

立足西南，拓展海外

——仁智油服询价报告

撰写日期：2011年10月20日 发布日期：2011年10月21日

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

公司简介：

公司是国内服务能力较强、市场占有率相对较高的民营钻井液技术服务提供商，是国内能够提供一体化、一站式钻井液技术服务的优势企业之一，是西南地区市场占有率较高的油田环保技术服务提供商，是西南地区主要的油田特种设备检测维修技术服务及防腐工程技术服务提供商。

投资要点：

1. 技术优势不断突显

在油田技术服务行业中，由于市场集中度并不是很高，因此技术水平就是其生命线。目前，公司在钻井液技术服务、钻井液材料、油田环保技术服务、防腐工程技术服务领域均形成了能够有效提升公司技术服务水平的特色技术群。

2. 研发优势明显

在油气服务行业内，公司研发优势明显，通过引进、培养相结合的方式积极发展研发队伍。本次募集之后，公司将进一步改善技术中心软硬件设施，加大人才培养、引进力度，增加研究开发投入，完善技术创新机制，进一步提升技术中心的研发实力，将公司的省级技术中心提升为国家级技术研发中心，保持公司在市场竞争中的研发优势。

3. 一体化、一站式服务优势

公司是钻井液领域具备研究开发、设计、生产、服务一体化能力的优势企业之一，也是国内少有的能够提供钻井液材料、现场流体服务、固控服务、环保治理一站式服务的钻井液技术服务提供商。提供一体化、一站式钻井液技术服务是公司提升钻井液技术服务水平的重要举措，也是公司区别于其他技术服务公司的竞争优势。

风险提示：

- (1) 单一客户依赖度过高
- (2) 业务区域集中的风险
- (3) 国际业务开展的风险
- (4) 不能继续享受所得税优惠风险

盈利预测及估值：

我们选取了一些同行业上市公司进行参考对比分析，采用相对估值法对公司进行盈利预测和估值。考虑整个行业发展前景、公司在行业中所处地位以及公司未来发展前景，给予公司2011年30-35倍的动态市盈率，对应的合理估值区间为16.8-19.6元，建议询价区间为15.3-17.82元。

仁智油服

002629

发行基础数据：

总股本：1.1443 亿股
流通股本：0.2861 亿股
每股收益：0.56（2011 年预测）
每股净资产：（2011 中期）2.92
询价区间：15.3-17.82 元
发行市盈率（2010EPS）：29.08-33.88
主承销商：民生证券

发行前股权结构

主要股东	持股比例
钱忠良 24 人	39.02%
其他 93 人	35.27%
绵阳博业	5.59%
绵阳依洋	5.05%
绵阳智宇	5.03%
云南佛尔斯特	4.66%
绵阳皓景	4.22%
德阳新盛	1.17%

相关公司 EPS 和 PE（2011 预测）

证券名称	价格	EPS	PE
惠博普	16.5	0.48	34.3
海默科技	9.98	0.37	26.97
潜能恒信	29.96	1.03	29.09
通源石油	29.8	1.12	26.6

汪思伟 执业证书编号：S0820510120002

电话 021-3222 9888*3506

邮箱 wangsiwei@ajzq.com

目录

1. 发行公告.....	3
2. 公司概况.....	3
3. 公司经营状况.....	4
4. 行业分析.....	6
5. 公司主要竞争优势.....	8
6. 募集资金投向.....	10
7. 风险提示.....	11
8. 盈利预测与估值.....	12

图表

图 1：公司股权结构.....	3
图 2：各业务领域营业收入变化.....	5
图 3：公司毛利率和净利率.....	5
图 4：行业内相关公司毛利率比较.....	6
图 5：我国三大石油巨头勘探支出和油服市场容量.....	7
图 6：钻井液技术服务市场规模统计.....	8
图 7：天然气消费量及国民生产总值.....	8

表格

表 1：募投项目投向.....	10
表 2：税收优惠情况.....	12
表 3：主要参考公司的 EPS 和 PE.....	12
表 4：利润表预测.....	13

发行公告：

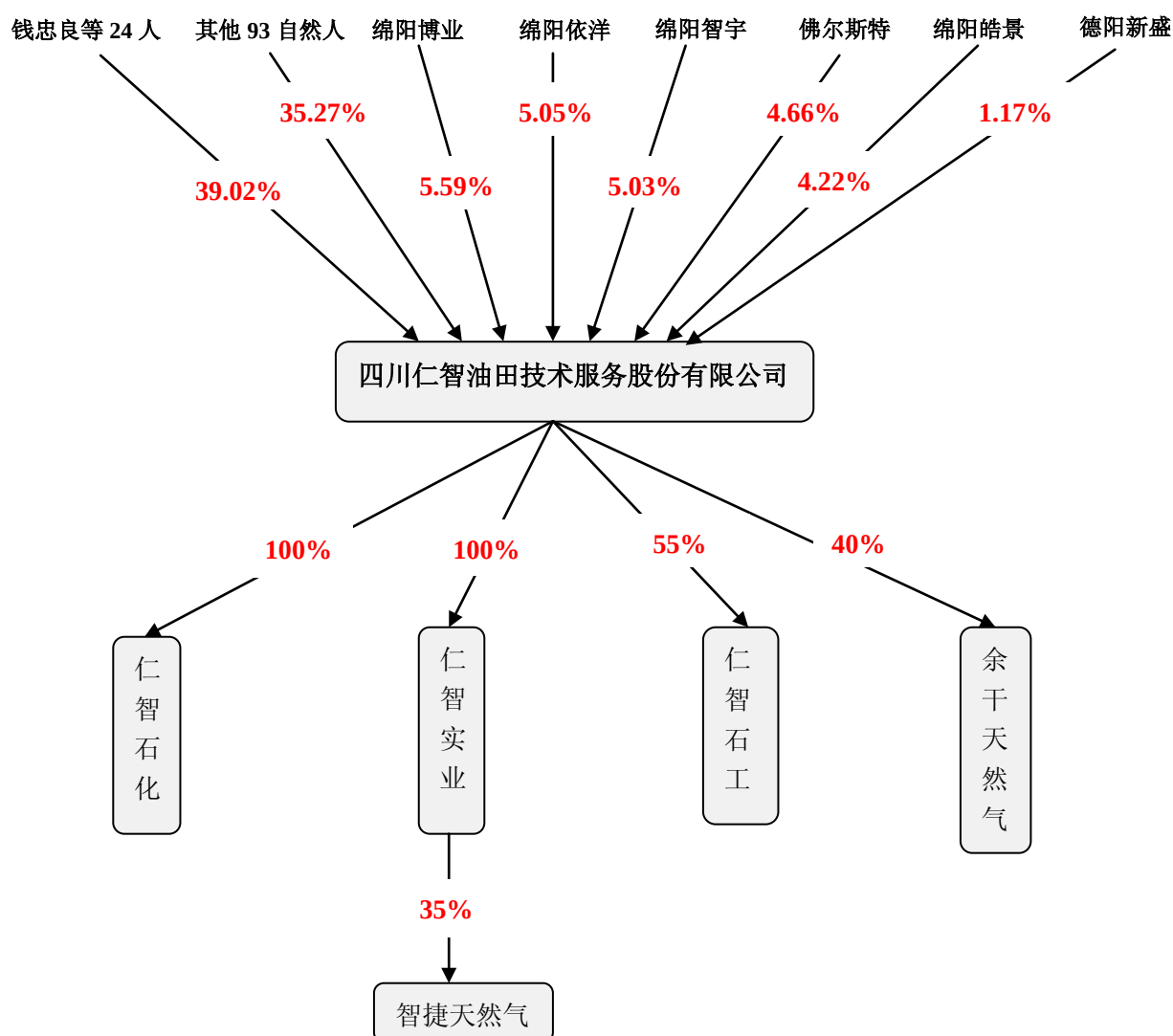
四川仁智油田技术服务股份有限公司（以下简称：仁智油服）将于近期在**深圳**证券交易所中小企
业板首次公开上市（股票代码：002629）。

仁智油服采用网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式公开发行2861万股人
民币普通股（A股），发行后总股本为1.1443亿股，本次发行占发行后总股本的比例25%。

公司概况：

1. 股权结构：

图1：公司股权结构



数据来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

2. 经营范围：

公司是国内服务能力较强、市场占有率相对较高的民营钻井液技术服务提供商，是国内能够提供一体化、一站式钻井液技术服务的优势企业之一，是西南地区市场占有率较高的油田环保技术服务提供商，是西南地区主要的油田特种设备检测维修技术服务及防腐工程技术服务提供商。

公司及控股子公司目前具有钻井液技术服务、油气田环保技术服务、油田特种设备检测维修技术服务、防腐工程技术服务四大领域的多项资质认证，为公司下一步的业务开拓奠定了坚实的基础。

公司经营状况：

目前公司的业务主要分为四个领域：钻井液技术服务、油气田环保技术服务、油田特种设备检测与维护、防腐工程技术服务。

钻井液技术服务是公司的支柱产品，其业务总量占总收入50%以上，占据了绝对地位，是公司占据优势的业务和主要利润来源。

钻井液的主要作用是把岩屑从井底携带至地面，油井钻得越深，就愈加体现出钻井液的重要性。随着油田科技进步的日新月异，钻井液已从仅满足钻头钻进发展到适应钻井各方面需求。例如为快速钻井服务的低粘度、低摩擦的聚合物钻井液，防卡钻井液，针对岩石特点的防塌钻井液，钻盐岩层的饱和盐水钻井液，保护油气层的低密度水包油钻井液，防堵塞油气通道的油基钻井液和开发低压油气田的泡沫钻井液等等。

钻井液技术服务是指包括钻井液调配、循环运转及回收在内的综合整体性服务，一般由专业的工作队配合钻井工作完成，工作时间同钻井深度成正比。

油气田环保技术服务收入占总收入的20%左右，通过处理含油污水、废钻井液而减少石油开采对环境的影响，具体可分为两个方面：

（1）含油污水环保处理

目前我国石油和天然气开采主要采用注水法，即利用注水井把水注入油层，以补充和保持油层压力，实现油田高产稳产，并获得较高的采收率。由于采用注水法注入油层的水的大部分会通过采油井随原油一起回到地面，因而产生了含油废水。这部分污水无论是循环使用还是外排均需进行环保处理，否则将对周围环境造成危害。目前对含油污水的处理主要是通过建设、运营污水处理站进行处理从而提高含油污水回注循环使用比例，同时提高外排水水质。

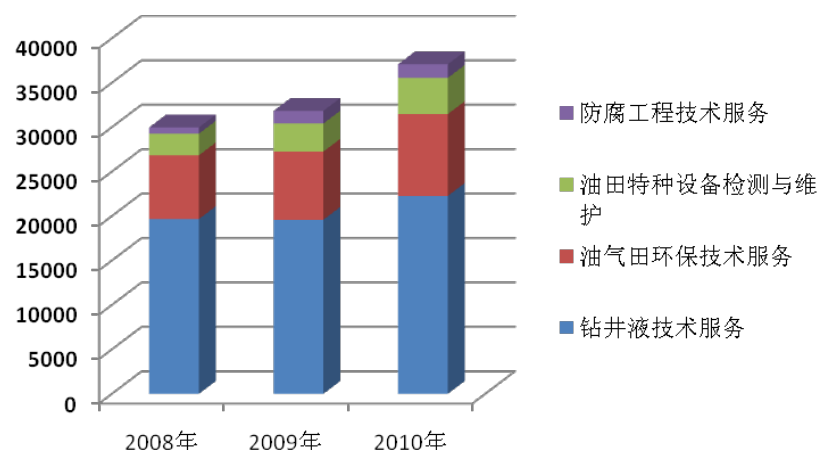
（2）废钻井液环保处理

在石油和天然气钻井过程中，钻井液是保证钻井工作顺利进行必不可少的物质，但由于循环使用的钻井液含有大量粘土、钻屑、加重材料、各种化学处理剂、无机盐以及废油，因而使用完毕后必须

进行无害化处理。目前废钻井液环保处理主要是通过添加固化添加剂将废钻井液固化，固化物用于直接填埋覆土耕种。

除上述业务外，公司还从事油田技术服务行业中的油田特种设备检测维修技术服务、防腐工程技术服务等技术服务，但目前规模均较小，合计约占总收入的 10%左右。

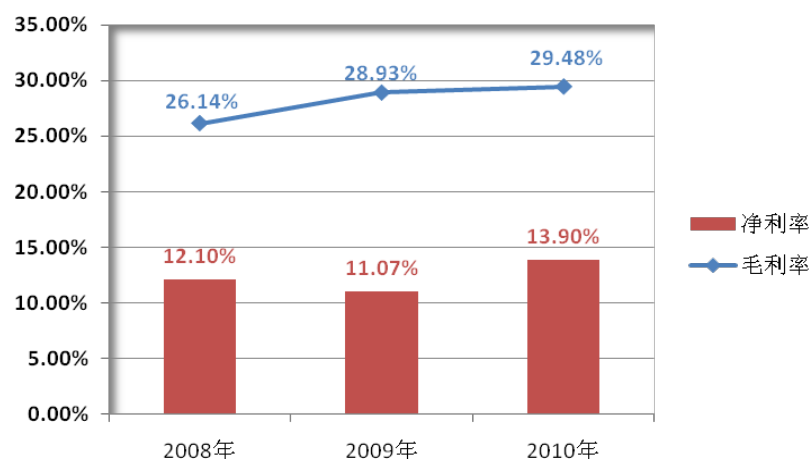
图 2：各业务领域营业收入变化（单位：万元）



数据来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

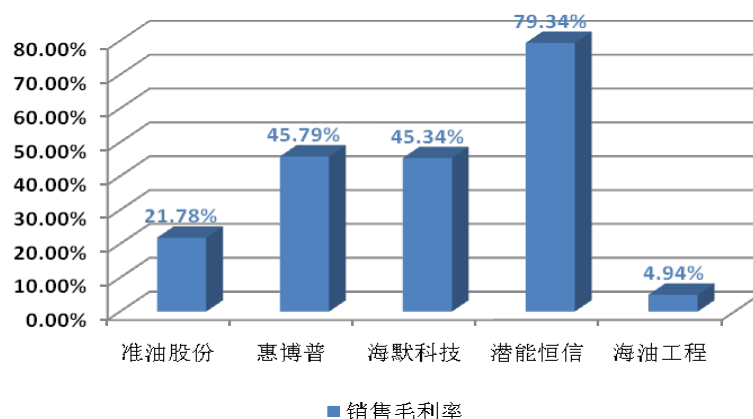
在过去三个会计年度，公司实现毛利额分别为 8720.02 万元、10653.05 万元、12688.3 万元，对应的毛利率分别为 26.14%、28.93%、29.48%，但与行业内同类上市公司相比，毛利率略显偏低。

图 3：公司毛利率和净利率



数据来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

图 4：行业内相关公司毛利率比较



数据来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

针对主营业务毛利率偏低的局面，公司在原材料和人工成本不断提高的前提下，与中石化集团协商，根据市场状况逐步提高了油气田技术服务价格，通过提升服务和价格以及成本控制来提高或者保持毛利率的稳步增长。

行业分析：

（一）实现专业化独立运作，市场化程度越来越高

公司是在中石化旗下改制成立的，目前实现了专业化独立运作。石油公司与油田技术服务企业的专业化分工既提升了油田技术服务行业的服务能力与技术水平，也大幅提升了油公司的经济效益与运营效率。随着石油公司越来越专注于主业及专业化分工的优势越来越明显，石油工业体系的主辅分离、改制和专业化分工将是这一行业不断发展进步的必然趋势。

随着专业化分工优势的凸显及主辅分离、辅业改制的推进，原先由各油田公司内部服务队伍提供的、具有一定的行政垄断性的油田技术服务将逐步通过招标等市场化的运作方式组织实施，行业市场化程度越来越高。

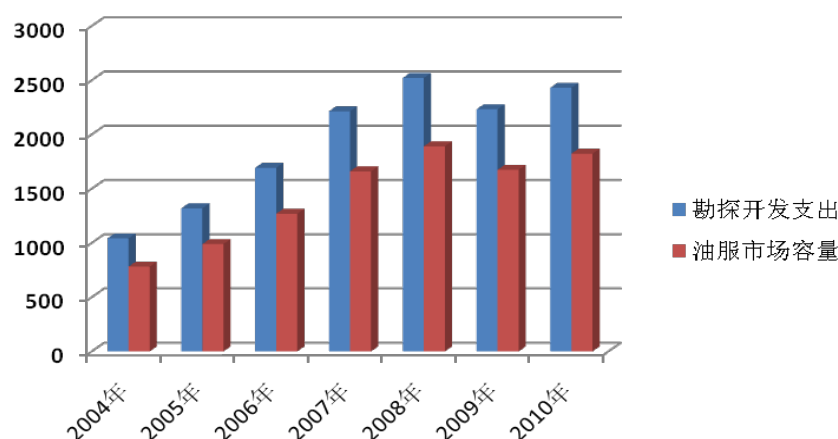
国外油田技术服务行业基本上是通过招投标方式确定服务提供方，市场化程度较高。国内老区域、传统油田技术服务领域内区域垄断、行政垄断性仍然较强，但是，随着三大石油集团主辅分离、辅业改制的推进，行业垄断与市场封闭逐步打破并逐步引入竞争机制，我国油田技术服务行业的市场化程度越来越高，这些政策均有利于油田技术服务行业的发展，有利于企业通过市场竞争做大做强。此外，境内大部分高难度井、境外油公司在境内投资勘探开发的油气井均采用招投标的方式确定服务承包方，这有利于业内技术领先的企业通过市场化方式获得更多的市场机遇，实现更快的成长。

（三）国际化发展趋势渐明，未来将迎来快速发展期

我国油田技术服务行业国际化趋势主要体现在两个方面。一方面，随着国内油田技术服务企业竞争能力的增强，部分服务领域具备了参与国际市场竞争的能力，走出去争取海外市场服务业务、扩大海外市场服务收入成为国内部分油田技术服务企业的发展战略；另一方面，随着我国油田技术服务行业对外限制的放开，国际巨头纷纷介入国内油田技术服务领域的竞争，国际巨头的介入加剧了行业竞争的同时，有益于行业管理、技术、服务水平的全面提升。

近年来，国内油气勘探开发力度的加大带动了油田技术服务市场的发展。一般情况下，石油公司的勘探开发总支出中用于油田技术服务的支出约占70%~80%，以下为我国三大石油巨头2004年至2010年上半年勘探开发支出及相应的国内油田技术服务的市场容量：

图5：我国三大石油巨头勘探支出和油服市场容量（单位：亿元）

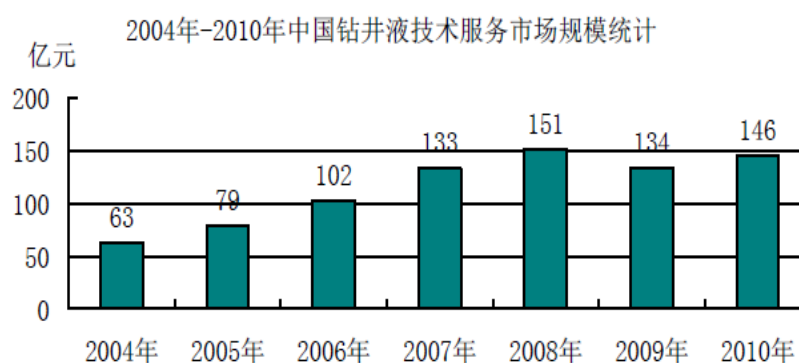


数据来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

由于目前我国发现的大气田大多是中深井，井深基本都在5000-7000米之间，因此对钻井液行业提出了更深（井深）、更快（钻速）、更高（温度）、更环保、更保护油气层等各种更高的要求，从而推动了油田技术服务行业的发展。

钻井液工程技术服务的市场份额约占石油工业勘探开发投资的5%-8%，2009年我国钻井液技术服务市场规模达到134亿元。为弥补老油井产油量的自然衰减并达到产能增长的目的，三大石油股份公司将长期保持较高的新增钻井量，为钻井液技术服务行业的发展奠定基础。

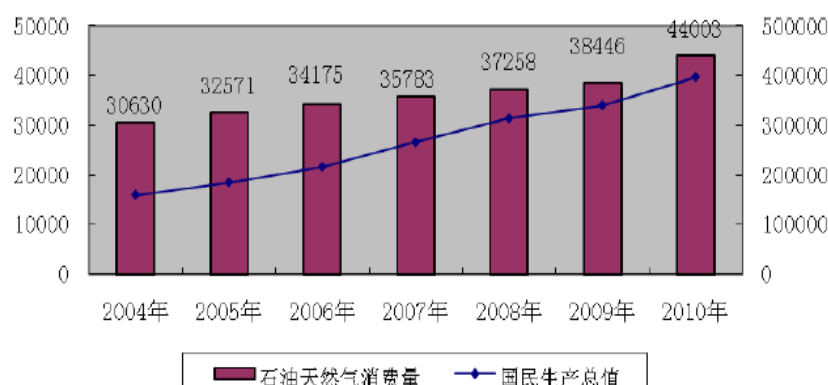
图 6：钻井液技术服务市场规模统计



数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部

钻井液技术服务和油田环保技术服务两项业务的市场需求主要受我国石油天然气开发企业勘探开发投资规模的变动呈正相关关系，随着国民经济的持续增长，我国石油天然气的消费逐年上升。

图 7：天然气消费量及国民生产总值



数据来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

公司主要竞争优势：

1. 技术优势不断突显

在油田技术服务行业中，市场集中度并不是很高，因此技术水平就是其生命线。公司以目前所服务区域的技术需求为技术研发动力，以行业技术发展趋势为技术储备方向，在熟练掌握并运用行业通用技术基础上，不断提升技术水平。目前，公司在钻井液技术服务、钻井液材料、油田环保技术服务、防腐工程技术服务领域均形成了能够有效提升公司技术服务水平的特色技术群。

在钻井液技术服务领域，公司形成了包括储层保护技术、井壁稳定技术、防漏堵漏技术、高压天

然气井高温高密度技术、大斜度定向井及水平井钻井液技术等在内的特色技术群。依托技术优势，公司在西南地区先后多次创造了钻井液技术服务纪录。

在钻井液材料方面，公司自主研发的油气储层裂缝暂堵剂、钻井液高效堵漏剂、抗高温抗盐钻井液降滤失剂等产品为提高公司钻井液技术水平奠定了坚实的基础。

在油气田环保领域，公司亦形成了包括钻井污水达标处理技术、作业废水达标处理技术、地层水回注处理技术、废钻井液无害化处理技术、集输场站生活污水处理技术、废弃固化物制备烧结砖技术等在内的特色技术，并利用该等技术出色地完成了所服务油田的环保治理工作，促进了油气勘探开发与环境的协调发展。

在防腐工程技术服务领域，公司拥有局部在线腐蚀监测技术、均匀在线腐蚀监测技术等一批特色技术。依托公司的技术优势，公司成功地获得普光气田在线腐蚀监测网络的建设，该网络为亚洲最大、世界第三的监测网络。

2. 研发优势明显

在油气服务行业内，公司研发优势明显，通过引进、培养相结合的方式积极发展研发队伍。为增强公司的研发实力与水平，公司已聘请罗平亚、张敬荣等行业知名专家作为技术专家顾问，并与国内部分知名高校进行联合研发。公司先后研发并取得专利证书的发明专利7项，实用新型专利2项；此外5项发明专利处于申请过程中并已获受理通知书。

本次募集之后，公司将进一步改善技术中心软硬件设施，加大人才培养、引进力度，增加研究开发投入，完善技术创新机制，进一步提升技术中心的研发实力，将公司的省级技术中心提升为国家级技术研发中心，保持公司在市场竞争中的研发优势。

3. 一体化、一站式服务优势

公司是钻井液领域具备研究开发、设计、生产、服务一体化能力的优势企业之一，也是国内少有的能够提供钻井液材料、现场流体服务、固控服务、环保治理一站式服务的钻井液技术服务提供商。公司拥有强大的后端生产和技术保障力量，能提供从获得任务后进行项目施工方案设计、钻井液材料生产及供应、服务队伍上井、现场流体服务、固控设备运营（使用、维护、保养）、环保治理一站式服务的钻井液技术服务。能为客户提供全方位的钻井液技术服务，使客户对钻井液技术服务的管理简单化（避免面对多个服务商），提高工作效率，同时也能为公司带来最大化的工作量和利润。而其他钻井液技术服务供应商则以提供施工方案设计、工程师和钻井液材料的服务方式为主。

提供一体化、一站式钻井液技术服务是公司提升钻井液技术服务水平的重要举措，也是公司区别于其他技术服务公司的竞争优势。

募集资金投向：

公司此次募投项目实施后可以大幅提高公司的服务能力，尤其表现在钻井液技术服务能力上，可以为公司争取更多的市场占有率，提升公司的竞争能力。

由于目前我国西南地区、伊朗雅达油田等区域业务量的增加，公司现有人员、设备以及资金等不能满足下一步业务发展的需要，公司现有的各类现场实验设备仪器及移动用房均处于超负荷状态，钻井液技术服务队也基本满负荷运转，无法对公司新增业务形成有效支持。因此本次募集资金投向的目的就是尽可能解决这些瓶颈，为公司长远发展提供更有力的保障。

表 1：募投项目投向（单位：万元）

项目名称	建设资金	运营资金	投资总额	募集资金投资总额	建设期(年)
钻井液技术服务能力建设项目	3355.47	15498.35	18853.82	10353.82	1
钻井液材料生产改扩建项目	3100.16	1199.84	4300	4300	2
省级企业技术中心升级项目	4921.93		4921.93	4921.93	1
合计	11377.56	16698.19	28075.75	19575.75	

数据来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

钻井液材料生产改扩建项目实施后，钻井液材料加工能力将得到大幅度提升，公司目前加工能力为 3 万吨，募投项目实施后，将提升至 8 万吨，钻井液材料自加工率预计将提升至 70%，将大大解决公司发展瓶颈。

风险提示：**(1) 单一客户依赖度过高**

由于公司原本是中石化旗下，后经改制成立，因此在业务上和中石化密切度较高。2008 年、2009 年、2010 年和 2011 年 1-6 月，公司来自于中石化集团西南石油局及其关联企业的营业收入占公司营业收入的比例分别为 88.27%、85.34%、85.14%和 88.12%。中石化集团西南石油局及其关联企业中的中石化股份西南油气分公司是公司最主要的客户，公司是中石化股份西南油气分公司最主要的钻井液技术服务提供商、环保技术服务提供商。在未来的经营中，若中石化股份西南油气分公司降低对本公司技术服务的需求而本公司又不能及时开拓新的可替代客户，将对公司业绩产生不利影响。

(2) 业务区域集中的风险

尽管公司不断开拓海外市场，但目前油田技术服务主要集中在我国的西南地区，2008 年、2009 年、2010 年和 2011 年 1-6 月，公司来自于西南地区的营业收入占公司营业收入的比重分别为 91.51%、90.12%、87.55%和 82.36%。西南地区营业收入占公司营业收入比重较高，若石油天然气勘探开发企业降低西南地区的勘探开发力度，将导致西南区域油田技术服务市场规模缩小，公司的经营业绩将会受到一定影响。

(3) 国际业务开展的风险

去年以来，国际地缘局势日趋紧张，2010 年 7 月 1 日公司与中国石化集团西南石油局钻井工程研究院签订《伊朗雅达钻井液（完井液）项目合作协议》，协议约定双方合作为中国石化集团国际石油工程有限公司伊朗分公司伊朗雅达瓦兰项目提供钻井液技术服务。由于海外业务受到国际经济、地缘政治环境等影响较大，而公司海外技术服务经验又相对欠缺，因此海外业务经营存在一定的不确定性。

(4) 不能继续享受所得税优惠风险

2007 年至 2009 年，仁智油服依据《关于国有大中型企业主辅分离辅业改制分流安置富余人员的实施办法》免缴所得税，2010 年至 2012 年享受高新技术企业所得税税率 15%的优惠；仁智实业在 2008 年至 2010 年享受高新技术企业所得税税率 15%的优惠；仁智石化依据《关于支持汶川地震灾后恢复重建有关税收政策问题的通知》免缴 2008-2010 年的企业所得税，同期享受高新技术企业所得税税率 15%的优惠；仁智奇微 2008 年至 2010 年，享受高新技术企业所得税税率 15%的优惠。

表 2：税收优惠情况

项目	2011 年 1-6 月	2010 年	2009 年	2008 年
所得税税收优惠	203.46	1,051.94	1,580.99	1,145.51
归属于母公司普通股股东净利润	1,366.86	6,025.80	4,095.85	3,384.78
税收优惠占净利润比例	14.89%	17.46%	38.60%	33.84%

数据来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

报告期内所得税优惠占归属于母公司普通股股东净利润比例相对较高，公司所得税优惠政策将在 2011 年到期，如果公司及下属子公司不能继续获得高新技术企业资格及其他所得税优惠，公司及下属子公司所得税税率将恢复到 25%，将会对公司业绩产生一定影响。

盈利预测与估值：

我们选取了一些同行业上市公司进行参考对比分析，采用相对估值法对公司进行盈利预测和估值。考虑整个行业发展前景、公司在行业中所处地位以及公司未来发展前景，给予公司 2011 年 30-35 倍的动态市盈率，对应的合理估值区间为 16.8-19.6 元，建议询价区间为 15.3-17.82 元。

表 3：主要参考公司的 EPS 和 PE

证券名称	收盘价格	EPS		PE	
		2010	2011E	2010	2011E
惠博普	16.5	0.67	0.48	37.5	34.3
海默科技	9.98	0.29	0.37	34.41	26.97
通源石油	29.8	1.25	1.12	28.65	26.6
潜能恒信	29.96	1.01	1.03	29.66	29.09
		平均值		32.56	29.24

数据来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

表 4：利润表预测(单位：万元)

项目	2009	2010	2011E	2012E
营业总收入	36826.41	43036.28	49491.72	59390.06
减：营业成本	26173.36	30347.99	34644.19	41573.04
一、毛利润	10653.05	12688.29	14847.51	17817.02
期间费用	5779.23	5770.44	6347.48	7299.60
投资收益（损失）	-185.85	378.47	400	500
其他	444.93	580.94	700	800
二、营业利润	4243.04	6715.39	8200.03	10217.42
营业外收支净额	-76.66	186.18	200	250
三、利润总额	4166.38	6901.56	8400.03	10467.42
减：所得税费用	89.2	921.06	1966.11	2152.81
四、净利润	4077.18	5980.51	6433.92	8314.61
所有者净利润	4095.85	6025.8	6483.92	8364.61
少数股东损益	-18.67	-45.29	-50	-50
总股本	11443	11443	11443	11443
每股 EPS	0.358	0.526	0.56	0.73

数据来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

分析师简介：

汪思伟，证券分析师，法国南锡二大欧洲金融工程硕士研究生，法国里昂三大工商管理 and 上海交通大学安泰管理学院金融学双学士，4年证券从业经验，历任银河证券营业部分析师，航天证券煤炭能源行业研究员，2010年进入爱建证券担任煤炭能源行业研究员。

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。