

## 3303.HK 巨涛海洋石油服务

未评级

立足海洋石油装备制造与服务，积极与三聚合作

2018年12月05日

## 市场数据

日期	2018-12-04
收盘价(港元)	0.99
总股本(百万股)	1,634
流通股本(百万股)	1,634
总市值(百万港元)	1,618
流通市值(百万港元)	1,618
净资产(百万元)	2,059
总资产(百万元)	4,481
每股净资产(元)	1.26

## 主要财务指标

会计年度	2014A	2015A	2016A	2017A
营业收入(百万元)	951	659	722	724
同比增长	6.9%	-30.7%	9.6%	0.4%
净利润(百万元)	28	27	12	56
同比增长	-48.9%	-6.1%	-56.6%	379.7%
毛利率	19.6%	19.6%	16.9%	12.3%
净利率	3.0%	4.1%	1.6%	7.7%
净资产收益率	2.5%	2.3%	1.0%	2.7%
每股收益(元)	0.04	0.03	0.01	0.04

数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

## 投资要点

- 巨涛海洋石油服务有限公司是一家在能源行业,为客户提供技术领先的装备制造、工程和技术支持服务的综合提供商。2017年公司完成三聚环保入股以及收购蓬莱巨涛全部股权后,在维持传统油气工程和服务项目的同时,将业务向炼化、环保、及绿色能源等领域延伸。
- 2017年6月,三聚环保(SZ.300072)成为巨涛最大控股股东。三聚环保是致力于绿色清洁能源与精细化工、生态农业的综合性技术服务公司,巨涛与三聚环保提供的服务及技术不同,但客户有所重叠。三聚入股前,双方专注于各自的应用市场中为其客户服务及进行分销。三聚完成入股后,双方会结合各自的力量探索交叉销售及共同发展活动,并且联手开发新市场及新客户,提升公司的综合竞争力,从而推动公司与三聚的战略合作,实现公司可持续发展。
- 完成蓬莱巨涛全部股权收购,增厚公司实力。蓬莱巨涛依托优良的场地设备资源和国际化的人才团队,持续为世界油气上游产业提供大型复杂模块以及其他海洋工程的设计、采购、建造总包服务。2017年底,巨涛油服完成对剩余70%股权的收购,收购事项完成后,显著增强了公司的建造实力,也有利于公司发挥南北两大建造场地的优势,实行更加有效的管理。
- 公司在手订单充裕。截止2018年10月,公司的在手订单约为30多亿人民币,其中主要是蓬莱和珠海的制造业务订单有20多亿,和三聚相关的一些项目大概有4-5亿,以及公司其他业务的一些订单。

## 海外能源、公用事业、工业研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

[yuxiaoli@xyzq.com.cn](mailto:yuxiaoli@xyzq.com.cn)

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

联系人:

车韵佳

[cheyunji@xyzq.com.cn](mailto:cheyunji@xyzq.com.cn)

SAC: S0190118090213

**风险提示:** 1、油价大幅下跌; 2、海上油服市场复苏缓慢; 3、订单完成进度不达预期; 4、与三聚协同不达预期



## 目 录

<b>1、公司概况：海洋石油装备和工程技术服务提供商，积极开始业务延伸</b> .....	<b>4</b>
1.1、公司简介.....	4
1.2、业务构成：2017年新划分为三大主业板块，积极进行与三聚的合作...	5
1.3、股东结构：三聚环保控股，联手推动业务延伸.....	6
1.4、过往业绩情况：与油价关联度高，蓬莱巨涛利润贡献大.....	8
<b>2、海洋石油开采行业分析</b> .....	<b>10</b>
2.1、海洋石油开采：高投入，高回报.....	10
2.2、中海油是国内海洋油气开采的主要参与者.....	10
2.3、海上油服：技术和设备要求高.....	11
<b>3、公司分析：立足海洋石油装备制造与服务，积极与三聚合作</b> .....	<b>13</b>
3.1、完成蓬莱巨涛全部股权收购，增厚公司实力.....	13
3.2、珠海巨涛：具备海底装备与 FPSO 模块建造能力.....	16
3.3、巨涛与三聚环保协作，积极进行业务合作.....	17
<b>4、公司订单、财务情况及近期战略</b> .....	<b>19</b>
<b>5、风险提示</b> .....	<b>21</b>
图 1、巨涛油服组织架构.....	4
图 2、巨涛油服上市之初的股权占比.....	7
图 3、巨涛油服股东结构（2018H1）.....	7
图 4、三聚环保股东结构（2018Q3）.....	7
图 5、公司历年收入及增速.....	8
图 6、公司历年归母净利润及增速.....	8
图 7、公司历年收入结构.....	9
图 8、公司历年毛利润结构.....	9
图 9、公司历年各业务板块毛利率.....	9
图 10、2017年及以前年份公司税前利润来自于蓬莱巨涛的占比.....	9
图 11、中海油历年资本开支.....	10
图 12、中海油海外油气资产分布.....	11
图 13、中海油海外重点计划.....	11
图 14、海上油服业务构成.....	11
图 15、2007年巨涛收购蓬莱巨涛30%股权后，蓬莱巨涛的股权结构.....	13
图 16、蓬莱巨涛历年税后利润.....	14
图 17、公司在俄罗斯 YAMAL LNG 项目现场图.....	15
图 18、公司南美洲特立尼达和多巴哥总装现场图.....	15
图 19、公司导管架建造示意图.....	15
图 20、公司海上风电建造图.....	15
图 21、公司海上吊机制造图.....	16
图 22、公司单点系泊建造示意图.....	16
图 23、珠海巨涛场地 3D 布置图.....	16
图 24、三聚环保业务板块图.....	18
图 25、MCT 装置建设图.....	18
图 26、炼油厂模块建设.....	18
图 27、公司历年在手现金和资产负债率.....	19
图 28、公司历年应收账款情况.....	19
图 29、巨涛 PB-Band.....	20
表 1、巨涛油服发展大事记.....	4
表 2、巨涛油服主要业务介绍.....	6

---

表 3、	公司主要董事会成员介绍 .....	- 7 -
表 4、	蓬莱巨涛能够提供的业务 .....	- 13 -
表 5、	蓬莱巨涛代表性的模块化项目 .....	- 14 -
表 6、	珠海巨涛基本情况 .....	- 17 -
表 7、	公司 2018 年获得的部分项目列表 .....	- 19 -
表 8、	行业公司估值表 .....	- 20 -

## 报告正文

# 1、公司概况：海洋石油装备和工程技术服务提供商，积极开始业务延伸

## 1.1、公司简介

巨涛海洋石油服务有限公司是一家在能源行业,为客户提供技术领先的装备制造、工程和技术支持服务的综合提供商。2017年公司完成三聚环保入股以及收购蓬莱巨涛全部股权后,在维持传统油气工程和服务项目的同时,将业务向炼化、环保、及绿色能源等领域延伸。

图1、巨涛油服组织架构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、巨涛油服发展大事记

时间	事件	意义
<b>上市前</b>		
1995.08	深圳巨涛机械设备有限公司成立	公司成立为一家中外合资企业
1999.01	公司开始向海上油气设施提供技术支持服务,并为石油天然气公司提供海上工程和维修服务	公司海上油服业务的初始
2000.07	深圳巨涛成立大连分公司	将海上油气服务业务拓展至造船服务
2003.06	成立天津巨涛	为拓展北方渤海地区的海上石油和天然气服务业务

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2005.11	深圳巨涛与大连新船重工订立大连新船重工伙伴协议	双方确认在其相关业务领域的长期战略地位
2006.09	巨涛在港交所上市	获得融资以及上市平台
<b>上市后</b>		
2007	完成收购蓬莱巨涛 30% 股权	将巨涛的油气制造业务扩展到平台导管架制造领域，初步形成了从整个平台结构到平台内模块和处理设备的综合制造能力
2007	在珠海高栏港经济开发区建设了新的制造场地	新场地作为巨涛主要的油气工艺处理设备制造基地
2011	巨涛在油、气、水工艺处理设备制造业务方面实现了从单纯制造商转为 EPC 总承包商的跨越性转变	集团可以按照客户的技术要求，为客户提供从设计、采办、制造到现场安装调试的完整解决方案
2011	巨涛成功建造并交付了第一套水下管汇装置，应用于中国南海的油田项目	标志着巨涛已经成为了中国第一家具备水下装置制造能力的公司，亦代表了巨涛在相应方面的能力得到了国际主流油气设备和设施总包商的认可。
2012	珠海制造基地二期场地于 2012 年投入使用	使集团具有了承揽更大型和高端石油天然气装备与设施建造业务的条件，大大提升了产品制造能力
2014	珠海制造基地第三期场地于 2014 上半年完成建设并投入使用，用于从战略客户承接的 FPSO 上部模块建造项目	项目已经于年内胜利完工交付
2014	蓬莱巨涛于年内承接了俄罗斯亚马尔液化天然气项目三条生产管廊模块的建造工程	进一步提升制造能力，将业务范围拓展至模块建造领域
2015	于 2012 年承建的澳洲深水天然气田的水下装备制造项目历时 30 多个月，在 2015 年初全部完工交付	该项目取得了超逾 200 万工时的零伤害安全纪录，交付了超出客户预期的高质量产品
2015	又承接另一世界知名石油设备设施供货商的 FPSO 上部模块建造项目	进入了该领域建造的主流市场
2017	三聚环保成为巨涛最大控股股东	此举将发挥双方业务互补及协同效应，提升公司市场竞争力
2017	巨涛完成收购蓬莱巨涛另外 70% 的权益，蓬莱巨涛成为巨涛油服的全资附属公司	显著增强了巨涛的建造实力，也有利于巨涛充分发挥南北两大建造场地的优势，优化资源配置，实行更加高效的管理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、业务构成：2017 年新划分为三大主业板块，积极进行与三聚的合作

巨涛油服经过多年的成长布局和深化业务延伸，在中国主要海域周边设立了附属公司，服务于中国及全球的石油天然气生产和开发，形成了石油天然气系列处理设备的总包能力以及模块建造和 underwater 装备制造的能力。

2017 年，公司也进一步将其装备工程及综合服务业务拓展至其他能源和炼化行业。

公司还有为中国造船企业提供海洋工程船舶的建造服务的业务，但这几年来受全球油气行业投资和造船市场低迷的影响，行业内投资较以往大幅缩减，该项业务仍未看到回暖趋势。

未来公司将借助三聚的产业协同效应，加强合作。三聚环保将以其领先的脱硫技术为基础，巨涛油服则发挥其在海外市场高度认可的制造能力和领先技术与高质量装备水平的中国制造水平，共同向海外市场进行扩展，同时合作开拓生物质综合利用的绿色产业工程服务。



表2、巨涛油服主要业务介绍

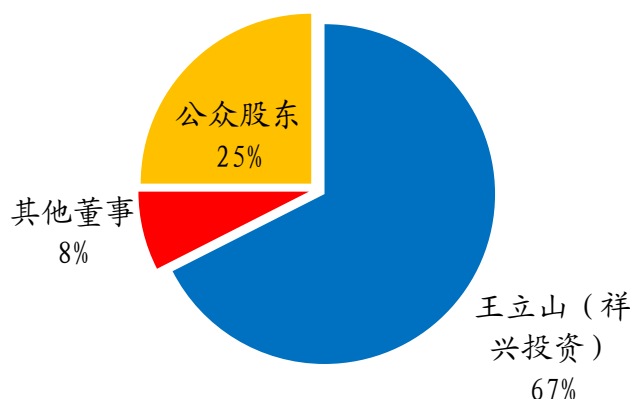
业务(营收, 占比, 2017年)	业务图示	主要应用
<b>油气装备及服务</b> (460,148 千元, 63.5%)		
<b>FPSO 上部模块</b>		浮式生产储油卸油装置, 可对原油进行初步加工并储存
<b>深海装备制造</b>		深海油气开采及处理装备
<b>海洋平台导管架</b>		是由打入海底的桩柱来支撑整个平台, 能经受风、浪、流等外力作用
<b>天然气处理系统制造</b>		天然气处理设备主要功能是对采集的天然气进行净化处理, 达到外输商品气的标准。
<b>海洋油气技术支持服务</b>		为中国海域的石油平台提供运营和改造的技术服务, 包括: 转动设备大修; 结构维修安装保养; 电仪安装调试维修; 管线升级改造
<b>其他能源和炼化装备及服务</b> (225,885 千元, 31.2%)		
<b>炼化工程装备</b>		大型煤焦油炼制和重油炼制工程项目
<b>绿色产业工程</b>		秸秆作为原料, 通过先进技术和工程建设, 实现生物质能源的全面应用
<b>造船</b> (18,019 千元, 2.5%)		
<b>造船技术支持服务</b>		为中国船厂提供海洋工程船舶的建造和调试等技术综合服务
<b>其他</b> (20,417 千元, 2.8%)		

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.3、股东结构: 三聚环保控股, 联手推动业务延伸

公司上市之初, 创始人王立山通过祥兴投资持有公司 67% 的股份, 其他董事持有约 7.5% 的股份。

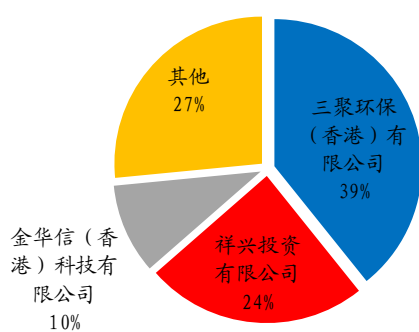
图2、巨涛油服上市之初的股权占比



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

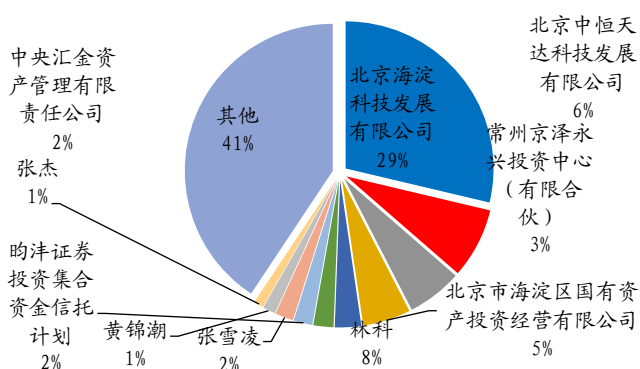
2017年3月，公司向三聚环保（香港）和金华信（香港）各发行了641,566,556和161,995,555股认购股份，认购价为每股1.2港元，并与2017年6月完成认购事项，完成后三聚环保（SZ.300072）成为巨涛最大控股股东，公司创始人王立山持股比例由49.59%降至24.36%。三聚环保是致力于绿色清洁能源与精细化工、生态农业的综合性技术服务公司，巨涛与三聚环保提供的服务及技术不同，但客户有所重叠。三聚入股前，双方专注于各自的应用市场中为其客户服务及进行分销。三聚完成入股后，双方会结合各自的力量探索交叉销售及共同发展活动，并且联手开发新市场及新客户，提升公司的综合竞争力，从而推动公司与三聚的战略合作，实现公司可持续发展。

图3、巨涛油服股东结构（2018H1）



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、三聚环保股东结构（2018Q3）



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、公司主要董事会成员介绍

姓名	职务	任职日期	简介
刘雷	董事会主席	2017-06-10	于2000年6月加入北京三聚环保新材料股份有限公司（「三聚」），三聚为于中国成立的股份有限公司，并于深圳证券交易所上市，担任三聚之董事长，在化工行业拥有丰富经验。刘雷先生自1997年5月起担任北京大行基业科技发展有限公司及北京大行基业房地产开发有限公司之董事长。自1999年11月起，他一直担任北京海淀科技发展有限公司之总经理。
王立山	执行董事	2005-11-30	为巨涛创办人。王先生于石油及天然气行业有丰富的管理及行政经验。加入巨涛前，自一九八二年至一九八八年，任职于渤海石油公司平台制造厂。于一九八八年至一九

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

曹云生	执行董事	2005-11-30	九五年期间，任职渤海石油公司旗下海洋石油公司。 为本公司执行董事兼行政总裁，负责巨涛整体运营管理。曹先生于二零零一年加入巨涛，任深圳巨涛副总经理，主管财务及行政，以及负责集团的资金运作和监控集团现金流量管理。在加入巨涛前，他曾先后担任渤海石油公司平台制造厂财务部主任及总会计师、中国海洋石油平台建造公司总会计师及中国海洋石油工程股份有限公司财务总监等职。
林科	执行董事	2017-06-10	他于1997年6月创立三聚。自2000年6月起，林先生一直担任三聚的副董事长及总经理，于洁净能源行业拥有丰富经验。
刘玉年	执行董事	2018-06-08	现任蓬莱巨涛海洋工程重工有限公司（「蓬莱巨涛」）总经理，负责蓬莱巨涛全面运营管理。他于2001年加入巨涛，历任深圳巨涛机械设备有限公司工程项目部经理，蓬莱巨涛副总经理，总经理等职务。加入巨涛前，刘先生曾任职于中海油平台制造公司及赤湾海洋工程有限公司。
唐晖	执行董事	2018-06-08	为巨涛副总裁，负责巨涛市场商务工作。唐先生于2000年加入巨涛，历任设计工程师、项目经理、海洋工程事业部副总经理及本公司总裁助理等职。在加入巨涛前，唐先生曾任职于湖南动力集团有限责任公司及香港远东钢铁工程有限公司。

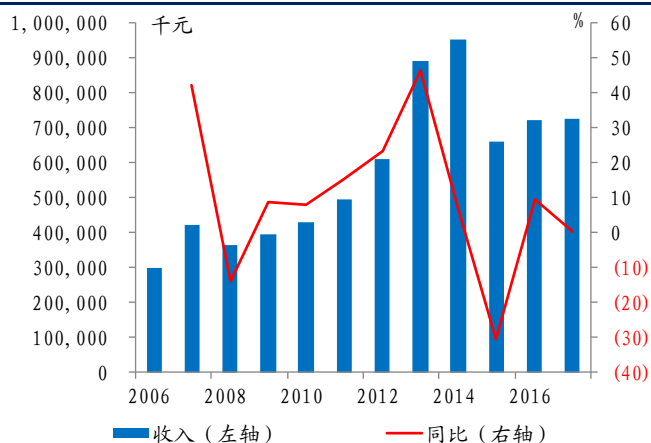
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 1.4、过往业绩情况：与油价关联度高，蓬莱巨涛利润贡献大

公司业绩波动与油价周期关联度较强，收入规模随着上一轮油价高峰时在2013-2014年达到历史高点，但也随着之后油价下跌大幅减少。从收入结构来看，公司上市初期的油气装备及服务业务仍占收入的主要部分，2017年又增加了其他能源和炼化装备及服务分部，但是造船业务则由于近年来行业的不景气处于连年下滑中。

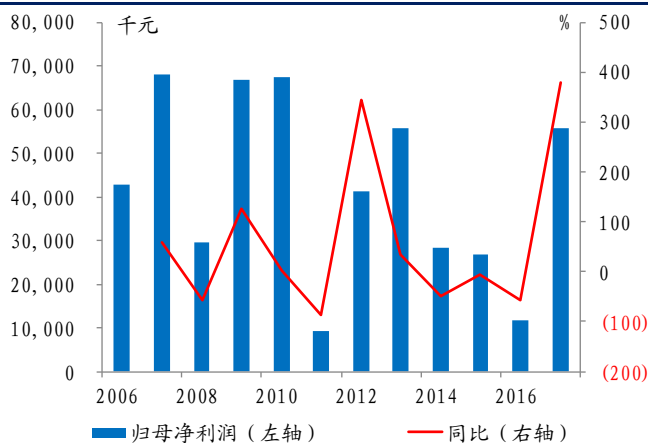
公司净利润方面，受油价下跌影响更大，同时2017年及之前来自于蓬莱巨涛的联营公司利润也有较大影响。例如在2011年，蓬莱巨涛由于合同签订主要发生在下半年，导致当年工作量不均衡使利润大幅减少，也导致公司合并后的利润出现了大幅下滑。公司利润的第二轮下滑发生在2014-2016年，则是主要受油价大幅下跌导致行业订单量大幅减少影响。2017公司由于确认了30%蓬莱巨涛股权的公允价值变动损益，以及蓬莱巨涛自身业务回暖明显，使利润大幅增长。

图5、公司历年收入及增速



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司历年归母净利润及增速



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理



图7、公司历年收入结构

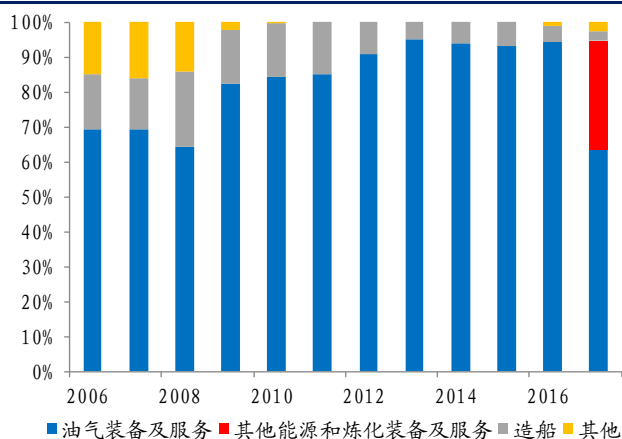
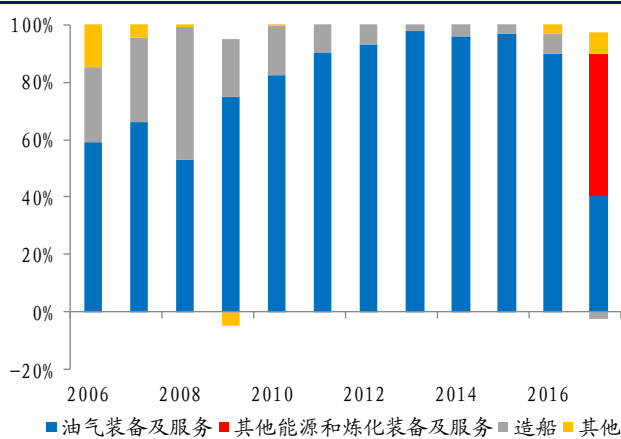


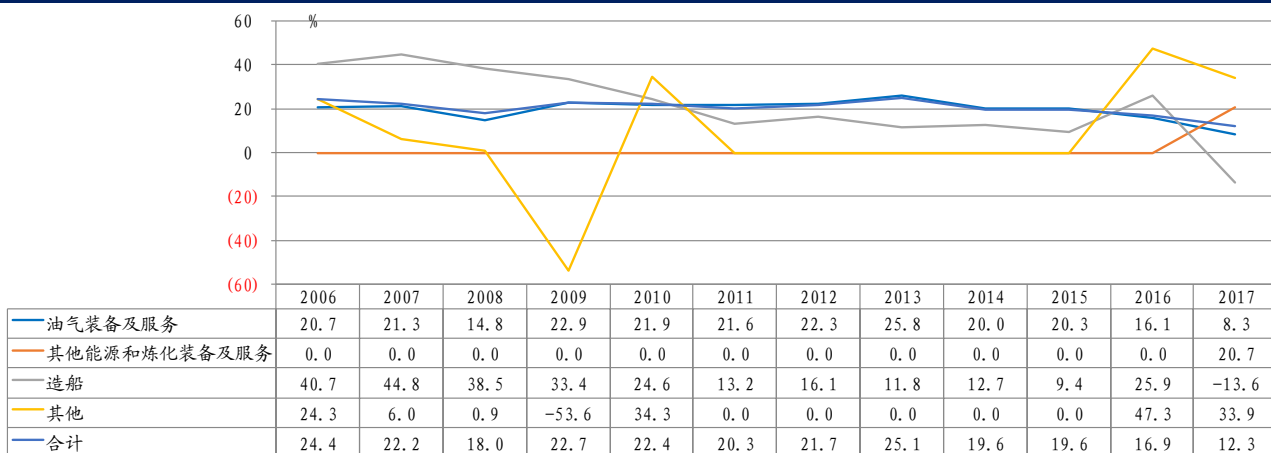
图8、公司历年毛利润结构



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

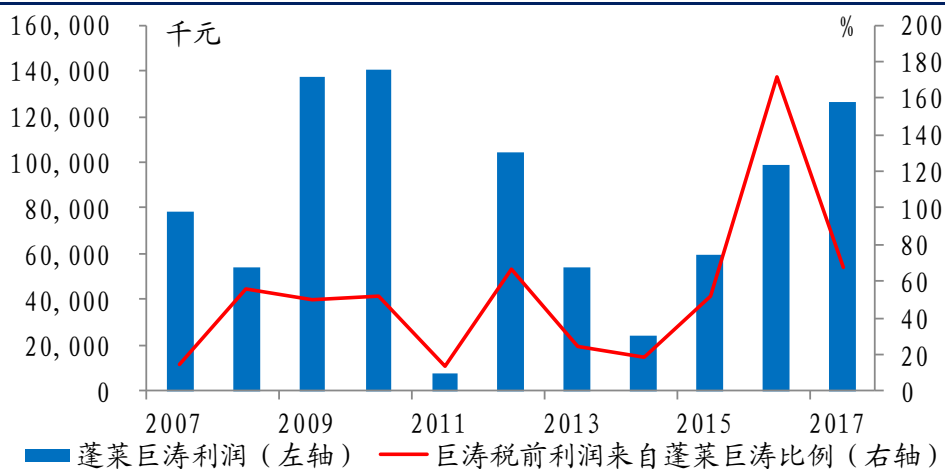
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、公司历年各业务板块毛利率



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、2017年及以前年份公司税前利润来自于蓬莱巨涛的占比



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、海洋石油开采行业分析

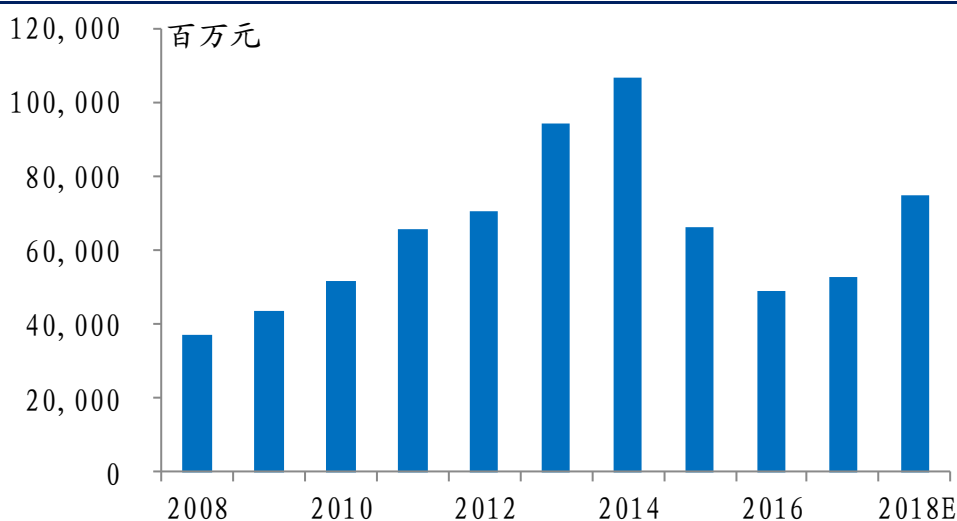
### 2.1、海洋石油开采：高投入，高回报

海洋油气的勘探和开发具有高投入、高回报的特点。海洋油气的开发价值主要由供求关系、开发成本和油价等因素决定。经过长期的勘探开发，全球陆地上重大油气发现的数量已越来越少，规模越来越小。同时，在高油价刺激下，石油公司纷纷将目光转向探明程度还很低的海洋。最近十几年全球大型油气田的勘探实践表明，陆上油气资源已日渐枯竭，60%~70%的新增石油储量均源自于海洋，其中又有一半是在500米以上的深海。

### 2.2、中海油是国内海洋油气开采的主要参与者

中海油是国内海洋石油开采的主要参与者，目前已经构建了完整的海洋石油工业体系。

图11、中海油历年资本开支



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 中海油国内油气资产分布：

(1) **中国渤海：**渤海为公司最主要的原油产区，所产原油主要是重油，作业区域主要是浅水区，水深约为10米至30米。截至2017年年底，公司在渤海地区证实原油可采储量1,050百万桶，占公司原油总储量的33%。2017年，渤海地区原油与天然气产量167百万桶油当量，占当年公司总产量的36%。2018年上半年，公司在渤海地区成功评价渤中19-6及渤中29-6，分别钻遇平均油层厚度25米及32米，均有望成为亿吨级油田。渤中19-6钻遇气层约348米，是公司在渤海地区深层天然气勘探的一大突破，该区域油气资源储量预计将在年底有历史性的提高。

**(2) 南海西部:** 南海西部是公司最主要的天然气产区, 主要作业水深为 40 米至 120 米。截至 2017 年底, 公司在南海西部区域有证实天然气可采储量 30,880 亿立方英尺, 占公司天然气总储量的 51%。2017 年, 南海西部原油与天然气产量 52 百万桶油当量, 占公司总产量的 11%。

**(3) 南海东部:** 南海东部是公司重要的原油产区之一, 主要作业水深为 100 米至 300 米, 所产原油多为轻质油和中质油。截至 2017 年底, 南海东部的原油储量 372 百万桶, 占公司原油总储量的 12%。南海东部 2017 年油气合计产量 77 百万桶油当量, 占公司总产量的 17%。2018 年上半年, 公司在南海东部勘探有恩平 10-2、恩平 15-2 及陆丰 12-3 三个重大突破, 均有望建成中型油田。

**(4) 中国东海:** 东海区域主要作业水深为 90 米左右。2017 年可采储量及产量占公司总储量及产量的 3%和 1%。

图12、中海油海外油气资产分布



资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图13、中海油海外重点计划

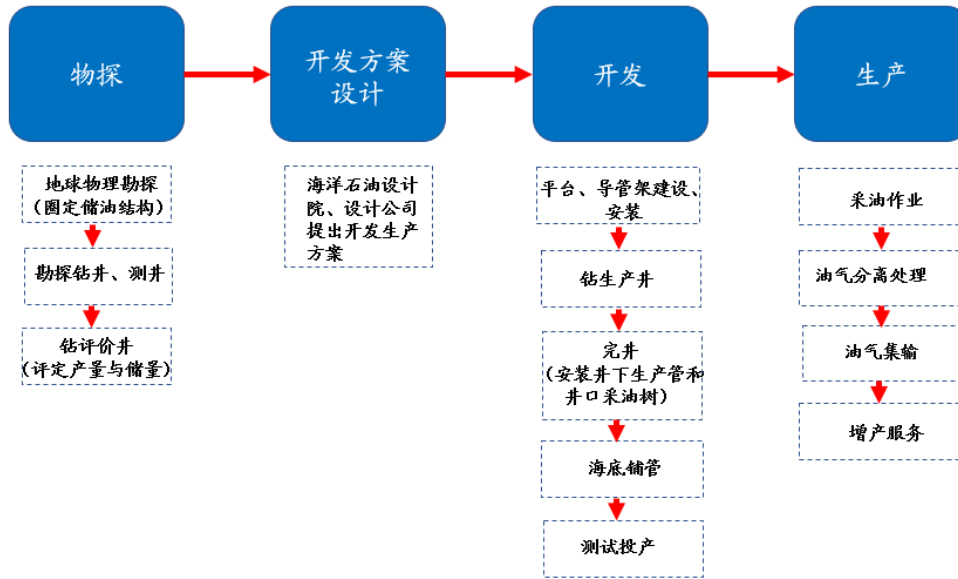


资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、海上油服: 技术和设备要求高

相比于陆上油气的勘探与开采, 海上油田服务面临着技术、资金、自然环境等方面诸多困难和挑战。海上石油钻井与陆地的差异主要体现在四点: 一是海上钻井要确保在水面之上平稳地立起井架, 并经受得住风浪的袭击; 二是海上钻井需要一个特殊的井口装置, 把海水与井筒隔绝开来; 三是海上钻井直井少斜井多, 必须有保证钻机等钻井设备正常工作的海上钻井平台; 四是海上钻井费用高, 要比陆上钻井高 3 倍至 10 倍。

图14、海上油服业务构成



资料来源: Wind 行业中心, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、公司分析：立足海洋石油装备制造与服务，积极与三聚合作

#### 3.1、完成蓬莱巨涛全部股权收购，增厚公司实力

蓬莱巨涛成立于2001年12月，位于山东烟台蓬莱市经济技术开发区，厂区位于渤海湾，目前拥有总面积约72.5万平方米的建造场地，包括700米码头岸线及最大水深13.5米的自用码头，以及4条6,000-50,000吨（目前亚洲最大）的滑道，是国内大型海工装备建造基地之一。蓬莱巨涛依托优良的场地设备资源和国际化的人才团队，持续为世界油气上游产业提供大型复杂模块以及其他海洋工程的设计、采购、建造总包服务，在陆上LNG模块、模块化工厂、FPSO/FLNG相关模块、海洋平台上部模块、导管架、海上风电、单点系泊系统、吊机及其他机械结构产品的设计、采购、制造、调试及装船运输方面建立了广泛业绩。

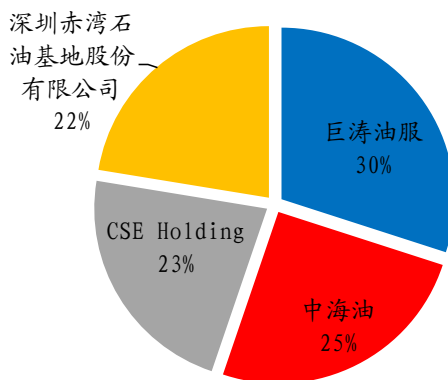
表4、蓬莱巨涛能够提供的业务

业务名称	业务内容
下料预制	公司配备4000D柄Q2000吨液压设备各一台，数控切板机、数控切管机、数控等离子/火焰切割机、自动切割机近百台，同时配有5套卷管设备，可卷制最大厚度为17S毫米、长度为3米、重达60吨的钢管。
起重运输	公司场地拥有50-1250吨级履带吊共13台，其中1000吨级以上履带吊3台，最大载重1500吨的32轴线自行式液压模块车，另有汽车吊、桥吊、电动平板车、平板拖车、叉车等多台起重运输设备，可满足各类结构建造运输作业需求。
总装建造	公司场地作业面积72.5万平方米，4条大型滑道承载力50000吨，可以满足各类型项目的建造需求。
装船交付	公司自营对外开放码头岸线长700米、7欠深-13.5米，可满足3万吨级海工特种作业运输船和1.5万吨级杂货船的靠泊及装船作业要求，公司可提供滑道滑移、吊装作业（履带吊、浮吊）和模块车拖运等多种装船选择。

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2007年九月，巨涛油服收购了蓬莱巨涛30%的股权，当时的蓬莱巨涛拥有47万平方米的场地和3个万吨级别的滑道，此后公司成为蓬莱巨涛持股量最高的股东。蓬莱巨涛最初的股东中也有中海油，蓬莱巨涛在国内的项目也主要与中海油及其旗下的海油工程相关。

图15、2007年巨涛收购蓬莱巨涛30%股权后，蓬莱巨涛的股权结构

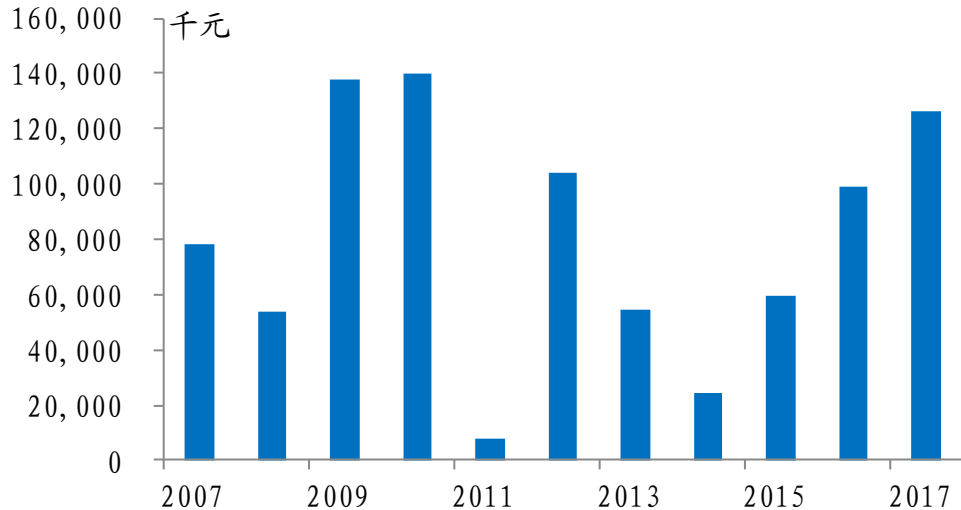


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理



近几年来，市场对巨涛油服继续收购蓬莱巨涛全部股权一直有预期，直到 2017 年底，巨涛油服完成对剩余 70% 股权的收购，收购事项完成后，蓬莱巨涛成为公司的全资附属公司，显著增强了公司的建造实力，也有利于公司发挥南北两大建造场地的优势，优化资源配置，实行更加有效的管理。

图16、蓬莱巨涛历年税后利润



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

蓬莱巨涛在陆上 LNG 模块、模块化工厂、FPSO/FLNG 相关模块、海洋平台上部模块等大型模块建造方面，建立了优质广泛的业绩，可为客户提供项目加工设计、材料采购、结构预制、机加工、涂装、组装、机械设备安装、预调试以及装船运输等全方位服务。

表5、蓬莱巨涛代表性的模块化项目

项目名称	项目意义	蓬莱巨涛所完成部分
中信泰富澳大利亚海水淡化处理厂模块化建造项目	全球首个海水淡化模块化工厂建造项目	蓬莱巨涛负责项目部分详细设计、加工设计、采办、建造、装船工作，具体建造 19 个工艺处理及控制模块，33 个模块间连接用管廊，一批后处理模块、码头沉箱等，总重 24,600 吨。
YAMAL LNG MWP3 模块建造项目	YAMAL LNG——目前全球最大的天然气液化和出口基地工程	蓬莱巨涛负责 YAMAL LNG 项目 33 个管廊模块的加工设计、部分材料采办、建造、预调试、装船工作，总重 105,500 吨，比原合同约定时间提前 1 个月完工。
三菱重工 TMD 联产化工厂模块建造项目	全球化工行业首个模块化工厂项目	蓬莱巨涛负责工艺模块、管廊和其他模块等 54 个模块的加工设计、采办、建造、装船工作，项目总重 13,000 吨，其中结构 4000 多吨，设备 4000 多吨，管线 26 万多寸口，油漆 16 万平方米，防火 1.2 万平方米。

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、公司在俄罗斯 YAMAL LNG 项目现场图



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、公司南美洲特立尼达和多巴哥总装现场图

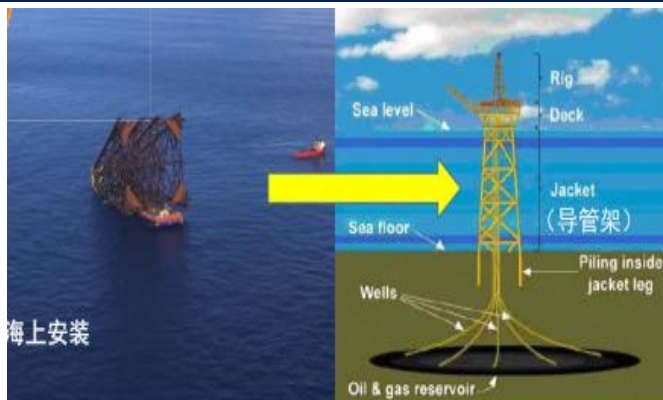


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

蓬莱巨涛在导管架建造方面享有成熟经验，截止目前累计交付 40 余个导管架，涉及中国渤海湾、南海、东海等作业海域，作业水深 5-200 米不等，导管架主体最大吨位 23350 吨。

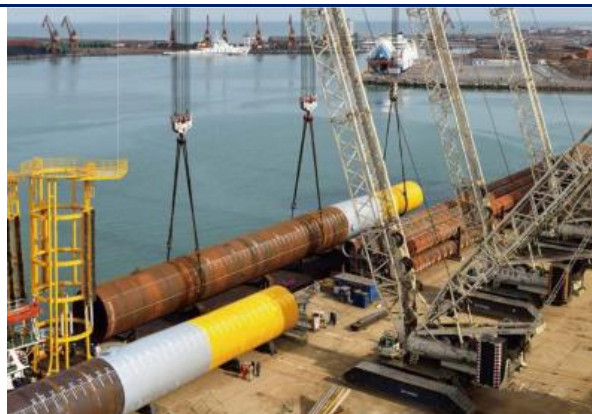
公司也可进行海上风电下部桩基、塔筒、导管架、增压站的建造，并与中电投、三峡新能源、华电重工等企业建立了良好的合作关系。

图19、公司导管架建造示意图



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、公司海上风电建造图



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

蓬莱巨涛也是国际知名客户信赖的、国内领先的吊机建造商，自 2006 年以来，为 NOV、Amclyde 等客户持续提供了优质海上吊机建造服务，可承接结构复杂，高强钢比重大，焊接、机加工、涂装难度高的吊机产品。

蓬莱巨涛单点系泊建造能力居国内第一。自 2007 年以来，公司建造并优质交付了悬链锚腿系泊浮筒、转塔、叉臂系泊系统、锚固系统等多个单点系泊产品。



图21、公司海上吊机制造图



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、公司单点系泊建造示意图



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

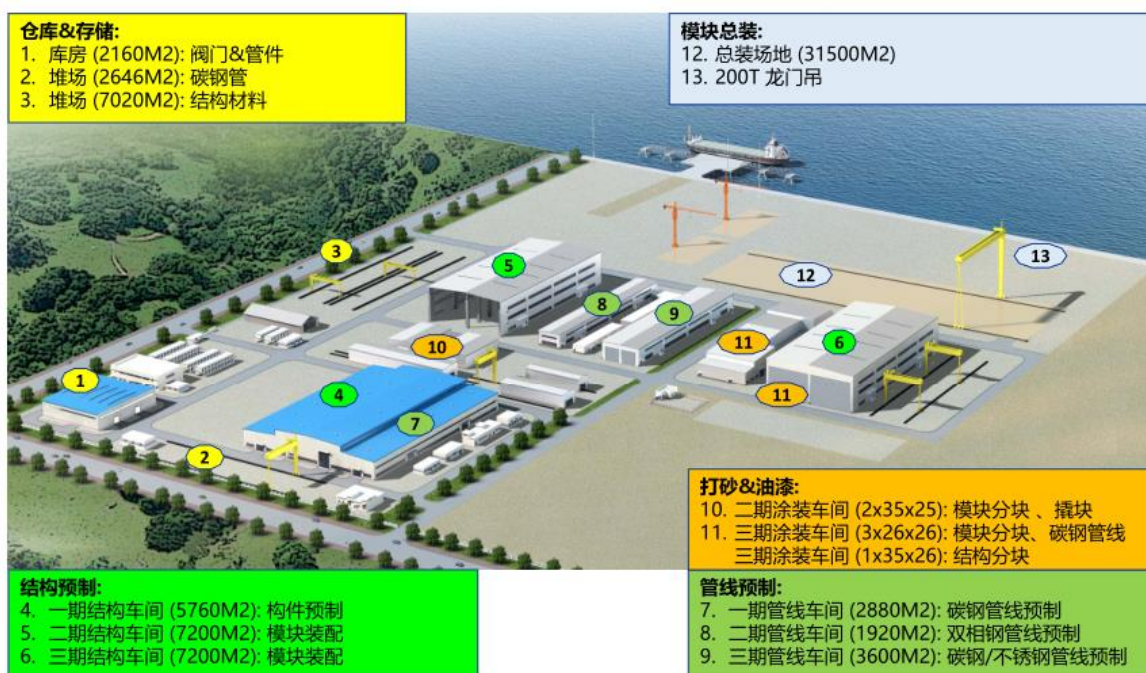
蓬莱巨涛在 2018 年上半年又获得了一份大型天然气化工模块建造合约，建造总重量近 100,000 吨，合约金额超过 20 亿元人民币，预计在 2021 年一季度完成最后交货。

### 3.2、珠海巨涛：具备海底装备与 FPSO 模块建造能力

巨涛在珠海的制造基地于 2007 年投入使用，基地地处珠江三角洲，拥有毗邻中国南海的良好区位优势。经过三期的扩建，巨涛的珠海基地目前已初步形成石油天然气系列处理设备的总包能力以及海底装备与 FPSO 上部模块的建造能力。

图23、珠海巨涛场地 3D 布置图

珠海巨涛场地3D布置图



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

珠海巨涛一共经历三期建设，一期专注油气处理系统，二期专注海底装备，三期则专注于 FPSO 上部模块的制造。

**表6、珠海巨涛基本情况**

	业务内容
总面积	300,000 平方米（使用中）/480,000 平方米（总面积）
主要设施	总共 7 跨结构车间（23,040 平方米），4 跨管线车间（8,400 平方米）
模块建造场地	73,000 平方米
主要产品	工艺处理流程设备，水下管汇&上部模块，重量达 3000 吨/unit
年建造能力	结构建造组合达 35,000 吨&8,000 吨管线

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

### 与 FMC 合作，进入全球知名客户的供应商名录

2011 年，巨涛与 FMC 合作，出色完成了其在中海油南海荔湾油田项目中水下管汇装备的制造，珠海巨涛也由此成为中国首家海底装备制造制造商，并在制造方面达到国际先进水平。随后，珠海巨涛与 FMC 签订长期战略合作协议，正式进入全球知名客户的供应商名录。紧随其后，珠海巨涛又参与 FMC 承包的雪佛龙在澳大利亚西部的 Wheatstone 项目，为其制造水下管汇装置以及 5 个管线终端模块，该项目总价值超过 500 亿美元，为 2012 年全球第二大深水项目。

### 进入 FPSO 模块建造领域

FPSO 是集海上油气生产、储存、外输、动力等多功能于一体的综合大型海上石油生产基地，由上部模块、船体和系泊系统三个部分组成，系统复杂程度和价格远远高出同吨位油船，是目前海洋工程船舶中的高技术产品，在海上油气田开发方面的应用十分普遍。随着海洋油气开发和生产向深海不断进入，FPSO 的应用也越来越多。

2014 年 11 月，珠海巨涛海洋石油服务有限公司和国际知名油气服务公司 SBM Offshore 的在珠海高栏港的首个合作项目顺利完成交付。该项目将服务于 Petrobras 公司（巴西石油公司）的 TUPUI 油田，是 SBM 公司两艘 FPSO（海上浮式生产储油船）CDM & CDS 甲板重要油气处理模块。2015 年末，公司又交付了为 MODEC 建造的 FPSO 上部模块，标志着公司在向 FPSO 上部模块制造业务的转型中前进了一步。

### 3.3、巨涛与三聚环保协作，积极进行业务合作

2017 年 6 月，三聚环保（SZ.300072）成为巨涛最大控股股东，旨在通过巨涛进行业务合作和海外业务拓展。

巨涛作为首家成功打入国际市场的油气海底装备制造制造商，公司这些年在国际油气开发项目上的经验，以及与各大巨头之间形成信任关系，对于意欲拓展海外业务，正在布局“一带一路”战略的三聚环保而言，入股巨涛将为其在装备制造、工程设计、施工建造、项目管理以及国际市场的拓展能力等方面带来了明显的优势。

图24、三聚环保业务板块图



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

巨涛在维持传统油气工程和服务项目的同时，将业务向炼化、环保及绿色能源等领域进行延伸，目前已经承揽了如阿根廷炼油厂的一系列模块制造、以及向国内的化工项目提供包括工程设计、施工、装备供应以及项目管理等在内的综合工程服务等。

**合作战略（1）：**将依靠巨涛国际化制造工程优势，与三聚环保具有国际领先的超级悬浮床 MCT 先进技术结合，实施模块化工厂总承包的海外发展战略。

**合作战略（2）：**三聚重大发展战略布局的绿色产业空间巨大，为巨涛提供了工程和装备制造业上广阔的市场机遇。

图25、MCT 装置建设图



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、炼油厂模块建设



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理



#### 4、公司订单、财务情况及近期战略

公司在手订单充裕。截止 2018 年 10 月,公司的在手订单约为 30 多亿人民币,其中主要是蓬莱和珠海的制造业务订单有 20 多亿,和三聚相关的一些项目大概有 4-5 亿,以及公司其他业务的一些订单。

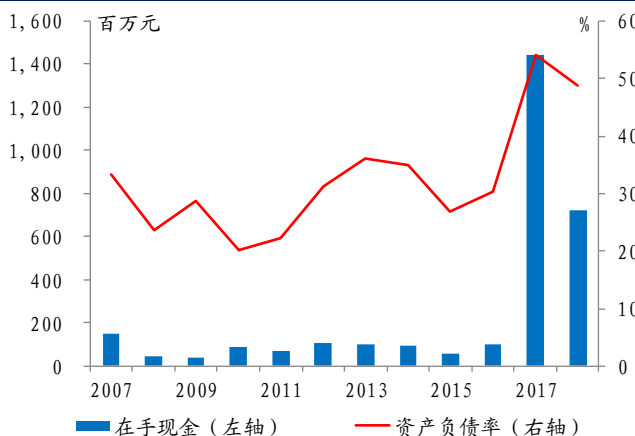
表7、公司 2018 年获得的部分项目列表

项目	工作内容
<b>蓬莱巨涛服务项目</b>	
卷筒铺设系统塔建造项目	一座卷筒铺设系统塔的采购、制造、装车以及运输
悬链锚腿系泊浮筒及管道终端管汇制造项目	生产、制造以及测试悬链锚腿系泊浮筒及管道终端管汇
生产储油轮塔制造项目	生产可拆卸转塔式系泊系统
FLNG2 FPSO 吸盘制造	FLNG2 项目中 12 no. 吸盘的供应和制造
单桩加工合同	单桩与抗冰锥等附件
Summit FRST 项目	海上 PLEM, 陆上流形和线轴
烯烃设施	模块建造
100 万吨乙烯裂解炉区模块化供货项目	裂解炉部分钢结构模块
库存平静浮标的制作和储存	采购, 制造, 装载浮标
陆丰炮塔制造项目	制造可拆卸的炮塔系泊系统
<b>珠海巨涛服务项目</b>	
Mubarek 换热器和压力容器项目	换热器和压力容器
Sarjah UAE Akchalak 炼油项目	化学注入容器&换热器
Compana DHT 撬装模块化建设项目	刹车装置包
JPF 蒸发器模块开发项目	蒸发器模块
Campana DHT 换热器和压力容器项目	换热器和压力容器
CPECC HALFAYA 三期 Walnut Shell 过滤器	Walnut Shell 过滤装置
DF 13-2 气田 TEP 开发项目	TEG 脱水及再生装置
卡塔尔 WHP-3 平台结构物生产安装项目	平台结构物制造

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

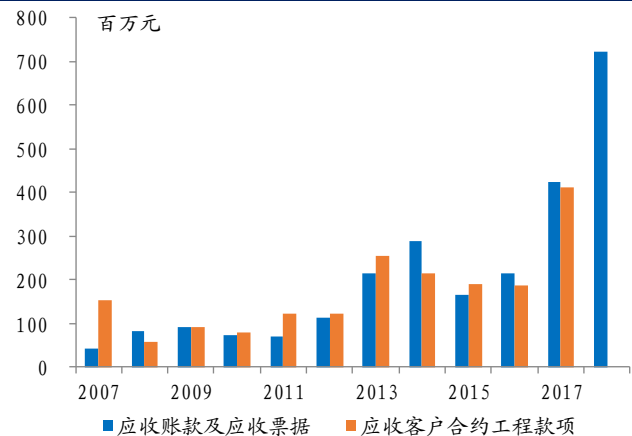
公司 2017 年之前的负债率情况较为稳定, 2017 年由于收购蓬莱巨涛使负债率有所提升, 公司的应收账款在 2017 年开始也有所增加。

图27、公司历年在手现金和资产负债率



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图28、公司历年应收账款情况



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

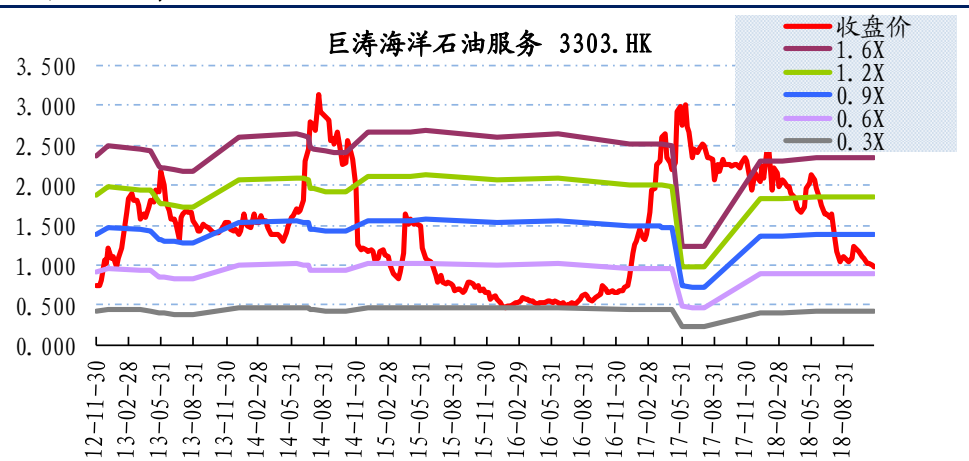
**公司近期战略:**

(一) 持续发挥南北场地的制造优势, 提升产能, 成为能源行业最具竞争力的模块制造商。

(二) 天然气处理设备和 FPSO 模块产品完成产业升级, 通过包括合作或并购在内的各种方式, 形成一流制造和一流设计的有效组合, 完成从制造商和设备提供商向 EPC 总包商的转型。

(三) 依托 FPSO 类油气装备租赁业务为起点形成突破, 初步形成租赁运营模式, 建立“项目建设”和“产业运营”的双轨制的经营模式。

(四) 跟随股东三聚总体战略部署, 在 MCT 模块化和炭基肥配套秸秆收储体系形成核心能力, 协同发展。

**图29、巨涛 PB-Band**

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**表8、行业公司估值表**

代码	证券简称	总市值 (亿港元)	2017PE	2018PE	2019PE	PB	股息率(%)	2017ROE(%)
<b>油服</b>								
3303.HK	巨涛油服	16	18.5	-	-	0.66	0.36	0.38
2883.HK	中海油服	460	-	98.1	30.5	0.9	1.0	460
1033.HK	中石化油服	339	-	-	322.4	5.9	-	339
3337.HK*	安东油田服务*	32	19.5	12.5	7.4	0.9	-	32
1251.HK	华油能源	10	12.7	10.6	5.4	0.8	-	10
0196.HK	宏华集团	26	-	22.7	9.2	0.6	-	26
1623.HK	海隆控股	14	10.2	8.1	6.1	0.4	1.2	14
600583.CH	海油工程	276	429.4	49.9	22.9	1.1	0.9	276
002353.CH	杰瑞股份	176	42.0	29.7	20.0	1.9	0.7	176
SLB.US	斯伦贝谢	4,972	26.4	27.0	20.9	1.7	4.4	4,972
HAL.US	哈里伯顿	2,271	16.4	17.7	15.6	3.2	2.2	2,271
<b>平均</b>			<b>79.5</b>	<b>29.5</b>	<b>46.0</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>

资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理 (标“\*”的公司 PE 为我们预测数据, 其余取自 Bloomberg 一致预期, 按照 2018 年 12 月 04 日收盘价计算)

---

## 5、风险提示

1、油价大幅下跌；2、海上油服市场复苏缓慢；3、订单完成进度不达预期；4、与三聚协同不达预期

## 附表

会计年度	2014A	2015A	2016A	2017A
<b>流动资产</b>	<b>719</b>	<b>542</b>	<b>623</b>	<b>2,799</b>
货币资金	95	58	101	1,443
应收账款	572	435	455	995
存货	20	26	24	57
其他流动资产	32	23	43	304
<b>非流动资产</b>	<b>1,009</b>	<b>1,041</b>	<b>1,073</b>	<b>1,682</b>
固定资产	309	326	323	1,199
长期股权投资	290	308	338	0
无形资产	185	194	205	58
其他非流动资产	225	213	207	425
<b>资产总计</b>	<b>1,728</b>	<b>1,583</b>	<b>1,696</b>	<b>4,481</b>
<b>流动负债</b>	<b>564</b>	<b>373</b>	<b>456</b>	<b>2,033</b>
短期借款	230	131	214	648
应付票据	217	141	175	955
其他	117	101	67	430
<b>非流动负债</b>	<b>38</b>	<b>52</b>	<b>60</b>	<b>389</b>
长期借款	0	0	0	278
其他	38	52	60	111
<b>负债合计</b>	<b>602</b>	<b>425</b>	<b>516</b>	<b>2,422</b>
股本	8	8	8	15
资本公积	1,178	1,200	1,207	2,142
其他综合收益	-59	-50	-34	-98
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>1,126</b>	<b>1,157</b>	<b>1,181</b>	<b>2,059</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>1,728</b>	<b>1,583</b>	<b>1,696</b>	<b>4,481</b>

会计年度	2014A	2015A	2016A	2017A
净利润	28	27	12	56
折旧和摊销	27	30	33	32
营运资金的变动	11	45	-22	-164
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>56</b>	<b>74</b>	<b>2</b>	<b>-158</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-119</b>	<b>-4</b>	<b>-34</b>	<b>326</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>71</b>	<b>-105</b>	<b>75</b>	<b>1,216</b>
现金净变动	8	-34	48	1,333
现金的期初余额	100	109	75	122
现金的期末余额	109	75	122	1,455

会计年度	2014A	2015A	2016A	2017A
<b>营业收入</b>	<b>952</b>	<b>662</b>	<b>724</b>	<b>725</b>
营业成本	765	530	600	635
<b>毛利润</b>	<b>186</b>	<b>129</b>	<b>122</b>	<b>89</b>
其他收入	30	7	13	68
行政开支	-137	-127	-124	-122
其他营业开支	-9	-5	-15	-65
<b>经营利润</b>	<b>48</b>	<b>27</b>	<b>-4</b>	<b>29</b>
财务费用	-17	-10	-9	-11
应占联营公司溢利	7	18	32	38
<b>除税前溢利</b>	<b>39</b>	<b>34</b>	<b>17</b>	<b>56</b>
所得税	-10	-8	-6	0
年内溢利	28	27	12	56
<b>归属母公司净利润</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>12</b>	<b>56</b>
<b>EPS(分)</b>	<b>3.74</b>	<b>3.34</b>	<b>1.45</b>	<b>4.32</b>

## 主要财务比率

会计年度	2014A	2015A	2016A	2017A
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	6.9	-30.7	-9.6	0.4
营业利润增长率	-26.8	-44.0	-114.1	856.9
净利润增长率	-48.9	-6.1	-56.6	379.7
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	19.6	19.6	16.9	12.3
净利率	3.0	4.1	1.6	7.7
ROE	2.5	2.3	1.0	2.7

## 偿债能力(%)

资产负债率	34.83	26.87	30.40	54.05
流动比率	1.27	1.45	1.37	1.38
速动比率	1.24	1.38	1.31	1.35

## 营运能力(次)

资产周转率	0.57	0.40	0.44	0.23
应收帐款周转率	3.78	2.91	3.80	2.27

## 每股资料(元)

每股收益	0.04	0.03	0.01	0.04
每股净资产	1.41	1.45	1.48	1.26

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、毅星星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永生生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司和天美（控股）有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。