

湘财证券研究所

石油和化工研究小组

王 强

Tel: 021-68634518-8221

Email: wq2835@xcsc.com

高 为

Tel: 021-68634518-8608

Email: gw2603@xcsc.com

相关研究报告:

《调研深度报告-天利高新 (600339.SZ): 己二酸量价齐升, 副产品业绩需重估——新疆石油化工有限公司调研报告 1》

《调研深度报告-东华能源 (002221.SZ): LPG 问鼎区域龙头, 化工仓储迎来新元年》(2010.01.29)
《2010 年度策略报告_石化行业_油价 80 美元, 中石化 or 中石油?》(2010.01.08)

《2010 年原油价格报告-国际油价温和上涨 N 形, 均价 80 美元, 高点上 90》(2010.01.08)

《国 III 汽油提升炼油毛利 0.3 美元桶, 中石化最受益》(2009.12.25)

《成品油定价机制“满周岁”始“化妆”》(2009.12.24)

《中国石化 (600028.SH) 大消费中的估值洼地, 行权到期临近, 资产注入预期催化大涨》(2009.12.15)

《天然气价格改革专题三: 上下游联动, 下游城市燃气业在夹缝中的期待》(2009.12.03)

《天然气价格改革专题一: 进口气价倒逼 VS 社会承受能力, “综合性价格”改革方案将胜出?》(2009.11.17)

近日, 我们对公司调研, 并参观了工厂, 与公司董事长孙伟杰先生、董秘程永峰先生和人力资源总监杨凌女士等一起对公司运营情况和发展规划进行了交流。

□ 涵盖海陆、进军海外的综合性油服新锐

公司以油田和矿山设备维修改造及配件销售为基础, 以油田专用设备制造和海上油田钻采平台工程作业服务为战略发展方向, 形成了集油田专用设备的研发、生产、销售、维修以及油田工程技术服务于一体的综合业务体系; 三大板块相互依托、相互促进, 联动效应明显, 最终有望成为涵盖海陆的综合性油田服务公司。

□ 专用设备和工程服务腾飞 2 步走, 营收 5 年目标 50 亿, 3 板块 1:4:5 分配

公司营收 5 年目标 50 亿, 专用设备和工程服务 2 核心发展板块 2 步走实现腾飞。目前油田矿山设备维修改造及配件销售板块的收入占比已降到 50% 以下, 第 1 步专用设备收入占比提升至 50%; 第 2 步工程服务收入占比提升至 50%, 最终实现设备维修及配件销售、专用设备制造和油田工程服务 3 板块占比为 1:4:5。

□ 下游勘探和开采随全球经济复苏和国际油价稳步攀升而恢复增长, 前景向好

国内油田专用设备市场容量为约 500 亿元, 针对公司制造部分为约 100 亿元, 全球市场约 150 亿美元; 油田工程服务国内市场容量为约 1700 亿元, 前景看好。

□ 固井设备未来 2 年复合增长 32%、压裂设备 57%

固井设备需求主要和新钻井数相关, 国内增长更多来自存量更新, 公司国内占有率已超 30%, 2 年内可超 50%、复合增长 32%; 压裂设备需求受老油田提高采收率拉动, 国内市场年均增长 15% 左右, 国外前苏联地区需求突出, 公司国内占有率已达 20% 左右, 3 年后将达 50%、2 年复合增长 57%。

□ 维修与配件板块将保持 20% 左右稳定增长, 成公司业务发展稳定器

维修及配件板块促进了其他两板块发展, 建立了客户基础与供销渠道, 为提升专用设备的设计与制造能力积累了经验、降低了采购成本, 同时也在衍生新兴业务。

□ 海上油田服务板块未来 4 年业务合同已确定, 岩屑回注业务快速发展或超预期

公司是国内唯一一家为海上油田钻采平台提供整套岩屑回注服务的企业, 具有细分领域领先优势。国内渤海区域市场容量为目前的 5 倍以上, 环保政策将促进国内全面启动该业务。公司目前已签订康菲石油 4 平台的 5 年业务, 09 年已服务 2 平台。

□ 连续油管车、液氮泵车增长可能超预期、所得税或获惊喜

液氮泵车应用广泛, 国内尚处于起步阶段, 存量只占全球 1%, 未来 3-5 年有 10 倍的增长空间, 公司于 2008 年在国内率先推出液氮泵车; 公司新产品连续油管车已于 09 年下半年推出, 目前已出口 1 台合同 2 台; 未来这两产品增长可能超预期。公司目前所得税 25%、石油装备公司 15%、总体约 19%; 公司申报高新技术企业已过公示, 正式获批可能性大, 所得税若将为 15% 将提升公司业绩达 5%。

投资建议: 我们预计公司 2009-2012 年 EPS 分别为 1.49 元、2.34 元、3.37 和 4.19 元, 对应 PE 分别为 56 倍、35 倍、25 倍和 20 倍 (3 月 10 日股价 83 元); 考虑到公司的高成长性, 我们认为公司 2010 年和 2011 年的合理估值分别为 40 倍和 35 倍, 对应股价分别为 94 元和 118 元, 首次给予“买入”评级, 目标价 110 元。

表 1：盈利预测主要假设（各板块）

	单位	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
油田专用设备板块								
经营收入	万元	1,363	9,360	11,416	27,061	46,369	65,281	84,375
收入增速	%	/	586.9%	22.0%	137.0%	71.3%	40.8%	29.2%
VS 营业总收入	%	7.4%	30.3%	26.0%	39.8%	46.0%	46.7%	48.5%
毛利率	%	38.8%	34.9%	40.1%	42.0%	41.0%	40.4%	39.6%
油田矿山维修及配件板块								
经营收入	万元	16,293	19,895	27,531	33,038	39,645	46,781	53,799
收入增速	%	/	22.1%	38.4%	20.0%	20.0%	18.0%	15.0%
VS 营业总收入	%	88.5%	64.4%	62.7%	48.6%	39.3%	33.5%	30.9%
毛利率	%	22.8%	24.8%	25.1%	27.0%	26.0%	25.0%	25.0%
海上钻采平台作业服务板块								
经营收入	万元	144	887	3,879	6,982	13,965	26,533	34,492
收入增速	%	/	514.4%	337.3%	80.0%	100.0%	90.0%	30.0%
VS 营业总收入	%	0.8%	2.9%	8.8%	10.3%	13.8%	19.0%	19.8%
毛利率	%	26.3%	67.4%	66.7%	70.0%	65.0%	65.0%	65.0%
其他								
经营收入	万元	64	43	394	709	886	1,063	1,222
收入增速	%	/	-32.2%	805.4%	80.0%	25.0%	20.0%	15.0%
VS 营业总收入	%	0.3%	0.1%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%
毛利率	%	-283.3%	32.0%	32.0%	55.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

表 2：盈利预测主要假设（油田专用设备板块）

	单位	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
油田专用设备板块								
固井设备								
经营收入	万元	1,151	5,123	8,080	12,525	17,534	21,918	24,110
收入增速	%	/	345.2%	57.7%	55.0%	40.0%	25.0%	10.0%
VS 专用设备收入	%	84.5%	54.7%	70.8%	46.3%	37.8%	33.6%	28.6%
毛利率	%	37.7%	39.9%	40.2%	43.5%	42.0%	41.0%	40.0%

压裂设备								
经营收入	万元	101	2,749	3,081	13,865	21,490	34,385	48,139
收入增速	%	/	2628.4%	12.1%	350.0%	55.0%	60.0%	40.0%
VS 专用设备收入	%	7.4%	29.4%	27.0%	51.2%	46.3%	52.7%	57.1%
毛利率	%	48.1%	37.6%	42.0%	42.0%	42.0%	41.0%	40.0%
天然气压缩/输送设备								
经营收入	万元	111	1,487	255	672	1,344	1,479	1,627
收入增速	%	/	1238.6%	-82.9%	163.9%	100.0%	10.0%	10.0%
VS 专用设备收入	%	8.2%	15.9%	2.2%	2.5%	2.9%	2.3%	1.9%
毛利率	%	41.5%	12.1%	15.7%	14.0%	25.0%	30.0%	30.0%
连续油管								
经营收入	万元	/	/	/	/	6,000	7,500	10,500
收入增速	%	/	/	/	/	/	25.0%	40.0%
VS 专用设备收入	%	/	/	/	/	12.9%	11.5%	12.4%
毛利率	%	/	/	/	/	38.0%	38.0%	38.0%

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

表 3：盈利预测主要假设（油田矿山维修及配件板块）

油田矿山维修及配件板块	单位	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
设备维修改造业务								
经营收入	万元	358.4	549.5	595.4	660.8	792.9	935.6	1,076.0
收入增速	%		53.3%	8.4%	11.0%	20.0%	18.0%	15.0%
VS 专用设备收入	%	2.2%	2.8%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	%	30.5%	34.9%	40.1%	41.0%	41.0%	40.0%	40.0%
配件销售业务								
经营收入	万元	15,934.1	19,345.6	26,936.1	32,377.0	38,852.4	45,845.8	52,722.7
收入增速	%		21.4%	39.2%	20.2%	20.0%	18.0%	15.0%
VS 专用设备收入	%	97.8%	97.2%	97.8%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%
毛利率	%	22.7%	24.4%	24.7%	26.7%	25.7%	24.7%	24.7%

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

表 4：利润表预测

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	308.73	439.42	680.48	1,008.65	1,396.58	1,738.88
营业成本	215.34	290.37	422.98	620.31	838.08	1040.30
营业税金及附加	2.92	2.48	7.15	10.59	14.66	18.26
销售费用	12.86	19.47	23.45	34.80	48.18	59.99
管理费用	7.27	14.34	16.54	24.71	34.22	42.60
财务费用	2.96	5.54	5.11	-12.00	-12.00	-12.00
资产减值损失	2.21	1.39	1.05	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.21	1.32	1.35	1.00	1.00	1.00
营业利润	65.38	107.15	205.55	331.24	474.44	590.73
营业外净收入	1.99	5.81	9.10	9.00	9.00	9.00
利润总额	67.37	112.96	214.65	340.24	483.44	599.73
所得税	21.24	22.74	40.78	64.65	87.02	107.95
净利润	46.13	90.22	173.87	275.59	396.42	491.78
少数股东损益	5.40	2.33	3.27	6.89	9.00	11.00
归属于母公司净利润	40.73	87.89	170.60	268.70	387.42	480.78
每股基本收益（元）	0.35	0.77	1.49	2.34	3.37	4.19
所得税调整后 EPS			1.56	2.46	3.49	4.33

资料来源：公司招股说明书，公司上市公告书，湘财证券研究所

注：公司目前所得税率为 25%，控股子公司石油装备公司从 2008 年起为 15%；公司及全资子公司杰瑞石油开发公司已于 2009 年申报高新技术企业，并已被列入名单、公示期已过，公司被正式认定为高新技术企业的話，所得税将按 15%征收。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。