘探与生产资本支出2282亿元，同比增长16.36%；中石化计划资本开支1363亿元，同比增长15.51%，其中勘探开发资本支出596亿元，同比增长41.23%；中海油计划资本开支700-800亿元，同比增长12.72%-28.82%，其中勘探投资约140-160亿元，同比增长13.58%-29.81%。

图表 24: 中石油资本开支



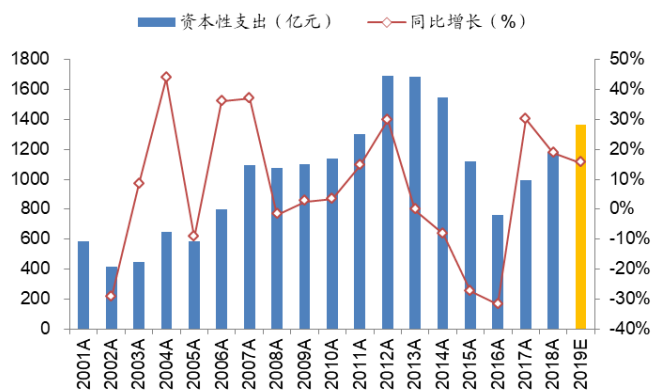
来源：中石油公司公告，中泰证券研究所

图表 25: 中石油勘探与生产开支



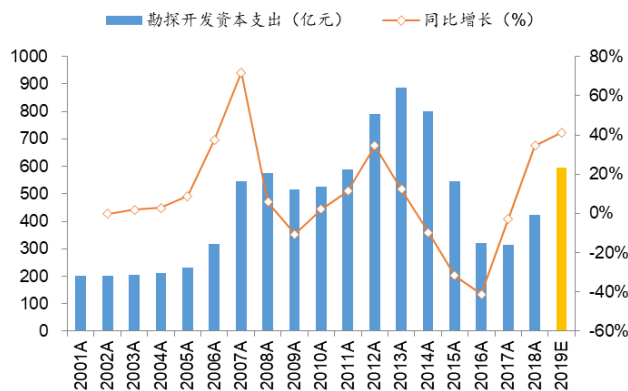
来源：中石油公司公告，中泰证券研究所

图表 26: 中石化资本开支



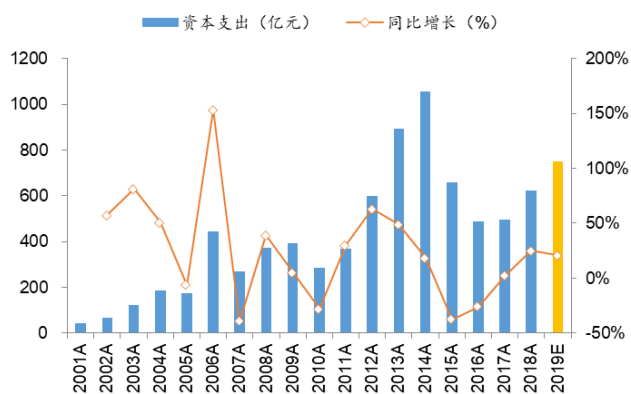
来源：中石化公司公告，中泰证券研究所

图表 27: 中石化勘探开发资本开支



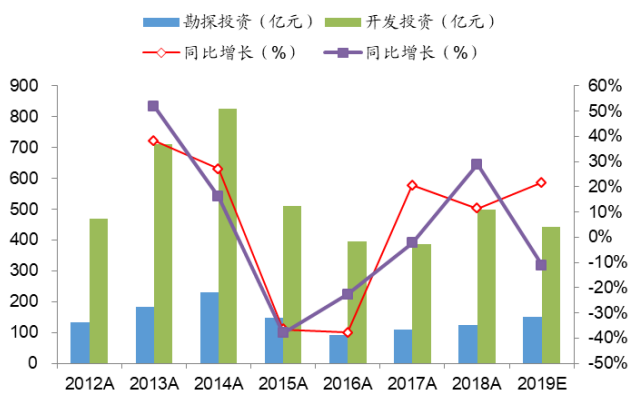
来源：中石化公司公告，中泰证券研究所

图表 28: 中海油资本开支



来源: 中海油公司公告, 中泰证券研究所

图表 29: 中海油勘探开发资本开支



来源: 中海油公司公告, 中泰证券研究所

- 综上, 在油价稳中有升背景下, 国内外油企将继续加大资本开支, 有利于油服装备行业复苏发展。

3、公司斩获多个大额订单，业绩将迎来强势反弹

3.1、海洋油气开发：FPSO 市场强势反弹，公司订单业绩迎来拐点

- 公司主要提供海洋油气开发生产平台（主要包括 FPSO）相应模块的设计与建造服务。以移动式生产平台 FPSO 为例，FPSO 上部生产设施主要通过模块化的方式进行建造，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。

图表 30: FPSO 核心模块介绍

| 主要模块 | 功能 | 地位 | 特点 | 核心程度 |
|----------|---|-----------------------------|------------------------|------|
| 上部油气处理模块 | 1、将原油中的气体和水分加以分离 2、抑制管线中的水化物生成 3、淡化海水提供生产平台必要水分 | 整个生产平台的生产系统，决定整个生产平台的原油生产品质 | 模块结构复杂，工艺水平高 | 最为核心 |
| 电气模块 | 1、配备发电机控制系统、高中低压配电柜组和变压器组，为生产平台提供电力系统 2、配备工艺系统监视控制系统用于监视生产平台生产情况 | 整个生产平台的电力控制中心和枢纽、监控系统 | 模块控制系统复杂，需要满足防火防爆和恒温要求 | 较为核心 |
| 生活楼模块 | 1、配备中央控制系统，用于下达控制指令、传递通信信息并监控生产状况，从而保证整个生产平台的运转 2、配备所有必须的生活和公用设施，包括生产操作控制指挥中心、通讯、安全、医疗、救生、交通、居住和娱乐场所，为海洋油气开发作业的现场操作人员提供生活及工作支持服务 | 整个生产平台的控制指挥部分，同时为平台人员提供生活保障 | 模块可靠性和安全性要求高 | 较为核心 |

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 31: FPSO 上部油气处理模块



乙二醇提纯、再生模块/MEG 模块



海水淡化处理模块/SRU 模块

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 32: FPSO 电气模块



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 33: FPSO 生活楼模块



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

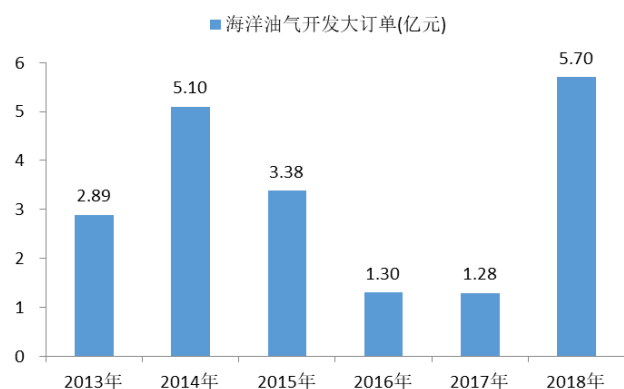
- 2014 年油价大跌以后, 每年 FPSO 新合同下滑, 2016 年甚至出现零订单局面; 随着油价的整体回升, 2018 年国际上新的 FPSO 合同已经达到 11 艘, 恢复到了 2014 年市场的水平, FPSO 市场迎来了强势反弹。对应公司公告的订单规模, 从 2014 年的 5.10 亿元下滑至 2017 年的 1.28 亿元, 2018 年强势恢复到 5.70 亿元。2018 年, 公司与 MODEC, Inc. 签订了 FPSO Carioca MV30 项目合同, 总金额约为 5.7 亿元, 该 FPSO 项目完工后将租用给巴西国家石油公司, 最终服役于水深超过 2000 米的深水区域。

图表 34: 2013 年以来海洋油气开发模块大订单

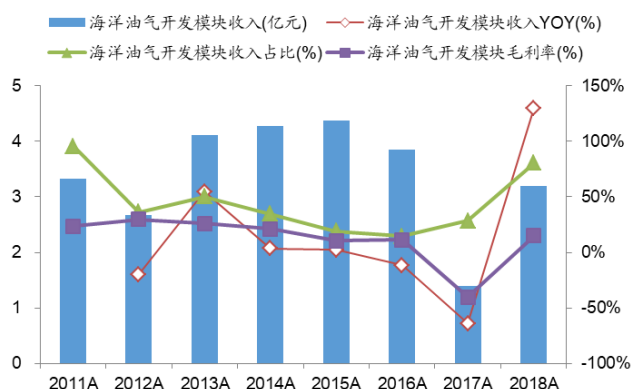
| 年份 | 项目名称 | 客户名称 | 初始合同金额/万元 |
|--------|---|---------------------------------|-----------|
| 2013 年 | N487 DANA 400 FPSO 模块建造 | 南通中远船务工程有限公司 | 12250.00 |
| | UZ8451 ZADCO ACCOMMODATION & UTILITIES PROJECT | LEIGHTON | 10588.24 |
| | 秦皇岛 32-6 生活楼 | 中海石油(中国)有限公司 | 6042.30 |
| 2014 年 | Upper Zakum 750 Island Surface Facilities Project | Petrofac | 27783.93 |
| | FMB1 & FMB2 (Technip) | TECHNIP | 18357.00 |
| | MV27 Project-Module E-house | ABB | 3535.50 |
| | Longford II | ABB | 1296.62 |
| 2015 年 | FPSO Cidade de Campos dos Goytacazes MV29 | MODEC | 17063.88 |
| | Petronas FLNG2 Project | ABB PTE. LTD | 15606.52 |
| | MV29 SRU | VWS WESTGARTH LTD | 1119.82 |
| 2016 年 | KOC LFHOD Project | Petrofac E&C International Ltd. | 13013.81 |
| 2017 年 | New Refinery Project | Petrofac E&C International Ltd. | 12846.24 |
| 2018 年 | FPSO Carioca MV30 项目合同 | MODEC, Inc. | 57000.00 |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 2018 年, 公司签订 MODEC 约 5.7 亿元大订单后, 海洋油气开发模块业绩迎来大反弹。2018 年, 公司海洋油气开发模块实现收入 3.19 亿元, 同比增长 130.06%; 毛利率为 14.96%, 同比增长 55.23pct。

图表 35: 海洋油气开发大订单(亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 36: 海洋油气开发模块收入及增速、毛利率


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 根据 Energy Maritime Associates (EMA), 未来 4 年, 市场将有 60 艘 FPSO 新合同出现。我们预计这将给公司后续带来可持续的订单和业绩。

3.2、天然气液化: 亚马尔二期工程正式启动, 期待对应建造模块放量

- 天然气液化工厂主要包括生产系统、控制系统、生活设施、公用设施和辅助设施, 其中生产系统、控制系统主要采用模块化的建造方式。生产系统和控制系统是天然气液化工厂中的核心部分。公司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。

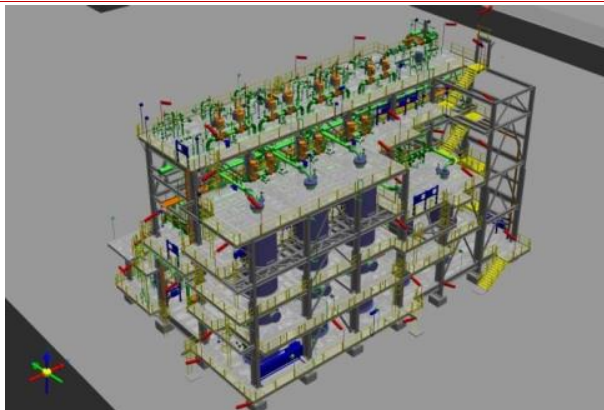
图表 37: 天然气液化核心模块介绍

| 模块 | 功能 | 地位 | 特点 | 核心程度 |
|------|---|----------------------|-------------------------|------|
| 处理模块 | 1、分离天然气中的水和杂质 2、干燥深度脱水后进行脱硫化氢、二氧化碳、汞等再过滤 | 提纯开采出的天然气, 达到可加工状态 | 模块结构复杂, 工艺水平高 | 最为核心 |
| 冷凝模块 | 1、将天然气冷却, 去除天然气中乙烷、丙丁烷, 及其他烃类物质 2、对天然气进行加压 3、利用主冷换热器将天然气进行深冷处理 4、利用制冷剂将天然气液化 | 天然气工厂核心处理部分, 实现天然气液化 | 模块结构复杂, 低温材料加工工艺水平要求高 | 最为核心 |
| 电气模块 | 1、配备发电机控制系统、高中低压配电柜组和变压器组, 为天然气液化工厂提供电力系统 2、配备工艺系统监视控制系统用于监视天然气液化工厂生产情况 | 整个工厂的电力控制中心和枢纽、监控系统 | 模块控制系统复杂, 需要满足防火防爆和恒温要求 | 较为核心 |
| 集输模块 | 1、将气态或液态天然气增压后, 计量、外输销售 2、在不同功能模块之间传输气态或液态天然气 | 天然气工厂辅助运输系统 | 低温高压的条件下运行, 工艺水平要求高 | 较为核心 |

| | | | | |
|------|---|-----------|--------|-----|
| 辅助模块 | 1、消防系统 2、存储和提供辅助能源 3、辅助加热系统 4、供热供水系统 | 天然气工厂辅助系统 | 可靠性要求高 | 非核心 |
|------|---|-----------|--------|-----|

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 38: 处理模块——分离模块



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 39: 处理模块——净化模块



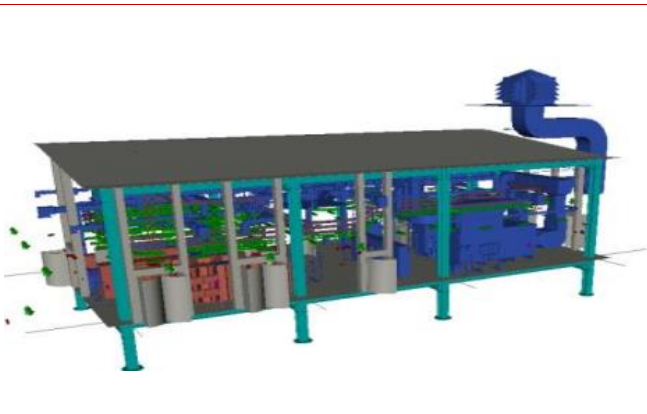
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 40: 冷凝模块



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 41: 电气模块



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 42: 集输模块——管廊模块



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 43: 辅助模块——热油处理模块



来源：公司公告，中泰证券研究所

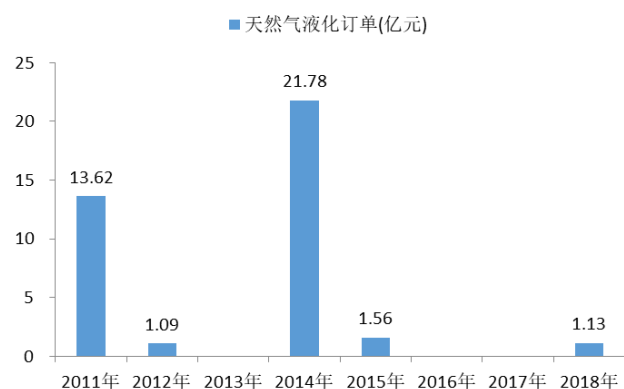
- 2014 年以前，公司天然气液化领域收入主要来自于与 Bechtel 的 Wheatstone LNG 项目。该项目是由美国 Chevron 公司投资在澳大利亚 Wheatstone 地区建立的液化天然气工厂项目，总体项目投资约 290 亿美元，是澳洲历史上最大规模的能源开发项目之一。项目计划修建 2 条液化天然气生产线，年产量为 890 万吨 LNG，将于 2016 年投产。Wheatstone LNG 项目总承包商为 Bechtel，项目模块总数量为 115 个，公司作为专业承包商承接 78 个模块的设计与建造，对应合同总金额为 21.02 亿元。
- 公司凭借 Wheatstone LNG 项目的优秀业绩和海洋油气开发领域的优秀业绩，加大了对天然气液化领域的市场开拓。公司于 2014 年成功进入 Yamal LNG 项目。Yamal LNG 项目是计划在亚马尔半岛建造的年生产能力达 1,650 万吨的一个大型液化天然气工厂项目，包含天然气的生产、加工、液化、存储和运输。项目投资额约 270 亿美元，总承包商为 YAMGAZ，业主为 NOVATEK、TOTAL 和中石油。2014 年 7 月 28 日，公司与 YAMGAZ 签署了初始合同，承接 21 个天然气液化模块的设计与建造，金额为 3.27 亿美元的建造项目（折合人民币 21.65 亿元）。

图表 44: 公司自成立以来从事的天然气液化模块项目

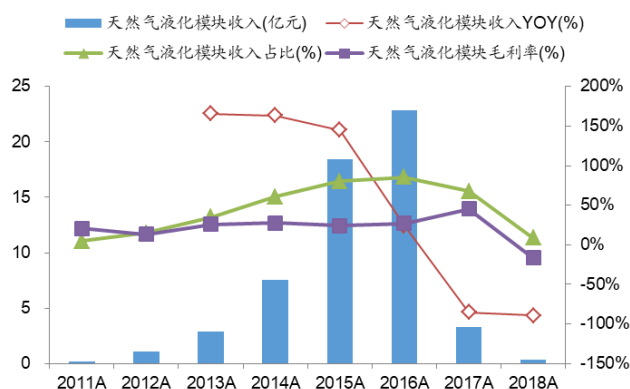
| 签订时间 | 业主 | 项目名称 | 初始合同金额（万元） |
|---------|----------------------------|---|------------|
| 2011.6 | ABB Australia Pty. Limited | Gladstone LNG Upstream Project E-houses | 5,162.96 |
| 2011.9 | ABB Korea | Shell Nigeria DOMGAS | 712.13 |
| 2011.10 | Bechtel International Inc. | Wheatstone LNG | 130,307.96 |
| 2012.6 | ABB Australia Pty. Limited | QGC LNG FCS MV Switch room | 3,245.56 |
| 2012.6 | ABB Australia Pty. Limited | QGC LNG CPP | 4,652.97 |
| 2012.6 | ABB Australia Pty. Limited | QGC LNG FCS LV Switch room | 2,269.32 |
| 2012.12 | ABB Australia Pty. Limited | Longford Project Blast Proof Switch room | 689.08 |
| 2014.1 | ABB Australia Pty. Limited | Longford II Project Blast Proof Switch room | 1,296.62 |
| 2014.8 | YAMGAZ | YAMAL LNG Project | 216,529.69 |
| 2015.2 | ABB PTE. LTD | Petronas FLNG2 Project | 15,606.50 |
| 2018 | 中石油 | 俄罗斯 AGPP Amur Steelwork 项目 | 11,300.00 |

来源：公司公告，中泰证券研究所

- Yamal LNG 项目后，公司大额订单下滑，2015 年金 1.56 亿元 ABB 项目，2016、2017 年均无大项目进展；2018 年公司承接了俄罗斯 AGPP Amur Steelwork 项目，总金额约为 1.13 亿元，该项目完工后将服役于俄罗斯阿穆尔州，对中俄天然气输送起到重要作用。
- 由于 Yamal LNG 项目周期长，即使 2016-2017 年没有新项目，公司靠 Yamal LNG 项目也能实现持续收入，2018 年进入新老项目交接期，收入大幅萎缩至 0.35 亿元，同比下降 89.58%，毛利率为 -16.69%，主要是因为新的天然气液化模块项目较少，且 AGPP Amur Steelwork 项目预计成本超过收入。

图表 45: 天然气液化订单(亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 46: 天然气液化模块收入及增速、毛利率


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 据韩国 News1, 随着俄罗斯北极沿岸液化天然气 (LNG) 开采的亚马尔二期工程的正式启动, 预计这次项目订购的破冰型 LNG 船将会达到 15 艘左右, 而此前的亚马尔一期工程也订购了 15 艘, 共计 48 亿美元。公司凭借亚马尔一期优秀业绩, 期待二期项目带来相应的天然气液化项目订单。

3.3、矿业开采: 受益于钢材价格上涨, 矿业开采多个项目开始启动

- 矿业开采的成套化设施, 包括粉碎系统、筛选系统、运输系统、过程存储系统、采样系统、公用系统和辅助系统等。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。

图表 47: 粉碎、筛选和运输模块介绍

| 主要模块 | 功能 | 地位 | 特点 | 核心程度 |
|------|--|-------------|---------------------------|------|
| 粉碎模块 | 1、将开采的矿石粉碎, 形成精细粉、粗颗粒和大颗粒 2、将经过筛选模块筛选出的大颗粒矿石进一步粉碎 | 整个平台的原料供应系统 | 结构强度要求高, 长时间工作可靠性要求高 | 较为核心 |
| 筛选模块 | 1、将矿石按颗粒大小筛分为三类: 精细粉、粗颗粒、大颗粒。粗颗粒矿石将送到矿石产品分级筛分系统, 大颗粒矿石送到二级粉碎系统 2、粗颗粒矿石和经过二次粉碎的大颗粒矿石进行筛分, 筛分为精细粉、颗粒粉、大颗粒, 并将大颗粒矿石进一步粉碎 | 整个平台的筛分生产系统 | 模块材料制作工艺要求高, 模块耐磨性、可靠性要求高 | 最为核心 |
| 运输模块 | 1、将矿石在不同功能模块之间传送 2、将精细粉和颗粒粉自动运输至火车 | 整个平台的运输系统 | 模块体积较大, 持续重载负荷能力和可靠性要求高 | 较为核心 |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 48: 模块化矿业开采成套设备/设施



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 49: 初级粉碎矿石模块



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 50: 矿石产品分级筛分模块



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

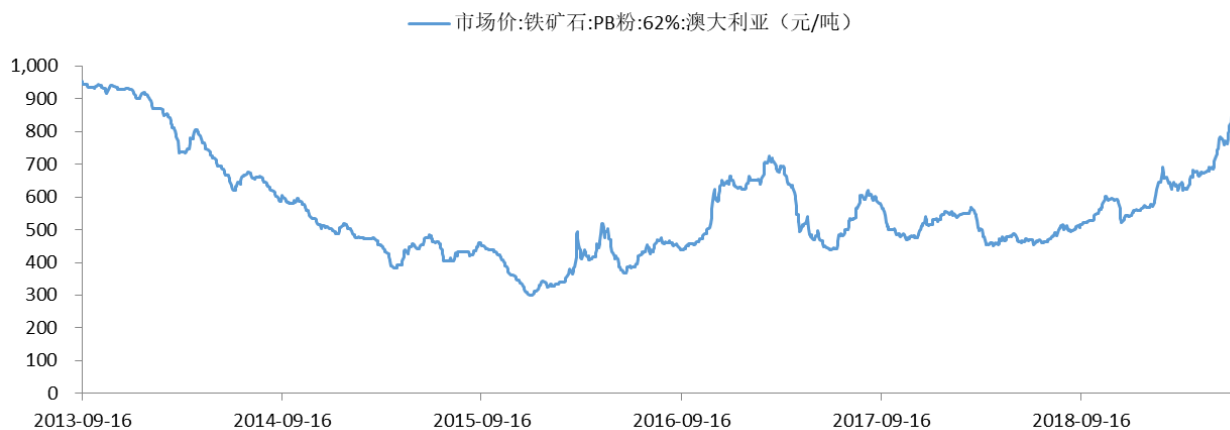
图表 51: 精细矿粉转运模块



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 2011年,公司与BHP Billiton签订初始合同金额5,176.23万澳元的BHP BILLITON IRON ORE ASSET DEVELOPMENT PROJECTS项目。该项目位于澳大利亚西部,将Jimblebar矿区从当前的每年3,500万吨产能扩展到每年5,500万吨,项目总投资额约21.5亿澳元,包括港口和铁路建设。其中矿业开采成套化设施共涉及350个模块,公司承接该项目314个模块,实现总收入为43,984.49万元。

图表 52: 澳大利亚铁矿石市场价格变化(元/吨)



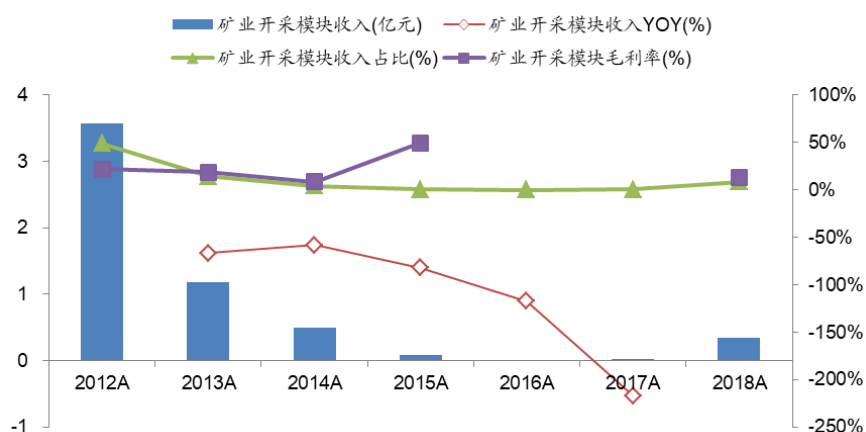
来源: wind, 中泰证券研究所

- 因为澳大利亚环保问题上述项目于2014年停滞;受益于2018年以来澳

大利亚铁矿石价格上涨，刺激相应产能扩张，2018 年澳大利亚项目重新启动。公司与必和必拓铁矿石有限公司签订了 South Flank 项目合同，总金额约为 3.75 亿元人民币，该项目投产后将有效填补经济寿命即将结束的早期矿场产能，保证矿业公司产能的连续性；此外，公司还取得了塔克拉夫矿业等项目。

- 有益于新项目合同的放量，公司 2018 年业绩反弹明显，实现收入 0.34 亿元，同比增长 17 倍；毛利率为 13.32%，同比大幅提升。我们认为，2018 年必和必拓项目金额较大，将陆续在 2019、2020 年逐步确认收入，对应矿业开采板块业绩确定性大；随着前期投入完成，项目后期收入确认多，对应毛利率也将继续提升。

图表 53: 矿业开采模块收入及增速、毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 综上，受益于油服行业复苏，2018 年公司迎来订单拐点，新签大额订单近 12 亿元，后续储备订单丰富；根据公司公告，模块建设周期较长，通常为 10-36 个月，因此我们预计 2019 年及以后公司业绩将迎来强势反弹。

4、上调至“买入”评级

- 预计公司 2019-2021 年归母净利润 0.50 亿元、2.93 亿元、3.33 亿元，对应 EPS 分别为 0.21 元/股、1.25 元/股、1.42 元/股，按最新收盘价 17.53 元计算，对应 PE 分别为 83、14、12 倍。公司作为民营企业，具有灵活的市场优势，在油气行业持续复苏背景下，新增订单及业绩爆发性强，未来业绩有望强势反弹，给予“买入”评级。

图表 54：公司业绩拆分

| 项目 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|---------|--------|
| 海洋油气开发模块 | | | | | | | | | | | |
| 收入 | 333 | 266 | 412 | 427 | 437 | 385 | 139 | 319 | 638 | 1,660 | 1,992 |
| YoY | | -19.93% | 54.53% | 3.68% | 2.35% | -11.83% | -63.97% | 130.06% | 100.00% | 160.00% | 20.00% |
| 成本 | 254 | 188 | 305 | 337 | 391 | 342 | 195 | 271 | 517 | 1311 | 1554 |
| 毛利率 | 23.61% | 29.59% | 25.89% | 20.93% | 10.52% | 11.31% | -40.27% | 14.96% | 19.00% | 21.00% | 22.00% |
| 天然气液化模块 | | | | | | | | | | | |
| 收入 | 15 | 108 | 286 | 752 | 1843 | 2289 | 331 | 35 | 380 | 2,089 | 2,089 |
| YoY | | 604.30% | 165.75% | 163.14% | 145.14% | 24.17% | -85.52% | -89.58% | 1000.00% | 450.00% | 0.00% |
| 成本 | 12 | 93 | 213 | 543 | 1399 | 1674 | 182 | 40 | 300 | 1608 | 1567 |
| 毛利率 | 20.87% | 13.36% | 25.58% | 27.75% | 24.09% | 26.87% | 45.03% | -16.69% | 21.00% | 23.00% | 25.00% |
| 矿业开采模块 | | | | | | | | | | | |
| 收入 | | 356 | 118 | 49 | 9 | -2 | 2 | 34 | 336 | 168 | 168 |
| YoY | | | -66.86% | -58.11% | -82.40% | -117.27% | -216.97% | 1811.66% | 900.00% | -50.00% | 0.00% |
| 成本 | | 280 | 97 | 45 | 4 | 1 | -1 | 29 | 269 | 134 | 134 |
| 毛利率 | | 21.40% | 18.19% | 8.28% | 49.32% | -180.77% | -129.41% | 13.32% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 其他业务 | | | | | | | | | | | |
| 收入 | 0 | 1 | 3 | 6 | 5 | 12 | 17 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| YoY | | | 205.54% | 93.58% | -15.64% | 151.50% | 40.58% | -46.13% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 成本 | | 0 | 0 | 1 | 1 | 4 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 毛利率 | 100.00% | 90.35% | 94.79% | 90.78% | 72.57% | 67.45% | 87.55% | 74.33% | 75.00% | 75.00% | 75.00% |
| 合计 | | | | | | | | | | | |
| 收入 | 348 | 731 | 818 | 1,234 | 2,294 | 2,684 | 489 | 397 | 1,364 | 3,926 | 4,258 |
| YoY | | 110.10% | 11.94% | 50.77% | 85.88% | 17.04% | -81.78% | -18.91% | 243.80% | 187.93% | 8.46% |
| 成本 | 266 | 561 | 614 | 927 | 1796 | 2020 | 378 | 343 | 1088 | 3057 | 3257 |
| 毛利率 | 23.49% | 23.29% | 24.92% | 24.91% | 21.71% | 24.74% | 22.63% | 13.45% | 20.18% | 22.15% | 23.51% |

来源：公司公告，中泰证券研究所

5、风险提示

- (1) 国际油价大幅下跌;
- (2) 油服行业复苏不及预期的风险;
- (3) 海外市场业务不达预期;
- (4) 订单执行不达预期;
- (5) 汇率波动对公司业绩的不确定性影响。

图表 55: 博迈科盈利预测表

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业总收入 | 489 | 397 | 1,364 | 3,926 | 4,258 |
| 增长率 | -81.8% | -18.9% | 243.8% | 187.9% | 8.5% |
| 营业成本 | -378 | -343 | -1,088 | -3,057 | -3,257 |
| % 销售收入 | 77.4% | 86.5% | 79.8% | 77.9% | 76.5% |
| 毛利 | 111 | 53 | 275 | 870 | 1,001 |
| % 销售收入 | 22.6% | 13.5% | 20.2% | 22.1% | 23.5% |
| 营业税金及附加 | -37 | -14 | -17 | -48 | -63 |
| % 销售收入 | 7.6% | 3.4% | 1.2% | 1.2% | 1.5% |
| 销售费用 | -8 | -7 | -18 | -52 | -67 |
| % 销售收入 | 1.6% | 1.7% | 1.3% | 1.3% | 1.6% |
| 管理费用 | -90 | -118 | -207 | -447 | -495 |
| % 销售收入 | 18.3% | 29.9% | 15.2% | 11.4% | 11.6% |
| 息税前利润 (EBIT) | -24 | -85 | 33 | 322 | 377 |
| % 销售收入 | -4.9% | -21.6% | 2.4% | 8.2% | 8.9% |
| 财务费用 | 87 | 26 | 13 | 16 | 19 |
| % 销售收入 | -17.7% | -6.5% | -0.9% | -0.4% | -0.4% |
| 资产减值损失 | 6 | 14 | 5 | 10 | 15 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 24 | 31 | 20 | 15 | 10 |
| % 税前利润 | 24.9% | -221.2% | 28.3% | 4.1% | 2.4% |
| 营业利润 | 93 | -15 | 71 | 363 | 421 |
| 营业利润率 | 19.0% | -3.7% | 5.2% | 9.3% | 9.9% |
| 营业外收支 | 5 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 98 | -14 | 71 | 363 | 421 |
| 利润率 | 20.0% | -3.5% | 5.2% | 9.3% | 9.9% |
| 所得税 | -17 | -5 | -19 | -58 | -66 |
| 所得税率 | 17.2% | -35.9% | 27.0% | 16.1% | 15.7% |
| 净利润 | 110 | 7 | 52 | 295 | 335 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 110 | 7 | 52 | 295 | 335 |
| 净利率 | 22.5% | 1.8% | 3.8% | 7.5% | 7.9% |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 579 | 255 | 847 | 1,098 | 1,264 |
| 应收款项 | 152 | 300 | 285 | 336 | 365 |
| 存货 | 64 | 245 | 275 | 348 | 372 |
| 其他流动资产 | 936 | 870 | 674 | 763 | 828 |
| 流动资产 | 1,731 | 1,671 | 2,082 | 2,545 | 2,828 |
| % 总资产 | 61.0% | 59.9% | 65.3% | 70.6% | 73.6% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 830 | 760 | 722 | 716 | 680 |
| % 总资产 | 29.2% | 27.2% | 22.6% | 19.9% | 17.7% |
| 无形资产 | 252 | 334 | 334 | 317 | 300 |
| 非流动资产 | 1,106 | 1,121 | 1,108 | 1,060 | 1,013 |
| % 总资产 | 39.0% | 40.1% | 34.7% | 29.4% | 26.4% |
| 资产总计 | 2,837 | 2,791 | 3,190 | 3,606 | 3,841 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 249 | 191 | 464 | 622 | 665 |
| 其他流动负债 | 55 | 98 | 198 | 308 | 333 |
| 流动负债 | 304 | 289 | 661 | 930 | 998 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 105 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 负债 | 409 | 389 | 761 | 1,029 | 1,097 |
| 普通股股东权益 | 2,428 | 2,403 | 2,429 | 2,576 | 2,743 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 2,837 | 2,791 | 3,190 | 3,606 | 3,841 |

| 比率分析 | | | | | |
|---------------|---------|----------|----------|---------|---------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 (元) | 0.47 | 0.03 | 0.22 | 1.26 | 1.43 |
| 每股净资产 (元) | 10.37 | 10.26 | 10.37 | 11.00 | 11.72 |
| 每股经营现金净流 (元) | -0.67 | -1.57 | 2.82 | 1.72 | 1.44 |
| 每股股利 (元) | 0.30 | 0.15 | 0.11 | 0.63 | 0.71 |
| 回报率 | | | | | |
| 净资产收益率 | 9.75% | 4.52% | 0.30% | 2.12% | 11.45% |
| 总资产收益率 | 6.82% | 3.87% | 0.26% | 1.62% | 8.18% |
| 投入资本收益率 | 6.36% | 0.41% | 2.98% | 17.05% | 19.35% |
| 增长率 | | | | | |
| 营业总收入增长率 | -81.78% | -18.91% | 243.80% | 187.93% | 8.46% |
| EBIT增长率 | -91.11% | -134.46% | -520.30% | 482.01% | 13.39% |
| 净利润增长率 | -52.86% | -93.49% | 620.43% | 472.33% | 13.47% |
| 总资产增长率 | -16.92% | -1.62% | 14.26% | 13.04% | 6.53% |
| 资产管理能力 | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 186.1 | 205.2 | 77.2 | 28.5 | 29.6 |
| 存货周转天数 | 62.7 | 140.6 | 68.7 | 28.6 | 30.5 |
| 应付账款周转天数 | 362.8 | 199.9 | 86.4 | 49.8 | 54.4 |
| 固定资产周转天数 | 638.1 | 721.6 | 195.7 | 65.9 | 59.0 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -16.86% | -16.17% | -31.33% | -39.96% | -40.00% |
| EBIT利息保障倍数 | -0.5 | 0.5 | -4.6 | -20.5 | -20.1 |
| 资产负债率 | 14.43% | 13.92% | 23.86% | 28.55% | 28.57% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | |
|-----------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利润 | 110 | 7 | 52 | 295 | 335 |
| 加: 折旧和摊销 | 87 | 5 | 7 | 10 | 13 |
| 资产减值准备 | 6 | 14 | 5 | 10 | 15 |
| 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -87 | -26 | -13 | -16 | -19 |
| 投资收益 | 24 | 31 | 20 | 15 | 10 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金的变动 | 70 | -45 | 38 | 195 | 215 |
| 经营活动现金净流 | -156 | -367 | 660 | 403 | 337 |
| 固定资本投资 | 74 | 70 | 38 | 6 | 36 |
| 投资活动现金净流 | -667 | 66 | 13 | 31 | 31 |
| 股利分配 | -70 | -35 | -26 | -147 | -167 |
| 其他 | 570 | 928 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | 500 | 893 | -26 | -147 | -167 |
| 现金净流量 | -324 | 592 | 647 | 287 | 201 |

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|-------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。