

计算机

署名人:王鹏(研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 崔莹

CPA, CFA Charter pending candidate

执业证书编号: S0960110080220

0755-82026717

cuiying@cjis.cn

6-12个月目标价: 74.50元

当前股价: 67.50元

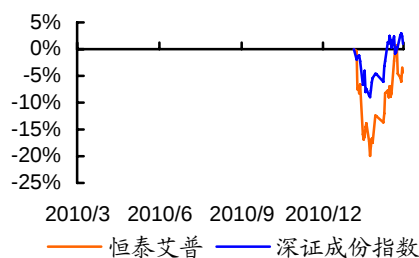
评级调整: 首次

基本资料

深证成份指数	12893.84
总股本(百万)	89
流通股本(百万)	18
流通市值(亿)	12
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	3.22
资产负债率	5.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
恒泰艾普	0.00	0.00	0.00
深证成份指数	0.00	3.62	12.44



相关报告

恒泰艾普

300157

推荐

PE入股也要30倍

投资要点:

- **国内最大的第三方勘探开发软件及服务提供商:** 公司主营油气勘探软件开发、销售,同时利用软件和技术提供地震数据处理、综合解释、方案设计等服务。
- **勘探开发技术服务市场规模:** 根据估算,全球范围勘探开发软件及服务市场规模约454亿美元,国内软件及服务市场规模约145亿元。IEA预计2010年-2035年全球平均每年的油气上游投资在4400亿美元,而金融危机后国内三大石油公司勘探开发投资10年开始恢复性增长,有望超过危机前水平。
- **行业竞争格局:** 公司在软件领域的主要竞争对手是国外厂商,在技术服务方面的竞争对手可以大致分为三大石油公司系统的技术服务商和非三大石油公司系统的技术服务商。
- **海外扩张确定性高:** 国家从战略层面鼓励三大石油公司进行一系列海外并购,公司有望成为其海外扩张的最大受益者;西方技术垄断给公司参与国家石油公司勘探开发技术服务市场带来机遇;海外勘探开发技术服务合同金额通常较大,利润率较高,海外收入占比提高将带动整体毛利率稳中有升。
- **通过整合和延伸开辟新的市场空间:** 公司与中煤地质物探院合作进军地震数据采集领域将打开新的市场空间,公司作为行业内第一家上市公司,有望利用资本市场进行技术、市场和产业链整合。
- **国内体制放开是趋势:** 我们认为从长期看,国内勘探开发技术服务市场体制放开是趋势,完善的技术创新和人才培养机制,以及在页岩气等非常规油气资源的勘探开发方面的技术储备将确保公司在国内市场稳定增长。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司2010-2012年每股收益分别为0.82、1.49和2.32元。我们注意到2008年6月达晨财信等私募股权基金对于公司的投资价格相当于2007年75倍PE和2008年30倍PE,我们暂时赋予公司2011年50倍PE,未来6-12个月目标价74.5元,给予公司推荐的投资评级。
- **风险提示:** 境外经营风险

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	149	206	374	585
同比(%)	79%	38%	81%	57%
归属母公司净利润(百万元)	51	72	132	206
同比(%)	121%	43%	83%	56%
毛利率(%)	72.4%	72.9%	72.7%	72.8%
ROE(%)	19.4%	4.7%	7.9%	11.0%
每股收益(元)	0.57	0.82	1.49	2.32
P/E	118.33	82.81	45.32	29.08
P/B	22.95	3.90	3.59	3.20
EV/EBITDA	110	89	43	26

资料来源:中投证券研究所

目 录

一、国内最大的第三方勘探开发软件及服务提供商.....	4
二、行业处于石油产业链上游，空间大，壁垒高.....	6
2.1 勘探开发技术服务业简介.....	6
2.2 勘探开发技术服务市场规模.....	7
2.3 行业竞争格局.....	10
三、海外扩张确定性高.....	12
3.1 三大石油“走出去”的重要技术辅助力量.....	12
3.2 直接服务于国家石油公司（NOC）.....	13
3.3 海外收入占比提高是趋势，有助于利润率提升.....	14
四、通过整合和延伸开辟新的市场空间.....	15
4.1 进军地震数据采集领域.....	15
4.2 利用资本市场进行技术、市场和产业链整合.....	16
五、国内体制放开是趋势.....	18
六、盈利预测与投资建议.....	19
七、风险提示.....	19

图表目录

图 1: 近年来公司分类型收入构成	4
图 2: 近年来公司境内外收入构成	4
图 3: 勘探开发技术服务产业链	4
图 4: 近年来公司各项目服务收入 (单位: 万元)	5
图 5: 石油产业链	6
图 6: 石油勘探开发服务流程图	7
图 7: 全球油气勘探开发投资 (单位: 亿美元)	8
图 8: 全球油气勘探开发市场构成	8
图 9: 三大石油公司勘探开发投资规模 (单位: 亿元)	9
图 10: 国内油气勘探开发市场构成	9
图 11: 全球勘探开发服务市场份额	10
图 12: 近年来国内石油供需情况 (单位: 百万吨)	12
图 13: 国内石油供需预测	12
图 14: 近年来公司境内外毛利率对比	14
图 15: 2009 年 CGG VIERITAS 业务结构	15
图 16: Landmark 软件一览	16
图 17: 斯伦贝谢并购图	17
图 18: 公司技术服务范围	17
表 1: 大型石油公司 2009、2010 年上游投资规模 (单位: 十亿美元)	8
表 2: CGG VIERITAS 近年来并购一览	10
表 3: 勘探开发技术服务商基本情况	11
表 4: 公司与潜能恒信员工数量对比 (单位: 个)	11
表 5: 近年来国内三大石油公司海外并购一览	13
表 6: 2008 年末储量前 10 的国家石油公司一览 (单位: 亿桶)	14
表 7: landmark 近年来并购软件公司一览	16
表 8: 分业务收入及毛利率预测 (单位: 百万元)	19

一、国内最大的第三方勘探开发软件及服务提供商

公司主营油气勘探软件研发、销售，同时利用这些软件和技术提供地震数据处理、综合解释、油藏开发方案设计等服务，是国内最大的第三方勘探开发软件及服务提供商之一。

分业务看，公司项目服务收入占比超过 2/3¹；分区域看，境外收入占比不断提高，2010H1 首超境内。

图 1：近年来公司分类型收入构成

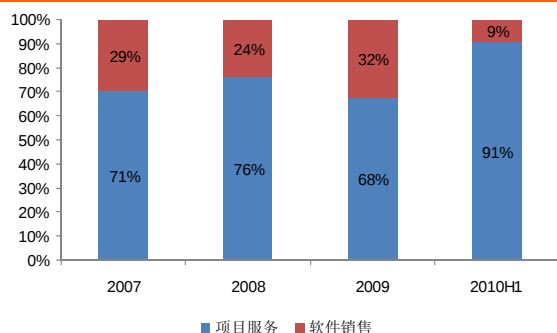
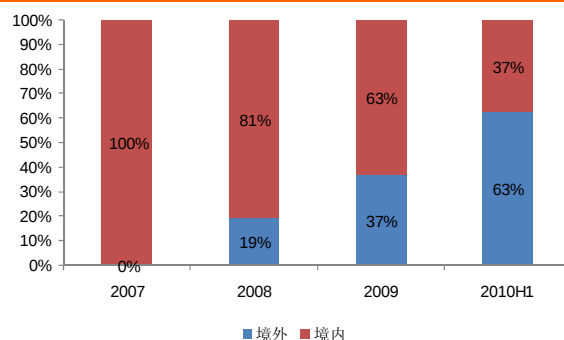


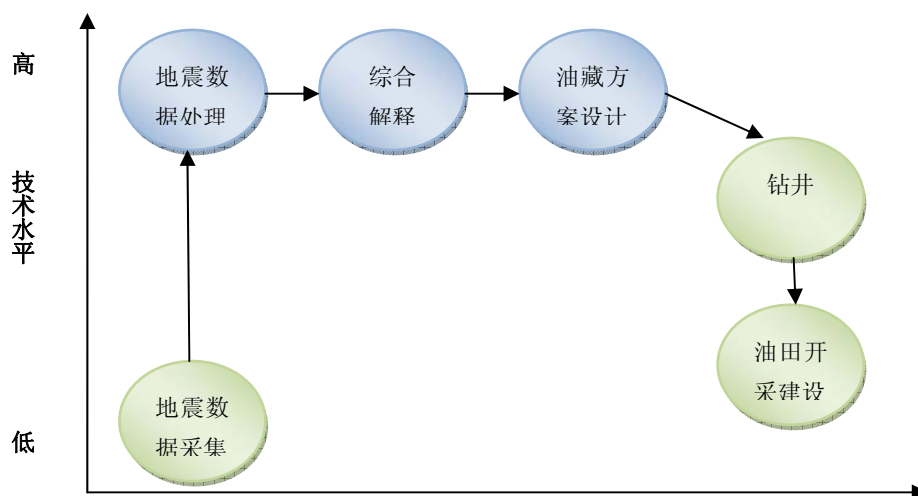
图 2：近年来公司境内外收入构成



资料来源：公司资料，中投证券研究所

勘探开发技术服务主要包括地震数据采集、地震数据处理、综合解释及油气藏开发方案设计等环节，公司软件及服务覆盖了除地震数据采集外²的其他技术环节，同时通过收购恒泰双狐拥有了提供地质成图软件及服务的能力，是油气勘探开发领域少数具有完备软件产品的技术提供商。

图 3：勘探开发技术服务产业链



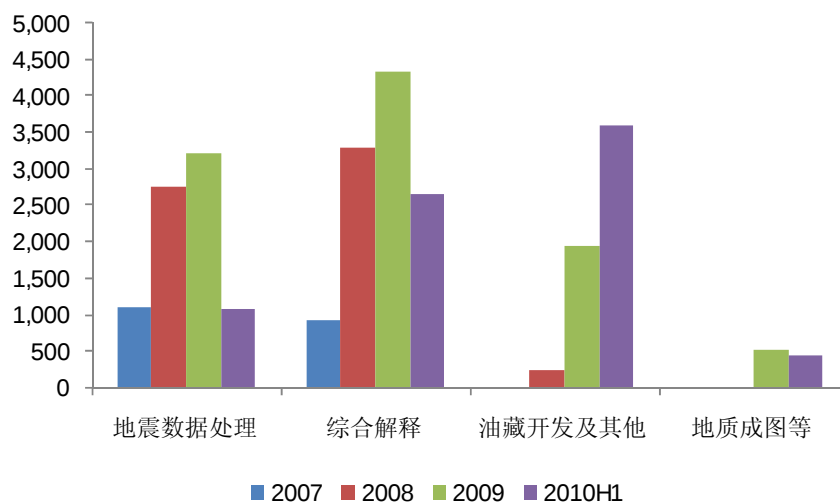
资料来源：中投证券研究所

¹ 受客户投资计划及预算管理体制等影响，软件销售集中于第四季度

² 地震数据采集主要是设备和人员投入，技术壁垒相对较低

从项目服务收入分布看，地震数据处理和综合解释服务收入稳步增长，一直是公司的重要收入来源，而油藏开发方案设计收入取得突破，10 年先后获得叙利亚 Oudeh、Tishrine 油田和伊朗阿扎德甘油田油藏开发方案设计合同，2010H1 占比最高。

图 4：近年来公司各项目服务收入（单位：万元）



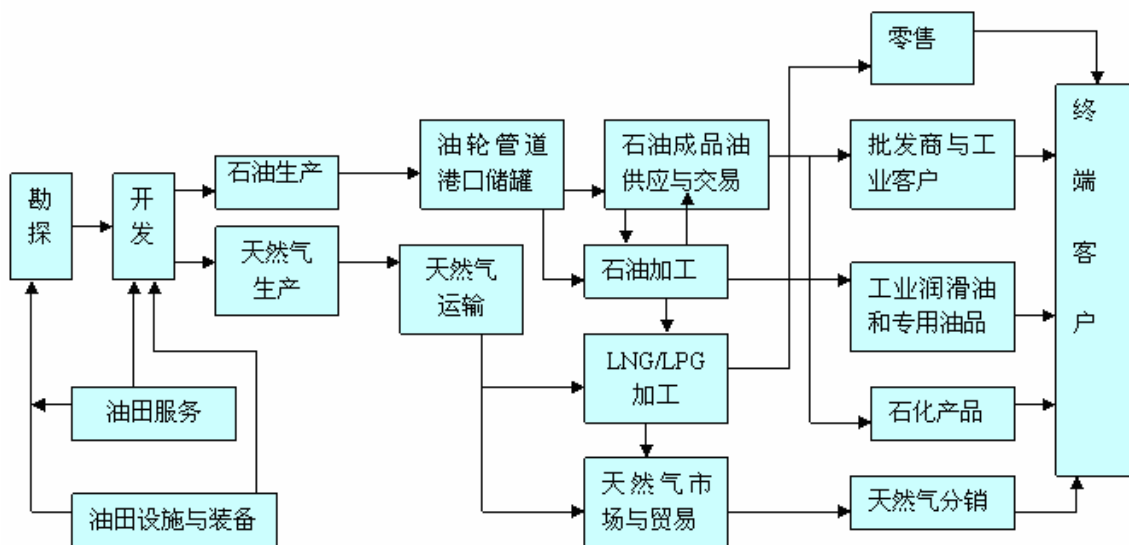
资料来源：公司资料，中投证券研究所

二、行业处于石油产业链上游，空间大，壁垒高

2.1 勘探开发技术服务业简介

勘探开发处于石油产业链的上游，包括地震数据采集、处理成像、构造解释、地质分析、井震分析、油藏开发和钻井开采等流程，主要涉及到油田服务以及油田设施与装备等。

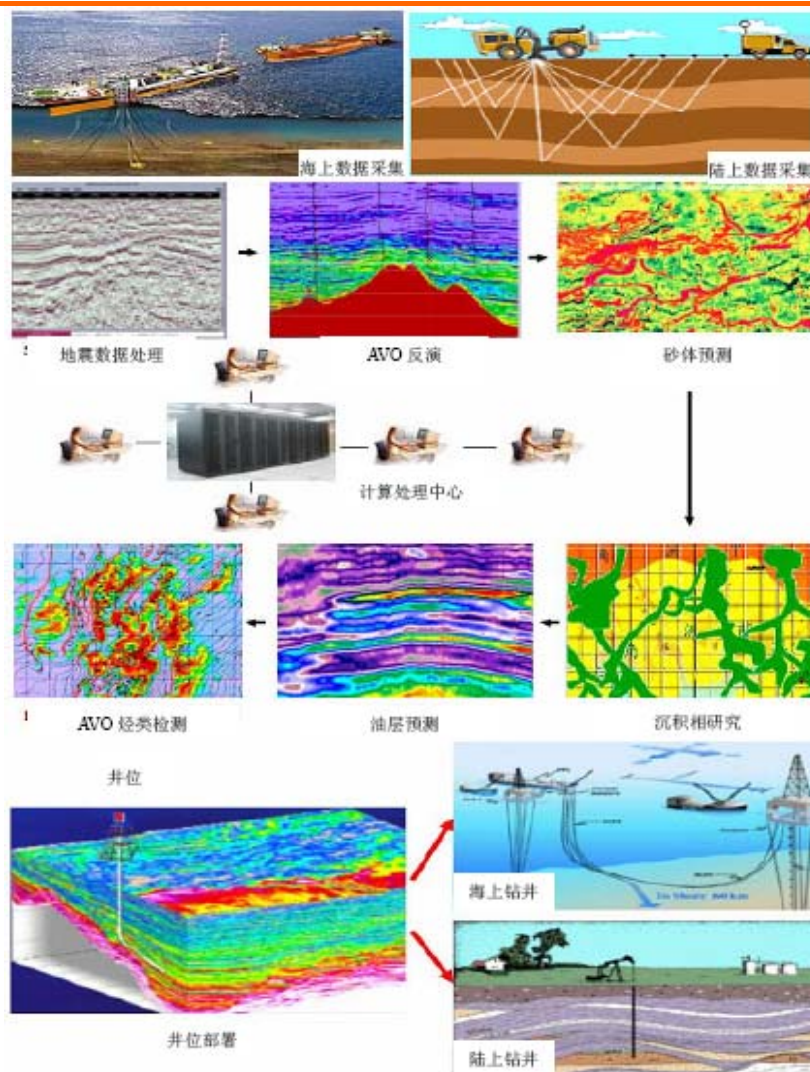
图 5：石油产业链



资料来源：<http://www.allcen.cn/>，中投证券研究所

近年来，随着油气勘探开发的地理和地质条件越来越复杂，其对于技术的依赖程度不断提高。图 6 较为形象的说明了勘探开发服务流程，其起于地震数据采集，止于井位部署，是产业链中对油田勘探开发效益影响最大、技术含量最高的一环。

图 6：石油勘探开发服务流程图



资料来源：潜能恒信招股书，中投证券研究所

2.2 勘探开发技术服务市场规模

随着油价攀升，全球油气勘探开发投资稳定增长，虽然受金融危机影响 09 年投资规模略有下降，但是据国际石油网估算仍高达 3800 亿美元，而法国石油研究院 (IFP) 的统计结果则高于 3800 亿美元。

而国际能源机构 IEA 在《2010 世界能源展望》中指出，10 年全球油气上游投资（主要是勘探开发）出现恢复性增长，大型石油公司多数投资规模明显上升。IEA 预计 2010 年-2035 年平均每年的油气上游投资在 4400 亿美元。

公司保守估算全球勘探开发市场规模约 3244 亿美元，其中勘探开发软件及数据库占比 6%，数据处理与解释等占比 8%，即公司所面临的软件及服务市场规模约 454 亿美元。

图 7: 全球油气勘探开发投资 (单位: 亿美元)

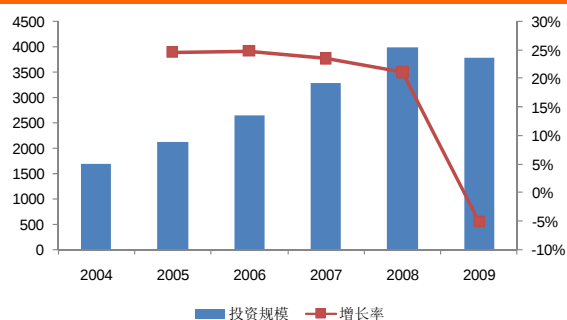
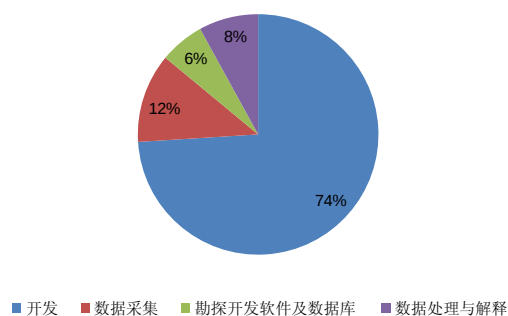


图 8: 全球油气勘探开发市场构成



资料来源: 国际石油网, 公司资料, 中投证券研究所

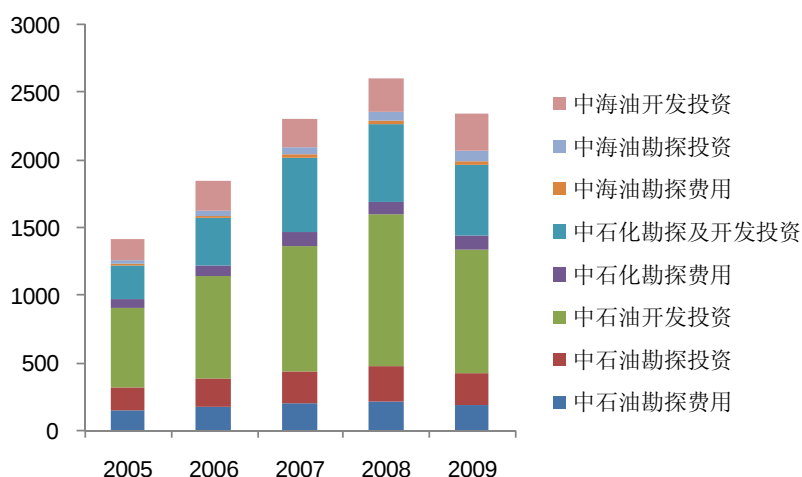
表 1: 大型石油公司 2009、2010 年上游投资规模 (单位: 十亿美元)

公司	2009	2010	增长率
Petrobras	18.4	23.8	29%
Petrochina	18.9	23.1	22%
ExxonMobil	20.7	27.5	33%
Royal Dutch Shell	20.3	19.4	-5%
Gazprom	11.5	12.9	13%
Chevron	17.5	17.3	-1%
Pemex	16.8	16	-4%
BP	14.7	13	-12%
Total	13.7	14	2%
Sinopec	7.5	8.2	9%
Eni	13.2	13.8	5%
Statoil	11.8	11.1	-6%
ConocoPhillips	8.9	9.7	9%
Rosneft	5.9	6.5	11%
Lukoil	4.7	5.5	17%
CNOOC	6.4	7.8	22%
Repsol YPF	2.5	3.4	36%
BG Group	4.4	6.2	41%
Chesapeake	4.8	4.5	-7%
Apache Anadarko	3.1	4.7	49%
Anadarko	4.0	4.5	12%
Suncor Energy	4.2	4.5	8%
Devon Energy	4.2	4.7	12%
EnCana	3.7	4.4	19%
Occidental	3.0	3.6	21%
Sub-total 25	244.7	270	10%

资料来源: IEA, 中投证券研究所

我国勘探开发投资主要由三大石油公司驱动，勘探开发投资在三大石油公司的报表中主要体现在勘探费用、勘探投资与开发投资三块，我们根据公开资料信息推算投资规模³见图 6，与全球投资情况类似，金融危机之前几年稳定增长，而金融危机之后 09 年略有下降，但投资规模仍达到 2353 亿元。从投资计划看，三大石油公司 10 年将恢复性增长，例如中石油 10 年勘探与生产投资计划 1614 亿元，超过金融危机前水平。

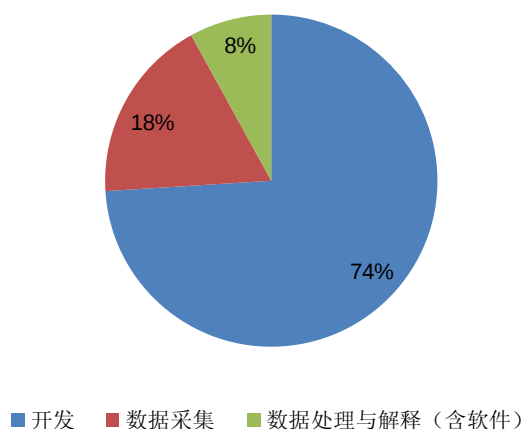
图 9：三大石油公司勘探开发投资规模（单位：亿元）



资料来源：三大石油公司年报及业绩推介会材料，中投证券研究所

公司估算国内勘探开发市场规模约 1821 亿元，而根据《Petroleum Data Book 2008》的统计，我国油气资源勘探开发总投资规模 2007 年约 1900 亿元，如果从三大石油公司的投资规模中剔除其海外投资，我们认为公司估算较为合理。国内市场数据中数据处理与解释（含软件）占比 8%，即公司所面临的软件及服务市场规模约 145 亿元。

图 10：国内油气勘探开发市场构成



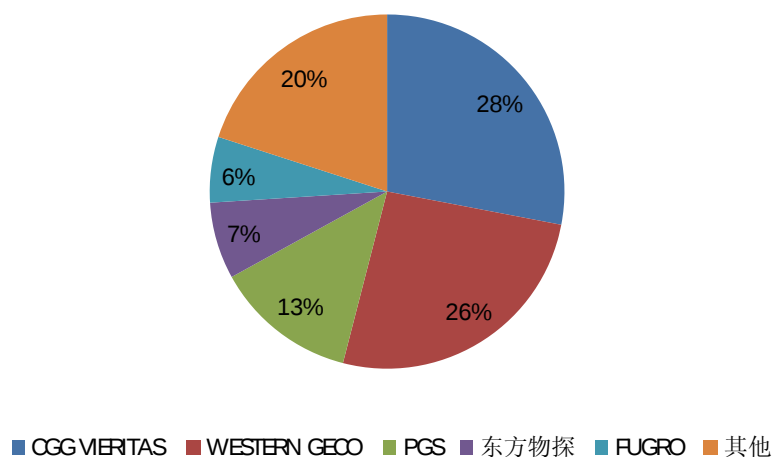
资料来源：公司资料，中投证券研究所

³ 2009 年中石油勘探投资于开发投资没有公布明细，系根据以往平均比例推算

2.3 行业竞争格局

全球视角下，油气勘探开发技术服务壁垒显著，CGG VIERITAS、WESTERN GECO、PGS 三家公司居于领先地位。

图 11：全球勘探开发服务市场份额



资料来源：法国石油研究院，中投证券研究所

通过收购获得新技术、拓展业务领域以及进军新市场是这些龙头企业的发展轨迹。勘探开发软件价格昂贵，这些企业在项目服务中使用自己的软件可以保持较高的利润率水平，同时其均在巩固原有优势领域的基础上，不断扩充业务范围和服务区域，从而在全球范围内为各大石油公司提供一体化技术服务，和石油公司之间形成紧密的合作关系。

表 2：CGG VIERITAS 近年来并购一览

时间	被收购公司	国家	主营业务
1999	Geoscience Corp	美国	地震数据收集
2001	Marine seismic operations	挪威	地震数据收集
2003	Most Seismic Systems assets	美国	地震数据收集
2003	Sodera SA	法国	地震数据收集
2004	Seismic equipment business	澳大利亚	地震数据收集
2004	Hebei Junfeng Geophysical Co Ltd	中国	地震数据收集
2005	Exploration Resources ASA	挪威	油田服务
2006	Vibration Technologies Ltd	英国	地震数据收集
2007	Veritas DGC Inc	美国	地震数据收集
2008	Metrolog	法国	油田机械与设备
2008	Quest Geo Solutions Ltd	英国	地震数据收集
2008	Wavefield Inseis ASA	挪威	地震数据收集

资料来源：bloomberg，中投证券研究所

公司在软件领域的主要竞争对手是国外厂商，其中 CGG VIERITAS 的优势在地震数据处理软件领域，而 Landmark 在综合解释软件方面更具竞争力。整体而言，国外厂商软件成熟度较高，且功能更加完善，但公司软件在某些特定领域已具有国际领先水平。例如公司的裂缝储层软件“FPS”竞争力很强，而控股子公司双狐的地质成图已广泛应用于国内各个油田。

公司在技术服务方面的竞争对手相对较多，可以大致分为三大石油公司系统的技术服务商和非三大石油公司系统的技术服务商。表 3 是潜能恒信招股书中勘探开发技术服务商的基本情况，从我们调研情况看，实际上从事勘探开发技术服务的企业可能近 100 家。国内勘探开发技术服务企业中除了东方物探和公司外，多数软件需要外购，缺乏核心竞争力，而东方物探也是公司软件销售的重要客户之一，这从侧面也说明了公司软件的竞争力。项目服务依赖人员，可以参考人员数量的变化来判断该业务发展，报告期内公司员工数量增加明显，考虑到人力是公司最大的成本，在上市前期敢于加大对人力的投入，也说明了公司对于自身业务的前景非常看好。

表 3：勘探开发技术服务商基本情况

分类	提供的服务内容	服务对象是否有限制	竞争优势	家数	代表性企业列举
三大石油公司系统数据处理解释服务商	业务范围比较全面，包括采集、处理、解释、软件开发、设备制造等	一般无法获得其他石油公司的技术服务业务	1、与石油公司关系密切 2、业务规模、人员规模、设备规模、资金实力较强	约 27 家	东方物探、中海油服、大庆钻探物探一公司、川庆钻探物探公司
非三大石油公司系统的数据处理解释服务商	提供处理、解释或处理解释一体化服务，一般不提供数据采集服务	可以参与各石油公司的技术服务业务	1、拥有先进的特色技术 2、针对复杂区块的处理解释结果较好 3、机制灵活，注重创新	约 17 家	潜能恒信、北京锐浪、科胜博达、派特森、恒泰艾普

资料来源：潜能恒信招股书，中投证券研究所

表 4：公司与潜能恒信员工数量对比（单位：个）

	2007A	2008A	2009A	2010H1
公司	78	192	290	308
潜能恒信	50	51	51	55

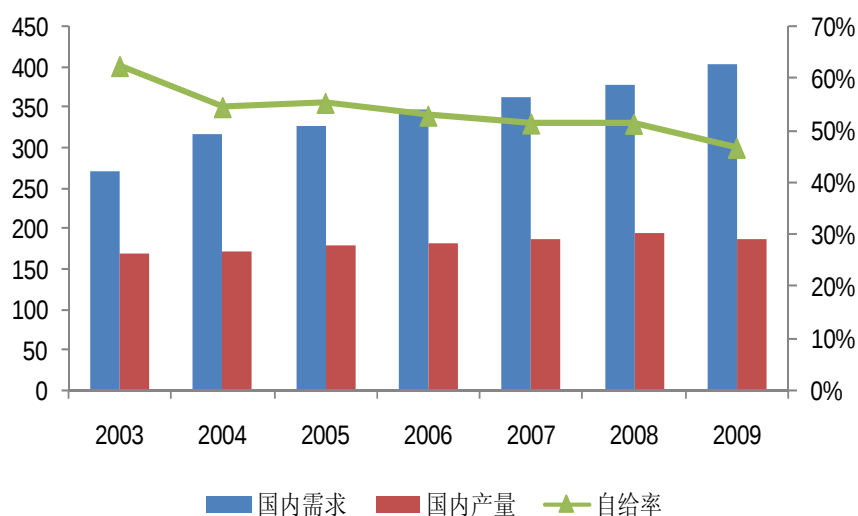
资料来源：公司与潜能恒信招股书，中投证券研究所

三、海外扩张确定性高

3.1 三大石油“走出去”的重要技术辅助力量

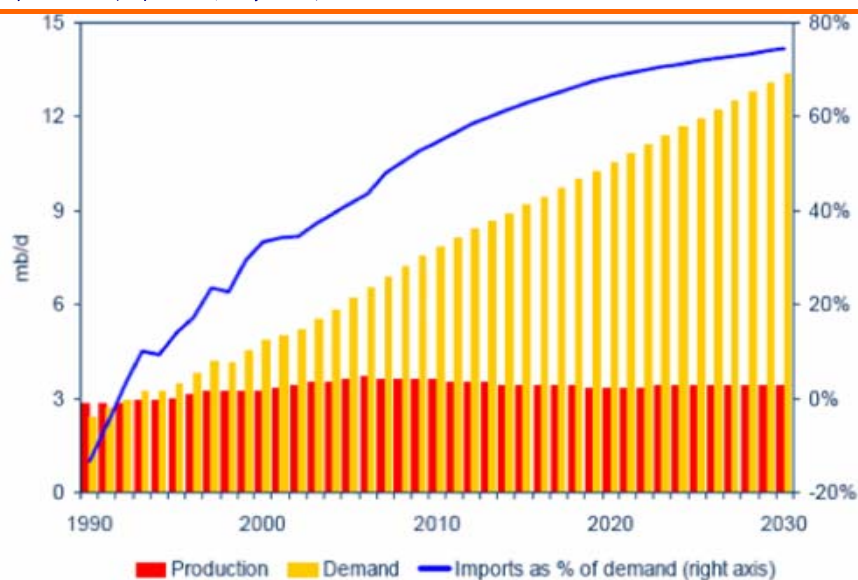
我国石油供给形势严峻，近年来国内石油产量仅能满足不到一半的需求，而国际能源署预计到 2030 年我国超过 70% 的石油依赖进口。

图 12：近年来国内石油供需情况（单位：百万吨）



资料来源：《BP 世界能源统计 2010》，中投证券研究所

图 13：国内石油供需预测



资料来源：国际能源署，中投证券研究所

为了保证国家能源安全，国家鼓励三大石油公司进行海外并购。2010 年三大石油公司的个案项目并购投资规模位居国内各行业之首，并购金额超过 300 亿美元。

表 5：近年来国内三大石油公司海外并购一览

时间	公司	并购情况
2007 年 10 月	中石油	投资 41.8 亿美元收购哈萨克斯坦 PK 石油公司全部股权
2008 年 10 月	中海油	投资 25 亿美元收购挪威海上钻井公司 AWO
2008 年 9 月	中石化	投资 17 亿美元收购加拿大石油公司 Tanganyika Oil
2009 年 2 月	中石油	以 4.99 亿加元收购加拿大一油气公司在利比亚的石油资产
2009 年 4 月	中石油	联合哈萨克斯坦国家石油和天然气公司收购曼格什套石油天然气公司的全部股权
2009 年 6 月	中石油	收购英力士位于苏格兰 Grangemouth 的炼油厂
2009 年 6 月	中石油	完成收购新加坡石油公司 45%股权
2009 年 7 月	中石油	和 BP 石油公司联合中标伊拉克鲁迈拉油田服务项目
2009 年 8 月	中石化	以近 75.6 亿美元收购 Addax 石油公司
2009 年 12 月	中石油	以 116.11 亿元人民币购买加拿大两项待建油砂项目 60%股份
2010 年 1 月	中石油	联合道达尔勘探生产伊拉克公司、马来西亚石油公司联合中标伊拉克哈法亚油田服务项目
2010 年 3 月	中海油	以 31 亿美元的价格成功收购阿根廷布里达斯公司 50%的股权
2010 年 7 月	中石油	与皇家壳牌集团联合，以 31 亿美元的价格收购澳大利亚 Arrow Energy 公司的股份
2010 年 10 月	中海油	以 10.8 亿美元的价格收购切萨皮克能源公司位于得克萨斯州南部的页岩油气项目 1/3 权益
2010 年 10 月	中石化	以 71 亿美元收购雷普索尔巴西子公司 40%股权

资料来源：中投证券研究所整理

海外市场上，国外厂商软件仅允许用于非竞标项目且仅限于中国境内处理中心使用，考虑到海外市场基本都是竞标项目，这些限制不仅使公司产品在三大石油公司市场更具竞争力，而且“软件与服务并举”的模式也让公司相比国内勘探开发服务企业优势明显，我们认为公司有望成为三大石油公司海外并购的最大受益者之一。

3.2 直接服务于国家石油公司（NOC）

国家石油公司（NOC）是国家控股、对本国石油天然气资源实施管理和运营的公司。在国际市场上，控制石油资源的是国家石油公司，而非我们所熟知的跨国石油公司，前 10 大国家石油公司拥有世界石油剩余探明储量的 69%，全球油气储量排名前 20 的石油公司中，国家石油公司占据 8 成。

多数国家石油公司有充足的资金和资源，缺乏技术与人才。西方技术垄断给公司参与国家石油公司勘探开发技术服务市场带来机遇。公司不少高管和研发人员来自埃克森-美孚、道达尔、兰德马克等国际知名公司以及休斯顿大学、加州大学等知名院校，熟悉国外勘探开发技术服务招投标的整个流程；同时公司也愿意与国家石油公司进行技术交流，帮助其培训技术人才，打破西方技术垄断。据了解公司在拉美、非洲、中东等地都有机会取得订单，我们认为如果能够从国际巨头手中分得一点市场份额，对于公司而言也非常可观。

表 6: 2008 年末储量前 10 的国家石油公司一览 (单位: 亿桶)

序号	公司名称	储量	世界占比
1	沙特阿美	2641	21.0%
2	伊朗国家石油公司	1376	10.9%
3	伊拉克国家石油公司	1150	9.1%
4	科威特国家石油公司	1015	8.1%
5	委内瑞拉国家石油公司	994	7.9%
6	阿布扎比国家石油公司	527	4.2%
7	利比亚国家石油公司	324	2.6%
8	中石油	220	1.7%
9	尼日利亚国家石油公司	216	1.7%
10	俄罗斯国有石油公司	177	1.4%

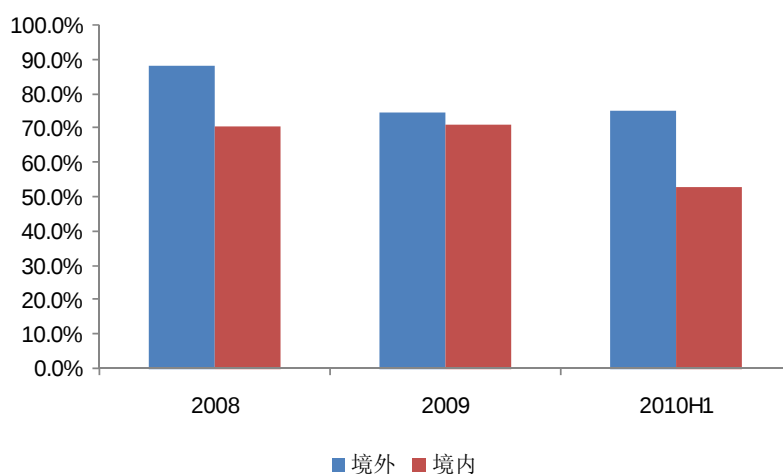
资料来源: 中投证券研究所整理

3.3 海外收入占比提高是趋势, 有助于利润率提升

10 年上半年公司海外收入占比超过 60%, 正是由于公司取得了中石化叙利亚项目和中石油伊朗项目两大勘探开发技术服务订单。中石化叙利亚项目合同金额约 400 万美元, 是公司目前获得的最大合同, 实际上在国际市场上 1000 万美元以上的合同才是真正意义的大单, 我们认为随着公司技术进一步成熟和品牌的不断提升, 海外大单将常态化, 海外收入将加速增长。

从利润率角度来看, 处理解释等技术服务按照面积进行收费, 而工作量和面积并不完全成正比, 因此大合同的利润率更高。国内油田规模整体偏小, 且经常分块进行技术服务招投标, 因此合同金额较小, 而海外勘探开发技术服务合同金额通常较大, 利润率较高, 近年来公司境外业务的毛利率一直高于境内。我们认为, 随着境外业务占比提高, 公司整体毛利率将稳中有升。

图 14: 近年来公司境内外毛利率对比



资料来源: wind, 中投证券研究所

四、通过整合和延伸开辟新的市场空间

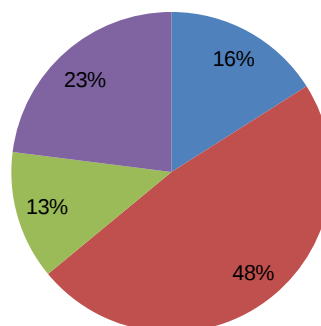
4.1 进军地震数据采集领域

近日公司与中煤地质物探院签署战略合作框架协议，宣告了公司将进军地震数据采集市场。地震数据采集在勘探开发支出中占比较高，按照之前图 8 和图 10 的结构推算，全球和中国地震数据采集市场规模分别为 389 亿美元和 328 亿人民币。

国际龙头企业多数都能够在全球范围内提供陆上/海上地震数据采集，例如 CGG VIERITAS 公司 09 年收入主要来源于地震数据采集⁴，而东方物探来源于地震数据采集的收入超过 100 亿，占比超过 90%。公司通过参股子公司北京万里祥石油科技有限公司间接涉及了地震数据采集设计和监督业务，地震数据采集主要是设备和人员的投入⁵，技术壁垒相对较低，同时在野外获取地震数据需要较强的抗风险能力，上市募集资金是公司进军地震数据采集领域的基础。

我们认为此次签订上述协议不仅可以为公司打开新的市场空间，也会对公司现有业务的市场拓展起到积极作用。

图 15: 2009 年 CGG VIERITAS 业务结构



■ 陆上地震数据采集 ■ 海上地震数据采集 ■ 处理解释和成图等 ■ 油田设备

资料来源：CGG VIERITAS 年报，中投证券研究所

⁴ 与其近年来一系列并购有关

⁵ 一支采集队伍需要约 300 左右的人员和 1 亿左右的设备

4.2 利用资本市场进行技术、市场和产业链整合

如前所述，通过收购获得新技术、拓展业务领域以及进军新市场是国际龙头企业的发展轨迹。

表 2 中 CGG VIERITAS 近年来一些列并购主要是获得新的市场，使其能够在全球范围内提供地震数据采集服务。

表 7 列举了 landmark 近年来在软件方面的一系列并购，通过收购中小服务商以获取特色技术及软件产品，并且整合进其产品体系，landmark 成为目前全球顶尖的勘探开发技术服务软件提供商，其软件覆盖了勘探开发生产的全部流程。据了解，2009 年 landmark 在国内仅软件销售收入就超过 4 亿元。

表 7: landmark 近年来并购软件公司一览

时间	被收购公司	主营业务
1990	ExploiTech, Inc	勘探与生产于一体的专业服务
1990	Petroleum Computing, Inc	专业测井软件
1990	Zycor	交互性地质成图软件
1994	Advance Geophysical	地震数据处理软件
1995	GeoGraphix	勘探开发一体化工作平台
1999	Teras	油藏开发应用软件
2001	PGS Data Management	数据处理/管理
2001	Magic Earth Inc	决策支持软件 (DSS)
2008	Knowledge Systems Inc	应用软件
2010	Permedia Research Group Inc	企业软件/服务

资料来源: landmark 网站, bloomberg, 中投证券研究所

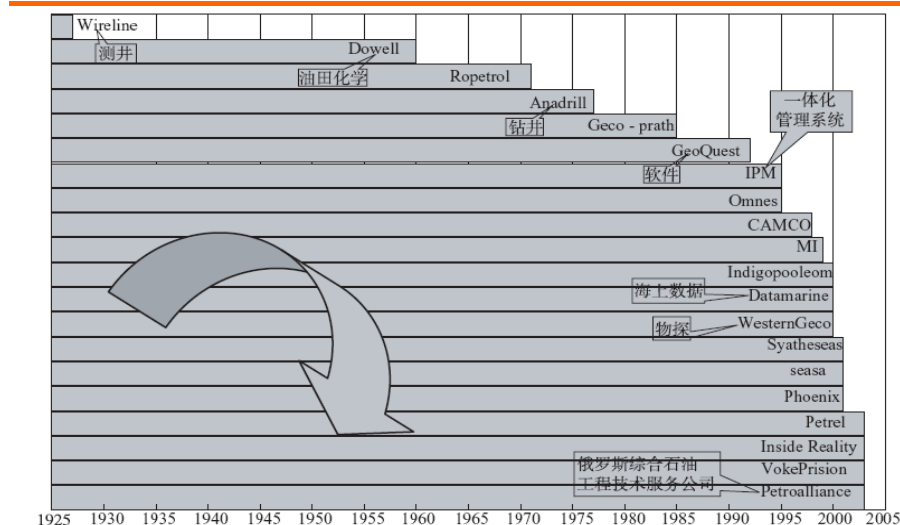
图 16: Landmark 软件一览



资料来源: 哈里伯顿推介材料, 中投证券研究所

图 17 揭示了斯伦贝谢的并购成长路径，斯伦贝谢以电测井技术服务起家，通过一系列完成了从勘探开发到生产的一体化整合，形成了能够提供从物探、钻井、测井、完井到采油及地面工程等系列产品和技术服务供应体系，成为全球最大的油田技术服务公司之一，旗下的斯伦贝谢科技服务公司也是石油天然气行业公认的最好的软件及服务供应商。

图 17: 斯伦贝谢并购图

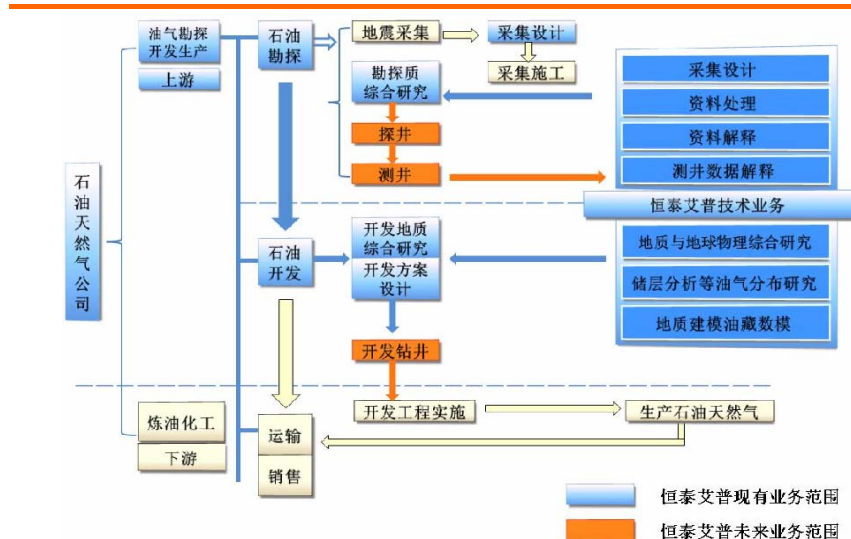


资料来源:《勘探地球物理进展》，中投证券研究所

国内主要的勘探开发技术服务商如表 3 所示，实际上民营中小技术服务企业数量可能达到上百家，很多民营中小技术服务商人才主要从三大石油公司引进，缺乏完善的人才培养机制，也没有研发能力，主要依附于三大石油公司系统的油田生存。同时，由于资源分散，行业结构布局不合理，存在着在过度竞争的市场现象，不利于行业的健康发展。

我们认为，随着国内勘探开发技术服务行业市场化进程的推进，类似于国际市场的并购整合将逐步展开，公司作为行业内第一家上市公司，有望利用资本市场进行技术、市场和产业链整合。公司管理层雄心壮志，最终目标是成为东方的哈里伯顿，我们认为这需要进一步跟踪。

图 18: 公司技术服务范围



资料来源: 公司资料，中投证券研究所

五、国内体制放开是趋势

在长期的计划经济体制下，国内石油工业没有区分石油公司职能和技术服务职能，每个油田都配备了相应的技术服务队伍，经过多次改革之后，目前国内市场，油田单位通常会将约一半的技术服务项目委托给本油田下属服务机构，另外一半对外招标。由于缺乏市场化竞争，三大石油公司体系内勘探开发服务机构多数缺乏核心技术，长期依赖技术引进和设备引进。

随着国内剩余油气资源开采难度的加大，对于油藏地质的研究和开发动态分析的要求越来越高，需要地震勘探、油藏工程、生产测井等多学科方法和技术的综合运用，来提高油田勘探开发的水平，体系内勘探开发服务机构多数不具备上述能力。

同时，随着常规油气资源已不能满足国内需求，我国将加大对非常规油气资源的勘探开发工作，例如国内页岩气资源十分丰富，地质资源量达到 100 万亿立方米，约为常规天然气量的 2 倍。非常规油气资源开发需要新的理论、方法、技术，体系内勘探开发服务机构多数缺乏相应的创新机制。

综上所述，我们认为从长期看，国内勘探开发技术服务市场体制放开是趋势，公司之前承接项部分项目就是体系内服务商无法完成的，这足以说明公司的竞争力。同时公司有完善的技术创新和人才培养机制，在页岩气等非常规油气资源的勘探开发方面已经有技术储备。

我们认为，公司在国内市场将至少保持稳定增长，如果体制放开进程超预期，则有望成为公司业绩的催化剂。

六、盈利预测与投资建议

在不考虑并购的情况下，我们预计公司分业务收入和毛利率见表 8

表 8：分业务收入及毛利率预测（单位：百万元）

		2009A	2010E	2011E	2012E
项目服务	营业收入	100.55	133.73	247.40	395.85
	同比增长率		33.00%	85.00%	60.00%
	毛利率	67.56%	68.00%	68.00%	68.20%
软件销售	营业收入	48.16	72.24	126.42	189.63
	同比增长率		50.00%	75.00%	50.00%
	毛利率	82.36%	82.00%	82.00%	82.30%
合计	营业收入	148.71	205.97	373.82	585.48
	同比增长率		38.51%	81.49%	56.62%
	毛利率	72.35%	72.91%	72.73%	72.77%

资料来源：中投证券研究所

我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.82、1.49 和 2.32 元。公司未来 3 年净利润复合增长率超过 50%，我们注意到 2008 年 6 月达晨财信等私募股权基金对于公司的投资价格相当于 2007 年 75 倍 PE 和 2008 年 30 倍 PE⁶，我们暂时赋予公司 2011 年 50 倍 PE，未来 6-12 个月目标价 74.5 元，给予公司推荐的投资评级。

七、风险提示

我们认为公司境外收入占比将不断提高，拉美、非洲和中东有望成为主要增长点，这些地区在油气勘探开发管理制度方面不够成熟，可能会加大公司境外经营的风险。

⁶ 我们认为，对于一级市场而言这是相当高的价格，足见公司的投资价值

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	247	1491	1505	1571	营业收入	149	206	374	585
现金	156	1364	1292	1237	营业成本	41	56	102	159
应收账款	90	124	206	322	营业税金及附加	4	9	16	25
其它应收款	2	4	7	12	营业费用	18	27	46	71
预付账款	0	0	0	0	管理费用	30	47	79	114
存货	0	0	0	0	财务费用	-1	-8	-13	-13
其他	0	0	0	0	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	54	89	206	349	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	3	3	3	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	13	42	156	295	营业利润	54	72	143	227
无形资产	32	34	37	40	营业外收入	3	8	9	10
其他	8	11	10	12	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	302	1581	1711	1920	利润总额	57	80	151	236
流动负债	16	16	17	19	所得税	6	7	19	29
短期借款	0	0	0	0	净利润	51	72	132	206
应付账款	1	1	2	2	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	14	15	15	17	归属母公司净利润	51	72	132	206
非流动负债	0	3	0	0	EBITDA	53	66	135	226
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.76	0.82	1.49	2.32
其他	0	3	0	0					
负债合计	16	19	17	19	主要财务比率				
少数股东权益	25	25	25	25	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	67	89	89	89	成长能力				
资本公积	162	1343	1343	1343	营业收入	79.3%	38.5%	81.5%	56.6%
留存收益	33	106	238	444	营业利润	120.4	33.4%	97.7%	58.4%
归属母公司股东权益	261	1537	1670	1876	归属于母公司净利润	120.8	42.9%	82.7%	55.9%
负债和股东权益	302	1581	1711	1920	获利能力				
					毛利率	72.4%	72.9%	72.7%	72.8%
					净利率	34.1%	35.2%	35.4%	35.2%
					ROE	19.4%	4.7%	7.9%	11.0%
					ROIC	36.5%	30.1%	28.3%	28.2%
					偿债能力				
					资产负债率	5.2%	1.2%	1.0%	1.0%
					净负债比率	0.00%	10.08%	0.00%	0.00%
					流动比率	15.79	94.77	91.03	81.01
					速动比率	15.79	94.77	91.03	81.01
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.22	0.23	0.32
					应收账款周转率	2.18	1.93	2.27	2.22
					应付账款周转率	51.00	51.93	86.16	81.34
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.57	0.82	1.49	2.32
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.32	0.45	0.98
					每股净资产(最新摊薄)	2.94	17.30	18.79	21.11
					估值比率				
					P/E	118.33	82.81	45.32	29.08
					P/B	22.95	3.90	3.59	3.20
					EV/EBITDA	110	89	43	26

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

崔莹, CPA, CFA Charter pending candidate, 中投证券研究所计算机行业研究员, 南京大学计算机学士, 金融工程硕士, 多年金融行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434