

公司研究

新股研究

建议询价区间: 40.64-46.44 元

油气勘探开发技术服务商

——恒泰艾普(300157)新股研究

核心观点

申购建议:

我们预计公司 2010-2012 年全面摊薄后每股收益为 0.82 元、1.29 元、1.71 元, 三年复合增长率为 44%。公司的主营业务为石油天然气勘探软件开发和技术服务, 我们认为公司大部分收入来源于项目服务, 因此我们选取油服公司作为可比公司。2011 年可比上市公司的估值为 33 倍, 考虑公司在创业板上市, 净利润率水平较高, 2011 年公司的合理市盈率为 35-40 倍, 对应二级市场的合理价格为 45.15 元-51.60 元之间, 给予 10% 的折扣, 建议一级市场询价区间为 40.64 元-46.44 元。

主要依据:

公司是我国油气勘探开发技术服务行业中产品结构最完备、技术特色最突出的勘探开发技术服务商之一, 主要客户为三大石油公司。

2009 年公司实现营业收入 1.49 亿元, 其中勘探技术项目服务占 91%, 实现净利润 5100 万元, 净利润率为 34%。并且公司多年保持 70% 左右的毛利率, 30% 左右的净利润率, 具有较强的议价能力, 盈利空间高于其他油田服务公司。

公司在复杂油气藏的勘探开发技术方面拥有多项特色技术, 在国际同行中居于领先地位。油气勘探开发技术服务属于技术密集型行业。针对复杂地质条件下的地震数据处理, 公司多项技术特色鲜明、针对性强、运算效率高, 在理论基础和实际应用效果上, 均领先于传统技术。

公司项目服务与软件销售并举的营销模式大幅降低成本。国内从事石油勘探技术服务的公司绝大多数都没有自己的软件产品, 相对于同行业大部分技术服务公司, 公司省却了购买第三方软件的成本。在知识产权保护不断强化的背景下, 公司具有较强的成本优势, 并且具有一定的协同效应。

风险提示:

境外收入下滑的风险: 公司 2009 和 2010 年上半年的境外收入大幅增加, 但是未来若没有更多的境外业务, 有可能会造成收入的下降。

基础数据

发行前股本(万股)	6666.00
发行A股(万股)	2222.00
总市值(亿元)	--
总资产(亿元)	3.02
每股净资产(元)	3.92
建议询价区间(元)	40.64-46.44

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E	研究员: 刘斐
主营业务收入(百万)	149	212	352	462	电话: 010-84183135
同比增速(%)	79%	43%	66%	31%	Email: liufei@guodu.com
净利润(百万)	51	72	114	151	执业证书编号: S0940210080002
同比增速(%)	121%	42%	58%	32%	联系人: 周红军
EPS(元)	0.58	0.82	1.29	1.71	电话: 010-84183380
					Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1: 本次发行基本情况

公司名称	恒泰艾普石油天然气技术服务股份有限公司
公司简称	恒泰艾普
发行地	深圳
发行日期	2010-12-27
申购代码	300157
发行股数(万股)	2222
发行方式	网下询价,上网定价
发行后总股本(万股)	8888
每股盈利(2009年)	0.76
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	0.57
发行前每股净资产(元)	3.92

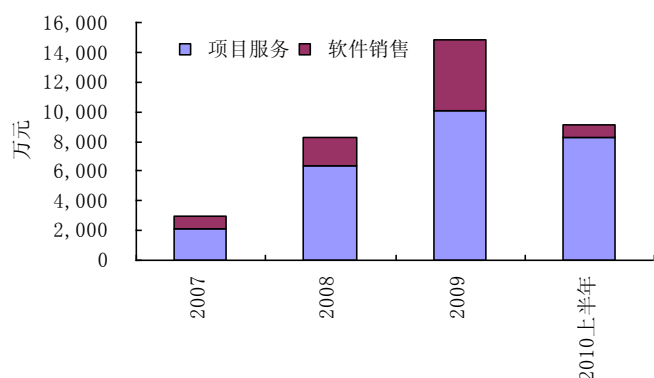
数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

2、公司基本情况

公司是我国油气勘探开发技术服务行业中产品结构最完备、技术特色最突出的勘探开发技术服务商之一。

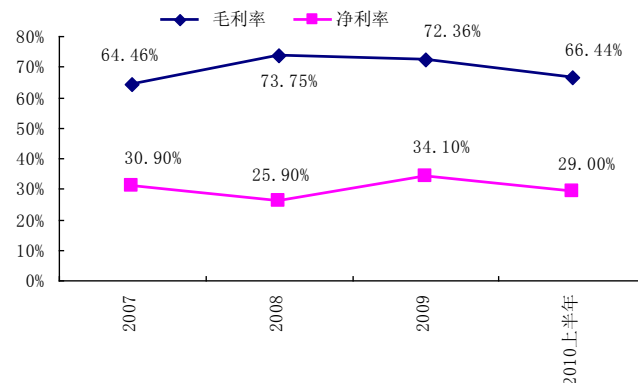
2009 年公司实现营业收入 1.49 亿元, 其中勘探技术项目服务占 91%, 实现净利润 5100 万元, 净利率率为 34%。

图 1: 公司收入构成



资料来源: 国都证券

图 2: 公司毛利率和净利率率



资料来源: 国都证券

3 公司竞争优势分析

3.1 多项技术优势处于国际领先地位

油气勘探开发技术服务属于技术密集型行业。公司在复杂油气藏的勘探开发技术方面拥有多项特色技术, 在国际同行中居于领先地位。

针对复杂地质条件下的地震数据处理, 公司掌握开发了全局寻优静校正技术、高精度叠前时间/深度偏移技术、波动方程正演模拟技术、基于真实地表的复杂地质条件地

震资料综合处理技术，等等。这些技术特色鲜明、针对性强、运算效率高，在理论基础和实际应用效果上，均领先于传统技术。

公司较早开发了针对岩性油气藏的储层预测与解释技术、储层频谱成像技术、叠前反演和储层预测等技术等，特别在裂缝型油气藏的储层预测研究、含油气分析方面建立了领先优势，该项技术覆盖了国内现阶段全部的裂缝型油气藏勘探开发项目。

3.2、项目服务与软件销售并举的营销模式

公司构建了完整的石油勘探开发软件产品体系。截至 2010 年 6 月 30 日，公司已研发出 4 大类、20 套软件，拥有软件著作权 68 项。

国内从事石油勘探技术服务的公司绝大多数都没有自己的软件产品，相对于同行业大部分技术服务公司，公司省却了购买第三方软件的成本。在知识产权保护不断强化的背景下，公司具有较强的成本优势

目前国内只有公司和东方物探拥有比较完善的软件产品体系，且公司在复杂油气藏的勘探开发技术方面拥有多项特色技术，在国际同行中居于领先地位。公司的软件产品优势使得公司项目服务水平提高，使公司项目服务更具有竞争力。

4、募集资金投向

募集资金全部用于公司主营业务，按顺序依次投资以下项目。

表 2：公司募投项目细分产品

项目类型	序号	项目名称	投资总额 (万元)
勘探开发软件研发	1	油气勘探开发技术软件统一平台研发	6,783
	2	多波地震资料处理与解释系统软件研发	2,546
	3	并行三维波动方程地震波正演模拟软件研发	2,253
	4	并行三维波动方程叠前逆时深度偏移软件研发	2,139
	5	基于三维照明分析的地震采集设计软件研发	2,546
小计			16,266
数据处理解释中心建设	6	北京数据中心扩建	21,881
		小计	21,881
		上述两类项目合计	38,148
营运资金	7	用于其他与主营业务相关的营运资金	-

数据来源：招股说明书 国都证券

勘探软件研发项目有助于公司掌握技术制高点，巩固技术和产品的竞争优势。计划投资期 4-5 年。其中，前 3 年为项目开发期，在第 4-5 年中所开发的软件产品可向市场销售。

北京地震数据处理解释中心扩建项目，目的在于增强其数据计算和存储能力，满足公司不断扩大的项目服务需求。计划投资期为 5 年，项目建成后当年即可产生效益，预计当年通过项目服务产生营业收入 12,377 万元，此后，预计营业收入年增长率约 15%。

5、盈利预测

表 3: 盈利预测表

单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	149	212	352	462
增长率	79%	43%	66%	31%
营业收入	149	212	352	462
二、营业总成本	94	130	222	290
营业成本	41	66	102	132
毛利率	72%	69%	71%	71%
营业税金及附加	4	5	10	12
销售费用	18	23	43	55
管理费用	30	37	70	92
财务费用	-1	-1	-4	-2
资产减值损失	2	0	0	0
三、其他经营收益	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
四、营业利润	54	82	130	172
加: 营业外收支净额	3	0	0	0
加: 营业外收入	3	0	0	0
减: 营业外支出	1	0	0	0
五、利润总额	57	85	134	177
减: 所得税	6	13	20	27
六、净利润	51	72	114	151
归属于母公司所有者的净利润	51	72	114	151
全面摊薄后每股收益 (元)	0.58	0.82	1.29	1.71

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

6、估值定价及申购建议

我们预计公司 2010-2012 年全面摊薄后每股收益为 0.82 元、1.29 元、1.71 元, 三年复合增长率为 44%。

公司的主营业务为石油天然气勘探软件开发和技术服务, 归属于计算机软件和油田服务两个行业, 没有完全与公司业务相同的公司。但是我们认为公司大部分收入来源于项目服务, 因此选取中海油服、海默科技、准油股份等油服公司作为可比公司。

按照 2010 年 12 月 20 日收盘价, 可比公司 2010 年的平均动态市盈率为 117 倍, 2011 年的平均动态市盈率为 47 倍。剔除准油股份, 2011 年可比上市公司的估值为 33 倍, 综合考虑公司属于创业板, 净利润率水平较高, 2011 年公司的合理市盈率为 35-40 倍, 对应二级市场的合理价格为 45.15 元-51.60 元之间, 给予 10% 的折扣, 建议一级市场询价区间为 40.64 元-46.44 元。

表 4: 可比上市公司估值比较

代码	名称	股价 12-20	EPS (元/股)				PE			
			2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
601808	中海油服	23.96	0.7	0.91	1.14	1.26	34	26	21	19
002207	准油股份	22.62	0.11	0.16	0.25	0.3	206	141	90	75
300084	海默科技	36.30	0.44	0.15	0.95	1.31	83	242	38	28
002353	杰瑞股份	142.86	1.56	2.46	3.55	4.87	92	58	40	29
	平均						103	117	47	38

数据来源: 国都证券

7、风险提示

境外经营风险: 2009 年和 2010 年上半年境外业务对公司的收入贡献分别达到 37% 和 63%，如果后续没有较多的境外业务，境内业务未能相应回归至正常状态，将可能引致公司收入的暂时性下滑。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	刘斐	煤炭	liufei@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			