

分析师: 刘元瑞 (8621)68751765 doujh@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

联系人: 窦金虎 (8621)68751765 doujh@cjsc.com.cn

行业景气依旧, 业绩稳定增长

事件描述

2011年7月31日神开股份公布2011年中报, 公司主要经营业绩如下:

2011年上半年公司实现营业收入2.56亿元, 同比增长36.24%; 实现归属于上市公司股东的净利润3,933.93万元, 同比增长9.15%, 折合每股收益0.15元。

事件评论

第一, 并购江西飞龙+综合毛利率略有下滑+所得税率调整, 营业收入增速高于净利润增速

2011年上半年公司实现营业收入2.56亿元, 同比增长36.24% (扣除江西飞龙2,906万, 原业务同比增长20.8%); 实现归属于上市公司股东的净利润3,933.93万元, 同比增长9.15%。公司净利润增速小于营业收入增速的原因主要包括江西飞龙并表、综合毛利率略有下滑和所得税率调整:

- ✓ 江西飞龙并表影响: 江西飞龙是国内四大牙轮钻头制造商之一, 主营牙轮钻头, 盈利能力低于公司原业务 (10年上半年毛利率和净利率分别为19%和7.5%, 公司原业务10年上半年毛利率41.8%和17.97%), 若扣除江西飞龙业务, 公司原主业盈利能力稳定, 收入、成本分别同比增长20.76%、19.25%;
- ✓ 综合毛利率略有下降: 受石油分析仪器和工程技术服务毛利率较大下滑影响, 综合毛利率由41.81%下降到40.36%;
- ✓ 所得税率调整: 公司高新技术企业资格进入复审期, 所得税暂按25%预缴, 预计年底会调整到15%;

图 1: 公司营业收入同比增长 36.24%

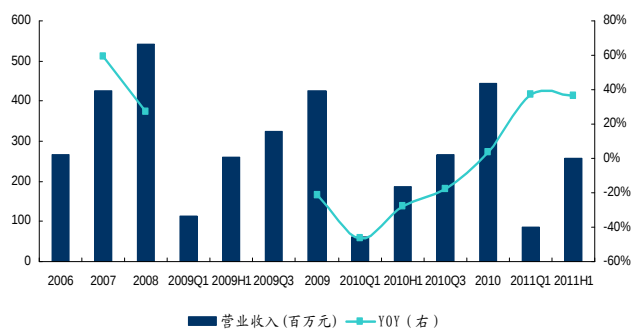
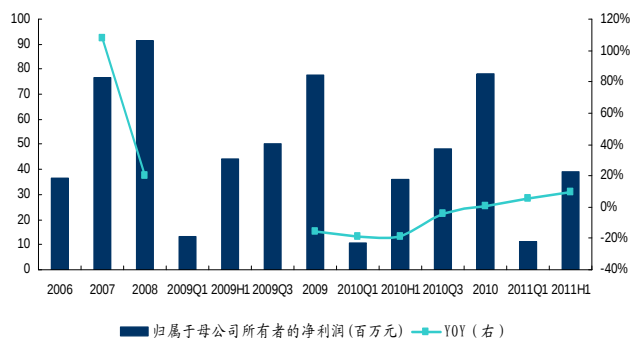


图 2: 公司净利润同比增长 9.15%



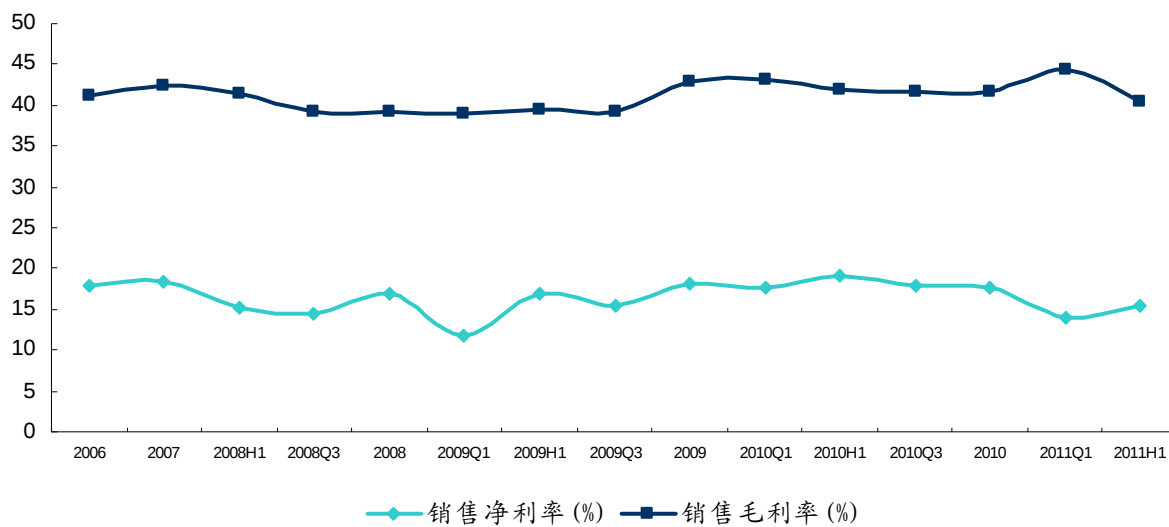
资料来源：公司公告，长江证券研究部

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，综合毛利率和销售净利率略有下降

公司综合毛利率 40.36%，同比回落 1.45%，环比大幅下降 4.07%，而受期间费用率提高和所得税率调整影响，销售净利率同比大幅下降 3.59%。

图 3：公司综合毛利率及净利率变动



资料来源：wind，长江证券研究部

石油钻采设备毛利率稳中有升，但其他业务毛利率下降明显：

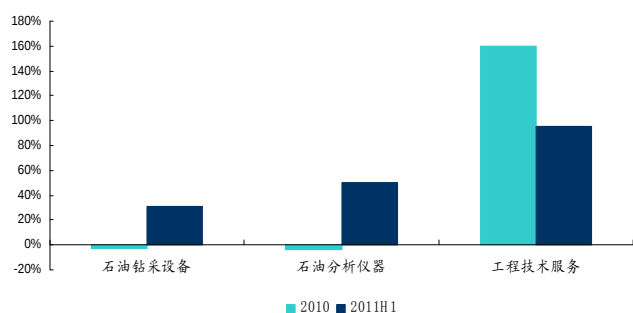
- ✓ 石油钻采设备：收入占比达到 84.64%，同比增长 30.64%，毛利率 42.01%，基本保持稳定，略微提升 0.43%；
- ✓ 石油分析仪器：收入占比仅为 4.64%，同比增速 50.58%，但毛利率 50.52%，同比大幅下滑 4.32%；
- ✓ 工程技术服务：收入占比 10.5%，公司加大海外市场开拓力度，同比增速达到 95.67%，但由于海外劳动力成本大幅上涨以及开拓海外市场带来的管理费用增加使得毛利率同比大幅下滑了 14.62%。

表 1：公司 2010 年上半年分产品收入和毛利率变动

分产品	营业收入 YOY	毛利率	毛利率同期增减
石油钻采设备	30.64%	42.01%	0.43%
石油分析仪器	50.58%	50.52%	-4.32%
工程技术服务	95.67%	22.46%	-14.62%
合计	36.24%	40.36%	-1.45%

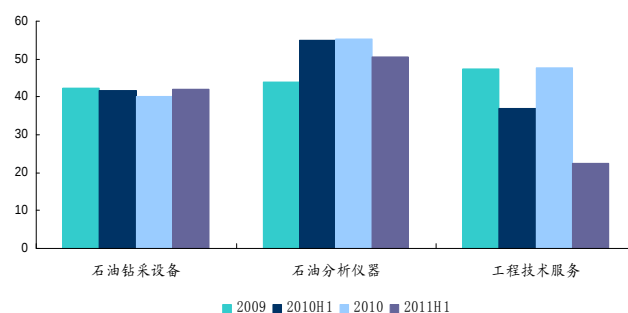
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4: 公司分产品收入同比增长率变动



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 5: 公司分产品毛利率变动

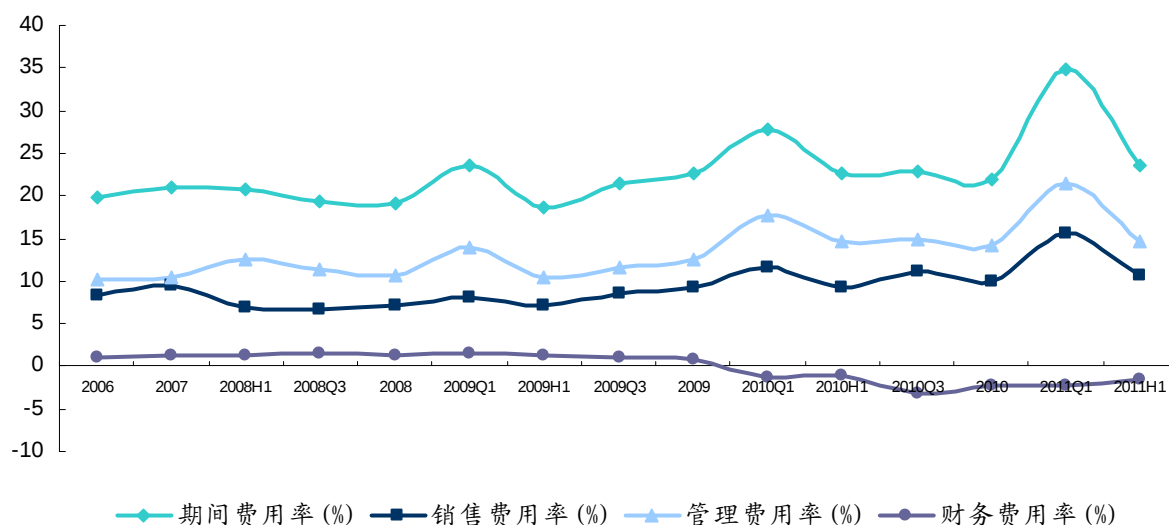


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

期间费用率同比上升 1%，环比大幅下降 11.12%:

- 销售费用率: 由于执行新的薪酬制度、并入江西飞龙 100 万元销售费用而同比上升 1.41%，但环比大幅下降 4.97%;
- 管理费用率: 由于管理人员薪酬增加、研发投入增加和并入江西飞龙 396 万元管理费用而同比上升 0.14%，但环比大幅下降 6.73%;
- 财务费用率: 利息收入增加，财务费用率下降 0.55%;

图 6: 公司期间费用率变动



资料来源: Wind, 长江证券研究部

第三，受益行业景气，公司下半年继续稳定增长

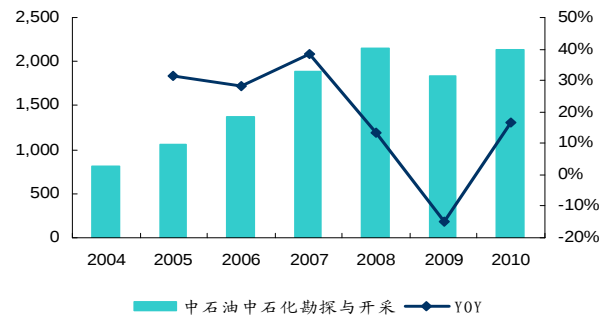
全球经济复苏拉动石油需求增长，从而推动油价上升。自 10 年以来，WTI 油价持续保持在 70 美元/桶以上。油价的高企刺激油企业加大勘探开发支出，带动石油装备行业进入景气阶段。

图 7：2010 年以来油价持续高于 70 美元/桶



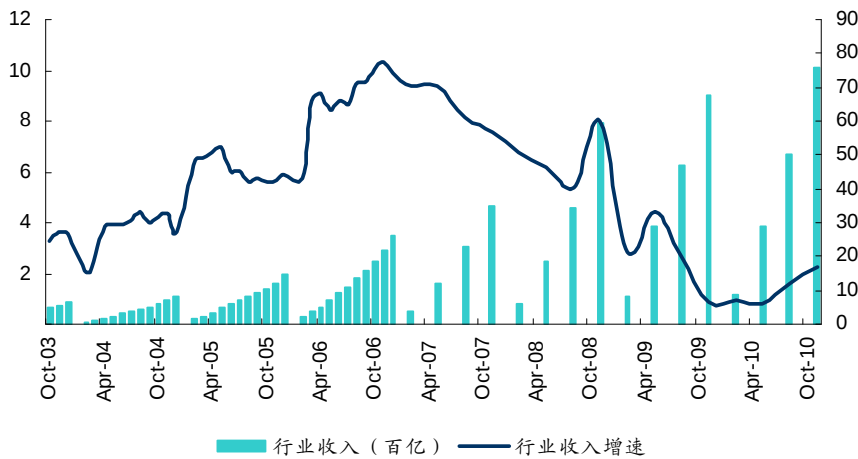
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：国内石油勘探开发支出 2010 年重拾升势



资料来源：公司公告，长江证券研究部

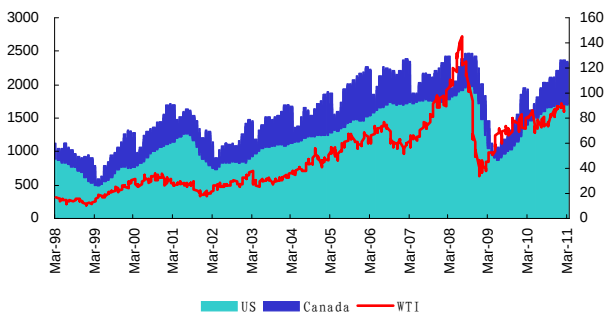
图 9：石油钻采行业收入触底反弹



资料来源：CEIC，长江证券研究部

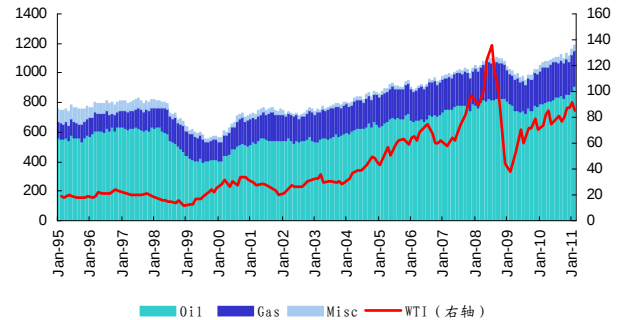
公司两大产品综合录井仪和防喷器与在用钻机数量密切相关。目前，全球活跃钻井数随着油价高企已逐步恢复到金融危机前的水平，未来业绩增长可期。

图 10：北美活跃钻井数随油价高企而大幅上升



资料来源：bloomberg，长江证券研究所

图 11：除北美外活跃钻井数随油价高企而大幅上升



资料来源：bloomberg，长江证券研究所

第四，完成收购江西飞龙，协同效应可期

报告期内，公司以超募资金 4900 万元收购江西飞龙钻头制造有限公司 67% 的股权。江西飞龙是国内四大牙轮钻头制造商之一，主营业务包括牙轮钻头、PDC 钻头和铁道用设备的生产和销售：

- ✓ 江西飞龙油用钻头占销售总收入 90% 以上，主要客户为国内各大型油气田，并以通过美国石油协会（API）认证；
- ✓ 铁道用设备包括用液力变矩器、换向箱等产品，销售占比不到 10%，主要客户为铁道局机车厂。

收购完成后，预计 11-13 年江西飞龙将分别贡献 0.8 亿元、1 亿元和 1.2 亿元的销售收入，复合增长率达到 22.5%。

表 2：江西飞龙收入利润预测（单位：万元）

年份	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
销售收入	8000	10000	12000	14000	16000
税后利润	600	1021	1523	1871	2215
归属于神开股份的 可分配利润	362	616	918	1128	1336

资料来源：公司公告，长江证券研究部

延伸产业链，产生协同效应。第一，收购后，江西飞龙钻头产品将纳入公司主营产品，填补公司在钻头消耗性材料市场的空白，提高应对市场变化的能力；第二，基于公司产品与江西飞龙产品的互补性，该钻头产品纳入公司系列产品后，有助于两类产品销售联动，扩大各自的销售规模；第三，江西飞龙所在地宜春市是传统工业城市，劳动力成本较上海低廉，收购为公司进一步扩大产能开拓了空间。

第五，给予公司“谨慎推荐”评级

我们认为，公司受益行业高景气度和产业链完善，预计 2011-2012 年完全摊薄每股收益为 0.37 和 0.50 元，给予公司“谨慎推荐”评级。未来页岩气发展规划可能成为股价催化剂。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	443	677	898	1172	货币资金	594	593	555	490
营业成本	258	421	542	705	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	185	256	356	467	应收账款	316	356	472	616
% 营业收入	41.7%	37.8%	39.7%	39.8%	存货	174	283	365	475
营业税金及附加	4	6	7	10	预付账款	40	65	84	109
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	1	2	2	3
销售费用	44	64	85	111	流动资产合计	1124	1301	1480	1696
% 营业收入	9.9%	9.5%	9.5%	9.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	63	93	124	162	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	14.2%	13.8%	13.8%	13.8%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-10	-9	-9	-8	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-2.2%	-1.3%	-1.0%	-0.7%	固定资产合计	134	138	146	172
资产减值损失	5	3	8	10	无形资产	18	17	16	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	0	1	1
营业利润	80	99	140	182	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	18.0%	14.6%	15.6%	15.5%	资产总计	1279	1457	1643	1885
营业外收支	11	15	15	15	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	90	114	155	197	应付款项	132	216	278	362
% 营业收入	20.4%	16.8%	17.3%	16.8%	预收账款	15	23	31	40
所得税费用	12	15	21	26	应付职工薪酬	1	1	1	2
净利润	78	98	134	171	应交税费	2	3	3	4
归属于母公司所有者					其他流动负债	2	3	4	5
的净利润	78.3	96.1	129.7	164.6	流动负债合计	152	246	317	413
少数股东损益	0	2	5	6	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.30	0.37	0.50	0.63	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	18	18	18	18
经营活动现金流净额	25	22	-6	-6	负债合计	170	263	335	431
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1109	1191	1301	1441
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	2	7	13
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1109	1193	1308	1454
固定资产投资	-71	-17	-21	-42	负债及股东权益	1279	1457	1643	1885
其他	10	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-62	-17	-21	-42		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.300	0.368	0.496	0.630
股权融资	0	0	0	0	BVPS	5.09	5.46	5.97	6.61
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	PE	55.21	44.99	33.34	26.27
筹资成本	27	-6	-11	-17	PEG	1.97	1.60	1.19	0.94
其他	-54	0	0	0	PB	3.25	3.03	2.77	2.50
筹资活动现金流净额	-27	-6	-11	-17	EV/EBITDA	46.57	36.31	25.81	20.13
现金净流量	-64	-1	-38	-65	ROE	7.1%	8.1%	10.0%	11.4%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券分析师

窦金虎，上海交通大学机械工程及自动化学士、管理科学与工程硕士，长江证券机械行业分析师，覆盖煤炭机械、石油装备、机床行业

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。