

神开股份调研报告

神开股份
002278

事件

我们于2011年3月24日拜访了神开股份，同公司董事会秘书王弥宗先生和证券事务负责人石苏伟先生进行了交流。我们认为，伴随着石油钻采行业的向好、公司产业链拓展和产品逐步升级，公司已经进入上升周期。

评述

油价高企推动油田钻采行业进入景气周期

美国NYMEX原油价格近期稳定在100美元以上，油价的高企使得国内外各大石油公司加大资金和设备投入，带动了石油钻采设备进入景气周期。我们看好石油钻采行业的投资机会，公司的业绩回升一直滞后于行业，但是从2010年4季度开始公司业绩开始快速复苏。

产品不断升级，传统业务有望保持稳定增长

公司传统的两大产品为录井仪和防喷器。在录井仪方面，市场普遍认为公司市场占有率在50%以上，潜力不大，而事实上公司通过不断研发增加产品技术含量，为客户提供更高附加值产品，收入有望稳步增长。其他产品方面，公司新推出的U型防喷器和MWD随钻测斜仪受到市场普遍欢迎。我们预计公司的国内传统业务收入增速会在20%以上，出口业务2011年有望增速达到30%，市场重点在俄罗斯和美国等地区。

新公司、新产品11年开始贡献收入

新公司主要是指公司10年并购的江西飞龙钻头制造有限公司，新产品主要是指公司与中国石化共同开发的采气树和全自动汽油辛烷值测定机。我们预计这两项会在11年开始贡献收入，而从12年开始进入快速增长。江西飞龙的主营产品为钻头，该项产品属于易耗品，可以对原有业务形成补充，减少公司收入波动，江西飞龙虽然被并购时是亏损的，但是由于原有的军工企业技术扎实，熟练工人水平高，被并购后加入神开股份的优秀管理，我们认为江西飞龙经过11年一年的调整，收入会从12年开始进入快速增长通道。新产品方面，采气树和全自动汽油辛烷值测定机都是公司与客户共同开发，未来市场需求有保证，且该两项产品毛利率比公司原有产品毛利率高，未来将会有利于收入和毛利率提升。我们预计今年这两项产品11年由于客户要进行调试等实验，需求量会开始慢慢启动，从12年开始需求量会放大。

增持

上调

分析师：牛纪刚

投资咨询执业证书编号：

S0630511010007

021-50586660-8636

njg@longone.com.cn

机械行业 高级分析师

联系人：赵语涛

021-50586660-8637

zhaoyt@longone.com.cn

机械行业

日期

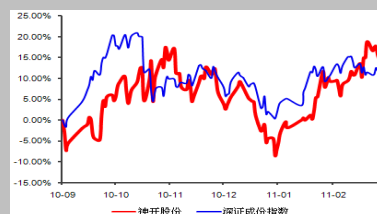
分析：2011年03月28日

调研：2011年03月24日

价格

当前市价：18.00元

股价表现



公司估值

	2009	2010	2011	2012
EPS	0.36	0.36	0.47	0.67
PE	50.5	50.1	38.6	26.9
PB	3.7	3.5	3.2	2.9

注：EPS为最新股本摊薄后数据

相关报告

《神开股份调研简报》2010.08.12

《业绩开始缓缓复苏》2011.02.24

毛利率和费用率将保持稳定

公司在产品上不断加强研发投入，产品附加值不断提高，因此公司传统产品毛利率有望提升。另一方面，公司并购的江西飞龙钻头产品毛利率低于神开原公司业务，综合来看，公司毛利率将保持稳定。费用率方面，2010 年公司世博招待费用 600 多万元在 2011 年将不再存在，但由于去年公司提升了整体员工工资，整体来看费用率大幅降低可能性不大。

公司存在并购预期

通过公司的精细化管理，公司 09 年上市募投的项目在节省约 2 个亿的情况下可以达到产能要求。我们预计多余的这部分资金公司将用于公司产业链的拓展和增强产品质量上，如热处理、橡胶件、水密封等。未来并购的业务虽然不会立即对公司利润带来大幅增长，但对公司产品质量、产业链补充和毛利率提升方面都会带来长期的提升。

风险提示

油价波动带来的行业增速低于预期，行业内恶性竞争。

投资建议

预计公司 2011、2012 年的每股收益为 0.47 元、0.67 元，对应目前的动态市盈率为 38.6 和 26.9，考虑到行业的增长情况以及公司在产业链横向纵向上的不断拓展，上调评级至增持评级。

表 1. 基本盈利预测

盈利预测及数据	2009	2010	2011E	2012E
营业收入(百万元)	426	443	633	847
增长率	-21.5%	3.9%	42.9%	33.8%
营业利润(百万元)	79.7	79.6	107.3	158.4
增长率	-21.5%	-0.2%	34.9%	47.6%
净利润(百万元)	78	78	102	146
增长率	-15.2%	0.9%	29.7%	43.5%
每股净资产(元)	4.86	5.09	5.56	6.23
每股收益(元)	0.36	0.36	0.47	0.67
市盈率(P/E)	50.5	50.1	38.6	26.9
市净率(P/B)	3.7	3.5	3.2	2.9

表 2. 收入分项预测(单位: 万元)

	2010	2011E	2012E
石油钻采设备	37348.51	44818.21	53781.85
收入增长率	-2.96%	20%	20%
成本	22339.02	26666.84	31731.29
毛利率	40.19%	40.5%	41.0%
油田分析仪器	2015.29	2619.88	3405.84

收入增长率	-3.6%	30%	30%
成本	904.35	1152.75	1464.51
毛利率	55.13%	56.0%	57.0%
工程技术服务	4919.76	9839.52	19679.04
收入增长率	159.5%	100%	100%
成本	2577.18	5116.55	10233.10
毛利率	47.62%	48.00%	48.00%
钻头		6000.00	7800.00
收入增长率			30%
成本		4500.00	5850.00
毛利率		25%	25%
收入合计	44283.56	63277.61	84666.73
收入增长率	3.90%	42.89%	33.80%
成本合计	25820.55	37436.13	49278.91
综合毛利率	41.69%	40.84%	41.80%

资料来源：东海证券研究所

表 3. 公司财务预测

资产负债表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	利润表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E
现金及现金等价物	660	594	617	565	营业收入	426	443	633	847
应收款项	272	316	377	549	增长率	-21.5%	3.9%	42.9%	33.8%
存货净额	209	174	269	360	营业成本	244	258	374	493
其他流动资产	16	41	30	50	营业成本/营业收入	57.2%	58.3%	59.2%	58.2%
流动资产合计	1156	1124	1293	1524	营业税金及附加	4	4	4	6
固定资产	76	134	167	200	销售费用	39.40	43.77	59.50	76.22
无形资产及其他	14	18	17	17	销售费用/营业收入	9.24%	9.88%	9.40%	9.00%
投资性房地产	2	3	3	3	管理费用	53	63	87	112
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用/营业收入	12.5%	14.2%	13.7%	13.2%
资产总计	1250	1279	1481	1745	财务费用	4	(10)	(3)	(2)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	38	投资收益	0	0	0	0
应付款项	146	132	194	261	资产减值及公允价值变动	(3)	(5)	(4)	(4)
其他流动负债	37	20	54	60	其他收入	0	0	0	0
流动负债合计	183	152	247	359	营业利润	80	80	107	158
长期借款及应付债券	0	0	0	0	营业外净收支	11	11	10	10
其他长期负债	8	18	22	29	利润总额	91	90	117	168
长期负债合计	8	18	22	29	增长率	-14.1%	-0.3%	29.7%	43.5%
负债合计	192	170	270	388	所得税费用	13	12	16	23
少数股东权益	0	0	30	36	少数股东损益	0	0	0	0
股东权益	1058	1109	1211	1357	归属于母公司净利润	78	78	102	146
负债和股东权益总计	1250	1279	1511	1781	增长率	-15.2%	0.9%	29.7%	43.5%

关键财务与估值指标	2009	2010	2011E	2012E	现金流量表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E
每股收益	0.36	0.36	0.47	0.67	经营活动现金流	26	39	70	(35)
每股红利	0.15	0.00	0.00	0.00	资本开支	(24)	(64)	(47)	(55)
每股净资产	4.86	5.09	5.56	6.23	投资活动现金流	(24)	(64)	(47)	(55)
ROE	7%	7%	8%	11%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	43%	42%	41%	42%	负债净变化	(15)	0	0	0
EBIT Margin	20%	16%	16%	18%	支付股利、利息	(33)	0	0	0
EBITDA Margin	22%	18%	19%	21%	其它融资现金流	682	(41)	0	38
收入增长	-21%	4%	43%	34%	融资活动现金流	586	(41)	0	38
净利润增长	-15%	1%	30%	44%	现金净变动	588	(66)	23	(52)
资产负债率	15%	13%	18%	22%	货币资金的期初余额	72	660	594	617
P/E	50.5	50.1	38.6	26.9	货币资金的期末余额	660	594	617	565
P/B	3.7	3.5	3.2	2.9	企业自由现金流	4	(39)	8	(105)
EV/EBITDA	42.8	49.2	35.6	25.0	权益自由现金流	0	(80)	11	(64)

资料来源：东海证券研究所

作者简介

牛纪刚：机械行业分析师，清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士，3年从业经验，2009年3月加盟东海证券。

重点跟踪公司：三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

评级定义

市场指数评级 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

行业指数评级 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

公司股票评级 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897