

神开股份 002278.SZ



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

神开股份 - 破茧而出的石油钻采装备新贵

投资要点:

- 神开股份主要生产和销售井场测控设备、石油钻探井控设备、采油井口设备和石油产品规格分析仪器等四大类产品。在过去的 4 年中,公司的营业收入与净利润都维持 20%以上的增长公司过去 3 年内的平均净资产收益率达到 35%的增长水平,股东权益在 2 年内增长了 68%。
- 随着经济发展对能源需求的稳定上升,我国石油产量保持着稳定的增长,我国石油产量保持着稳定的增长,同时带动石油钻采行业的稳步增长。在我国的保增长经济发展策略下,我们认为国内原油需求在未来几年也无非常大的隐患,对石油钻采设备的需求量也将维持稳步上升。
- 公司在其所处的石油钻采设备行业中具有多重的行业壁垒,预计可以在未来的发展过程中保持强劲的竞争力和高毛利率。并且,随着公司加大了国际市场的开拓力度,公司的境外直接销售收入逐年实现快速增长。2008 年度国际市场直接销售收入占到了公司工业收入的 15.30%,未来出口市场空间相当大。
- 募集资金短期新增固定资产的折旧将可能摊薄公司的盈利水平,但是从长期来看,一方面解决了神开股份的产能瓶颈,另一方面增强了企业的机电仪的一体化研发制造能力。
- 在假设未来 2 年中国 GDP 增速可以维持 8%以上,并且国际油价维持稳步上升格局的背景下,另外根据公司自身募投项目投资进程,我们预测神开股份 2009-2011 年 EPS 为 0.60、0.74、0.9 元。2009 年、2010 的增长源于原主打产品的稳定增长以及国外市场的开拓,在 2012、2013 年项目逐渐达产后,随着公司规模效应显现以及替代能力的提高,如果再加上全球经济转暖所带来的高油价作为催化剂,公司的跳跃式增长可期。

财务摘要	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入(百万元)	426	543	590	743
主营收入同比	59%	27%	8%	26%
净利润(百万元)	76	92	110	135
净利同比	108%	21%	19%	23%
EPS(元)	0.56	0.50	0.60	0.74
PE(倍)	-	-	-	-

普通机械

评级:	推荐(首次)
价值区间:	¥ 21-24
首日定位:	¥ 28-35
发行价格:	¥ 13.96

2009.8.10

基础数据

总股本/流通 A 股(亿股)	1.82/0.368
总市值(亿元)	-
流通市值(亿元)	-
每股净资产(元)	2.40
净资产收益率(%)	32

交易数据

52 周内股价区间(元)	-
静态市盈率(倍)	-
动态市盈率(倍)	-
市净率(倍)	-

穆运周

研究助理

电话

021-32229888*3506

邮箱

muyunzhou@ajzq.com

相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

目 录

一、公司简介.....	3
1. 综合实力强劲的石油勘探钻井配套设备企业.....	3
二、公司营收分析.....	4
1. 连年实现高增长，股东回报率优秀.....	4
2. 持续实现高毛利，拳头产品稳定性高.....	4
三、行业展望.....	6
1. 石油钻采设备—原油价格波动无碍国内战略需求.....	6
2. 石油产品规格分析仪器—规范化下扩大领先优势.....	7
四、公司投资亮点.....	8
1. 行业壁垒高，长久作战有保障.....	8
2. 市场空间大，替代出口双增长.....	8
五、募集资金简介.....	9
1. 突破生产瓶颈，拓展市场占有率，短期摊薄盈利水平.....	9
六、估值及询价建议.....	10

一、公司简介

1. 综合实力强劲的石油勘探钻井配套设备企业

神开股份主要生产和销售井场测控设备、石油钻探井控设备，采油井口设备和石油产品规格分析仪器等四大类产品，主导产品为综合录井仪、钻井仪表、防喷器和防喷器控制装置、井口装置和采油（气）树以及汽油辛烷值测定机，同时为客户提供综合录井服务。

表1：公司产品介绍及市场地位

产品分类	产品用途	市场地位	细分产品
井场测控设备	用于实现对钻井工程、钻井液、油气水显示、地质导向、地层参数等的实时测量与评价，实现钻井现场与基地前后方数据共享，为现场和基地专家决策提供数据支持，实现优化钻井	综合录井仪的国内市场占有率约为 53%， 数字式钻井仪表国内市场占有率约为33%	综合录井仪
			钻井仪表
			随钻测斜仪
石油钻探井控设备	用于在石油钻井过程中可能发生溢流、井涌、井喷时对井内高压油气流的引导与控制，是确保钻井作业安全的必备装备	防喷器和防喷器控制装置的整体市场占有率25%，处于行业第2 位。	S形防喷器
			防喷器控制装置 U形防喷器
采油井口设备	油气田采油、注水和井下作业的主要地面设备，主要由套管头装置、油管头总成和采油（气）树等组成	市场相对较为分散。 公司不属于国内市场份额领先企业。	井口装置和采油（气）树 新型采油（气）树
石油产品规格分析仪器	主要运用 ISO、GB 等国家、国际、行业标准规定的检测方法，对各类燃料油、润滑脂、润滑油等各类油品进行各种参数（如水份、闪点、凝点、粘度等）的测定的仪器	于国内首家推出了汽油辛烷值测定机，公司目前是國內主要的汽油辛烷值测定机厂家。	汽油辛烷值测定机

注：蓝色字体为募集资金投入生产后的延伸和升级产品

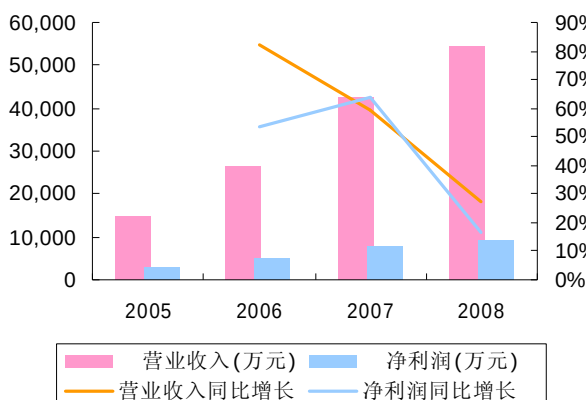
上表可见，神开股份作为我国石油化工装备制造行业的骨干企业之一，其主打产品，在井场测控设备领域，在石油钻探井控设备领域，在采油井口设备领域都处在领先的地位。特别是占公司主营业务收入 30%左右的综合录井仪，市场占有率达一半以上，可见公司在石油钻采行业中的巨大竞争优势，市场地位的不可动摇直接带来的是未来销售收入的稳定性。

二、公司营收分析

1. 连年实现高增长，股东回报率优秀

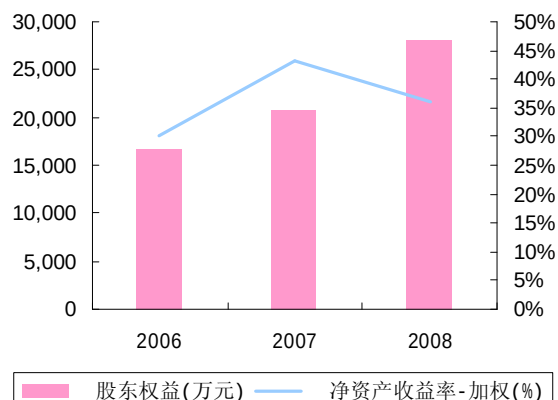
公司 2006—2008 年，营业收入增速为 81.96%、59.39%和 27.37%。在过去的 4 年中，公司的营业收入与净利润都维持 20%以上的增长；更可贵的是，公司过去 3 年内的平均净资产收益率达到 35%的增长水平，股东权益在 2 年内增长了 68%，复合增长率为 30%，可见公司积极为股东的权益实现增值的进取态度。

图 1：2005 年来公司营业收入与净利润增长情况



资料来源：公司招股说明书 爱建证券

图 2：2006-2008 年公司股东权益与净资产收益率

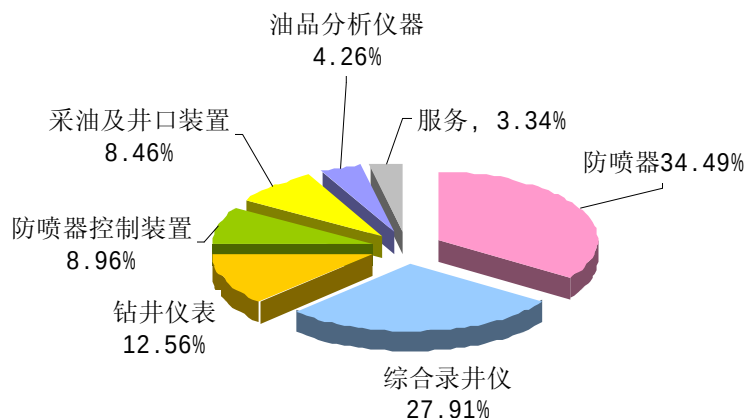


资料来源：公司招股说明书 爱建证券

2. 持续实现高毛利，拳头产品稳定性高

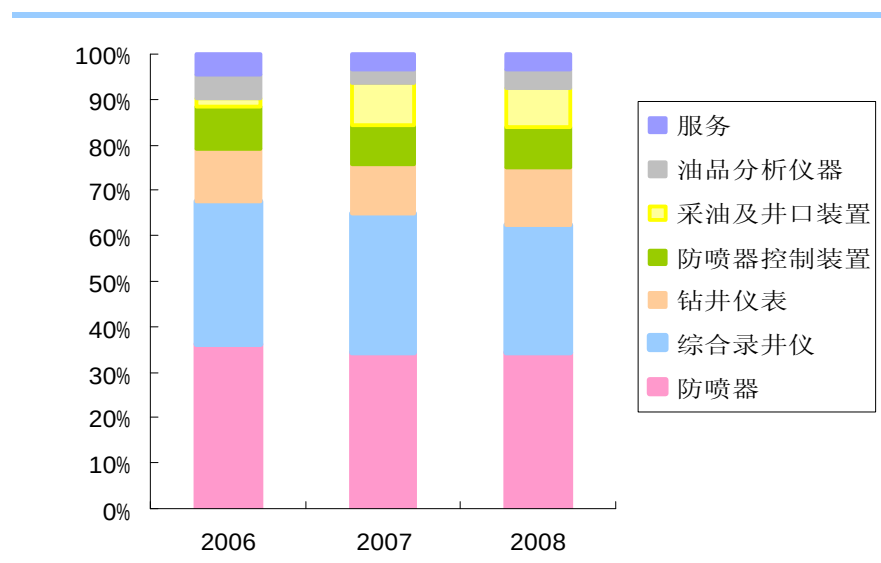
公司的主要拳头产品为：防喷器，综合录井仪，钻井仪表。根据下表显示的公司 2008 年的营业收入构成，上述三项产品的总共占公司营业总收入的 75%。并且通过比较公司以往三年的营业收入构成，上述三项产品的合计占比在 2006，2007，2008 年分别为 79.3%，75.8%，74.9%，可见最近几年公司的其他产品的销售收入有所增加，公司的利润构成正在逐步多元化，但是预计未来 2 年内，公司募集项目完全投产之前，公司的三项拳头产品仍然处于 60%以上的比例。

图 3：2008 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司招股说明书 爱建证券

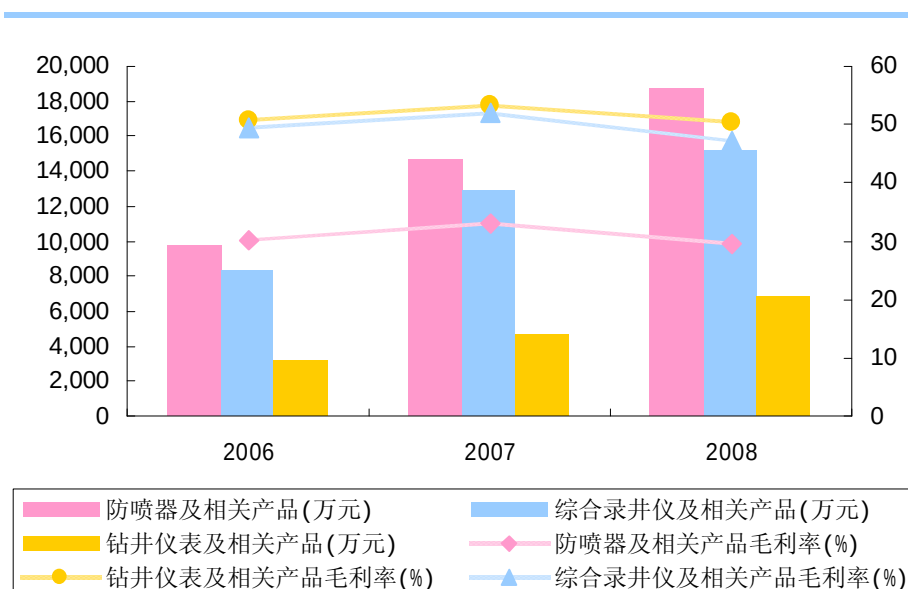
图4：2006-2008年公司营业收入构成变化情况



资料来源：公司招股说明书 爱建证券

公司营业收入增速稳定，除了与公司产品在其细分行业的竞争力密不可分，也受益于公司的产品综合配套能力的战略定位。石油的勘探开采活动是一项系统性工程，既要监测和分析，又要及时预报和应对各种突发情况，需要机械设备和电子设备的多方面配合，故钻采设备行业的下游客户非常看重供应商的产品综合配套能力。这也使得公司的产品多了一层竞争壁垒。

图5：公司占营业收入前三项产品的营业收入及毛利率变化情况



资料来源：公司招股说明书 爱建证券

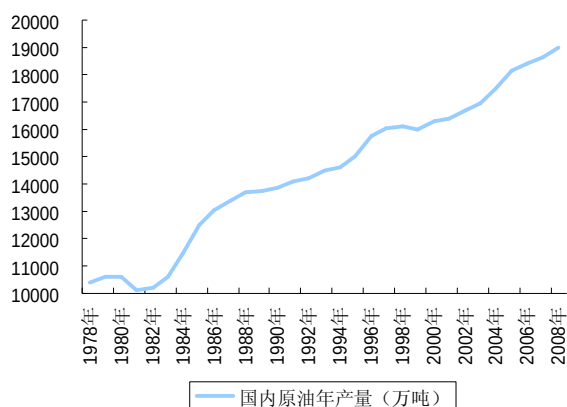
上图可见，公司三项拳头产品近三年的营业收入增长稳定，毛利率的稳定性表现也十分优秀，其中综合录井仪与钻井仪表的毛利率近三年均稳定在50%左右，基于公司产品的市场竞争力与公司的综合市场地位在短时间内不会发生重大改变，我们可充分信赖公司在未来几年的利润增速将稳定维持在较高水平。

三、行业展望

1. 石油钻采设备—原油价格波动无碍国内战略需求

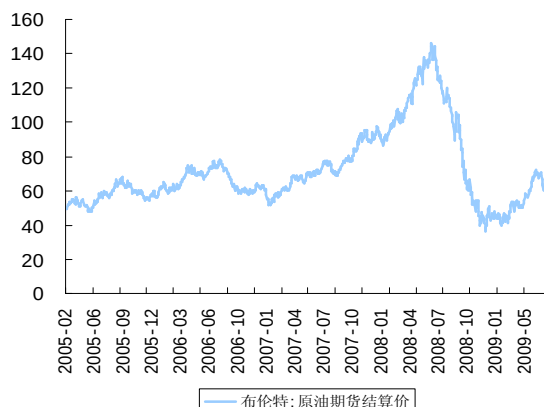
在自产原油远远不能满足中国经济发展需求的情况下，保证原油供应已经成为中国国有石油公司的战略任务。即使国际油价出现较大波动，在国内原油需求面没有实质性改变、战略储备尚显不足的情况下，中国的国有石油公司仍然要考虑保障国内石油的消费、战略储备需求，勘探、开发支出出现大的波动的可能性较小。

图6：自1978年以来我国原油年产量



资料来源：wind咨询 爱建证券

图7：自2005年以来布伦特原油期货价格

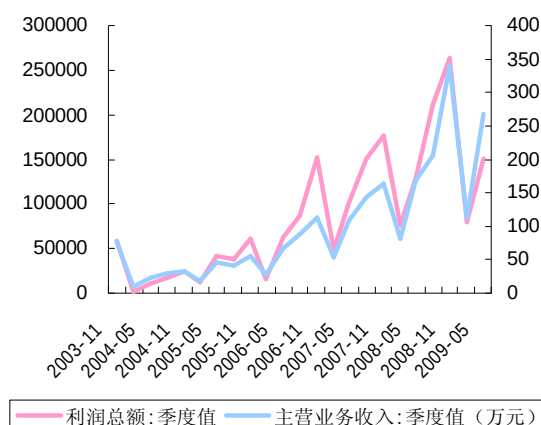


资料来源：wind咨询 爱建证券

上图可见，在2007至2008年，国际油价出现巨大的波动期间，国内原油产量与其相关性非常之弱，纵观30年我国原油产量的增长情况，随着经济发展对能源需求的稳定上升，我国石油产量保持着稳定的增长，同时带动石油钻采行业的稳步增长。在我国的保增长经济发展策略下，油气供需矛盾已成为制约我国国民经济发展的瓶颈，我们认为国内原油需求在未来几年也无非常大的隐患，对石油钻采设备的需求量也将维持稳步上升。

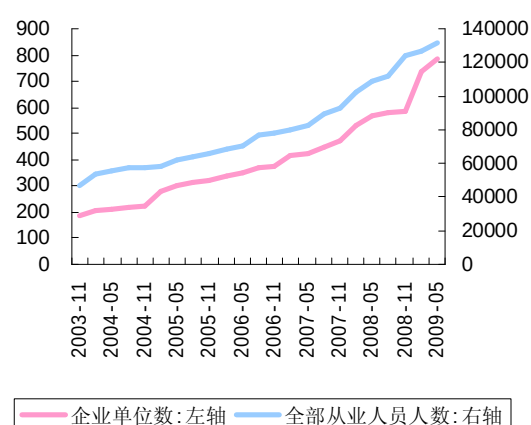
同时，国际油价低位运行，石油公司的利润空间也随之受到压缩，成本控制将受到更多的重视。中国出口的石油钻采设备，同样性能的产品售价仅为欧美同类产品的1/3 或1/2，性价比优势明显。在此次全球石油钻采设备市场调整中，中国出口产品的市场份额有可能得到进一步扩大。

图8：我国石油钻采行业营业收入及净利润



资料来源：wind咨询 爱建证券

图9：我国石油钻采行业企业数及从业人员数量



资料来源：wind咨询 爱建证券

据资料分析，石油钻采行业的企业合计主营业务收入从2003年至2008年的平均增长速度为63%。企业数从188家上升到786家，从业人员数量也从4万增长到了13万左右。行业增速远远大于国内石油产量增速，主要是与行业内企业的技术水平提高、替代性上升、出口例扩大有关。

从石油钻采行业内单位人均人数上来看，从2003年的249人下降到2009年的167人，除了显现出企业技术水平的提高，人均生产力的上升之外，也可以看出，石油钻采行业正属于成长期阶段。此阶段的特征就是企业数量持续增加，企业利润水平提升，而这个阶段正属于最佳的投资时期，在行业走向成熟的过程中，企业数量会逐渐减少，而一些具有优势竞争力与生存力的企业将会脱颖而出，获得整个行业的大部分利润，从而完成自身的超速发展。从目前神开的营收规模，市场地位与客户资源来看，极有可能成为脱颖而出的一员。

2. 石油产品规格分析仪器—规范化下扩大领先优势

国内的石油产品规格分析仪器行业是一个相对较为集中的行业。虽然在国内企业占据的市场总量中，行业内前10名企业合并持有近80%的份额，但上述10家企业的市场占有率都较为平均，缺乏占据绝对市场优势的企业；中高端市场较为稳定，主要集中在5家销售规模达到500 万以上的企业手中。但是大多数中高端石油产品规格分析仪器产品仍依赖进口。

近几年来，我国炼化工业继续快速发展，即将在长三角、环渤海、珠三角以及西北地区建成20 余个千万吨级原油加工基地，同时在新疆、甘肃、四川等中西部地区建成数个大型乙烯生产基地。这些新增的炼化工业产能，推动自动石油产品规格分析仪器的需求量快速增长。

目前，政府也不断完善成品油产品中的不同化学成分的含量规范，例如汽油中的硫含量。政府对质量监督工作的日益重视将对石油产品规格分析仪器市场总量的扩大起到正面的推动作用。在上述行业政策背景下，作为全国最大汽油辛烷值测定机的生产企业，公司正在积极配合有关部门起草汽油辛烷值测定机的国家标准。

全自动石油产品规格分析仪器的售价通常至少是手动石油产品规格分析仪器2倍多，但制造成本仅比后者上升10-20%。所以石油产品规格分析仪器中高端市场的市场空间与替代需求是十分

广泛的，我们认为这也是公司未来能够超预期表现的一个加速器。

四、公司投资亮点

1. 行业壁垒高，长久作战有保障

公司所处的石油钻采设备行业的具有以下特征，而公司具有多重的行业壁垒，预计可以在未来的发展过程中保持强劲的竞争力和高毛利率。

表2：公司所处行业特征以及公司行业壁垒

	行业壁垒	特征	公司现状
1	钻采设备生产的专业化程度非常高	石油钻采设备厂商必须熟悉石油钻井流程，了解其中的特殊要求，并不断根据油田生产的实际情况对产品进行改进。	公司产品系列横跨勘探、开发和炼化生产环节，集机、电、仪器制造于一体，公司亦是国内具备全套石油钻探井控设备供应能力的厂商，集防喷器主体和控制装置、压井节流管汇为一体。
2	进入石油公司采购网的难度较高	钻采设备的采购相对较为封闭，只在石油公司、工程服务公司、采购中间商以及主要厂商之间进行。	公司目前是中石油的一级供应网络成员单位，也是中石化和中海油的网络采购的供应商成员。
3	市场领先地位一旦确定，较难动摇	石油钻井作业对安全生产要求非常高，石油公司和专业服务公司在采购钻采设备时，非常重视设备生产厂商的品牌。	公司的主要产品综合录井仪在国内市场的占有率已超过 50%，为公司品牌的树立和推广起到了积极作用。经过十余年的发展，“神开”品牌已经成为国内石油钻采设备的知名品牌。
4	产品技术水平决定市场竞争力	我国目前有 300 多家规模以上石油钻采设备制造企业，行业集中度不高，而且产品结构不合理，低端产品生产过剩，中端产品生产供不应求，大部分高端产品仍然依赖国外进口。	公司从成立伊始就致力于开发中高端产品，具有较强的市场竞争力。公司非常重视技术的持续开发，每年平均保持投入销售收入的3%以上用于新产品研发，公司科研人员占员工总数的25%，此次募集资金也有部分用于投资新建研发中心。

2. 市场空间大，替代出口双增长

1) 出口将成为新的利润增长点

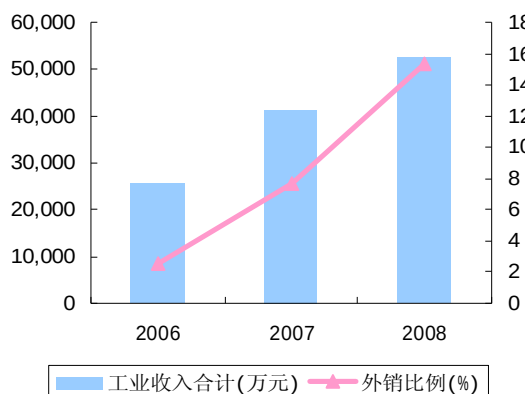
2007 年中国整个行业的出口额尚不足美国国民油井华高公司当年的净利润，可发展空间非常大。就出口需求来看，陆地钻采设备需求量放大非常明显，尤其是常规设备，技术较为成熟，质量已接近国际水平，加上明显的成本优势，占据全部出口的主要份额。就出口的不同区域来看，来自美国、前独联体国家、拉美和非洲的订单占据了全部出口额的90%以上，其中前独联体国家、拉美和非洲都是产油量较大而相应设备生产能力较弱的地区，预计未来对中国钻采设备的需求仍然会稳步增加。

2) 水下石油钻采替代空间大

从水下石油钻采的技术水平而言，中国还远远落后于国际先进水平。由于水下石油钻采的难度相当高，设备制造难度很大，国内生产的水下石油钻采设备在国内市场的份额多年来一直徘徊在20%-30%之间，大部分的水下石油钻采设备仍然依赖进口。

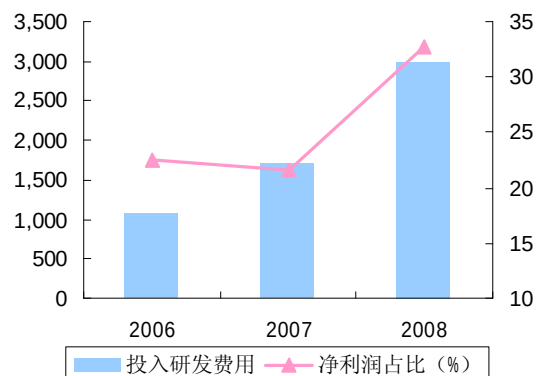
由于石油资源的独特性质，公司的销售市场主要集中在我国三大石油集团下属的油田及其他国际各大石油公司中。随着公司加大了国际市场的开拓力度，公司的境外直接销售收入逐年实现快速增长。2008年度国际市场直接销售收入占到了公司工业收入的15.30%。

图10：2006-2008年公司工业收入及出口比例



资料来源：公司招股说明书 爱建证券

图11：2006-2008年公司研发投入及占净利润比



资料来源：公司招股说明书 爱建证券

五、募集资金简介

1. 突破生产瓶颈，拓展市场占有率，短期摊薄盈利水平

本次募集资金投资项目——石油化工装备高科技产品生产基地发展项目，项目总投资6.1亿元，建设期为3年。2013年项目达产后，预计每年可实现销售收入140,200万元，利润总额30,100万元，净利润25,600万元，投资利润率为24.7%，内部收益率为27.2%，动态投资回收期为6.8年。

表3：募集资金项目固定资产投资情况

序号	项目名称	项目内容	总投资(万元)
1	增资神开石油科技	新增产品随钻测斜仪、高性能流量传感器产能，新增钻井相关技术服务队	7,343
2	增资神开钻探设备	增加现有S型防喷器产能，新增升级产品U型防喷器产能	9,900
3	增资神开采油设备	新增升级产品低温、超高压采油（气）树和井口装置产能	4,539
4	增资神开石油仪器	新增升级型汽油辛烷值测定机和自动化油品分析仪器的产能	3,193
5	新建厂房、研发中心和测试中心等基建项目，采购配套	研发中心—统一负责产品开发设计、测试及试制的全面工作。 测试中心—负责产品质量测试职能	26,025
6	补充铺底流动资金		10,000
合 计			61,000

- 1 公司新增生产设备到位并发挥效用后，将大大提高公司生产效率，人均产值将从目前的约60万元提高到达产年的约140万元。
- 1 新增生产设备到位后，将进一步增加公司高端产品的比重，全面提升公司产品质量，进一步巩固和增强公司的市场竞争优势。
- 1 此次募集资金还将投资一部分生产设备满足新产品的生产需要，例如 U型防喷器及随钻测斜仪，这些产品的投入将进一步优化公司的产品结构，巩固和增强公司的市场竞争优势，使公司的盈利能力得到显著提高。

公司此次拟募集资金项目中有51,000万元用于增加固定资产，预计公司达产后将新增固定资产的折旧为4,082万元。短期新增固定资产的折旧将可能摊薄公司的盈利水平，但是从长期来看，募集资金项目的建设，一方面扩大了现有产品的生产能力，解决了神开股份的产能瓶颈，另一方面通过产业的升级和延伸，增强企业的机电仪的一体化研发制造能力，有利于提高客户的忠实度，扩展市场占有率。

六、估值及询价建议

表 4：利润表预测（百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	426	543	590	743	930
减：营业成本	245	330	345	428	570
营业税金及附加	2	3	3	4	6
销售费用	40	39	44	56	76
管理费用	44	58	63	78	106
财务费用	5	7	1	1	3
资产减值损失	2	4	0	0	0
加：投资收益	(2)	0	0	0	0
二、营业利润	181	213	245	315	367
加：营业外收入	8	5	4	4	4
减：营业外支出	0	1	1	1	1
三、利润总额	94	106	126	157	194
减：所得税费用	15	14	16	22	29
四、净利润	79	92	110	135	165
归属于母公司所有者的净利润	76	92	110	135	165
五、每股收益（元）	0.42	0.50	0.60	0.74	0.90

在假设未来2年中国GDP增速可以维持8%以上，并且国际油价维持稳步上升格局的背景下，另外根据公司自身募投项目投产进程，我们预测神开股份 2009-2011 年 EPS 为 0.60、0.74、0.9 元。2009年、2010的增长来源于原主打产品的稳定增长以及国外市场的开拓，在2012、2013年项目逐渐达产后，随着公司规模效应显现以及替代能力的提高，如果再加上全球经济转暖所带来的高油价作为催化剂，公司的跳跃式增长可期。

由于公司所在行业的市场稀缺性和高壁垒高毛利特性，加上公司本身规模不算太庞大，处于

行业中的领先地位，有成为行业龙头的潜质。新股上市后必将受到市场的追捧。基于上述分析，我们给予20%于同行业的溢价，（目前石油装备上市公司2009年PE平均值在30倍）按照2009年35倍PE计算，公司合理估值应在21-24元左右；考虑到市场的最近对新股的疯狂追捧，预计上市首日价格将高于30元，建议投资者注意相应的风险。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。