

2010年04月30日

机械设备行业

海默科技 (300084)

询价区间: 25 元-31 元

机械设备行业研究员

赵耿华

010-88086830-694

zhaogh@rxzq.com.cn

发行上市资料

发行股数 (万股): 1,600

发行后总股本 (万股): 6,400

发行日期: 2010/05/06

发行方式: 网下发行+网上申购

主承销商: 光大证券

发行前基础数据: 2009/12/31

每股净资产 (元): 2.59

净资产收益率 (%): 26.17

资产负债率 (%): 36.81

提供石油开采领域计量技术的国际供应商

投资要点

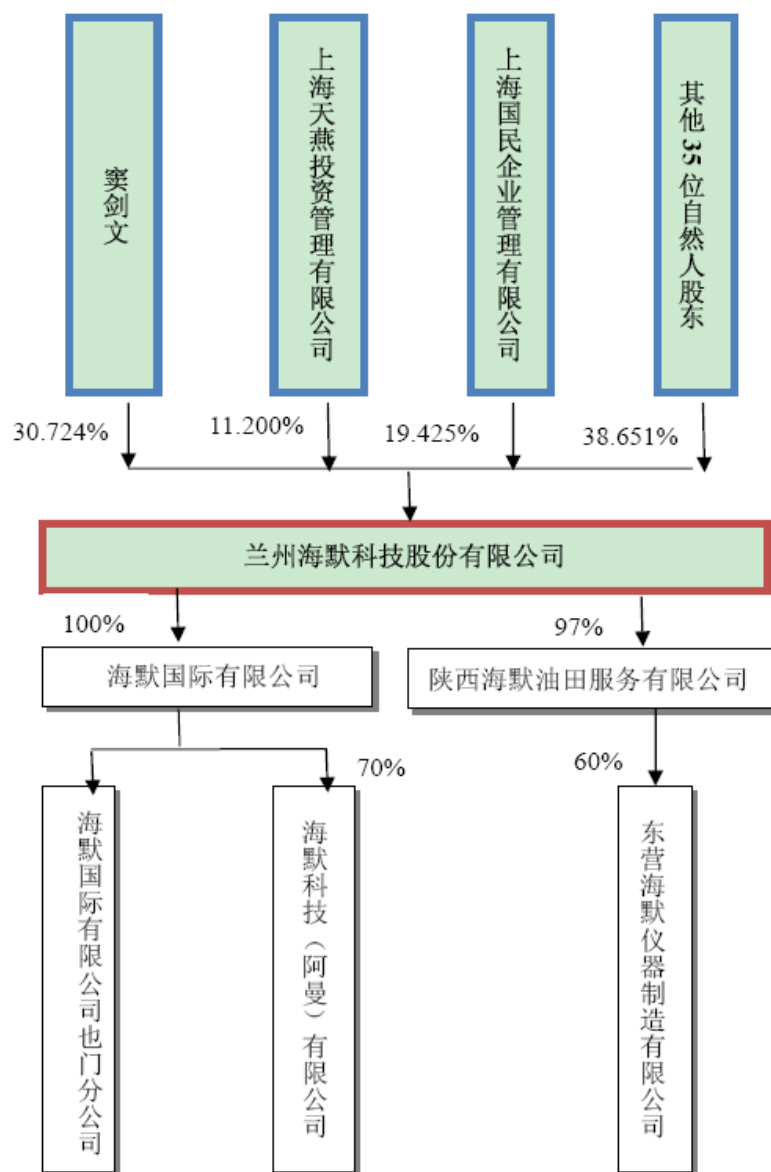
- **公司主营多相流量计业务。**公司主营业务是多相流量计的研发、生产、销售和售后技术服务,利用移动式多相流量计为油田客户提供油井生产计量、评价测试和勘探测试等服务(统称“移动测井服务”或“多相测井服务”),以及与勘探测试相配套的钻井服务。
- **多相计量技术进入高速发展时期,公司拥有技术和成本领先优势。**根据麦肯锡对包括多相计量在内的 15 种技术案例的研究表明,石油天然气勘探生产行业的新技术完成“从创意到原型,从原型到现场试验,从现场试验到商品化,从商品化到 50%的普及率”这四个阶段平均所需要的时间超过 30 年,目前处于“从商品化到 50%的普及率”的初始阶段,预计未来 10 年该行业将呈现高速成长的态势。根据分析,未来十年多相流量计的市场总规模约为 60-80 亿美元。在行业竞争中,公司拥有全球领先的技术优势和立足国内的成本优势。
- **公司盈利预测。**根据募投项目的达产进度,我们预计:2010 年-2012 年,公司主营业务收入将分别达到:1.60 亿元、2.38 亿元、3.40 亿元,增速分别为 37%、49%、43%;归属母公司股东的净利润将分别达到:3,600 万、6,200 万、8,100 万,增幅分别为:24%、72%、31%;未来三年的每股收益分别为:0.56 元、0.97 元、1.27 元。
- **建议询价区间为 25 元-31 元。**近期创业板公司的发行市盈率普遍在 55 倍-65 倍之间,整个创业板二级市场对应 2010 年业绩的市盈率在 60 倍左右。考虑到公司所处行业的成长性以及公司在行业内的技术领先地位,我们给予公司 2010 年业绩对应 50 倍-60 倍的市盈率,合理价格为:28 元-34 元;给予 10% 的申购收益,对应的合理询价区间为:25 元-31 元。

1、公司简介

1.1 公司的股权结构

公司总股本为 4,800 万股，控股股东和实际控制人为公司创始人窦剑文，现任公司董事长。本次发行前，窦剑文先生持有公司股份 14,747,520 股，占公司发行前总股本的 30.724%。

图表 1 公司股权结构



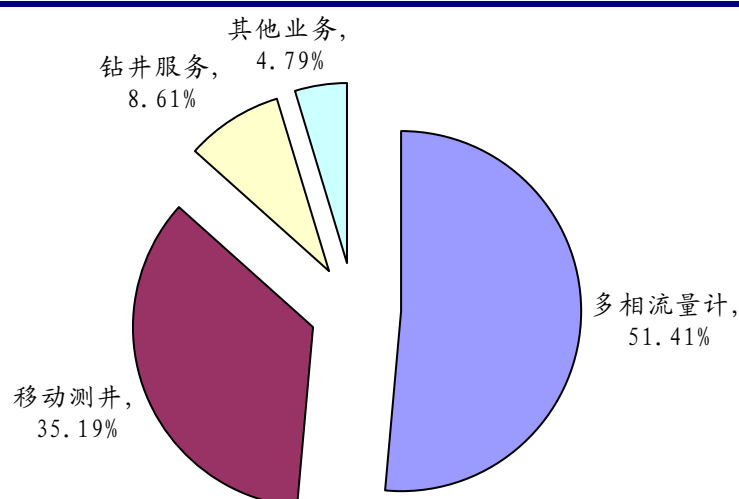
资料来源：公司招股说明书、日信证券研发部

1.2 公司生产的多相流量计应用于石油开采领域

公司是亚洲市场上领先的油田多相计量整体解决方案的提供商。公司主营业务是多相流量计的研发、生产、销售和售后技术服务，利用移动式多相流量计为油田客户提供油井生产计量、评价测试和勘探测试等服务（统称“移动测井服务”或“多相测井服务”），以及与勘探测试相配套的钻井服务。

公司主营产品是多相流量计。多相流量计的主要用途是在油田勘探和生产过程中对油井进行计量和测试；油井计量和测试的主要作用是评估油藏状况、评价作业效果、确定油井生产能力与产量，为改进采油工艺、提高油田采收率、延长油田开采寿命提供科学的数据。公司目前主要服务于油田生产领域，同时已开始向上游的勘探领域延伸，为油田勘探领域提供产品和服务逐步也会成为公司主营业务的重要组成部分。

图表 2 公司经营收入构成



资料来源：公司招股说明书、日信证券研发部

公司营业收入的绝大部分来源于国外。最近三年，国外营业收入占公司营业收入总额的平均值为 82.39%。

2007 年度来源于国外的收入占总收入的比重达 88.20%，国内收入占到 11.80%。相比于 2007 年度，2008 年度营业收入增加主要来源于国内收入的增加，2008 年度公司国内收入增加 9,603,521.10 元，国内收入占总收入的比重达到 19.92%，主要是由于多相流量计产品在国内销售的增加。2009 年度国内收入中新增了子公司海默油服的钻井服务收入，国内营业收入占收入总额的比重为 21.12%。

2、未来十年是多相计量技术的高速发展期

2.1 始于上世纪 80 年代的多相计量技术进入产业化和规模化阶段

油井计量测试是贯穿油田勘探、开发生产全过程的重要手段，主要用来评估油藏状况、评价作业效果和确定油井生产能力与产量，为改进采油工艺、提高油田采收率、延长油田开采寿命提供科学的数据。

多相计量技术是为满足现代油井生产管理和油藏管理的需要而研究开发的高新技术。多相流量计在油井测试过程中显示了比传统油井测试方法更多的优越性：工艺简洁，操作灵活、实时测量、测量准确度高、数据采集能力强。使用多相流量计进行油井测试能让油田生产单位获得更加准确连续的油井产出物的流量、压力、温度等测量数据，更准确地评估油气井生产状况以及更好地进行油藏优化管理。

多相计量技术在世界石油工业中的发展可追溯到 20 世纪 80 年代后期，当时的能源危机推动石油公司开发海洋石油，常规测试分离器不适合在海洋平台以及海底使用，促使人们开发研制结构紧凑的多相流量计。到了九十年代末，在各大石油公司的支持下，美国、英国、挪威等国家投入了大量的人力、物力和财力进行多相流量计的研制和开发，多相计量技术的研究、开发和商业化应用得到了迅速的发展。

自 1995 年以来，油田用户对于多相流量计的主动需求越来越旺盛，行业成长势头良好。尤其是自本世纪初以来，多相流量计的商业化应用进程大大加快，在许多新的油田的开发中，多相流量计已经被作为首选的油井计量技术，应用于生产计量、分配计量、生产监控、勘探测试和移动测试服务等。同时，对于存续油田的生产优化来说，多相计量技术和多相计量产品对于传统分离测试的替换和升级改造也不断被用户提上日程，实施进度不断加快。多相计量技术和多相计量产品的产业化逐步走向了规模化的方向。

2.2 未来十年的市场容量在 60 亿-80 亿美元之间

根据麦肯锡对包括多相计量在内的 15 种技术案例的研究表明，石油天然气勘探生产行业的新技术完成“从创意到原型，从原型到现场试验，从现场试验到商品化，从商品化到 50% 的普及率”这四个阶段平均所需要的时间超过 30 年。相比之下，电信行业需要 16 年，药品行业需要 12 年，而消费品行业仅需要 8 年。多相计量技术兴起于二十世纪八十年代末期，迄今已经走过了 20 余年的发展历程，目前处于“从商品化到 50% 的普及率”的初始阶段，预计未来 10 年该行业将呈现高速成长的态势。

存量改造市场大约 15 亿-20 亿美元。国际市场上现存 20,000 余台测试分离器，按照存量市场计算，50% 的普及率表示至少有 10,000 台测试分离器将被多相流量计替代，按照 15-20 万美元/台的价格计算，未来十年存量市场的价值将达到 15-20 亿美元。

增量市场大约 45 亿-60 亿美元。过去三年中，全世界（除东欧以外）每年新增油井的

数量和每年新增气井的数量均稳中有升，平均数为 45,000 口左右。目前国内外油田安装油气井计量设施的模式基本为“十井制”或“二十井制”，也就是说每 10-20 口井安装一套计量设施，按平均每 15 口井安装一套计量设施来估算，则每年新增油井和新增气井所需的计量设施各为 3,000 台套。保守估计，未来十年平均每年新增油气井的数量仍将分别保持在 45,000 口以上，如未来十年多相流量计的普及率达到 50%，则意味着每年平均新增 1,500 台油井多相流量计和 1,500 台湿气多相流量计的需求，按照 15-20 万美元/台的价格计算，未来十年多相流量计（包括油井多相流量计和湿气多相流量计）增量市场的价值为 45-60 亿美元。

综合存量市场和增量市场的分析，未来十年多相流量计的市场总规模约为 60-80 亿美元。

2.3 近三年来市场需求增长迅猛

近三年来，公司参与国际投标数量急剧上升，市场需求量也大幅上升。2007 年，公司参与投标数量 13 个，市场需求台数为 37 台；2008 年，公司参与投标数量为 23 个，市场需求台数为 136 台，同比增长 267.57%；2009 年，公司参与投标数量为 28 个，市场需求台数为 228 台，同比增长 67.65%。由此可以看出，市场需求呈现出大幅增长趋势。

3、公司具有明显竞争优势，局部市场占有率高，毛利率相对稳定

3.1 公司拥有领先的技术优势和成本优势

在国际上四家多相流量计主流生产厂家中，公司生产的多相流量计被证明是唯一在全量程范围内达到其对测量精度要求的产品。公司作为国内首家能够提供商品化的多相流量计的生产企业，拥有一系列具有完整自主知识产权的多相计量专有技术，同时建立了健全的技术创新体系。公司自主创新的多相流量计技术和产品通过了英国国家工程实验室(NEL)等国内外权威机构的测试和评定，被国家发改委批准为“国家工业过程自动化重大专项”；2003 年，在壳牌及阿曼石油组织的对国际上主要的四家多相流量计厂商的产品在第三方的测试装置上进行的对比测试中，公司生产的多相流量计被证明是唯一在全量程范围内达到其对测量精度要求的产品，由此奠定了公司在行业内的技术领先地位。

公司是世界上唯一能够提供商品化的总量计量多相流量计的厂商。目前，在国内外同类厂家中，海默科技是业内唯一拥有总量计量（尺寸等于或大于 DN200mm（8 英寸））多相流量计技术并将其商品化的厂家。总量计量多相流量计的主要用途为：油田区块或平台总产量的计量测试和油藏评价，不同采油单位或业主之间的分配计量。

公司是世界上唯一能够提供商品化的总量计量多相流量计的厂商，在历次总量计量多相流量计的招标中，公司往往成为技术上唯一合格的供应商，拥有绝对定价权，因此此类产品

定价较高、毛利率也较高。2008 年度公司销售的总量计量多相流量计毛利率为 86.77%，而油井多相流量计毛利率则为 50.76%。公司在 2008 年度销售了 8 台总量计量多相流量计，实现销售收入 1,890 万元，占全年多相流量计产品销售收入的 36.81%，销售毛利则占到全年多相流量计产品毛利的 49.89%，

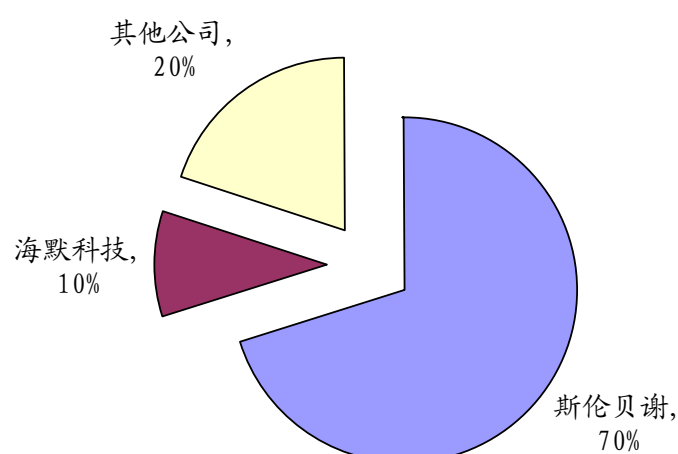
公司借助于国内生产研发的成本优势进行海外业务拓展。由于掌握了自主创新的核心技术和生产工艺，而且公司的技术中心和制造中心均立足于国内，使得公司的研发成本和生产成本明显低于国外的竞争对手，产品性价比优于主要的竞争对手。此外，公司主要利用中国、印度等亚洲地区富有竞争力的人力资源从事基于多相流量计的油井计量测试服务，使得公司的服务总成本也远低于国外的主要竞争对手。

公司拥有丰富的客户资源。由于掌握了国际领先的核心技术，拥有按照国际行业标准设计和制造油田设备的能力，并且建立了一整套符合国际通行标准的产品质量、服务质量、职业健康和安全环保（HSE）的管理体系，公司的产品和服务已被国内外主流的石油公司普遍认可。公司已成为包括阿曼石油、阿布扎比国家石油公司、英荷壳牌、法国道达尔、美国康菲、中国海油、中国石油、奥地利 OMV 集团、英国 Petrofac 集团和凯恩能源等二十几家石油公司的合格供应商，为公司未来进一步的市场扩张奠定了良好的客户基础。

3.2 公司在局部市场拥有绝对竞争优势

随着市场的验证与选择，近三年来在全球销售多相流量计的生产企业主要有中国的海默科技、全球跨国公司斯伦贝谢和挪威的 Roxar 公司以及美国的 Agar 公司。

图表 3 全球市场份额分配



资料来源：公司招股说明书、日信证券研发部

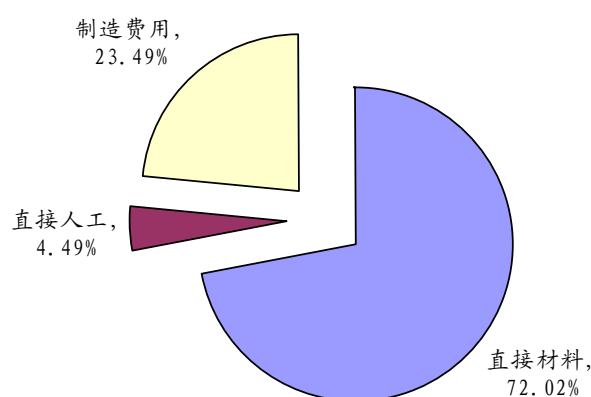
由于我国多相流量计行业属于新兴产业，且总体市场规模不大，国内尚未有详细的行业统计。据公司统计，在世界范围内，从多相计量服务业务的市场份额来看，海默科技的主要竞争对手斯伦贝谢约占 70%，海默科技约占 10%，其他服务公司总共约占 20%；从多相计量产品销售的市场份额来看，Roxar 公司约占 50%，斯伦贝谢接近 30%，Agar 公司和海默科技所占市场份额大体相当，分别不到 10%。

从竞争的区域分布来看，斯伦贝谢公司作为行业龙头在全球市场范围内参与多相计量产品与服务的竞争；Agar 公司主要在南美地区提供多相计量产品；Roxar 公司主要为世界范围内的海洋油田提供多相计量产品；海默科技主要在中国、中东、北非、中亚和东南亚等新兴市场提供多相计量产品和多相测井服务，并且在局部市场如中国、阿曼和阿联酋等占有绝大部分市场份额。

3.3 公司产品毛利率保持稳定

原材料价格波动影响相对较小。公司产品的主要成本大多表现在直接材料，占生产成本的 70%以上。直接材料中的法兰、管件为各类高等级钢材和合金材料的制成品，其本身含有较高附加值，所以其价格受金属材料价格波动的影响不是太大；阀门、仪表等原材料在报告期内价格也相对稳定。过去三年，原材料价格波动在一定程度上影响公司的盈利能力，但其影响较小。

图表 4 公司产品生产成本构成

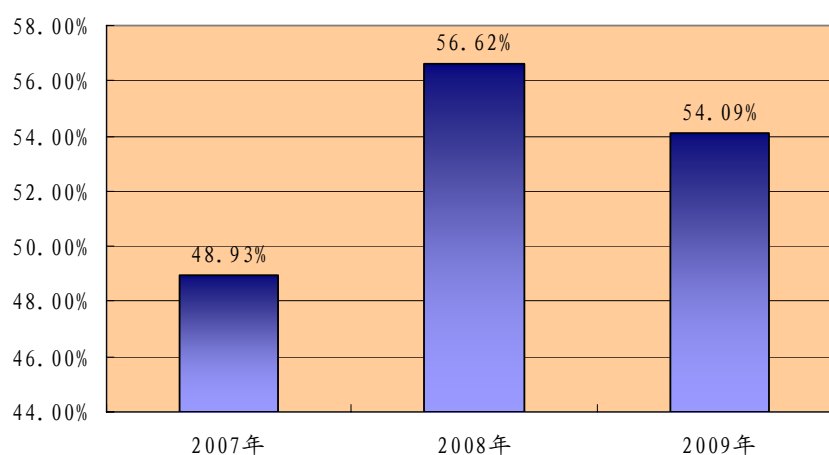


资料来源：公司招股说明书、日信证券研发部

多相流量计及多相测井服务由于其专业性很强，技术含量高，行业利润水平处于较高的位置。公司的业务按照“产品开发”、“产品实现”、“国内市场开发和油田服务”以及“国际市场开发和油田服务”等四大核心流程来运营。由于产品开发和产品实现两个核心业务流程均立足于国内，运营成本低且效率高，而公司主要面向国际市场销售其产品和服务，其

80%以上的营业收入来自于海外,这种优化的资源配置和运营模式使得公司的盈利水平较高,2007、2008 年及 2009 年,公司综合毛利率分别为 48.93%、56.62%和 54.09%,维持在较高水平且较为稳定。

图表 5 公司产品毛利率维持在高位



资料来源：公司招股说明书、日信证券研发部

4、公司募投项目将提升公司产能，满足全球市场需求

4.1 扩大现有移动测井服务规模

近年来,随着石油生产对油气水多相计量要求的不断提高,多相计量技术也日益成熟,多相流量计产品正逐步替代传统测试分离器,成为业内油气井测试项目中的首选技术,由于市场需求的快速增长,公司目前所拥有的生产井移动测井装备和人员等已不能满足市场快速发展的需要,因此亟待提高服务能力满足市场需求。公司现有自营移动生产测井设备 20 套,主要部署在中东地区,其中阿曼 8 台,阿联酋 6 台,埃及 2 台,也门 2 台,印度 2 台。

此项目旨在扩大公司现有生产井移动测井服务能力和规模,以满足快速发展的市场需求。该项目的主要内容是新建移动生产测井设备 28 套以及相应的配套设施,拟定第一年购置 19 台,第二年购置 9 台。

4.2 基于多相流量计的试油测试成套装置

近年来,公司主要为客户提供生产井移动测试服务,目前在阿曼、阿联酋、也门、埃及和印度等国家都有长期或者短期的生产测试服务合同,并已成为业内认可的主要的生产井测试服务提供商。为了进一步拓展多相计量技术在油田测试服务领域的应用范围,公司在阿尔

及利亚、我国的塔里木等地区以联合作业方式初步开展了勘探井地面试油测试服务，取得了良好的效果。在此基础上，公司决定全面开展勘探井地面试油测试服务，以形成完整的油田地面测试服务体系。

4.3 扩建多相计量产品产能技术改造

本项目的实施是为满足公司生产总量计量多相流量计的需求。近年来，多相流量计的应用已从单井计量向油田区块或平台总计量的方向扩展，公司的总量计量多相流量计正是为满足这种需求而开发的新型多相流量技术。

投资项目施工时间计划为一年，整个项目投资建成后，将实现 50 套总量计量多相流量计和 20 套其它包含压力容器的油气计量装置的年生产能力。

表格 1 本次募投项目

募投项目	项目预计总投资（万元）	拟募资金（万元）	达产年限
扩大现有移动测井服务规模	7,500.00	7,500.00	2
基于多相流量计的试油测试成套装置	2,400.00	2,400.00	1
扩建多相计量产品产能技术改造	3,500.00	3,500.00	1

资料来源：公司招股说明书、日信证券研发部

本次募集资金投资项目完成后，将会促进公司经营业绩的提高。项目完成后，预计每年新增销售收入 11,750.00 万元、利润总额 3,750.00 万元，公司将继续保持主营业务的良性发展趋势，募集资金投资项目将促进经营业绩的提高。

5、盈利预测与公司估值

根据行业的市场容量以及发展增速，考虑到公司在行业内的技术优势，我们预计公司 2010 年-2012 年的营收增长主要来自于募投产能释放，公司在全球市场上的占有率也将稳步提升。

根据募投项目的达产进度，我们预计：2010 年-2012 年，公司主营业务收入将分别达到：1.60 亿元、2.38 亿元、3.40 亿元，增速分别为 37%、49%、43%；归属母公司股东的净利润将分别达到：3,600 万、6,200 万、8,100 万，增幅分别为：24%、72%、31%；未来三年的每股收益分别为：0.56 元、0.97 元、1.27 元。

表格 1 海默科技（300084）主要盈利指标预测

单位：百万元	2008A	2009 A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	99	117	160	238	340
营业总成本	75	86	121	170	251
营业成本	54	43	78	114	168
营业税金及附加	0.8	0.9	1	2	3
销售费用	8	9	13	18	26
管理费用	21	20	28	36	52
财务费用	2	2	0	-2	-1
资产减值损失	0	0.3	1	2	3
公允价值变动净收益	-0.6	0	0	0	0
投资净收益	-0.2	-0.2	0	0	0
营业利润	23	31	39	68	89
加：营业外收入	0.3	1	1	2	2
减：营业外支出	0.1	0	0	0	0
利润总额	24	32	40	70	91
减：所得税	3	3	4	8	10
净利润	21	29	36	62	81
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	21	29	36	62	81
基本每股收益(元)	0.45	0.60	0.56	0.97	1.27
全面摊薄每股收益(元)	0.32	0.45	0.56	0.97	1.27

资料来源：日信证券研发部

近期创业板公司的发行市盈率普遍在 55 倍-65 倍之间，整个创业板二级市场对应 2010 年业绩的市盈率在 60 倍左右。考虑到公司所处行业的成长性以及公司在行业内的技术领先地位，我们给予公司 2010 年业绩对应 50 倍-60 倍的市盈率，**合理价格为：28 元-34 元**；给予 10%的申购收益，对应的**合理询价区间为：25 元-31 元**。

6、风险提示

公司的产品和服务以国际市场为主，海外业务收入占公司收入的绝大部分，汇率变动对公司收入利润的影响较显著，这既表现在母公司日常经营所涉及的外汇收支方面，又表现为公司在海外设立的子公司按当地货币或美元进行日常收支在合并报表时折算为人民币金额所受到的影响，尤其后者影响更为显著。

在人民币保持升值趋势的情况下，目前公司外汇收入大于外汇支出使得人民币汇率变动对公司的负面影响更大。2007 年、2008 年和 2009 年，公司因汇率变动受到的汇兑损失分别为人民币 1,238,848.50 元、1,172,642.43 元和 208,299.04 元，占当期净利润的比例分别为 7.19%、5.62%和 0.72%。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。