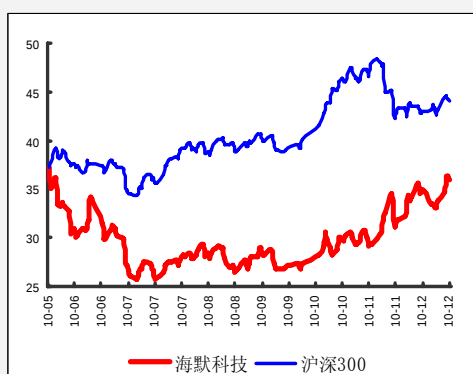




垄断性技术门槛 合同延付将给予 11 年市值高弹性

近半年该股相对沪深 300 指数走势



基础数据

总股本（百万股）	64
实际流通 A 股（百万股）	16
实际流通 A 股市值（亿元）	5.74

研究员 章琪

电话 (025)83367888-3205

邮箱 qzhang@njzq.com.cn

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

● 内容提要

公司评级： 推荐

➤ **公司简介：**海默科技是一家生产石油天然气钻井用多相流量计并提供相关石油服务的企业，公司的产品多相流量计主要用于同时测量石油或者天然气中油、水、气的相关含量，性能比原有的单相测试分离器大幅提升。公司在多相流量计领域具备核心技术实力，相关技术利用伽马射线，多相流流型调整技术，通过先测定含气量，再分离测定油、水含量已申请发明专利，能极高提升相关测定的准确率，处于国际领先水平。目前在全球的多相流量计行业领域，处于最领先地位的是斯伦贝谢，其次是 Roxar、Agar 和海默科技，其中 Agar 由于是家族企业，儿子接班后在逐步退出市场。而 Roxar 由于技术相对落后，测量精度一般，在逐步被海默替代。

➤ **产品技术水平在全球内领先：**海默科技的产品拥有核心的技术水平，公司的创始人窦剑文、陈继革毕业于中国科技大学近代物理系，毕业后在兰州的中国科学院近代物理研究所工作，公司在多相流量计方面拥有的基于“文丘里+单能伽玛射线传感器”的气液两相流量测量技术、基于“Am+Ag 双能伽玛射线传感器”的油气水三相含水率测量技术、多相流流型调整技术均处于世界领先水平，其中多相流流型调整技术提高在 0%-95% 的大范围含气率情况下测量石油天然气中气、油、水的含量。

公司在多相流量计这一细分领域里的技术实力不逊于国际巨头斯伦贝谢，由于具备极高的技术及市场垄断性门槛，以及油田服务业务具备较高的毛利率。保证了公司很强的盈利能力，主营业务毛利率、综合毛利率均超过 50%，高于绝大部分油田服务商和油田设备生产商。

表 1 公司流量计核心技术

技术名称	技术来源	技术特点	技术水平
基于“文丘里+单能伽玛射线传感器”的气液两相流量测量技术	自主开发	流量测量与相分率测量的量程和精度之间相互独立，彼此不受影响	国际先进
基于“Am+Ag 双能伽玛射线传感器”的油气水三相含水率测量技术	自主开发	确保含水率的测量精度，而且能够适用于稠油和重油的测量	国际领先
多相流流型调整技术	自主开发	实现油气水三相中气体局部分离、油水混合均匀后提供含水率测量样液。	国际先进
基于多相流流型调整装置的多相流测量技术	自主开发	含水率测量完全不受油气井产出物含气率的影响，保证在全量程范围内含水率测量的一致性。	国际先进
多相流在线连续取样技术	自主开发	在油气水多相流体的条件下，在线连续取得具有代表性的样液，使得总量计量多相流量计商品化。	国际先进
总量计量（超大口径）多相流量计技术	自主开发	采用了在线连续取样的方法实现含水率测量，实现了总量计量多相流量计的设计建造的技术可行性。	国际领先
多相流流动模型和算法	自主开发	使得多相流量计的适用性和预测准确度显著提高。	国际先进
基于工业计算机和微电子学的多相流量计数据采集和处理技术	自主开发	采用 Powerful ELAN520 处理器，可以安装 DOS、嵌入式 Linux 等，实现数据的实时采集与快速处理	国际先进

资料来源：招股说明书

➤ 总量计量多相流量计全球独一无二 募投项目达产带来快速增长

公司在多相流量计领域是全球四大生产商之一，在总量计量多相流量计（以下简称总量流量计）领域则是独一无二的生产商。总量流量计的原理及核心技术与一般多相流量计相同，但是在应用了公司自主研发的多相在线连续取样技术之后，多相流量计不再受到超大口径的限制，从而可以对油田区块或整个平台的产量进行测量。目前，包括斯伦贝谢在内的厂家都没有掌握这项技术。

总量流量计主要用于油田产量的计量测试和油藏评价，是解决某些产权、开采权复杂的国际油田，在不同业主之间精确分配产量的较好的途径。由于该产品刚刚推出不久，发货量波动较大，08 年公司发出了 8 台总量流量计，而 09 年发货量较少；这主要是金融危机和油价下跌影响所致。但是从长期看，总量流量计的市场空间广阔，必将成为公司的新兴拳头产品。公司的总量计量多相流量计标价 39-48 万美元，相当于一般的多相流量计的 1.5-3 倍，该产品毛利率较高，08 年毛利率高达 86.8%。鉴于公司在总量流量计的招标过程中掌握着较强的定价权，

我们认为这一产品高售价、高毛利率的局面还将维持下去，并且有助于建立和维护公司在行业内的主导地位。

公司 IPO 募投扩建多相计量产品产能技术改造项目，投资 3500 万元募投资金将用于建设总量计量多相流量计产能及相关技术改造，将实现 50 套总量计量多相流流量计和 20 套其它包含压力容器的油气计量装置的年生产能力。届时有望迎来新的快速增长点。

➤ **凭借高技术产品迅猛开拓东半球广阔市场：**

海默科技的多相流量计在海上钻井平台、沙漠和高产油田中可以发挥较大的优势，原因是海默科技的多相流量计相比传统的单相分离器占地面积减少 90%，使用人数减少 80% 以上，测试费用更低，但是单价要比传统的单相分离器高不少。且多相流量计在产量较高的油井测试更准。因此目前的产品主要销售往中东的阿曼、阿联酋这样的富油国家和中海油的海上平台。我们认为公司未来开拓方向主要是中东的阿联酋、埃及、沙特，南亚的印度，非洲的尼日利亚、利比里亚，南美的委内瑞拉、哥伦比亚。

高技术垄断性的产品带来了巨大的市场空间，目前全球有 20000 台单相测试分离器，随着时间推移预计在 10 年内将逐步被多相测量计替代，同时，在中东一些新开发的高产油田和海上新开发的油田都将使用多相测量计，预计多相测量计每年的市场容量将超过 2000 台，按低端每台 15 万美元，高端每台 30 万美元，平均每台 22 万美元计算，预计每年市场容量在 30 亿元，而海默 09 年公司整体收入只有 1.1 亿元，其中多相测量计收入只有 6000 万元。

由于石油钻采行业的特点，海默科技收入一般呈现下半年高于上半年的特点。公司产品具备一定的季节性。由于海默科技目前核心部件核整体销售都是两头在外，对冲了部分汇率风险，同时公司也在准备运用一些金融工具对冲汇率风险。历史上看，我们认为汇率波动对公司实际影响较小，07 年影响了 100 万利润，08，09 年都只影响了大概 10 万多的利润。

➤ **公司在手订单饱满 收入延期确认将大幅提升明年业绩：**

海默科技中报时在手订单 7200 万元，在三季度新获得阿联酋、伊朗、印度、阿曼等市场共计 27 套多相流量计产品销售合同，总金额达 610 万美元；同时成功中标伊朗和伊拉克测试服务项目。截至 11 月底在手订单达 1200 万美金，折合约 8000 万元，我们认为将会在明年中期前全部确认收入。其中原定 2010 年 6 月

30 日交付给阿联酋 30 多台总金额 558 万美元的多相计量产品销售合同，由于受 ASAB 整装油田开发扩产工程项目总进度延展的影响而延期交货，未能按照合同交货期实现销售收入，导致公司今年的收入和利润水平出现了非正常大幅度的下降。目前公司提供的多相流量计产品现场安装的时间窗口确定为 2011 年 6 月，且与总包商已确定，在 2011 年 6 月份之前分批交货。因此，该块业务收入的确认将给明年公司业绩带来爆发性增长。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计海默科技 10-12 年 EPS 分别为 0.25 元，0.80 元，1.30 元。目前股价 35.90 元，总市值 22.98 亿元，流通市值 5.74 亿元。由于具备较大的业绩和随之而来的市值弹性，我们给予海默科技“推荐”评级，目标价 50 元，对应总市值 32 亿元。我们认为海默科技作为一家拥有核心技术实力的小企业，在石油钻采设备这样利润高，市场空间大的行业中，未来有发展成为一家集设备和油服为一体的中型优质企业的潜质。

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：预计 6 个月内涨幅大于 30%；

推 荐：预计 6 个月内涨幅为 10%-30%之间；

中 性：预计 6 个月内涨幅为-10%- 10%之间；

回 避：预计 6 个月内涨幅为-10%及以下。