

油价回升推动业绩复苏

 评级: **增持-A**

上次评级:

 目标价格: **13.00 元**

期限: 6 个月 上次预测:

现价(2011 年 06 月 17 日): 10.52 元

 报告日期: **2011-06-19**

报告关键点:

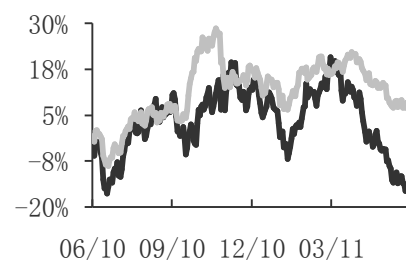
- 全球经济复苏带动原油需求及价格上升, 为石油钻采设备行业带来成长空间
- 受益行业复苏, 公司业绩成长享有更大弹性
- 预计公司2011-2013年EPS分别为0.42元、0.54元、0.65元, 6个月合理目标价为13元, 首次给予“增持-A”投资评级

报告摘要:

- 全球经济复苏推动石油钻采设备行业业绩增长。**由于该行业业绩增长主要与原油需求量和价格紧密相关, 目前随着原油需求量持续回升及原油价格在100美元/桶的高位盘整, 行业复苏迹象已十分明显。**中石油(石化)资本开支屡创新高, 内需驱动业绩增长。**根据中石油年报数据显示, 2010年公司资本开支中用于“勘探与生产”的费用达到1608.93亿元(>当年预测值1577亿元)、同比增长24.71%, 创历史新高, 而2011年预测值将再超去年达到1718亿元。并且该行业“十二五”规划规定, 未来将依托国家重大工程, 推进能源装备的高端国产自主化, 内需的快速发展将推动行业业绩持续增长。
- 受益于行业复苏, 公司业绩应享有更大弹性。**随着新产品“汽油辛烷值测定机、140兆帕防喷器、HH级采气树、MWD随钻测斜仪”的相继研发成功及录井服务队数量的增加, 我们认为公司在四个反面有较大突破: 1)公司正积极的由制造商向“制造与服务一体化”企业进行转变; 2)在防喷器系列产品领域, 公司不断深化改革, 冲击高端制造, 实现技术突破; 3)汽油辛烷值测定机市场, 公司充分利用产品龙头地位优势, 持续扩大市场份额为业绩增添新动力; 4)增资收购江西飞龙公司, 成功进入钻头市场, 完善产品系列。
- 基于此, 我们预计公司2011-2013年将实现销售收入为5.76亿元、7.20亿元及8.64亿元, 归属于母公司净利润为0.92亿元、1.18亿元及1.41亿元, 其复合增长率分别为22.47%与23.75%。**预计2011-2013年EPS分别为0.42元、0.54元及0.65元, 首次给予“增持-A”投资评级, 6个月合理目标价为13元, 对应PE为31倍。
- 风险提示:** 油价波动导致公司实际销售收入低于预期风险; 国际政治局势带来的市场风险; 产能扩大从而形成的销售风险。

总市值(百万元)	2,798.30
流通市值(百万元)	1,254.91
总股本(百万股)	261.52
流通股本(百万股)	117.28
12个月最低/最高	10.45/19.15 元
十大流通股东(%)	17.88%
股东户数	22,502

12个月股价表现



— 神开股份 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.36)	(18.04)	(21.82)
绝对收益	(12.26)	(28.22)	(16.07)

 张仲杰
 021-68767839
 执业证书编号

 高级行业分析师
 zhangzj@essence.com.cn
 S1450511020002

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	426.4	443.0	575.9	719.9	863.8
Growth(%)	-21.5%	3.9%	30.0%	25.0%	20.0%
净利润	77.7	78.3	92.1	118.3	141.0
Growth(%)	-15.2%	0.9%	17.5%	28.5%	19.2%
毛利率(%)	42.8%	41.7%	42.0%	42.5%	42.5%
净利润率(%)	18.2%	17.7%	16.0%	16.4%	16.3%
每股收益(元)	0.30	0.30	0.42	0.54	0.65
每股净资产(元)	4.05	4.24	5.51	6.06	6.70
市盈率	41.1	40.7	28.9	22.5	18.9
市净率	3.0	2.9	2.2	2.0	1.8
净资产收益率(%)	7.3%	7.1%	7.7%	8.9%	9.5%
ROIC(%)	25.6%	17.2%	18.0%	14.6%	15.1%
EV/EBITDA	44.0	37.6	15.9	12.6	10.5
股息收益率	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

目录

1. 石油钻采设备的春天即将来临.....	4
1.1 经济复苏带动原油需求上升.....	4
1.2 国际油价上涨,油服公司收入增长.....	4
2. 我国钻采设备行业,内需驱动业绩增长	6
2.1 两大石油公司资本开支屡创新高	6
2.2 中国石油钻采设备保持较高增速.....	7
3. 神开股份,公司业绩已站在复苏起点.....	8
3.1 综合录井仪&综合录井服务队一向服务商转化.....	9
3.2 防喷器和防喷器控制装备—高端产品突破.....	10
3.3 汽油辛烷测定机—市场领域快速扩大.....	11
3.4 收购江西飞龙,开辟钻头市场.....	12
4. 募投项目顺利进行,2011 年投产如期释放.....	13
5. 盈利及估值.....	13
5.1 盈利预测:公司业绩弹性较大.....	13
5.2 估值与定价:6 个月合理价格为 13 元.....	15
8. 风险提示.....	15

图目录

图 1 全球原油需求量及增速.....	4
图 2 全球原油需求量与新增油气井数量比较.....	4
图 3 全球原油价格走势.....	5
图 4 全球原油价格与新增油气井数量比较.....	5
图 5 四大油服公司销售收入.....	5
图 6 四大油服公司季度销售收入.....	5
图 7 国民油井华高公司销售收入及净利润情况.....	6
图 8 国民油井华高公司近年一季度销售收入及增速	6
图 9 1990-2009 年中国原油供应、消费量对比.....	6
图 10 中石油资本开支情况.....	7
图 11 中石化资本开支情况.....	7
图 12 我国石油钻采设备营业收入及增速.....	7
图 13 公司销售收入及增速.....	9
图 14 公司净利润及增速.....	9
图 15 综合录井仪.....	9
图 16 防喷器和防喷器控制装置.....	10
图 17 汽油辛烷值测定机.....	11
图 18 牙轮钻头、金刚石钻头、取芯钻头.....	12

表目录

表 1	2004-2011 年 中石油“勘探与生产”项目资本开支情况.....	7
表 2	2003-2010 年 我国石油钻采设备收入、利润、出口值情况.....	8
表 3	募投项目各部分投资进度安排.....	13
表 4	公司各业务销售收入预测情况.....	14
表 5	可比公司盈利预测和估值表.....	15

1. 石油钻采设备的春天即将来临

石油钻采设备，是指为原油和天然气的勘探、开发和生产提供相关服务的设备，主要适用于油气井的钻采过程。在油气井开采中，每年的新增井是油气开发的重要指标，在一定程度上决定了石油钻采设备的使用量。而影响油气井开发的主要因素又包括油气的供求关系和油气的价格等，因此以上两点将成为影响石油钻采行业发展的关键因素。

1.1. 经济复苏带动原油需求上升

自 2002 年起，全球原油需求量加速上升，除 2008、2009 年受金融危机影响有所下降外，其他年份均呈现上升趋势。而根据原油需求量的变动，石油公司在制定油气开发计划时会对新增油气井的数量形成明显影响，特别是对开发井而言。当全球原油需求量预期增加（减少）时，石油公司会相应增加（减少）开发井数量，提高（降低）原油产量，从而加大（减少）石油钻采设备的采购量。

2010 年，随着世界经济的逐渐复苏，全球原油消费的日需求量增长到约 85286 千桶/日，同比增长 1.35%。并且，根据 OPEC 统计显示，2002-2007 全球新增油气井数量与全球原油需求量呈正相关性，未来随着原油需求的加速恢复，预计油气井新增量也将加快发展。

图 1 全球原油需求量及增速 单位：千桶/日

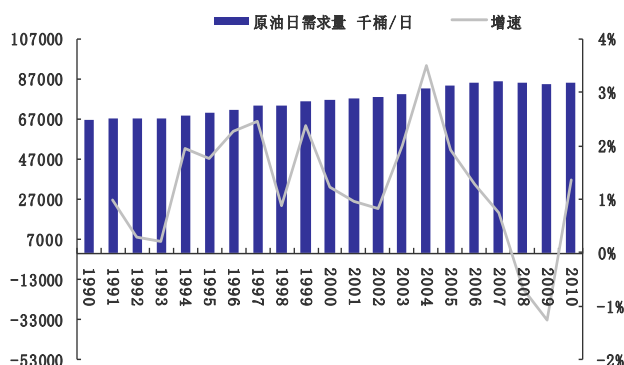
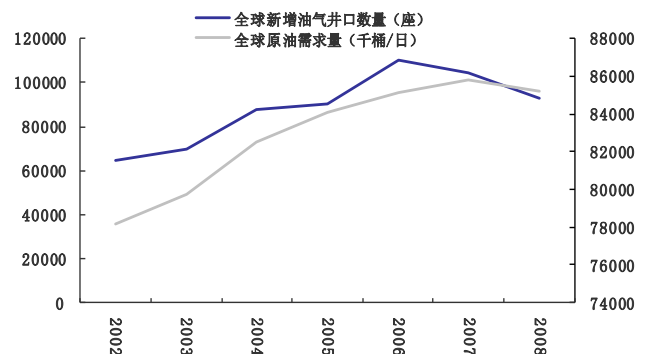


图 2 全球原油需求量与新增油气井数量比较



数据来源：EIA，安信证券研究中心

注：新增油气井数量未包括东欧地区

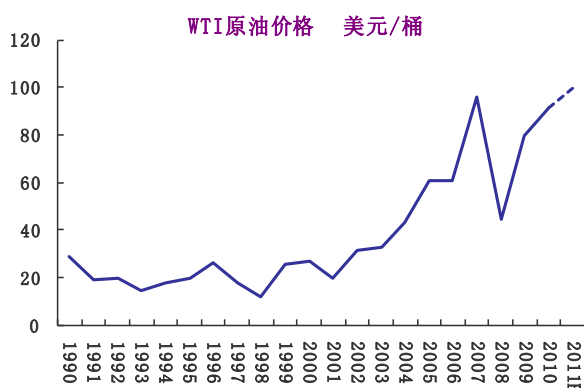
数据来源：公司招股说明书，欧佩克组织统计公告，安信证券研究中心

1.2. 国际油价上涨，油服公司收入增长

国际油价经过两年多的调整，目前 WTI 原油价格已从 2009 年的低谷 36.61 美元/桶回升至百元高点。数据显示，2011 年 4 月 NYMEX 原油最高点达到 114.83 美元/桶，虽然 6 月 WTI 原油期货价格有所回落，但仍维持在 100 美元/桶左右。国际原油价格的走高将加大石油公司的油气开发的支出，有利于钻采设备需求量的增长。

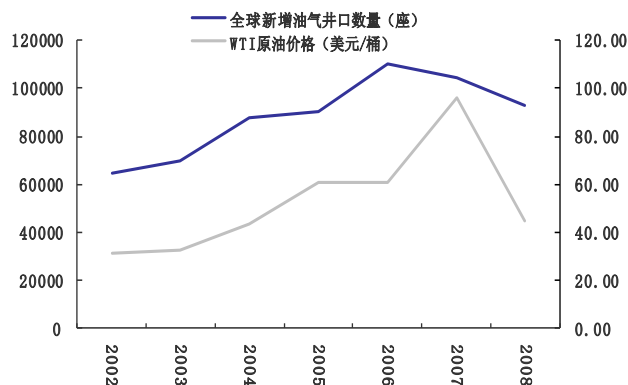
图 3 全球原油价格走势

单位：美元/桶



数据来源：EIA，安信证券研究中心

图 4 全球原油价格与新增油气井数量比较



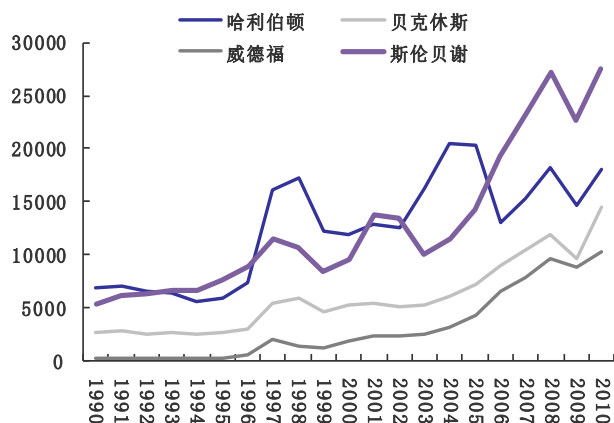
注：新增油气井数量未包括东欧地区

数据来源：公司招股说明书，欧佩克组织统计公告，安信证券研究中心

另一方面，对比全球四大油服公司收入及利润数据，发现四大油服公司的销售收入从2009年低点开始反弹，特别是进入2010年四季度销售速度明显加快。2011年一季度，四大油服公司哈里伯顿、贝克休斯、斯伦贝谢、威德福的销售收入为5282万美元、4525万美元、8716万美元和2856.19万美元，分别同比增长40.44%、78.22%、55.7%和22.53%。

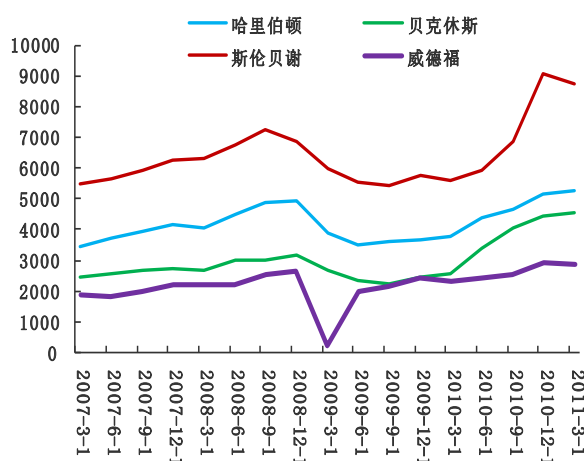
再者，观察全球最大的钻井设备制造商国民油井华高(National Oilwell Varco)数据，该公司主要从事包括陆地和海上钻机的大型机械部件、成套陆地钻机和修井机等产品，并且还通过设在世界各主要油气产地的分销服务中心网络为客户提供各类服务。2010年国民油井华高销售收入为121.56亿美元、同比下降4.37%(相比2009年下降5.35%有所回升)，净利润16.59亿美元、同比增长12.43%。2011年一季度销售收入为3.15亿美元，同比增长3.76%。由此表明，石油钻采设备行业在经历2年多的低谷调整后，目前已出现较为明显的复苏迹象。伴随着未来油价的持续高位盘整，我们认为行业发展态势将更加确定。

图 5 四大油服公司销售收入 单位：百万美元



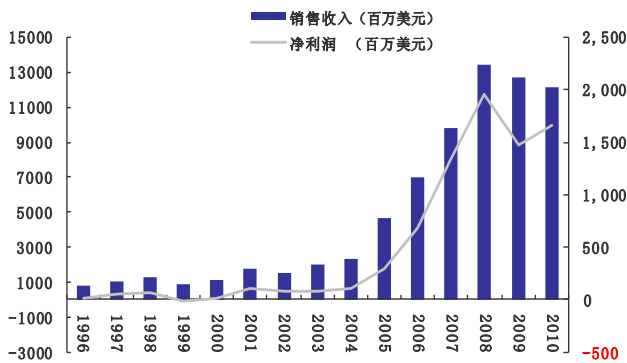
数据来源：彭博资讯，安信证券研究中心

图 6 四大油服公司季度销售收入 单位：百万美元



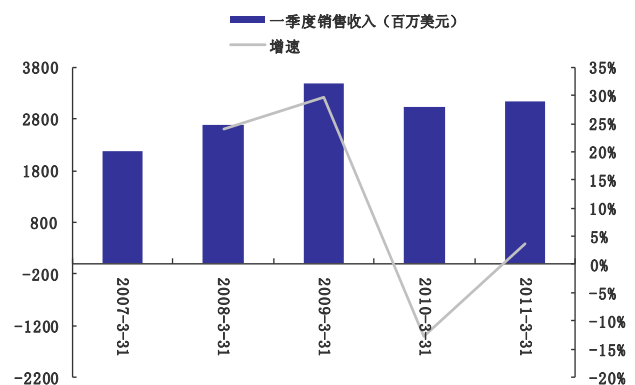
数据来源：彭博资讯，安信证券研究中心

图 7 国民油井华高公司销售收入及净利润情况



数据来源：彭博资讯，安信证券研究中心

图 8 国民油井华高公司近年一季度销售收入及增速



数据来源：彭博资讯，安信证券研究中心

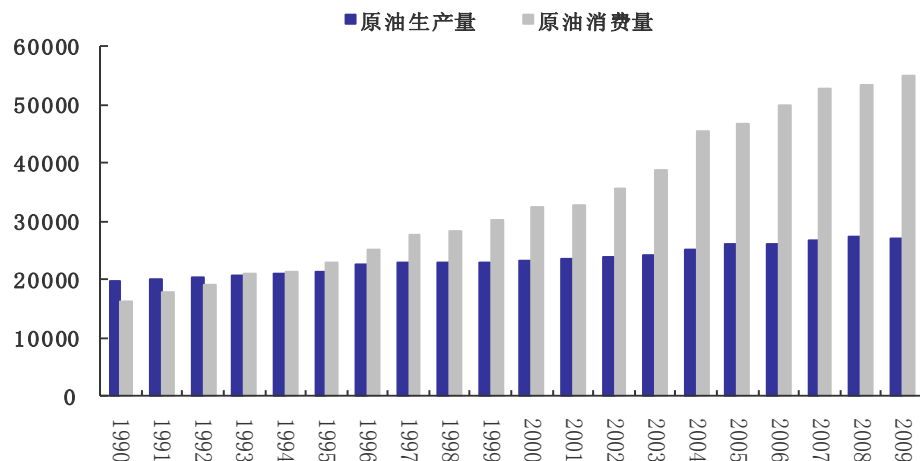
2. 我国钻采设备行业，内需驱动业绩增长

2.1. 两大石油公司资本开支屡创新高

回顾过往十年，我国经济的快速发展带动了能源消费的激增，目前我国已成为全球第二大原油消费国，仅次于美国。然而，同期增加的原油供应并不能满足我国每年激增的原油消费，保证原油供应已成为中国石油公司的战略任务。

图 9 1990-2009 年中国原油供应、消费量对比

单位：万吨标准煤



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

中石油和中石化，作为我国两大龙头石油公司，对比其资本开支数据发现，除 2009 年“勘探与生产”资本开支增速为负增长以外，其余年间均呈现稳定正增长。再分析中石油 2007-2010 年年报，不难发现公司每年“勘探与生产”资本开支的实际披露值均高于头一年预测值（除 2009 外），2010 年更是达到近年来新高。未来，公司预计还将增加该领域支出，重点加强对松辽盆地、渤海湾盆地、鄂尔多斯盆地、四川盆地及塔里木盆地等重点油气区域的整体控制，与此同时还会加大对新探明油气田地区的建

设工作，已确保我国原油在需求和供应长期矛盾、以及国际油价持续波动的情况下稳定增长。

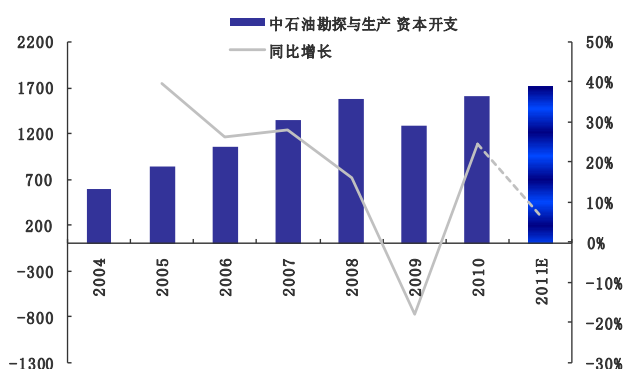
表1 2004-2011年 中石油“勘探与生产”项目资本开支情况 单位：亿元

项目	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
				(披露值)	(披露值)	(披露值)	(披露值)	
中石油勘探与生产 资本开支	597.94	835.03	1054.69	1350.60	1570.31	1290.17	1608.93	1718.00
				(预测值)	(预测值)	(预测值)	(预测值)	
(单位：亿元)				1152.00	1323.00	1338.00	1577.00	1718.00

数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图10 中石油资本开支情况

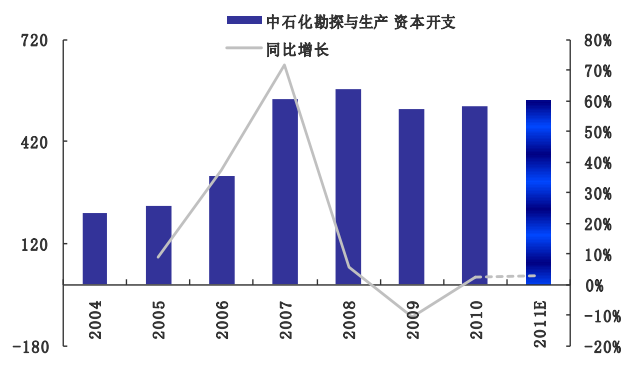
单位：亿元



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图11 中石化资本开支情况

单位：亿元



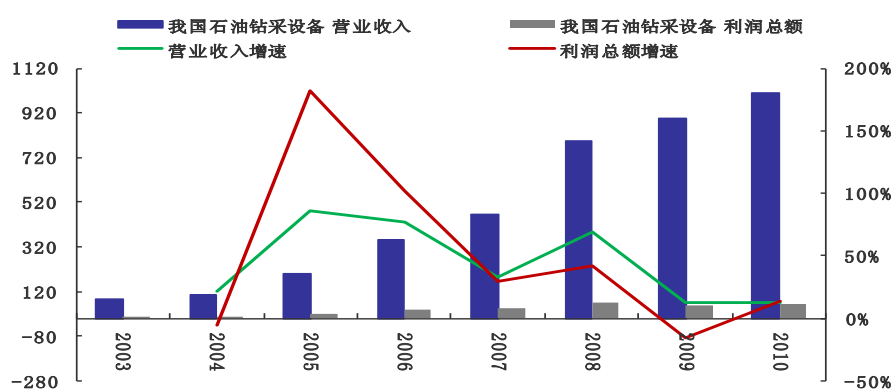
数据来源：公司年报，安信证券研究中心

2.2. 中国石油钻采设备保持较高增速

中国作为世界上主要的石油钻采设备生产国之一，近年来发展迅速。数据显示，我国石油钻采设备的销售收入从2003年的84.86亿元上升至2010年的1009.1亿元，复合增长率为41.69%，同期利润总额也由6.83亿元上升至65.45亿元，复合增长率达到38.11%。

图12 我国石油钻采设备营业收入及增速

单位：亿元



数据来源：wind，安信证券研究中心

表 2 2003-2010 年 我国石油钻采设备收入、利润、出口值情况 单位: 亿元

项目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
石油钻采设备 营业收入	88.02	107.18	199.38	352.41	468.41	794.48	898.93	1,009.06
增速		21.77%	86.03%	76.75%	32.92%	69.61%	13.15%	12.25%
石油钻采设备 利润总额	6.83	6.46	18.22	36.83	47.77	67.97	57.46	65.45
增速		-5.45%	182.21%	102.17%	29.71%	42.29%	-15.46%	13.90%
出口交货值						134.44	102.96	104.27
占比						16.92%	11.45%	10.33%

数据来源: wind, 安信证券研究中心

近期根据上海证券报报道, 石化装备制造业“十二五”规划已敲定, 规定行业未来将依托国家重大工程, 推进能源重大装备的自主化。**在油气领域方面, 我国将建设大型油气基地。**规划显示, “十二五”期间我国将加强国内石油的勘探开发力度, 努力使国内原油产量稳定在 2 亿吨左右; 在天然气产业上, 将加快建设塔里木、西南、长庆三个年产量 200 亿立方级大气田; 同时优化炼油工业布局, 完成约 1 亿吨新增炼油能力建设, 基本形成以中俄、中哈、中缅三个能源通道炼化产业带, 及环渤海、长三角、珠三角三个炼油集聚区为主题的“三带三圈”炼化产业发展新格局。预计到 2015 年, 国内油气管道总长度将达到 14 万公里左右; 全国 1 次原油加工能力达到 6 亿吨, 成品油年产量达到 3.1 亿吨。由此我们认为, “十二五”规划将逐步改变现有石油装备制造业“大而不强”的局面, 为石油钻采设备的高端国产自主化发展带来新机遇。

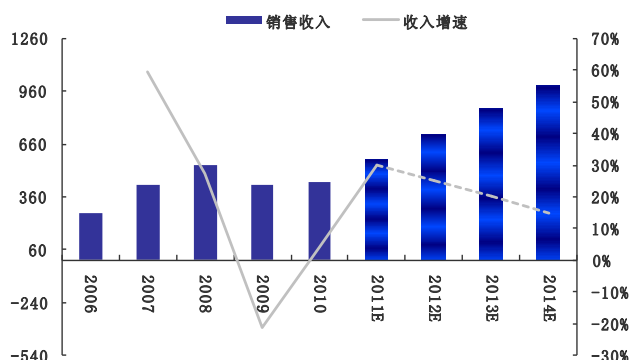
3. 神开股份, 公司业绩已站在复苏起点

神开股份, 主要从事井场测控设备、石油钻探井控设备, 采油井口设备和石油产品规格分析仪器等产品的生产和销售。经过多年研制开发, 公司已取得授权专利 102 项和软件著作权 20 项, 其中 90% 左右为发明专利和实用新型专利。**目前, 公司属于中石油一级供应网络成员单位、以及中石化和中海油的网络采购供应商成员**, 自 2005 年以来连续被中国石油和石化化工设备工业协会评为“中国石油石化装备制造业五十强企业”。

随着公司产品系列的丰富、以及销售渠道的日益完善, 公司 2010 年实现销售收入 4.43 亿元、净利润 0.78 亿元, 分别同比增长 3.9%、0.87%。虽然从数据上看来公司业绩增长缓慢, 不过有一点值得注意就是 2010 年收入大部分都是 2009 年的订单确认, 而 2009 年全球经济仍处于危机当中。因此, 当行业及公司走入经济复苏的通道后, 基于公司各项业绩的复苏发展, 我们认为无论是公司收入还是利润都将得到稳定增长。

图 13 公司销售收入及增速

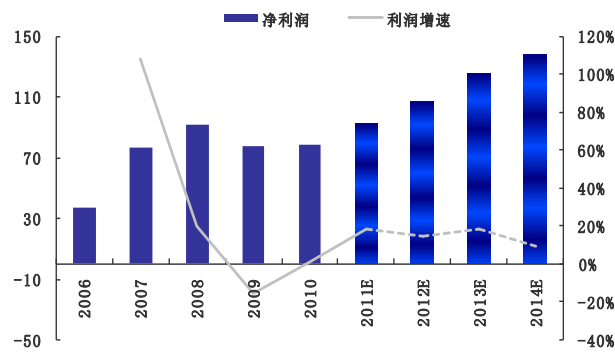
单位：百万元



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 14 公司净利润及增速

单位：百万元



数据来源：wind，安信证券研究中心

公司 2011 年一季报披露，一季度公司实现销售收入 846.6 万元、归属母公司净利润 114.15 万元，分别同比增长 37.21%与 5.3%。相比净利润增速低于销售收入增速的原因在于公司一季度实行了新的员工薪酬体系，销售与研发人员的薪资有所增加，从而导致了销售费用和管理费用的上升。对于半年报预测，我们认为随着国际油价的回升及公司新产品的陆续上线，公司销售情况将得到好转，预计上半年同比增长幅度为 0%-10%左右。

3.1. 综合录井仪&综合录井服务队一向服务商转化

综合录井仪，是汇集强大的计算机网络技术、色谱技术、传感器技术、数据传输技术于一体，在钻井工程中监测并提供钻井工程、油气显示、钻井液、有毒有害气体等各类参数，对工程施工过程中各个需要监测的环节进行系统分析，智能化跟踪各个参数的变化，从而快速发现及评价油气层，并对各项工程事故进行及时的预报的仪器。

图 15 综合录井仪



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

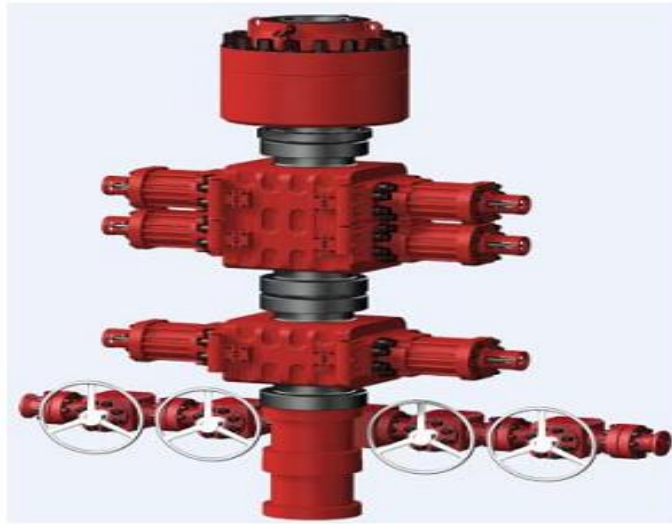
公司产品凭借先进的制造技术，在国内市场上占据相对领先优势。根据公司内部数据分析，公司综合录井仪分析数据的反应速度仅为 30 秒，且可检测到样品气内百万分之 5 的物质含量，该产品销售占国产综合录井仪总量的 53%左右。近年来，随着国内大部分油田逐渐进入开发中后期，勘探的难度也随之加深，中石油、中石化等国内石油公司为了提高油气勘探效率，未来将更加依靠该产品的技术升级。我们根据需求预计，今年该产品至少销售 100 台，平均每台售价为 120 万元，预计贡献销售收入 1.2 亿元左右。

此外，从世界前几大油服公司发展来看，石油钻采设备的制造商正朝着集制造与提供服务一体化的方向发展。而伴随着产品技术的深化及勘探工作的精细化，我们认为公司也将跟随时代趋势，持续加强对客户的专业化服务，目前公司的录井技术服务队已达到 30 支，比 2008 年的 15 支增加一倍，贡献销售收入为 6000 万元左右。公司服务队数量的增加，不仅可有效地扩大公司综合录井仪的销量，又可提升公司业务的协同效应和抗风险能力，成为公司未来重点发展的方向。

3.2. 防喷器和防喷器控制装置一向高端产品突破

防喷器和防喷器控制装置，是在石油勘探中用于钻井井控的主要设备，主要包括：防喷器、钻井四通、远程控制台、节流压井管汇等。以上装置要具有一定的耐压耐腐蚀功能，可实现有控制的放喷、压井和进行起下钻具的操作。钻井井控装置的作用是在井内出现溢流、井涌时，可快速关闭井口，防止井喷事故的发生。

图 16 防喷器和防喷器控制装置



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

根据我国各油田钻井公司及井下作业公司内部要求，规定每 1 台钻机需要配备 1.2 套防喷器，并且提出超过规定使用年限即强制报废的要求。根据此新要求，目前很多正在服役的防喷器和防喷器控制装置都面临更新换代的需求，这为防喷器市场的快速增长带来新机遇。

公司通过多年发展，已成功打开国内外中高端市场。如 105 兆帕高压井口防喷器，除国内市场持续稳定增长外，还将新增销量瞄准国外市场，预计在出口交货值中，俄罗斯占到 2/3、美国及其他国家和地区占到 1/3 的份额。此外，公司与中石化合作研发成功的 HH 级采气树已投入中石化和中石油有关油气田现场使用，虽然目前总销量不多，但我们认为未来该产品的进一步成熟和客户的认可将成功替代进口产品，预计今年贡献销售收入 2000 万元，成为国内高端产品的代言人。

与之在市场中竞争的对手主要是河北华北石油荣盛机械制造有限公司（原华北石油管理局第二机械厂）与盐城信得石油机械厂等厂商。河北华北石油荣盛机械制造有限公司，主要生产防喷器系列、接头系列、油管系列、抽油机系列、过滤器系列、抽油泵系列等六大系列产品。该公司如今已形成年均可加工钻采设备和石油专用管材各 3 万多吨，产值超 10 亿元的企业。

盐城信得石油机械厂，该厂成立于 1996 年，目前已成为中国石油天然气总公司钻采设备配件的一级网络成员。该厂主要生产防喷器配件、防喷器蓄能器、节流压井管汇等

相关产品。相比而言，上述两个公司在市场上都因各自的优势和特点占据一定份额，但我们认为神开股份在此领域所具有的高端技术优势，如 140 兆帕防喷器、HH 级采气树等产品，无论从技术含量还是性能上都与国外高端产品不分上下，是进口替代的先行者。

3.3. 汽油辛烷值测定机—市场领域快速扩大

汽油辛烷值测定机，主要用于测定汽油辛烷值【衡量汽油（汽油标号）】，其值越高表示抗爆性好，它归属于石油产品规格分析仪器行业。

图 17 汽油辛烷值测定机



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

· **行业竞争格局。**我国石油产品规格分析仪器行业是一个相对比较集中的行业，其中近 50% 左右的市场份额被进口产品所占领，剩下市场 80% 的份额又被行业内排名前 10 的生产企业所垄断（行业内企业近 400 家左右）。神开股份作为全国最大汽油辛烷值测定机的生产企业，近年来不断加大对全自动石油产品规格分析仪器的研发力度，以避免低端市场的激烈竞争，并且还积极配合我国相关部门起草行业内国家标准。

· **产品市场新机遇。**随着政府质量监督执行力度的加大，规定除了在各地市级以上行政区域设立质量监督站外，还需在各县级行政区域设立质量监督站。并且，政府还不断完善成品油成分中不同含量的规范，由此可看出无论是国标的制定、还是监管的日益严厉都对石油产品规格分析仪器的推广起到了促进作用。

· **主要消费对象。**1) **炼化厂：**随着我国炼化工业的深入发展，目前已在长三角、环渤海、珠三角以及西北地区建成 20 多个千万吨级原油加工基地。根据历史数据显示，一般大型炼化厂都需要配置 2-4 台汽油辛烷值测定机，以前该产品主要都是依靠进口，金额大概在 450-500 万元/台。而根据了解，神开公司该种产品的售价区别不同型号在 30-100 万/台，我们认为未来公司将充分享受价格优势，逐步替代进口产品，形成新的业绩增长亮点；2) **小型炼油厂：**在国家对油品质量监控抽查越来越严格的情况下，小型炼油厂为了能够满足国家标准质量要求，逐步加入产品购买行列，形成公司又一业绩增长来源。我们预计 2011 年该产品将销售 20-30 台，贡献销售收入 1000 万元左右。

3.4. 收购江西飞龙，开辟钻头市场

2011 年 1 月，公司以 4900 万元参与江西飞龙钻头制造有限公司增资重组，成为控股公司，占总股本的 67%，另一大股东江西省军工资产经营有限公司占 20%，剩余 13% 的股份由江西飞龙公司的管理层自然人股东掌管。

江西飞龙，主要生产和销售地质钻探牙轮钻头、金刚石钻头、取芯钻头，是目前国内四大牙轮钻头专业制造商之一。钻头系列产品主要适用于油田与矿场，由于石油开采中钻头不可重复使用，因此其产品具有消耗性，一般情况下都由各油田分别采购。对于本次增资收购，神开股份不仅将钻头产品纳入公司以弥补该类产品的空白，还在资源共享方面有了行业内多层次交流。未来，随着子公司与母公司之间相互客户资源的合理利用，我们预计 2011-2013 年江西飞龙将贡献 0.8 亿元、1 亿元、1.2 亿元左右的销售收入，复合增长率达到 22.47%。

该领域公司最大竞争对手是江钻股份。江钻股份属于国务院国有资产监督管理委员会（中国石油化工集团公司）100%控股下的企业，主要生产钻头系列与 CNG 天然气等产品。2010 年仅钻头系列产品销售收入就达 9.7 亿元、同比增长 16.44%，占主营收入的 71.32%，并且多年来市场占有率始终保持在 60% 以上份额。相比之下，子公司江西飞龙规模不大且市场占有率也无法相提并论，但我们认为神开股份对江西飞龙的收购会提升其在石油钻采设备行业的名气，从而推动钻头系列产品的销售收入。另一方面，江西飞龙也因企业平台的提升，会更好地开展产品推广力度，加强重点市场的推广营销，在巩固成熟市场的同时加大对周边市场的辐射力度，实现双赢的市场格局。

图 18 牙轮钻头、金刚石钻头、取芯钻头



数据来源：公司网站资料，安信证券研究中心

4. 募投项目顺利进行，2011 年投产如期释放

2009 年 7 月，公司首次发行 4600 万股普通股，共募集 6.99 亿元，用于“石油化工装备高科技产品生产基地发展项目”。其中，计划固定资产投资 5.1 亿元、项目铺底流动资金 1 亿元，建设周期为 3 年。截止 2010 年底，公司募投项目中各子公司新增设备已完成 33.06%，公司生产厂房建设已完成 17.92%。大部分新购设备已基本到位，待安装调试后即可如期投入生产。待 2013 年达产后，预计每年可实现销售收入 14 亿元，净利润 2.56 亿元，投资回报率为 24.7%。

表 3 募投项目各部分投资进度安排

单位：百万元

序号	项目名称	总投资	投资进度		
			第1年	第2年	第3年
1	增资神开石油科技，增加生产设备和录井服务设施	73.43	24.09	37.62	11.72
2	增资神开钻探设备，增加生产设备	99.00	32.47	50.73	15.80
3	增资神开采油设备，增加生产设备	45.39	14.89	23.26	7.24
4	增资神开石油仪器，增加生产设备	31.93	10.47	16.37	5.09
5	新建产房、研发中心和测试中心等基建项目，采购配套研发和测试设备，以及建设公司信息系统	260.25	85.37	133.35	41.53
6	补充铺底流动资金	100.00	-	-	-
合计		610.00	167.29	261.33	81.38

数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

5. 盈利及估值

5.1. 盈利预测：公司业绩弹性较大

综合上述行业及公司分析，我们认为原油需求及价格将持续在高位盘整，未来行业将进入快速复苏时期。由于公司产品在石油钻采设备方面具有较强的技术优势，且产品种类丰富，我们认为公司可期待获得比行业更快速的发展，业绩弹性较大。

公司 2008-2010 年综合毛利率为 39.17%、42.8%及 41.71%，平均保持在 41.5%左右。而销售费用率，由于一季度实行了新的薪酬制度及运输费用相对提高，因此我们预测未来销售费用率有小幅提升。基于国内外宏观经济持续向好，以及石油装备制造业“十二五”规划，预计公司 2011-2013 年销售收入为 5.76 亿元、7.20 亿元及 8.64 亿元，归属于母公司净利润为 0.92 亿元、1.18 亿元及 1.41 亿元，期间复合增长率分别为 22.47%及 23.75%，综合毛利率为 42%、42.5%及 42.5%。

表 4 公司各业务销售收入预测情况

单位: 百万元

项目		2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
石油钻采设备	销售收入	398.74	501.59	384.86	373.49	405.15	503.44	596.33	668.57
	收入增速		25.79%	-23.27%	-2.96%	8.48%	24.26%	18.45%	12.11%
	收入占比	93.53%	92.37%	90.61%	84.34%	71.06%	70.64%	69.73%	67.98%
	成本	231.64	308.91	222.10	223.39	240.65	297.03	351.83	394.46
	成本增速		33.35%	-28.10%	0.58%	5.19%	25.33%	20.48%	13.06%
	成本占比	94.45%	93.52%	91.09%	86.52%	67.72%	68.24%	68.53%	66.93%
	产品毛利率	41.91%	38.41%	42.29%	40.19%	40.60%	41.00%	41.00%	41.00%
油品分析仪器	销售收入	13.79	23.15	20.91	20.15	24.97	31.21	37.46	43.08
	收入增速		67.93%	-9.70%	-3.61%	23.91%	25.00%	20.00%	15.00%
	收入占比	3.23%	4.26%	4.92%	4.55%	4.38%	4.38%	4.38%	4.38%
	成本	7.12	14.19	11.74	9.04	10.99	13.42	16.11	18.52
	成本增速		99.30%	-17.26%	-22.98%	15.97%	33.93%	25.33%	20.18%
	成本占比	2.90%	4.30%	4.82%	3.50%	3.02%	3.25%	3.40%	3.53%
	产品毛利率	48.36%	38.71%	43.84%	55.13%	56.00%	57.00%	57.00%	57.00%
工程技术服务	销售收入	13.79	18.26	18.96	49.20	60.00	78.00	101.40	131.82
	收入增速		32.43%	3.81%	159.50%	21.96%	30.00%	30.00%	30.00%
	收入占比	3.23%	3.36%	4.46%	11.11%	10.52%	10.94%	11.86%	13.40%
	成本	6.48	7.20	9.97	25.77	29.54	36.66	45.63	61.96
	成本增速		11.10%	38.49%	158.41%	14.64%	24.09%	24.47%	35.78%
	成本占比	2.64%	2.18%	4.09%	9.98%	8.51%	8.49%	8.81%	10.34%
	产品毛利率	53.00%	60.57%	47.40%	47.62%	50.76%	53.00%	55.00%	53.00%
江西飞龙钻头	销售收入	-	-	-	-	80.00	100.00	120.00	140.00
	收入增速	-	-	-	-		25.00%	20.00%	16.67%
	收入占比	-	-	-	-	14.03%	14.03%	14.03%	14.24%
	成本	-	-	-	-	72.00	86.38	99.70	115.05
	成本增速	-	-	-	-		19.97%	15.42%	15.40%
	成本占比	-	-	-	-	20.75%	20.01%	19.26%	19.20%
	产品毛利率	-	-	-	-	10.00%	13.62%	16.92%	17.82%

数据来源: wind、安信证券研究中心

5.2. 估值与定价：6 个月合理价格为 13 元

虽然公司 2009、2010 年收入增速出现明显下滑，但我们认为业绩受影响的主要因素是全球经济危机所导致的。未来，随着全球经济的复苏，我们预测 2011 年行业景气将出现明显上升，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.42 元、0.54 元及 0.65 元，对应 PE 为 29、22、19 倍。考虑公司产品具有较强的技术领先优势，以及业绩弹性较大等因素，我们认为 6 个月目标价为 13 元，对应 PE 为 31 倍，给予“增持-A”的投资评级。

表 5 可比公司盈利预测和估值表

公司代码	公司名称	股价 (元)	市值 (百万元)	净利润 (百万元)			EPS (元)			PE		
				2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
002278	神开股份	10.70	2798	92.00	118.00	141.00	0.42	0.54	0.65	25	20	16
000852	江钻股份	13.49	5401	133.93	157.10	184.76	0.33	0.39	0.46	40	34	29
002207	准油股份	13.93	1385	26.11	37.38	-	0.26	0.38	0.00	53	37	-
000617	石油济柴	17.00	4888	200.00	210.50	397.00	0.70	0.73	1.38	24	23	12
399005	中小板指	5486.55								29		

数据来源: wind, 安信证券研究中心

6. 风险提示

- 油价波动导致公司实际销售收入低于预期风险;
- 国际政治局势带来的市场风险;
- 产能扩大从而形成的销售风险。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-5-22		
								2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						财务指标						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性						
营业成本	426.4	443.0	575.9	719.9	863.8	营业收入增长率	-21.5%	3.9%	30.0%	25.0%	20.0%	
减: 营业税金	243.9	258.2	334.0	413.9	496.7	营业利润增长率	-21.5%	-0.2%	32.6%	29.9%	20.3%	
销售费用	3.8	3.7	4.5	6.0	7.0	净利润增长率	-15.2%	0.9%	17.5%	28.5%	19.2%	
管理费用	39.4	43.8	57.0	72.0	91.0	EBITDA 增长率	-20.5%	-12.8%	79.7%	27.2%	14.9%	
财务费用	53.2	63.1	77.0	92.8	106.6	EBIT 增长率	-23.4%	-16.3%	48.2%	30.8%	20.3%	
资产减值损失	3.6	-9.8	-2.1	-1.8	-2.2	NOPLAT 增长率	-17.8%	-15.7%	35.2%	30.4%	20.2%	
加: 公允价值变动收益	2.8	4.6	-	-	-	投资资本增长率	25.8%	29.3%	60.4%	16.3%	5.6%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	277.2%	4.8%	10.6%	11.9%	12.4%	
营业利润	79.7	79.6	105.5	137.0	164.8	利润率						
加: 营业外净收支	11.0	10.9	5.6	6.9	8.2	毛利率	42.8%	41.7%	42.0%	42.5%	42.5%	
利润总额	90.8	90.5	111.1	143.9	173.0	营业利润率	18.7%	18.0%	18.3%	19.0%	19.1%	
减: 所得税	13.1	12.1	16.7	21.6	25.9	净利润率	18.2%	17.7%	16.0%	16.4%	16.3%	
净利润	77.7	78.3	92.1	118.3	141.0	EBITDA/营业收入	21.6%	18.1%	25.0%	25.5%	24.4%	
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	19.5%	15.7%	17.9%	18.8%	18.8%	
货币资金	659.6	593.7	456.0	478.2	605.5	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	49	74	162	206	169	
应收账款	264.7	315.7	322.1	392.2	459.6	流动营业资本周转天数	236	281	260	261	277	
应收票据	7.0	-	3.7	5.5	4.1	流动资产周转天数	720	927	684	580	584	
预付帐款	16.2	40.0	55.4	80.3	113.1	应收账款周转天数	207	232	196	175	174	
存货	208.8	173.8	223.0	290.0	350.0	存货周转天数	187	155	124	128	133	
其他流动资产	-0.0	1.1	4.0	8.1	13.7	总资产周转天数	790	1,028	862	795	759	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	302	371	420	447	412	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	7.3%	7.1%	7.7%	8.9%	9.5%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.2%	6.1%	6.4%	7.2%	7.6%	
固定资产	61.4	120.6	396.2	428.0	381.0	ROIC	25.6%	17.2%	18.0%	14.6%	15.1%	
在建工程	15.0	13.0	-	-	-	费用率						
无形资产	14.5	18.1	16.9	15.8	14.7	销售费用率	9.2%	9.9%	9.9%	10.0%	10.5%	
其他非流动资产	2.5	3.1	2.2	2.5	2.6	管理费用率	12.5%	14.2%	13.4%	12.9%	12.3%	
资产总额	1,249.8	1,279.0	1,479.6	1,700.5	1,944.3	财务费用率	0.8%	-2.2%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	
短期债务	-	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	22.6%	21.9%	22.9%	22.6%	22.6%	
应付帐款	148.9	133.4	182.1	230.8	268.1	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	15.3%	13.3%	17.1%	19.3%	20.7%	
其他流动负债	32.5	17.8	13.7	0.5	-11.1	负债权益比	18.1%	15.3%	20.6%	23.9%	26.1%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	6.30	7.40	5.02	4.95	5.54	
其他非流动负债	8.1	17.9	40.9	74.9	122.6	速动比率	5.17	6.25	3.97	3.81	4.28	
负债总额	191.6	169.8	252.7	328.2	401.9	利息保障倍数	23.20	-7.09	-48.65	-73.64	-73.58	
少数股东权益	-	-	25.5	52.6	81.8	分红指标						
股本	181.6	217.9	217.9	217.9	217.9	DPS(元)	-	0.10	-	-	-	
留存收益	876.6	891.4	983.4	1,101.7	1,242.7	分红比率	0.0%	34.8%	0.0%	0.0%	0.0%	
股东权益	1,058.2	1,109.2	1,226.9	1,372.3	1,542.4	股息收益率	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	77.7	78.3	92.1	118.3	141.0	EPS(元)	0.30	0.30	0.42	0.54	0.65	
加: 折旧和摊销	8.6	10.4	40.7	48.1	48.0	BVPS(元)	4.05	4.24	5.51	6.06	6.70	
资产减值准备	2.8	4.6	-	-	-	PE(X)	41.1	40.7	28.9	22.5	18.9	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.0	2.9	2.2	2.0	1.8	
财务费用	5.6	1.0	-2.1	-1.8	-2.2	P/FCF	-28.5	-82.7	-12.7	-161.0	30.7	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	7.5	7.2	4.6	3.7	3.1	
少数股东损益	-	-	2.4	4.1	6.1	EV/EBITDA	44.0	37.6	15.9	12.6	10.5	
营运资金的变动	-62.4	-61.8	-3.9	-92.7	-90.8	CAGR(%)	16.3%	23.3%	21.4%	17.5%	14.9%	
经营活动产生现金流量	44.3	24.7	129.1	75.9	102.0	PEG	2.5	1.7	1.4	1.3	1.3	
投资活动产生现金流量	-25.4	-61.6	-302.1	-78.7	-	ROIC/WACC	2.3	1.6	1.6	1.3	1.4	
融资活动产生现金流量	567.0	-27.2	12.1	1.8	2.2	REP	4.3	3.7	1.7	1.8	1.6	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034