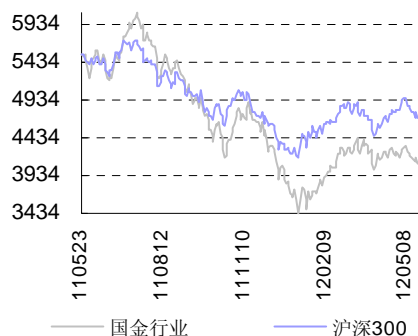


目标价格(人民币): 29.88-32.48元
 询价价格(人民币): 26.89-29.24元
 长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|---------------|---------|
| 发行 A 股上限(百万股) | 20.00 |
| 总股本(百万股) | 60.00 |
| 国金其它专用设备指数 | 4096.00 |
| 沪深 300 指数 | 2587.23 |
| 中小板指数 | 5244.31 |



综合实力强劲的岩土钻孔装备专家

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.798 | 1.212 | 1.299 | 1.733 | 2.207 |
| 每股净资产(元) | 2.58 | 3.79 | 10.96 | 12.45 | 14.55 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.22 | 0.72 | 1.37 | 1.42 | 1.81 |
| 市盈率(倍) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 行业优化市盈率(倍) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 净利润增长率(%) | 43.51% | 51.92% | 42.92% | 33.39% | 27.35% |
| 净资产收益率(%) | 30.93% | 31.97% | 11.85% | 13.92% | 15.16% |
| 总股本(百万股) | 60.00 | 60.00 | 80.00 | 80.00 | 80.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **深孔钻机技术领先, 综合实力强劲。**逾 40 年的行业技术经验使得公司堪称是岩土钻孔装备专家, 在国内深孔岩心钻机、大型水平定向钻机、煤层气钻机等高技术含量的岩土钻机领域全面领先。公司的深孔钻探设备极为适合我国深部找矿需求, 岩心钻机最大钻深国际领先; 水平定向钻机回拖力大, 稳定性好; 煤层气钻机具有先发优势, 已获用户认可; 钻杆业务的拓展进一步完善公司产品线, 加强综合服务优势, 成为新增长点。
- **国内地质勘探、市政施工、煤层气等下游行业应用市场前景广阔。**我国矿产资源勘探投资快速增长, 深部找矿需求日益强烈, 拉动深孔钻探设备的发展; 持续快速的城市化进程需要大量铺设各类地下管线, 拉动水平定向钻机等非开挖装备市场需求快速增长; 我国煤层气储量丰富, 煤层气钻机正处于产品导入期向成长期过渡的阶段, 市场空间巨大。
- **卓越产品性价比打开海外市场空间。**公司的全液压钻机、水平定向钻机和煤层气钻机等产品基本性能接近国际领先产品, 定价仅为其 1/2-1/3, 性价比优势突出, 出口潜力大。公司 2011 年 87 台全液压岩心钻机中有 60 台以上通过直接或间接出口到海外, 水平定向钻机也已经销往海外。此外, 机械式立轴岩心机也有销往发展中国家的潜在空间。

盈利预测、估值和定价

- 我们预计公司 12~14 年营业收入为 501、622 及 777 百万元; 净利润分别为 104、139 及 177 百万元, 对应发行后全面摊薄的每股收益 1.299、1.733 和 2.207 元, 同比分别增长 42.92%、33.39%及 27.35%。
- 考虑公司在行业内的竞争优势和业绩成长性, 我们认为可以给予公司 12 年 23-25 倍 PE 估值, 合理价值区间为 29.88-32.48 元。建议询价区间较合理价位折让 10%, 即 26.89-29.23 元。

风险提示

- **存货周转率较低的风险:** 公司产品线型号丰富, 原材料和在产品占用资金较大, 若对存货管理不善, 有可能发生存货贬值遭受损失的风险。
- **零部件外协加工的风险:** 公司非核心零部件外协加工比例高, 且集中于几大外协厂商, 在产品交付时间控制、质量控制、价格控制上有一定风险。

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

高懿 联系人
 (8621)60870933
 gaoyi@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|----------------------|----|
| 公司概况: | 4 |
| 岩土钻孔装备专家 | 4 |
| 主营业务高速增长 | 5 |
| 钻孔机械行业概览 | 6 |
| 钻探机械的组成与分类 | 6 |
| 行业竞争状况 | 7 |
| 岩心钻机需求快速增长, 升级换代前景可期 | 11 |
| 矿产勘探投资持续增长 | 11 |
| 深孔钻探符合需求 | 12 |
| 全液压钻机的发展趋势 | 13 |
| 岩心钻机市场容量及竞争格局 | 14 |
| 煤层气钻机蓄势待发 | 14 |
| 水平定向钻机稳步增长 | 16 |
| 钻杆需求持续增长 | 16 |
| 公司竞争优势 | 17 |
| 技术研发及产业化能力优势 | 17 |
| 卓越的品牌价值与综合服务优势 | 18 |
| 募投项目分析 | 18 |
| 盈利预测、估值和定价 | 21 |
| 风险提示 | 23 |
| 附录: 三张报表预测摘要 | 23 |

图表目录

| | |
|--------------------------|---|
| 图表 1: 公司主要产品及用途 | 4 |
| 图表 2: 公司历年主营业务收入构成 (百万元) | 5 |
| 图表 3: 公司主要产品所处周期 | 5 |
| 图表 4: 公司历年营业收入与净利润 (百万元) | 5 |
| 图表 5: 公司主营业务毛利率 | 5 |
| 图表 6: 与可比上市公司综合毛利率比较 | 6 |
| 图表 7: 钻探机械的基本组成 | 6 |
| 图表 8: 钻机分类 | 7 |
| 图表 9: 立轴式岩心钻机型号标准 | 7 |
| 图表 10: 岩心钻机业内主要公司 | 8 |
| 图表 11: 水平定向钻机业内主要公司 | 9 |

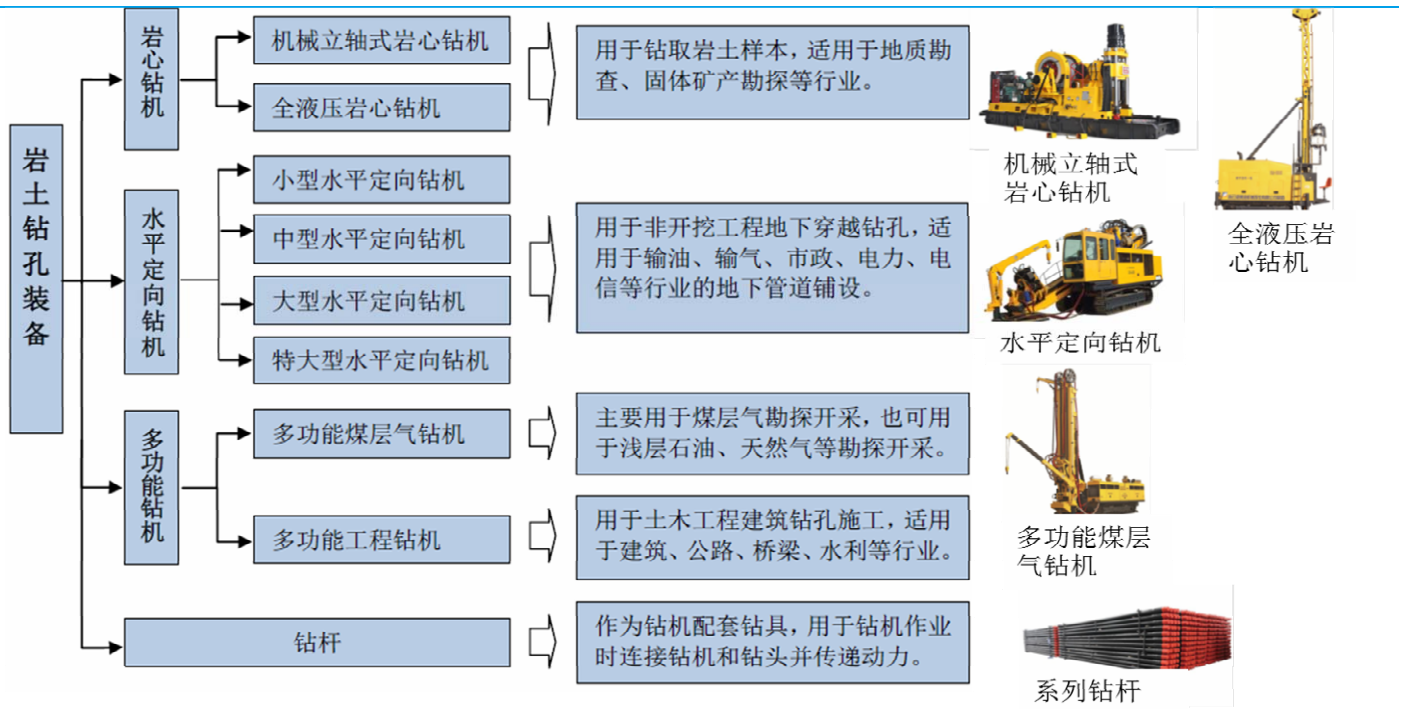
| | |
|--|----|
| 图表 12: 煤层气钻机业内主要公司 | 10 |
| 图表 13: 钻机配套钻具业内主要公司 | 11 |
| 图表 14: 我国探明储量的 45 种主要矿产对 2020 年需求的保证程度 | 12 |
| 图表 15: 全国地质勘查及固体矿产勘查投资 (亿元) | 12 |
| 图表 16: 2009-2015 年岩心钻机销量 (台) | 14 |
| 图表 17: 煤层气主要生产国数据对比 | 15 |
| 图表 18: 煤层气地面钻采增长迅速 | 15 |
| 图表 19: 中美两国水平定向钻机销量 (台) | 16 |
| 图表 20: 勘探总工作量规划 (万米) | 17 |
| 图表 21: 公司近年来新产品或新型号数量 | 17 |
| 图表 22: 全液压岩心钻机制造商系列产品钻深 (米) | 18 |
| 图表 23: 煤层气钻机制造商产品钻深 (米) | 18 |
| 图表 24: 公司募投项目简介 | 19 |
| 图表 25: 公司产品生产情况 | 19 |
| 图表 26: 项目达产后各类钻机产品产量规划 | 20 |
| 图表 27: 项目达产后可配套销售钻杆情况 | 20 |
| 图表 28: 分项业务预测 | 22 |

公司概况:

岩土钻孔装备专家

- 公司一直专注于岩土钻孔装备，产品广泛应用于地质勘查、固体矿产勘探、能源勘探开采、土木工程建筑等行业的岩土钻孔作业中。主要产品为机械立轴式岩心钻机、全液压岩心钻机、水平定向钻机、多功能煤层气钻机、多功能工程钻机，以及钻机配套使用的钻杆产品。并根据客户需求提供钻塔、泥浆泵等辅助钻机作业的配套件。

图表1: 公司主要产品及用途



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

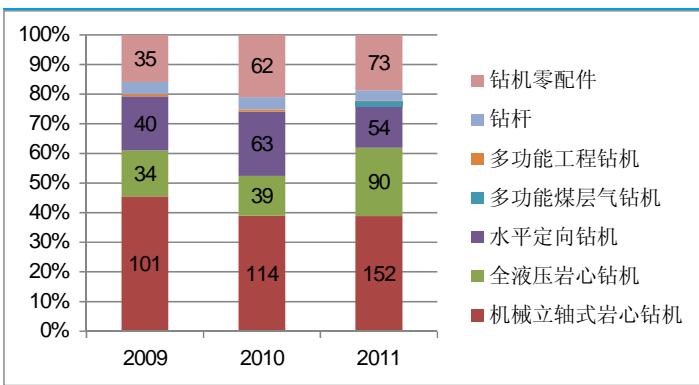
- 公司在岩土钻孔设备领域有逾 40 年的经验积累，在深孔钻探设备领域具有较强竞争优势。公司钻机产品共有三大系列 40 多种型号，其中，机械立轴式岩心钻机最大设计钻深达 4,200 米，全液压岩心钻机最大设计钻深达 3,000 米，水平定向钻机最大设计回拖力可达 450 吨，并正在研制回拖力达 1,000 吨的特大型钻机，多功能煤层气钻机设计钻深达 3,200 米。
 - 公司岩心钻机产品包括机械立轴式岩心钻机、全液压岩心钻机两大系列共 26 种型号，以中深孔、深孔钻机为主。
 - 机械立轴式岩心钻机型号齐全、技术先进，已具备钻探深度达到 4,200 米的深孔钻机的规模化生产能力。
 - 公司是国内首批可生产全液压岩心钻机的少数企业之一，目前已形成多种型号的系列化产品，2009 年已具备设计钻探深度达到 3,000 米的深孔全液压岩心钻机生产能力。
 - 公司水平定向钻机技术成熟，液压系统设计良好，产品稳定性好，整体性能优良，全部为全液压力头驱动式钻机，自动化程度高，可实现部分智能化，目前有 17 种规格型号。产品以大回拖力的中型、大型、特大型钻机为主，最大回拖力可达 450 吨，并正在研制回拖力达 1,000 吨的特大型钻机。
 - 公司于 2009 年研制成功履带式多功能煤层气钻机，该钻机采用全液压多功能动力头、双油缸倍速提升机构、全液压多功能孔口装置和操纵控制系统，可实现部分智能化。

- 公司配套钻杆产品主要有用于岩心钻机的岩心钻杆，也称绳索取芯钻杆，以及主要用于水平定向钻机，也可用于多功能煤层气钻机等多种钻机的钻杆，均属钻机配套使用的消耗品。

主营业务高速增长

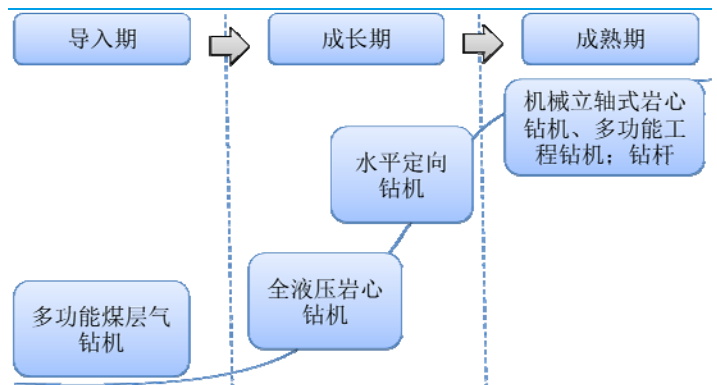
- 公司营业收入 99%以上为主营业务收入，其他业务收入为废料销售、原材料配件及包装物销售等，占比极小。
- 主营业务收入主要来源于机械立轴式岩心钻机、全液压岩心钻机和水平定向钻机三大钻机产品，在主营业务收入中合计占比 75%以上。其中，机械立轴式岩心钻机技术成熟，是我国目前广泛应用的主流岩心钻机，在公司主营业务收入中占比近 40%。全液压岩心钻机智能化和自动化程度高，钻进效率较高，且给进行程较长，有利于减少岩心堵塞机率，减少井内事故，11 年在主营业务收入中占比 23%，未来增长空间较大。水平定向钻机是非开挖工程施工的关键装备，具有施工效率高、环境影响小、综合成本低、施工安全等优点，技术已较为成熟，在主营业务收入中占比约 14%。
- 公司 2011 年在国内机械立轴式钻机销量的市场占有率为 37.5%，全液压式钻机销量市场占有率为 27.5%，并且已成为国内仅有几家能生产煤层气钻机的企业。即使在 11 年机械立轴式钻机行业销量同比下滑 9.8%的情况下，公司仍实现 38.3%的同比增长，市场占有率提升了 13 个百分点。同年全液压钻机行业销量同比增长 91.5%，公司销量增长 123.1%，大大超越行业增速，市场占有率提升了 4 个百分点。

图表2：公司历年主营业务收入构成（百万元）



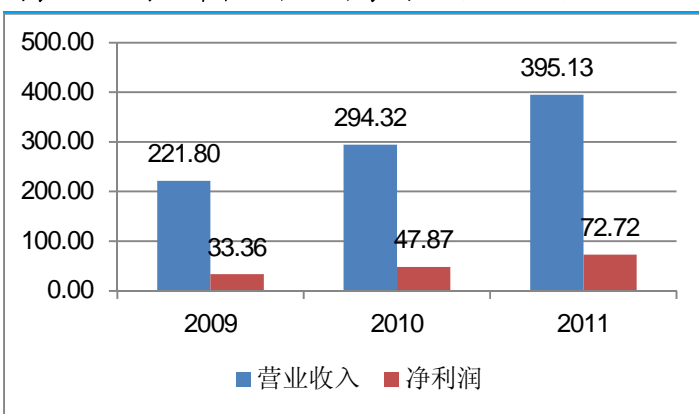
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表3：公司主要产品所处周期



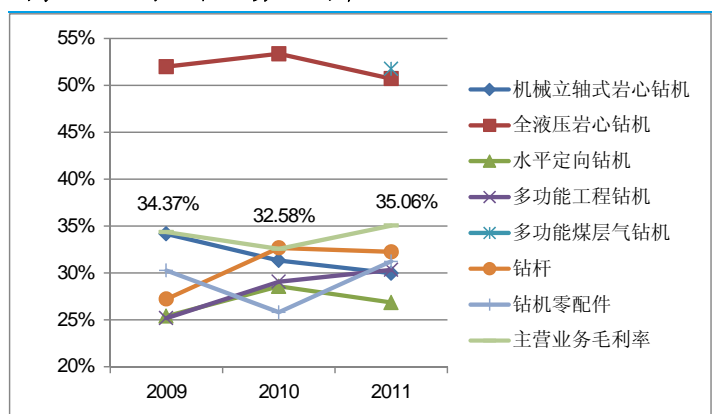
- 公司成长性良好，09-11 年营业收入复合增长率为 33.5%，净利润复合增长率为 47.65%。2011 年实现营业收入和净利润分别为 395 百万元和 73 百万元。

图表4：公司历年营业收入与净利润（百万元）



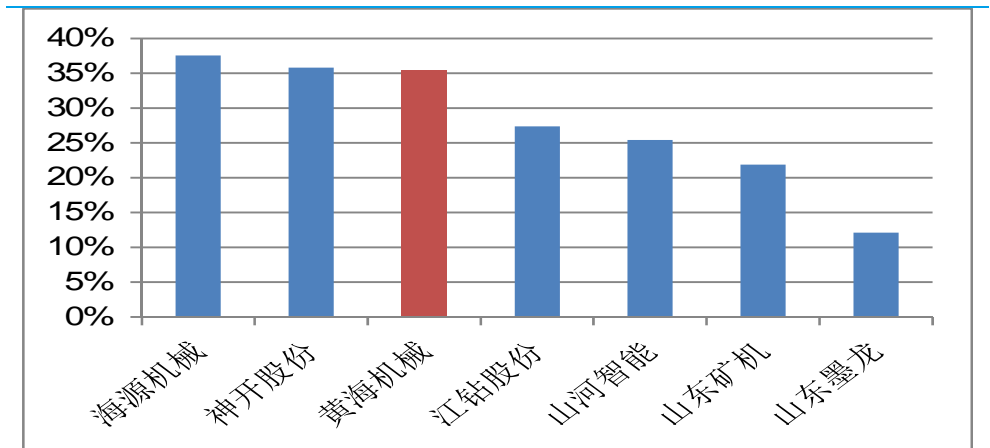
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表5：公司主营业务毛利率



- 主营业务毛利率总体保持稳定。其中，机械立轴式岩心钻机毛利率有所下降的主要原因是非核心零配件外协加工的比例提高，以及低毛利率的产品销售占比上升。全液压岩心钻机和水平定向钻机的毛利率基本保持稳定。随着高毛利率产品全液压岩心钻机在营业收入占比的增大，公司综合毛利率稳中有升。
- 公司毛利率与同行业可比上市公司相比，处于较高水平。

图表6: 与可比上市公司综合毛利率比较



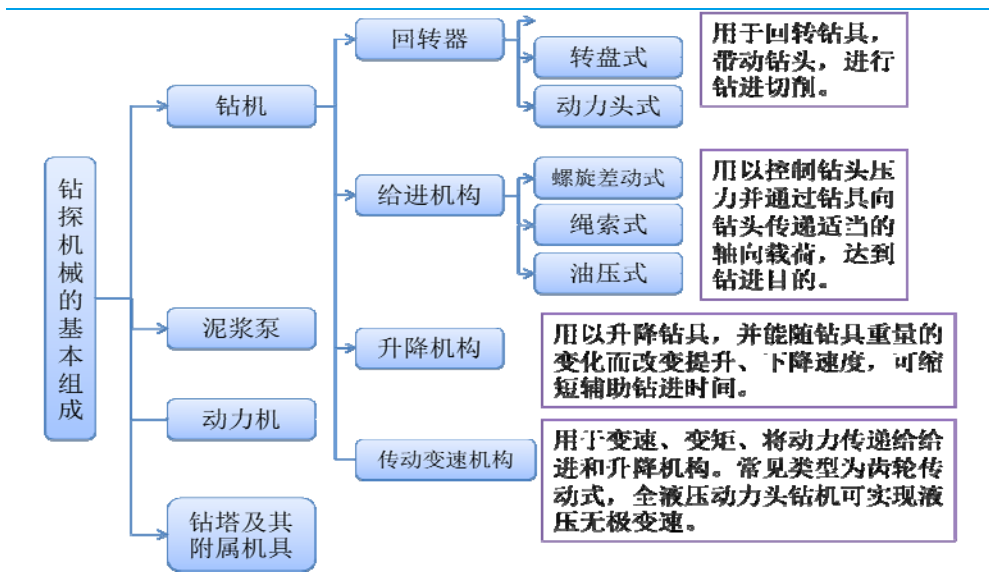
来源：公司公告，国金证券研究所

钻孔机械行业概览

钻探机械的组成与分类

- 钻孔机械是钻凿矿物和岩石的一种工程机械，广泛应用于冶金、煤炭、化工等矿山生产中，同时也是地质、建筑、水电、交通和军事等工程施工的主要设备。
- 非开挖施工主要是针对岩土施工的一种技术。非开挖施工技术指在不开挖地表的条件下探测、检查、修复、更换和铺设各种地下公用设施的技术和方法。
- 钻探机械的基本组成包括钻机、泥浆泵、动力机、钻探及附属机具。

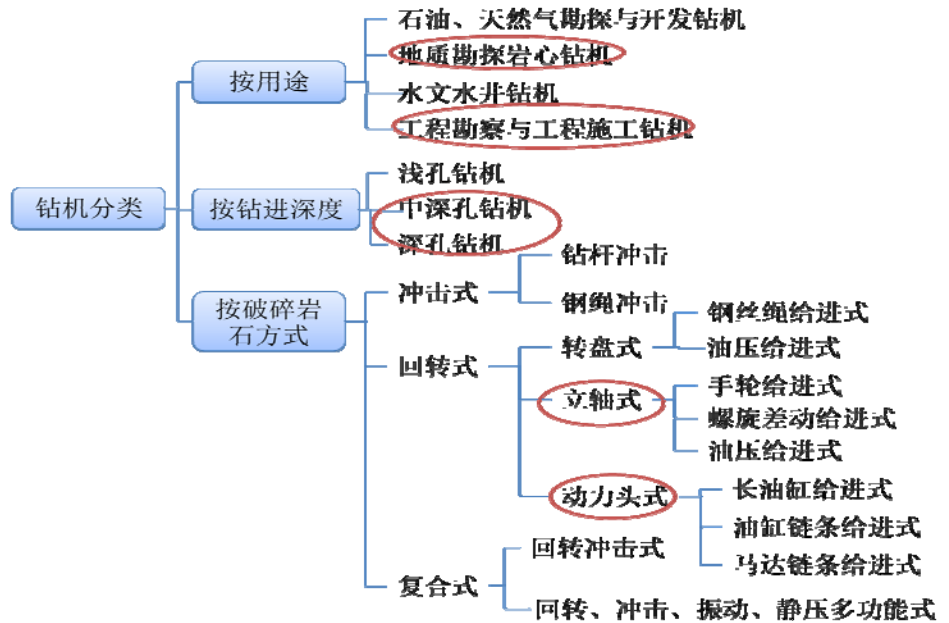
图表7: 钻探机械的基本组成



来源：国金证券研究所

- 钻机可按用途不同、钻进深度不同、破碎岩石方式不同等进行分类。

图表8: 钻机分类



来源: 国金证券研究所

- 钻机的类别和特征, 是按钻机的综合特征及主要性能, 以汉语拼音字母及数学编排的代号来标示, 通常把代号称谓为型号, 标示在钻机铭牌上。

图表9: 立轴式岩心钻机型号标准

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------|------|------|------|------|------|
| 新产品或新型号数量 | 8 | 6 | 10 | 8 | 7 |

来源: 国金证券研究所

行业竞争状况

岩心钻机

- 岩心钻探是固体矿产资源勘探工作中不可缺少的重要技术手段。在岩心钻探施工中, 岩心钻机是关键设备。通过向地层钻进不同深度的钻孔, 将钻孔中切削或破碎形成的岩心或岩屑从地层深部取出供分析研究, 以便查明矿床的储量和品位, 为固体矿产资源的开发和利用提供可靠依据。
- 国内岩心钻机生产厂家众多, 行业集中度不高。我国历史上地质勘探设备厂商众多, 过去大部分省市都有地质探矿队和相应的地质勘探设备厂。随着市场化改革的不断深化, 地质勘探设备全国大市场正逐步形成。国内地质钻探设备行业的总体特点是: 企业规模小、技术创新能力弱、产品同一化、低水平重复、过度竞争。目前国内地质钻探设备市场上, 深孔立轴式岩心钻机以黄海机械、张家口中地装备探矿工程机械有限公司、江苏省无锡探矿机械总厂有限公司等企业的产品为主导; 全液压岩心钻机以北京天和众邦勘探技术股份有限公司、黄海机械等企业的产品市场份额突出。
- 国际岩心钻机市场集中度高, 主要厂商综合实力强。国际岩土钻孔机械设备市场集中度较高, 领先厂商均具有强大的产业化能力、技术研发能力、售后服务能力等, 产品种类众多, 型号系列齐全。近年来, 国外大型岩土钻孔设备厂商纷纷通过并购实现业务快速扩展, 并通过改进企业组织结构和产品结构, 提升其在行业的主导地位, 实现销售收入和利润增长; 在注重钻机研发制造的同时, 也十分注重钻机消耗品(钻具和配件)的生产经营, 通过增强全套岩土钻孔设备的综合服务能力来获得竞争优势、提高盈利能力。

- 公司地质勘查深孔机械立轴式岩心钻机在国内享有盛誉，产销量位居国内首位，全液压动力头岩心钻机产销量在同类生产企业中名列前茅。主要竞争对手包括张家口中地装备探矿工程机械有限公司、北京天和众邦勘探技术股份有限公司、江苏省无锡探矿机械总厂有限公司。

图表10: 岩心钻机业内主要公司

| |
|--|
| 张家口中地装备探矿工程机械有限公司 |
| 张家口中地装备探矿工程机械有限公司隶属于中国机械工业集团公司，是中装总公司的全资子公司。主要产品有地质岩心钻机系列，工程施工钻机系列，水文水井钻机系列，钻机车系列，石油机械产品等。 |
| 衡阳中地装备探矿工程机械有限公司 |
| 衡阳中地装备探矿工程机械有限公司成立于2006年12月，是衡阳探矿机械厂改制而成立的新公司，依法接续衡阳探矿机械厂的技术力量和各类产品，是国内泥浆泵专业生产基地。主要产品有泥浆泵、砂浆泵、高压注浆泵、工程钻机、岩心钻机等五个系列80余种产品。 |
| 北京天和众邦勘探技术股份有限公司 |
| 北京天和众邦勘探技术股份有限公司成立于2005年，是一家以地质勘探设备的研发和生产为主营业务的高新技术企业。主要产品包括CSD全系列动力头式地表钻机、CKD系列绳索取芯坑道钻机、CMR系列多功能钻机以及ZDY煤矿多功能钻机、煤层气钻机五大系列。 |
| 江苏省无锡探矿机械总厂有限公司 |
| 江苏省无锡探矿机械总厂有限公司始建于1956年。主要产品包括工程勘察钻机、锚固钻机、转盘式大口径施工钻机、静力压桩机、旋喷钻机、泥浆泵及各类配件，八大系列近五十多个品种的钻机。 |
| 日本东亚利根 (Tone) 公司 |
| 日本东亚利根 (Tone) 公司，也称东亚利根钻机株式会社，成立于1917年，是世界著名的地质勘探钻机制造商，主要生产和销售各类岩心钻机及零配件。 |
| 日本矿研 (Koken) 公司 |
| 日本矿研 (Koken) 公司，也称矿研工业株式会社，成立于1947年，是世界著名的地质勘探钻机制造商。主要产品和服务为钻机及其他地下钻探设备的制造和销售，以及锚固工程、大口径岩土钻掘工程、岩土钻孔工程、资源钻探工程等工程施工服务。 |
| 美国宝长年 (Boart Longyear) 公司 |
| 美国宝长年 (Boart Longyear) 公司是一家拥有120年历史的世界矿产勘探公司，总部位于美国俄亥俄州，在澳大利亚证券交易所公开上市。主要产品为矿产勘探装备，包括钻机及其零配件、钻杆等，该公司的NQ、BQ、HQ、PQ等系列钻杆产品拥有较高知名度，该公司还提供矿产勘探服务。 |
| 瑞典阿特拉斯·科普柯 (Atlas Copco) 公司 |
| 阿特拉斯·科普柯 (Atlas Copco) 公司是一家创立于1973年，总部位于瑞典斯德哥尔摩的全球性工业集团。公司业务为压缩空气设备，建筑和采矿设备，工业技术设备，业务范围遍布150多个国家。公司建筑和采矿设备主要产品有钻岩机、旋转式钻孔凿岩机、天井钻进设备等。 |
| 瑞典山特维克 (Sandvik) 公司 |
| 瑞典山特维克 (Sandvik) (Sandvik) 公司成立于1862年，是一家在相关领域拥有先进产品和世界领先地位的高技术装备制造企业，业务遍布全球130个国家。2004年，山特维克矿山工程机械进入中国。特维克矿山工程机械进入中国。2005年投资1,500万美元的中国第一家装配工厂在上海建成并投产。该公司产品多元化，种类繁多，其中钻孔和凿岩设备包括各种形式的勘探钻机，如牙轮爆破孔钻机、水井钻机、石块钻孔机、地下钻机、地下勘探钻机等。 |

来源：国金证券研究所

水平定向钻机

- 国内水平定向钻机市场需求稳定增长，市场竞争集中在优势企业。非开挖技术和水平定向钻机在我国经过十多年发展，已经在管线铺设等工程施工中得到广泛应用，市场需求处于稳定增长阶段。1995年我国新增水平定向钻机5台，2010年销售水平定向钻机达到1,896台，十多年来呈现持续增长的态势。
- 根据中国地质学会非开挖技术专业委员会调查统计的数据分析，2007-2009年公司水平定向钻机销量的行业排名均在前10名，其中，在公司主要生产的中型、大型及特大型水平定向钻机领域，2007-2009年公司销量排名位居前6名。2010年公司水平定向钻机的销售量同比增长29%，销售收入同比增长58%。国内主要竞争对手包括上海谷登建筑机械制造有限公司、深圳钻通工程机械股份有限公司、南京地龙非开挖工程技术有限公司、德威士行孙工程机械（北京）有限公司。

图表11：水平定向钻机业内主要公司

| |
|--|
| 上海谷登建筑机械制造有限公司 |
| 上海谷登建筑机械制造有限公司是一家集研发、生产、销售和服务于一体的非开挖设备专业制造商。主要产品是水平定向钻机、全液压静力压桩机、步履式起重机等非开挖工程施工设备。 |
| 深圳市钻通工程机械股份有限公司 |
| 深圳市钻通工程机械股份有限公司是专业从事非开挖技术研究开发的民营科技企业，于2000年8月成立。主要产品是水平定向钻机、钻杆等，该公司在国内中小型水平定向钻机市场具有较强竞争力。 |
| 南京地龙非开挖工程技术有限公司 |
| 南京地龙非开挖工程技术有限公司是从事非开挖技术研究、开发和产品制造的公司，自1996年开始着手非开挖技术的应用研究，于1998年正式注册成立。主要产品是水平定向钻机，有DFM、DF、DL、DDL四个系列十多个品种。 |
| 德威士行孙工程机械（北京）有限公司 |
| 德威士行孙工程机械（北京）有限公司成立于2008年12月，其前身是北京土行孙非开挖技术有限公司。主要产品是非开挖技术装备，主导产品为DDW系列非开挖水平定向铺管钻机。 |
| 美国凯斯（CASECE）公司 |
| 凯斯（CASECE）公司是世界著名的工程机械制造商，1842年成立于美国。目前在全球拥有39处工厂、26家研发中心和22家合资公司。业务范围包括工业设计、生产制造、市场营销和代理商服务网络的管理等内容，向全球用户提供全方位的专业服务。 |
| 主要产品为90种型号的工程机械产品，其中包括挖掘装载机、滑移装载机、履带式滑移装载机、推土机、履带式和轮式液压挖掘机、自行式平地机、大型和小型的轮式装载机、推土机、铰接式自卸卡车、振动压路机、越野叉车、水平定向钻机、挖沟机以及伸缩臂式多功能车。 |
| 凯斯公司1995年进入中国工程机械市场，总部设在上海。目前在中国销售的凯斯产品包括：凯斯挖掘装载机，凯斯滑移装载机，全系列凯斯履带式挖掘机，凯斯伸缩臂式多功能车，凯斯挖沟机和凯斯水平定向钻机六大系列。 |
| 美国威猛（VERMEER）公司 |
| 美国威猛（VERMEER）公司是一家集生产、研制、开发于一身的世界著名的专业工程设备制造商，总部位于美国爱荷华州，在中国设有北京威猛制造有限公司。主要产品有导向钻机、开沟机、挖掘机、粉碎机、农业机械等。 |
| 美国沟神（Ditch Witch）公司 |
| Ditch Witch公司是美国著名的工程设备制造商，公司历史始于1902年，公司总部位于美国俄克拉荷马州。主要产品为水平定向钻机、推土机、挖掘机等地面和地下工程设备。 |

来源：国金证券研究所

煤层气钻机

- 我国煤层气产业起步较晚，2005年才实现煤层气地面抽采零的突破，煤层气钻机生产和应用也处于早期发展阶段，我国煤层气钻机处于产品导入期向产品成长期过渡的阶段，市场需求的特点是由需求量较小发展到需求快速增长的阶段。目前缺乏明确的行业排名数据。

- 公司是我国首批研制成功煤层气钻机的企业。公司于 2009 年成功研制出履带式煤层气钻机，石家庄煤矿机械有限责任公司也于 2009 年研制成功煤层气钻机，南阳二机石油装备（集团）有限公司于 2010 年研制成功煤层气钻机。公司目前已实现履带式煤层气钻机批量生产，目前已实现销售 2 台煤层气钻机，并获得 3 台煤层气钻机订单。

图表12: 煤层气钻机业内主要公司

| |
|--|
| 石家庄煤矿机械有限责任公司 |
| 石家庄煤矿机械有限责任公司始建于1939年，2007年经河北省政府国资委批准，成为冀中能源和中煤能源集团下属的国有合资公司。主要产品包括煤矿采掘运输及支护设备、煤矿专用设备、工程钻探设备、随车起重机三大系列。 |
| 南阳二机石油装备（集团）有限公司 |
| 南阳二机石油装备（集团）有限公司位于河南省南阳市，公司前身为石油工业部第二石油机械厂，2004年从中国石化集团公司改制，2006年4月与加拿大合资组建中外合资企业。主要产品包括：1,000米—4,000米车装钻机、1,000米—7,000米橇装钻机、1,000米—4,000米拖挂钻机、25吨—225吨陆上修井机、60吨—225吨海洋钻修机、4,000米—7,500米油井测试设备、50吨—70吨重载挂车、顶部驱动钻井装置、泥浆泵、石油专用车辆、井口工具等11大系列、110多个品种。 |
| 美国雪姆（SCHRAMM）公司 |
| 美国雪姆（SCHRAMM）公司成立于1900年，公司总部位于美国宾西法尼亚州，是国际最著名的全液压车载钻机生产商及设备制造商之一，在中国北京设有办事处。主要产品为可用于煤层气勘探开采的全液压车载钻机，年生产销售各类车载钻机140多台，在全球100多个国家中，拥有4,000多位用户和6,000多台设备。 |
| 意大利维尔（W. E. I.）公司 |
| 意大利维尔（W. E. I.）公司由意大利钻井设备领域的权威专家Peveri博士与皮亚琴察创建，钻机产品远销到澳大利亚、美国、俄罗斯、中东等多个国家和地区。主要产品为用于石油、天然气、煤层气等深井或有定向需求的大提升力、全液压顶驱式车装/拖车钻机。 |
| 德国宝峨（BAUER）公司 |
| 德国宝峨（BAUER）公司成立于1790年，至今已有一百多年历史，总部位于德国巴伐利亚州舒本豪森市，2006年7月在法兰克福证券交易所上市，业务涉及基础工程、钻井施工、基础工程设备和深井钻探设备制造、资源开发及环保技术服务和设备销售等各个领域。 |
| 主要产品包括BG系列旋挖钻机、GB系列液压抓斗、BC双轮铣槽机、克莱姆多功能钻机、PRAKLA深井钻机、RTG钢板桩多功能钻机、TBA超深井钻机、豪斯赫尔潜孔钻机和牙轮钻机、PILECO柴油打桩锤、FAMBO液压打桩锤、ABS水平穿越钻机、欧钻动力头、MAT泥浆处理设备。 |

来源：国金证券研究所

钻机配套钻具

- 公司钻杆产品发展较晚，从研制阶段起，公司钻杆产品就定位为高品质产品。公司 2008 年开始研制，2009 年开始试生产，2010 年开始规模生产配套钻杆，2011 年共销售各类钻杆达到 816 吨。公司为行业内知名的钻机生产企业，品牌认可度高，依托钻机配套销售和现有钻机销售网络，公司钻杆产品在短时间内即获得客户认可，未来可望成为我国钻杆制造行业内增长最快、增长潜力最大的钻杆生产厂商之一。国内主要竞争对手包括无锡钻探工具厂、无锡中地地质装备有限公司、唐山市金石超硬材料有限公司、石家庄朗威石油钻具有限公司。

图表13: 钻机配套钻具业内主要公司

| |
|---|
| 无锡钻探工具厂 |
| 无锡钻探工具厂始建于1958年，原隶属地质矿产部，现在是中装总公司的直属企业。主要产品有：地质钻探工具、非开挖整体加厚钻杆及机具、硬质合金及制品、冲击器与跟管钻具。 |
| 无锡中地地质装备有限公司 |
| 无锡中地地质装备有限公司(原无锡南方金刚石工具厂)，创建于20世纪80年代末，占地面积14,000平方米，拥有现代化厂房8,700平方米。主要产品包括人造、天然金刚石钻头、扩孔器、复合片钻头、绳索取芯钻具和配件、打捞器、钻杆、套管等钻探工具，能广泛用于地质勘探、筑坝、采矿和钻井等。 |
| 唐山市金石超硬材料有限公司 |
| 唐山市金石超硬材料有限公司始建于1996年。主要产品为：地质岩心钻探钻头、扩孔器；国内外标准绳索取芯钻杆钻具及附属设备工具；普通地质岩心钻探钻杆钻具及工具等。 |
| 石家庄朗威石油钻具有限公司 |
| 石家庄朗威石油钻具有限公司(原晋州市东方勘探机械有限公司)位于河北省石家庄以东50公里的晋州市境内，占地面积5万平方米，建筑面积3万平方米，主要产品包括石油钻杆、水井钻杆、非开挖钻杆及配套接头等钻探工具。 |

来源：国金证券研究所

岩心钻机需求快速增长，升级换代前景可期

矿产勘探投资持续增长

- 全球矿产资源经过几十甚至上百年开采，浅层储藏的矿产资源已面临开采枯竭的困境，而全球经济持续发展还需要继续大量消耗矿产资源。我国经济未来几十年可望继续保持较高增长率，对矿产资源的需求仍将持续稳定增长。
- 我国矿产资源总量大，但人均少、禀赋差，大宗、支柱性矿产不足，经济社会发展的阶段性特征和资源国情，决定了矿产资源大量快速消耗态势短期内难以逆转，资源供需矛盾日益突出。
- 按照现有查明矿产资源储量与预测需求量分析，石油、铁、铜、铝、钾盐等大宗矿产品对外依存度仍将处于高位，资源短缺对我国经济发展的约束将进一步增强。据对 45 种主要矿产可采储量保证程度分析预测，到 2020 年，有 25 种矿产将出现不同程度的短缺，其中 11 种为国民经济支柱性矿产。届时，各类资源的对外依存度和依存量将分别达到：一次能源总量 20%（7 亿吨油当量），石油 68%（4.1 亿吨），天然气 32%（800 亿~1000 亿立方米），铁矿石 56%（3.4 亿吨标矿），铜 63%（480 万吨），铝 50%（960 万吨），镍 80%（87 万吨）。

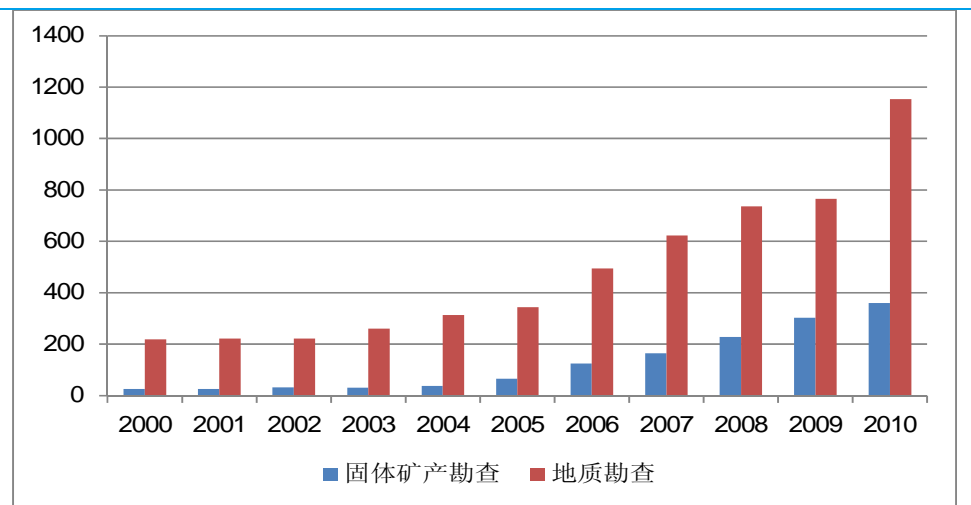
图表14: 我国探明储量的45种主要矿产对2020年需求的保证程度

| 类别 | 矿种数 | 主要矿种 |
|------|-----|--|
| 短缺 | 5 | 铬铁矿、钴、铂、钾盐、金刚石 |
| 不能保证 | 21 | 天然气、铁、锰、铜、铅、锌、铝土矿、锡、金、银、锑、萤石、硼、重晶石、石油、铀、镍、锑、耐火材料、硫、高岭土 |
| 基本保证 | 11 | 煤、钛、钨、钼、磷、玻璃硅质材料、石材、石膏、硅藻土、石棉、水泥灰岩 |
| 可以保证 | 8 | 稀土、菱镁矿、钠盐、芒硝、膨润土、石墨、滑石、硅灰石 |

来源:《全国矿产资源规划》, 国金证券研究所

- 我国以往勘查深度总体上局限于500米以浅, 深部还有很大潜力, 全国近一半矿山深部和外围资源潜力有待进一步挖掘。加大地质找矿力度, 充分挖掘国内资源潜力, 大幅增加重要矿产资源可采储量, 提高国内资源保障能力, 降低对外依存度, 是当前经济社会发展亟待解决的紧迫问题。
- 我国煤炭、铀矿等能源矿产潜力可观。煤炭资源潜力4.22万亿吨, 累计探明地质储量1.3万亿吨, 资源查明率23.6%。预测1000米以浅资源量1.17万亿吨。我国非能源重要矿产资源潜力巨大, 总体查明程度平均为36%, 待查明资源潜力巨大, 铁、铜、铝、金、钾盐等预测资源量至少是查明资源量的2~3倍。铁矿待查明资源潜力1771亿吨, 累计查明资源储量714.5亿吨, 资源查明率28.7%。铜待查明资源潜力22648万吨, 累计查明资源量9950万吨, 资源查明率30.5%。西藏冈底斯成矿带具有5000万吨铜资源潜力, 西南三江的普朗地区有望形成1800万吨的铜矿资源基地。铝土矿待查明资源潜力163亿吨, 累计查明资源量32亿吨, 资源查明率16.5%。
- “十一五”期间, 全国地质勘查资金投入持续稳步增长, 共投入870.6亿元(不包括石油、天然气、煤层气, 下同), 平均增幅32%。其中, 矿产勘查投入779.7亿元, 平均增幅28%; 基础地质调查投入32.7亿元, 平均增幅70%; 地质科技及其他投入17.2亿元, 平均增幅82%。矿产勘查总投入逐年上升, 财政投入有效带动了社会资金的投入, 多元投资的矿产勘查新局面已基本形成。

图表15: 全国地质勘查及固体矿产勘查投资(亿元)



来源: 国土资源部, 国金证券研究所

深孔钻探符合需求

- 目前地表及浅部矿产资源已越来越少，向地层深处寻找矿产资源成为各国的发展趋势。2008年国土资源部发布《关于促进深部找矿工作指导意见》，明确我国深部找矿工作的战略目标：开展主要成矿区带地下500米至2,000米的深部资源潜力评价，重要固体矿产工业矿体勘查深度推进到1,500米。根据2010中国国际矿业大会发布的我国近年地质勘查成果，我国大陆深部蕴藏着潜力巨大的矿产资源。《全国矿产资源规划（2008-2015）》提出我国地质钻探装备发展的目标，即到“十二五”末，建立起我国3,500米以内地质岩心钻探和2,500米以内水资源钻探装备技术体系，矿产资源勘探装备总体上接近或达到国际先进水平，新型钻探装备普及率达到40%。
- 我国已有固体矿产勘探开采的深度大多处于500米左右，相应的钻探设备也是浅层钻机较多，缺乏深孔岩心钻机，要进行1,000米以下的钻探，勘探技术上面面临很大困难。近几年国家已加大深部探矿投资，商业探矿单位也加大深部探矿投入，未来深孔岩心钻机需求量可望较快增长。

全液压钻机的发展趋势

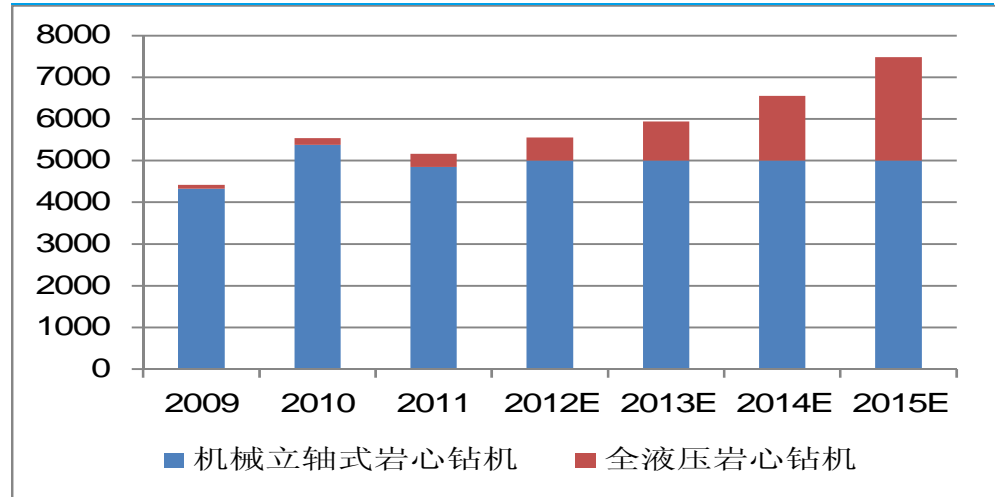
- 国外岩心钻机最早出现在18世纪中叶。功能比较完善的钻机则是19世纪60年代后相继出现的。20世纪三四十年代，液压技术开始用于钻机的给进系统，而有多种调速范围的变速箱也开始应用于岩心钻机，形成了当今市场上流行的常规金刚石岩心立轴式钻机的前身。
- 我国在建国前没有自己的钻探装备制造业。从1953年在张家口建立探矿机械厂开始，地质钻探设备经历了20世纪50年代的引进、仿制，进入20世纪60年代，已开始自行设计制造立轴式液压钻机。在总结国外设备优缺点的基础上研制成功了XJ2100、XU2300、XU2600型3种立轴式岩心钻机，结束了自己不能研制钻探设备的历史。
- 20世纪60年代到80年代是我国岩心钻机得到快速发展的时期。随着金刚石钻探工艺、冲击回转钻探工艺的推广使用，适用于金刚石钻探的立轴式钻机相继问世。岩心钻机主要以立轴式为主，逐步形成了XY系列，从XY21、XY22、XY23、XY24、XY25到近几年的XY26、XY28及变型产品等，钻孔深度从100~3000m深。
- 国外从20世纪六七十年代起，随着静液压传动技术的发展和液压元件质量的提高，出现了全液压驱动和控制的动力头式钻机，从而开辟了岩心钻探的新天地。最早进入市场的全液压岩心钻机是瑞典Atlas Copco公司的Diamec系列，得到整个地质钻探行业的积极响应，并很快推广应用。在常规岩心钻机方面，20世纪末国际上已普遍应用全液压动力头式钻机，传统的立轴式钻机在发达国家已很少制造和应用。目前欧美国家已有多家公司生产自动化钻机，自动化钻机具有的高生产效率，代表了国际岩心钻机的发展方向。
- 我国全液压岩心钻机从20世纪70年代开始从国外引进过数种全液压动力头式钻机，但因引进数量很少没能形成生产力。这期间，地矿系统首先开展了这种机型的研制，如XD2600、XD21000等钻机。其中XD21000型钻机是全液压顶驱式车装钻机，钻进、升降、拧卸、摇摆管等工序均为电液控制，自动化程度比较高。1995年FD2300型全液压顶驱式车装钻机研制成功并通过部级鉴定。
- 我国全液压钻机的研制起步不晚，但由于20世纪90年代以前国内机械制造基础工业相对落后，液压元件质量不能满足钻机工况要求，可靠性差，加之维修水平低、成本偏高，使全液压钻机很难得到推广使用。正是由于我国液压技术和智能控制技术发展缓慢，目前我国地质岩心钻探施工还是主要采用传统的机械立轴式岩心钻机，并且相当一部分钻机是20世纪80、90年代研发的，已不能完全适应目前施工的需求，需要进行更新换代。现在使用的一些全液压钻机也由于缺少智能化功能，在复杂地质环境下进行施工作业效率相对较低、人力成本较大，在我国人力成本逐渐升高的大背景下，升级换代的前景值得期待。最近几年我国液压技术和智能控制技术

快速发展，液压元件成本逐渐下降、质量逐步提高，传感元件和计算机数据采集及控制系统的软硬件应用日趋成熟。然而，全液压钻机替代机械立轴式钻机需要一个长期的过程，大多数发达国家用了 15-20 年才全面升级为全液压钻机。预计在较长时间内，国内市场的主流钻机仍是机械立轴式钻机。

岩心钻机市场容量及竞争格局

- 2010 年国内全液压钻及保有量占比约 2.27%，中国地质学会预测，未来几年全液压钻机销量将保持 70%左右的增长率，加速对机械立轴式钻机的替代，而 11-15 年机械立轴式钻机的年均销量有望稳定在 5000 台左右。

图表16: 2009-2015 年岩心钻机销量(台)



来源：中国地质学会，国金证券研究所

- 我国岩心钻机市场总体竞争情况是生产厂家众多，行业集中度不高，随着我国岩心钻机市场需求快速发展，可能会有一些新进入市场的竞争者，如国外企业在国内投资，但由于岩心钻机属于细分市场，并且存在一定的进入壁垒，预计总体竞争情况不会发现重大变化。国际岩心钻机市场的主要企业还是集中在发达国家，受生产成本因素的制约，国际主要的岩心钻机生产企业已很少生产机械立轴式岩心钻机，因此，将来国际岩心钻机市场的竞争主要集中在全液压岩心钻机，可能会面临国外企业如美国宝长年 (Boart Longyear) 公司、阿特拉斯·科普柯 (Atlas Copco) 公司等竞争，而在机械立轴式岩心钻机方面将出现一定的市场空间。

煤层气钻机蓄势待发

- 我国埋藏深度为 2000 米以浅的煤层气地质储量约为 36 万亿方，与陆上常规天然气资源量 38 万亿方基本相当，位列全球第三，其中可采资源量 2.83 万亿方，富集在鄂尔多斯、沁水、准噶尔等 8 个盆地。和国外相比，我国煤层气资源量较多，但是资源探明率、采气速度、单井产量均明显落后。煤层气探明地质储量 2743 亿方，仅为预测资源总量的 0.74%；2010 年抽采量仅 88 亿方，是美国的 16%。

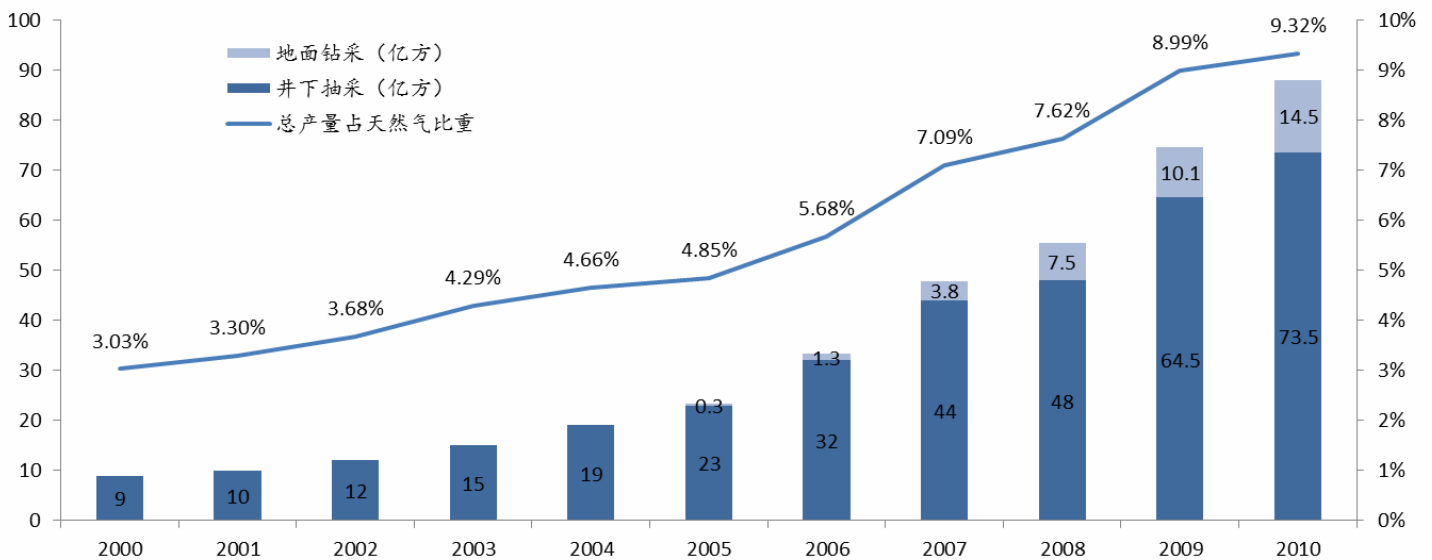
图表17: 煤层气主要生产国数据对比

| 国家 | 钻井(口) | 远景资源量(万亿方) | 动用可采储量(亿方) | 年产气(亿方) | 单井日产气(亿方) | 采气速度 | 探明率 |
|------|-------|------------|------------|---------|-----------|--------------|--------|
| 美国 | 8000 | 21.2 | 25000 | 542 | 3900 | 2% | 11.80% |
| 加拿大 | 9900 | 20-76 | 490 | 73.4 | 2200 | 15% | 18.50% |
| 澳大利亚 | 5200 | 8.4-14 | 2300 | 4 | 2300 | 1.3% 2.1% | 5.90% |
| 中国 | 5400 | 36 | 2743 | 88 | 1100 | 0.80% | 0.74% |

来源:《中国煤层气勘探开发的认识》, EIA2012, 国金证券研究所

- “十一五”期间,我国煤层气开发从零起步,施工煤层气井 5400 余口,形成产能 31 亿方(地面钻采),累计产量 95 亿方,新增煤层气探明地质储量 1980 亿方,是“十五”时期的 2.6 倍,但这些成绩离“十一五”规划要求的 2010 年产量 100 亿方依然相差甚远。我国煤层气处于增长初期,相当于美国上世纪 80 年代,整个行业的产量和回报都处在初始阶段,还未迎来相当于美国 90 年代的爆发增长期。

图表18: 煤层气地面钻采增长迅速



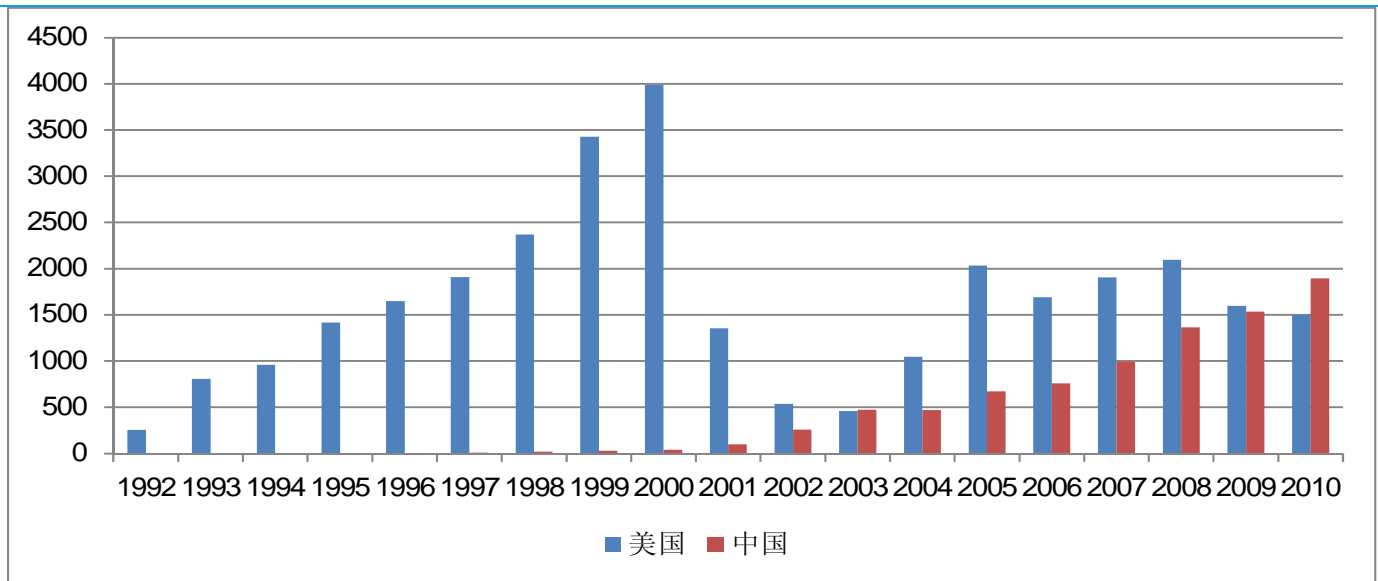
来源:中石油, 国金证券研究所

- 煤层气开采和利用带动了煤层气勘探和开采设备的需求,目前国内缺乏专门针对煤层气井的煤层气钻机生产厂家,主要依靠价格昂贵的进口煤层气钻机,以及国产 3,000 米以内的石油钻机、水井钻机和煤田钻机。
- 国产的水井钻机和煤田钻机钻井效率低,并且由于钻台面太低无法安装防喷器等安全设备,不能达到安全环保的要求。石油钻机能够满足安装防喷器的要求,但使用成本太高,搬迁安装时间长,对路面和井场要求高,不能满足煤层气勘探开发对低成本高效率的要求。进口煤层气钻机在施工方面能够满足高效、环保的要求,但存在一次性投资太高,生产成本高,售后服务和维修等待时间长、费用高等问题。
- 随着黄海机械、石家庄煤矿机械、南阳二机石油装备等国内领先企业生产的多功能煤层气钻机投放市场,国产多功能煤层气钻机具有的成本低、效率高、售后服务好等显著的替代优势,有利于我国煤层气产业快速发展,同时,国产多功能煤层气钻机需求量可望逐渐加快增长,从而与我国煤层气产业发展形成良性循环。

水平定向钻机稳步增长

- 我国非开挖行业经过十几年发展，非开挖技术已在工程施工中得到广泛应用，水平定向钻机市场也从早期产品导入阶段发展到稳定增长阶段。水平定向钻机年销售量从 1995 年的 5 台增长到 2010 年的 1,896 台，自 2001 年开始保持持续快速增长。自 1995 年至 2010 年，我国市场上水平定向钻机总量为 8,663 台，但相比美国市场 1992 年至 2009 年水平定向钻机总量 29,629 台，我国的水平定向钻机应用水平还相对较低，市场还处于稳定增长阶段，未达到市场饱和状态。
- 我国城市化和工业化处于快速发展阶段，管线铺设需求持续增长。根据我国“十二五”发展规划纲要，“十二五”期间城镇化率将提高 4 个百分点，2020 年将基本实现工业化。城市化率提高将产生大量城市自来水、天然气、电信等管线铺设需求，并且城市化水平提高必将要求城市管线铺设施工中更多应用水平定向钻机非开挖施工。我国石油、天然气、煤炭等能源资源分布不均衡，大量能源资源集中在中西部地区，而我国城市化和工业化发展区域还主要集中在东部地区，未来还需建设大规模能源输送管网。为了提高管线安全性和减少管线铺设对周围环境的影响，未来管线铺设施工中水平定向钻机普及程度有望进一步提高。
- 2010 年我国水平定向钻机销量为 1896 台，对比美国的历史数据，我们目前尚处在美国 1997 左右的水平，行业整体的快速增长仍可维持相当一段时间。

图表19：中美两国水平定向钻机销量（台）

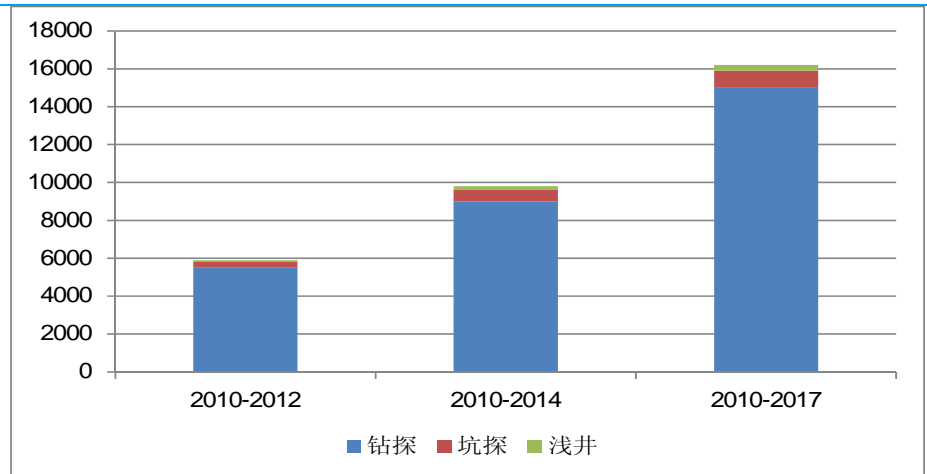


来源：CSTT，国金证券研究所

钻杆需求持续增长

- 配套钻具是岩土钻孔机械作业施工的必备工具，主要有钻杆、钻头等。配套钻具均属于损耗品，在作业施工中会因为各种原因损坏或者被丢弃，钻杆更因在钻进过程中承受着复杂多变的拉、压、扭、弯曲、震动等载荷而容易损耗，钻机用户除了在新购买钻机产品时配置钻杆产品，还需要在钻机使用过程中根据损耗情况不断补充钻杆。
- 岩心钻探钻杆的平均使用寿命为 6000 米左右，每千米钻杆约重 8 吨。根据国土资源部发布的地质找矿 358 行动纲要，2010-2014 年钻探工作量为 9000 万米，约消耗 12 万吨钻杆，年均 2.4 万吨。再考虑油气矿藏的钻杆消耗，年均需求总量在 4.5 万吨左右。

图表20: 勘探总工作量规划(万米)



来源: 国土资源部, 国金证券研究所

公司竞争优势

技术研发及产业化能力优势

- 公司主要产品岩心钻机、水平定向钻机和煤层气钻机均属于岩土钻孔机械装备, 产品零部件众多、生产技术和装配工艺复杂, 整个产品开发周期较长, 一个产品要经过规划、设计、样机制造、样机试验, 甚至经过多次循环过程, 最后才能批量生产投放市场。
- 这种特点要求生产厂商具备极的产业化能力: 产品研发设计环节要求具备地质构造、工程机械等方面的专业知识; 样机制造需经过零部件机加工、热处理、铆焊和装配等系列工艺过程, 并需根据样机制造过程中发现的问题修改设计、重新制造等; 最后样机试验更需要较长时间的技术人员、资金等持续投入。若钻机生产企业不具备较强的产业化能力, 就无法高效完成从产品规划设计到批量生产投放市场的全过程, 产品研发周期长导致企业不能快速适应市场需求变化, 研发成本高导致产品生产成本高。
- 公司前身源于 1970 年成立的西北探矿机械厂, 在岩土钻孔装备领域有 40 余年经验积累, 形成深厚的技术背景。公司在国内较早开始进行智能化岩心钻探装备研发, 2010 年, 公司智能化岩心钻探装备工程技术研究中心成为江苏省省级工程技术研究中心, 获准设立江苏省博士后科研工作站。再加上公司产品出口海外几十个国家和地区的优势, 通过技术交流、吸收、创新、实践, 技术研发能力进一步增强。
- 公司是国内少数几个主要的岩土钻孔机械设备生产企业之一, 公司一贯重视产业化能力建设, 在产品规划设计、样机试制及测试、零部件生产及装配等主要生产环节均拥有大量经验丰富的技术人员, 能够有效缩短产品研发周期, 新产品或者新型号产品可以根据市场需求快速实现产业化, 增强公司应对市场变化的竞争能力。2007-2011 年公司累计投入市场的新产品或新型号产品数量达 39 个之多。

图表21: 公司近年来新产品或新型号数量

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------|------|------|------|------|------|
| 新产品或新型号数量 | 8 | 6 | 10 | 8 | 7 |

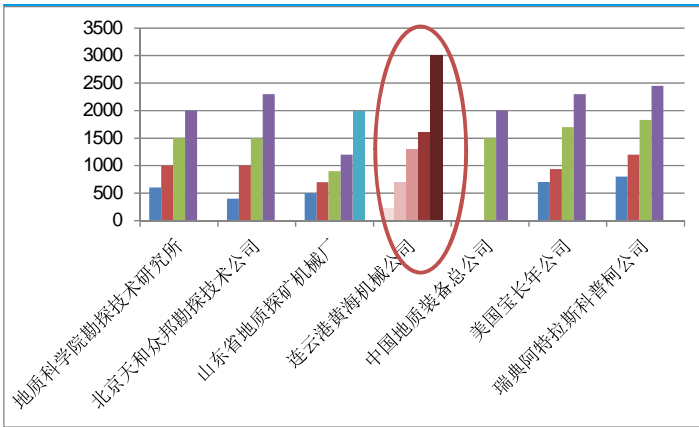
来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 岩土钻孔装备的未来发展趋势是智能化、全液压化, 产品设计和制造的技术及工艺要求高, 主要包括液压系统整体配置设计、给进系统设计、钻探

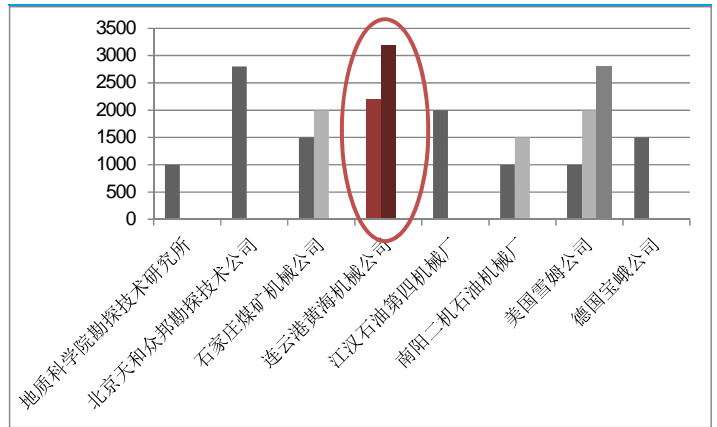
数据采集技术、计算机智能控制技术、钻压精确控制技术、钻机自身行走技术等。高质量钻杆的研发与生产需要有限元分析、力学分析等基础研究，需要高精度生产设备和工艺技术。

- 公司十分重视研发投入，2009-2011 年技术研发费用投入总额达 5036.89 万元，占同期营业收入总额 5.53%。公司已形成 40 多种型号钻机产品，10 多种型号钻杆产品，近 20 种型号钻塔产品。其中，HXY-9B 机械立轴岩心钻机钻深达 4200 米，已在山东莱州实际完成钻深 4000 米的“中国岩金勘查第一深钻”；HCR-8 全液压岩心钻机钻深达 3000 米；MD-750 多功能煤层气钻机钻深达 3200 米；FDP-400 水平定向钻机在中非乍得 46℃ 高温下连续无故障施工 18 天，铺设管道 1340 米，FDP-1000 水平定向钻机最大回拖力达 1000 吨。

图表22: 全液压岩心钻机制造商系列产品钻深(米)



图表23: 煤层气钻机制造商产品钻深(米)



来源: 中国地质学会, 国金证券研究所

卓越的品牌价值与综合服务优势

- 公司岩心钻机产品广泛应用于地质、煤炭、冶金、核工业、石油等行业企事业单位，“黄海机械”品牌在我国地质矿产系统具有较高的知名度，品牌认可程度较高。公司业务已成功扩展到钻杆、钻塔、水平定向钻机和多功能煤层气钻机等领域，为公司新产品的市场开拓奠定基础。此外，通过直接出口及国内用户在海外钻探施工，“黄海机械”品牌已获得国外用户认可，外销收入快速增长，2011 年公司外销收入达 8,352 万元人民币。
- 公司在销售钻机产品时，可以配套销售钻杆、钻头、钻塔等，在钻机使用过程中，客户须根据损耗情况不断补充购买钻杆、钻头等易耗品。公司能够向客户提供钻机、钻杆等全套岩土钻孔机械装备，一方面有利于客户降低采购成本，另一方面有利于公司增加单个客户销售金额、降低销售费用，增强公司产品的市场竞争力。

募投项目分析

- 公司此次募集资金计划投资 38,069 万元，计划投资于岩土钻机技术改造项目及钻杆生产技术改造项目。若按计划实现收益，扣除每年新增固定资产折旧及相关费用后，公司每年将新增收入 5.7 亿元，新增利润 1.32 亿元，对应新增净利润 9,972 万元。

图表24: 公司募投项目简介

| 项目名称 | 项目资金使用计划 (万元) | | | | 项目收益 |
|----------------|---------------|--------|--------|-----------|---|
| | 投资总额 | 第一年 | 第二年 | 其中设备购置投资额 | |
| 新型高效岩土钻机技术改造项目 | 23,024 | 10,360 | 12,664 | 14,244 | 技改完成后生产效率提高, 钻机产能比2010年增长96.96%。 投入先进生产设备后加工精度提高, 进一步提高产品性能。 保障高技术含量新产品的产业化, 有利于提高公司盈利水平。 |
| 钻杆生产技术改造项目 | 15,045 | 6,597 | 8,448 | 8,794 | 项目达产后新增钻杆产能15000吨。 自主生产高品质钻杆, 有利于增强公司增和服务能力和提升公司盈利水平。 |
| 合计 | 38,069 | 16,957 | 21,112 | 23,038 | 项目达产后将为公司新增收入5.7亿元, 利润1.32亿元, 净利润9,972万元。 |

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 公司钻机产品和钻杆产品目前产能利用率均超过 110%左右, 且生产设备成新率较低, 在一定程度上成为了限制业绩增长的瓶颈, 产能扩张需求较为迫切。募投项目将购置数控车床、磨齿机、弧齿机、加工中心、龙门铣床等生产设备, 钻机技改项目将新增各类设备 323 台, 钻机技改项目将新增 194 台国产设备。

图表25: 公司产品生产情况

| 产品类别 | 2011 年 | | | 2010 年 | | | 2009 年 | | |
|------|--------|--------|-----------|--------|--------|-----------|--------|--------|-----------|
| | 产能 (台) | 产量 (台) | 产能利用率 (%) | 产能 (台) | 产量 (台) | 产能利用率 (%) | 产能 (台) | 产量 (台) | 产能利用率 (%) |
| 钻机产品 | 679 | 778 | 114.58 | 526 | 533 | 101.33 | 409 | 411 | 100.49 |
| 钻杆产品 | 903 | 1005 | 111.30 | 471 | 457 | 97.03 | 207 | 122 | 58.94 |

注1: 表中钻机产品为以全液压岩心钻机为基准钻机产品进行折算的产能。

注2: 表中钻杆产品数据仅为公司自主生产的钻杆, 不包含外购的钻杆。

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 公司主要钻机产品工艺相似、零部件加工通用程度高, 公司可根据各类钻机产品的市场需求情况灵活组织生产。本项目达产后, 公司钻机产能比2010年增长 96.96%。本项目建设期为两年, 产能利用计划为: 建设期第二年 30%, 建设期后第一年 50%, 第二年 80%, 第三年达产, 公司将根据未来的市场需求情况对产能利用计划进行调整。
- 公司根据当前产品结构和发展战略, 结合对市场需求的预测, 将项目达产后各类钻机产品的产量进行了合理规划。处于导入期和成长期的多功能煤层气钻机、全液压岩心钻机和水平定向钻机增长率较高, 处于成熟期的机械立轴式岩心钻机增长率相对较低, 多功能工程钻机保持目前的产量。

图表26: 项目达产后各类钻机产品产量规划

| 主要产品类别 | 2010年产量 | 规划新增产量 | 产量增长率 | 项目达产后总产量 |
|--------------|---------|--------|-------|----------|
| 机械立轴式岩心钻机(台) | 1,279 | 290 | 23% | 1,569 |
| 全液压岩心钻机(台) | 48 | 80 | 167% | 128 |
| 水平定向钻机(台) | 97 | 90 | 93% | 187 |
| 多功能煤层气钻机(台) | 2 | 35 | 1750% | 37 |
| 多功能工程钻机(台) | 5 | 0 | 0% | 5 |

注: 以上规划的新增产量为各类产品同时生产的情况

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 钻杆技改项目完成后, 产能将大幅增长, 将从 2010 年的年产能 471 吨提升到 15,471 吨。项目达产后钻杆总产能将与公司的生产管理能力和技术研发能力、营销能力相匹配。本项目建设期为两年, 产能利用计划为: 建设期第二年 30%, 建设期后第一年 50%, 第二年 80%, 第三年达产, 公司可根据市场情况进行调整。
- 公司钻杆产品销售主要有配套销售和零售两种方式。
 - 配套销售指购买钻机产品的同时购买配套钻杆。根据公司产品的设计钻探深度和我国地质勘查往 2,000 米深部探测的规划, 岩心钻机平均每台钻机需要配套大约 1,500-2,000 米钻杆, 水平定向钻机平均每台钻机需要配套大约 500-800 米钻杆, 煤层气钻机每台需配套大约 2,500 米钻杆。公司预计项目达产后, 可配套销售钻杆 12,268 吨。
 - 零售指公司通过销售网络向需要补充购买钻杆的客户提供产品。公司拥有的钻机用户数量较大, 仅 2008-2010 年销售各类钻机的数量即超过 3,500 台, 加上过去数十年积累的用户, 目前在用的公司钻机数量预计超过 5,000 台。假设初始配套的钻杆使用期为 10 年, 平均每台钻机每年需配置的钻杆约为 1.5 吨, 公司目前在用钻机需补充钻杆量将达 7,500 吨, 保守估计其中 30% 购买公司钻杆, 零售方式的钻杆销售量将达 2,250 吨。

图表27: 项目达产后可配套销售钻杆情况

| 主要产品类别 | 规划产量 | 配套钻杆比例 | 配套钻杆量(吨/台) | 配套钻杆销量(吨) |
|--------------|-------|--------|------------|------------------|
| 机械立轴式岩心钻机(台) | 1,569 | 30% | 14.25 | 6,705.12 |
| 全液压岩心钻机(台) | 128 | 30% | 17.09 | 656.41 |
| 水平定向钻机(台) | 187 | 80% | 20.27 | 3,031.89 |
| 多功能煤层气钻机(台) | 37 | 80% | 63.33 | 1874.67 |
| 合计 | | | | 12,268.09 |

注1: 机械立轴式岩心钻机每台配套1,500米, 全液压岩心钻机每台配套1,800米

注2: 水平定向钻机每台配套500米, 煤层气钻机每台配套2,500米。

注3: 岩心钻机为成熟成品, 老用户比例较高, 需配套购买钻杆的比例稍低

注4: 其他钻机为较新产品, 新用户比例较大, 需配套购买钻杆的比例相对

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 总体上看, 募投项目需求明确, 相关产品优势明显, 市场前景确定; 项目完成后, 公司产品结构将进一步完善, 产业化能力将进一步增强, 生产规

模将快速扩大，市场份额可进一步提高，有利于增强公司竞争力和持续盈利能力。

盈利预测、估值和定价

- 我们预计公司 12~14 年营业收入为 501、622 及 777 百万元；净利润分别为 104、139 及 177 百万元，对应发行后全面摊薄的每股收益 1.299、1.733 和 2.207 元，同比分别增长 42.92%、33.39%及 27.35%。
- 考虑公司在行业内的竞争优势和业绩成长性，我们认为可以给予公司 12 年 23-25 倍 PE 估值，合理价值区间为 29.88-32.48 元。
- 我们建议询价区间较合理价位折让 10%，即 26.89-29.23 元。

图表28: 分项业务预测

| 项 目 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 机械立轴式岩心钻机 | | | | | | |
| 平均售价 (万元/台) | 9.04 | 8.66 | 8.37 | 8.29 | 8.21 | 8.13 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | -4.29% | -3.25% | -1.00% | -1.00% | -1.00% |
| 销售数量 (台) | 1,114 | 1,316 | 1,820 | 2,100 | 2,200 | 2,300 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 18.13% | 38.30% | 15.38% | 4.76% | 4.55% |
| 销售收入 (百万元) | 100.76 | 113.92 | 152.42 | 174.11 | 180.58 | 186.90 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 13.06% | 33.80% | 14.23% | 3.71% | 3.50% |
| 毛利率 | 34.18% | 31.33% | 29.98% | 29.38% | 28.79% | 28.22% |
| 销售成本 (百万元) | 66.32 | 78.23 | 106.73 | 122.96 | 128.59 | 134.16 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 17.96% | 36.43% | 15.21% | 4.58% | 4.34% |
| 毛利 (百万元) | 34.44 | 35.69 | 45.70 | 51.16 | 51.99 | 52.74 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 3.63% | 28.04% | 11.95% | 1.64% | 1.43% |
| 占总销售额比重 | 45.52% | 38.92% | 38.86% | 34.78% | 29.04% | 24.04% |
| 占主营业务利润比重 | 45.28% | 37.42% | 33.23% | 27.82% | 21.97% | 17.29% |
| 全液压岩心钻机 | | | | | | |
| 平均售价 (万元/台) | 100.77 | 101.11 | 103.95 | 104.99 | 105.51 | 106.04 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 0.34% | 2.80% | 1.00% | 0.50% | 0.50% |
| 销售数量 (台) | 34 | 39 | 87 | 144 | 201 | 272 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 14.71% | 123.08% | 65.26% | 40.00% | 35.00% |
| 销售收入 (百万元) | 34.26 | 39.43 | 90.43 | 150.95 | 212.39 | 288.16 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 15.10% | 129.33% | 66.92% | 40.70% | 35.68% |
| 毛利率 | 52.01% | 53.38% | 50.73% | 50.22% | 49.72% | 49.22% |
| 销售成本 (百万元) | 16.44 | 18.38 | 44.56 | 75.14 | 106.79 | 146.32 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 11.81% | 142.37% | 68.64% | 42.12% | 37.02% |
| 毛利 (百万元) | 17.82 | 21.05 | 45.88 | 75.81 | 105.60 | 141.84 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 18.13% | 117.95% | 65.25% | 39.29% | 34.32% |
| 占总销售额比重 | 15.48% | 13.47% | 23.06% | 30.16% | 34.16% | 37.07% |
| 占主营业务利润比重 | 23.43% | 22.07% | 33.36% | 41.22% | 44.62% | 46.50% |
| 水平定向钻机 | | | | | | |
| 平均售价 (万元/台) | 47.89 | 58.70 | 52.98 | 51.92 | 50.89 | 49.87 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 22.57% | -9.74% | -2.00% | -2.00% | -2.00% |
| 销售数量 (台) | 84 | 108 | 102 | 94 | 96 | 101 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 28.57% | -5.56% | -8.00% | 2.00% | 5.00% |
| 销售收入 (百万元) | 40.23 | 63.39 | 54.04 | 48.73 | 48.71 | 50.12 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 57.58% | -14.75% | -9.84% | -0.04% | 2.90% |
| 毛利率 | 25.39% | 28.58% | 28.85% | 26.31% | 25.79% | 25.27% |
| 销售成本 (百万元) | 30.02 | 45.28 | 39.53 | 35.90 | 36.15 | 37.45 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 50.85% | -12.69% | -9.18% | 0.67% | 3.62% |
| 毛利 (百万元) | 10.21 | 18.12 | 14.51 | 12.82 | 12.56 | 12.67 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 77.38% | -19.91% | -11.64% | -2.04% | 0.84% |
| 占总销售额比重 | 18.17% | 21.66% | 13.78% | 9.73% | 7.83% | 6.45% |
| 占主营业务利润比重 | 13.43% | 19.00% | 10.55% | 6.97% | 5.31% | 4.15% |
| 煤层气钻机 | | | | | | |
| 平均售价 (万元/台) | | | 364.10 | 350.00 | 350.00 | 350.00 |
| 增长率 (YOY) | | | #DIV/0! | -3.87% | 0.00% | 0.00% |
| 销售数量 (台) | | | 2 | 5 | 11 | 20 |
| 增长率 (YOY) | | | #DIV/0! | 150.00% | 120.00% | 81.82% |
| 销售收入 (百万元) | | | 7.28 | 17.50 | 38.50 | 70.00 |
| 增长率 (YOY) | | | #DIV/0! | 140.32% | 120.00% | 81.82% |
| 毛利率 | | | 51.78% | 52.30% | 52.82% | 53.35% |
| 销售成本 (百万元) | | | 3.51 | 8.35 | 18.16 | 32.66 |
| 增长率 (YOY) | | | #DIV/0! | 137.74% | 117.59% | 79.78% |
| 毛利 (百万元) | | | 3.77 | 9.15 | 20.34 | 37.34 |
| 增长率 (YOY) | | | #DIV/0! | 142.72% | #DIV/0! | 83.64% |
| 占总销售额比重 | | | 1.86% | 3.50% | 6.19% | 9.00% |
| 占主营业务利润比重 | | | 20.95% | 50.85% | 112.98% | 207.47% |
| 多功能工程钻机 | | | | | | |
| 平均售价 (万元/台) | 16.36 | 22.60 | 18.00 | 18.00 | 18.00 | 18.00 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 38.11% | -20.35% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 销售数量 (台) | 11.00 | 10.00 | 3.00 | 4.00 | 8.00 | 15.00 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | -9.09% | -70.00% | 33.33% | 100.00% | 87.50% |
| 销售收入 (百万元) | 1.80 | 2.26 | 0.54 | 0.72 | 1.44 | 2.70 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 25.56% | -76.11% | 33.33% | 100.00% | 87.50% |
| 毛利率 | 25.19% | 29.08% | 30.35% | 30.96% | 31.58% | 32.35% |
| 销售成本 (百万元) | 1.35 | 1.60 | 0.38 | 0.50 | 0.99 | 1.83 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 19.03% | -76.53% | 32.17% | 98.21% | 85.38% |
| 毛利 (百万元) | 0.45 | 0.66 | 0.16 | 0.22 | 0.45 | 0.87 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 44.94% | -75.06% | 36.00% | 104.00% | 92.10% |
| 占总销售额比重 | 0.81% | 0.77% | 0.14% | 0.14% | 0.23% | 0.35% |
| 占主营业务利润比重 | 25.59% | 35.42% | 9.36% | 12.61% | 25.47% | 48.44% |
| 钻杆 | | | | | | |
| 平均售价 (万元/吨) | 1.77 | 1.86 | 1.75 | 1.77 | 1.79 | 1.80 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 4.71% | -5.68% | 1.00% | 1.00% | 1.00% |
| 销售数量 (吨) | 512 | 656 | 816 | 1,200 | 2,000 | 3,000 |
| 增长率 (YOY) | % | 28.13% | 24.39% | 47.06% | 66.67% | 50.00% |
| 销售收入 (百万元) | 9.07 | 12.17 | 14.28 | 21.21 | 35.71 | 54.09 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 34.16% | 17.32% | 48.53% | 68.33% | 51.50% |
| 毛利率 | 27.22% | 32.68% | 32.26% | 32.58% | 32.91% | 33.24% |
| 销售成本 (百万元) | 6.60 | 8.19 | 9.67 | 14.30 | 23.96 | 36.11 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 24.09% | 18.05% | 47.82% | 67.52% | 50.76% |
| 毛利 (百万元) | 2.47 | 3.98 | 4.61 | 6.91 | 11.75 | 17.98 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 61.07% | 15.81% | 50.11% | 70.02% | 53.02% |
| 占总销售额比重 | 4.10% | 4.16% | 3.64% | 4.24% | 5.74% | 6.96% |
| 占主营业务利润比重 | 3.25% | 4.17% | 3.35% | 3.76% | 4.96% | 5.89% |
| 钻机零配件 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 35.23 | 61.51 | 73.24 | 87.35 | 104.51 | 125.46 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 74.60% | 19.07% | 19.26% | 19.65% | 20.04% |
| 毛利率 | 30.27% | 25.81% | 31.24% | 31.86% | 32.50% | 33.15% |
| 销售成本 (百万元) | 24.56 | 45.63 | 50.36 | 59.51 | 70.54 | 83.86 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 85.77% | 10.36% | 18.18% | 18.53% | 18.89% |
| 毛利 (百万元) | 10.66 | 15.87 | 22.88 | 27.83 | 33.97 | 41.59 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | 48.87% | 44.12% | 21.65% | 22.04% | 22.44% |
| 占总销售额比重 | 15.91% | 21.01% | 18.67% | 17.45% | 16.81% | 16.14% |
| 占主营业务利润比重 | 14.02% | 16.65% | 16.64% | 15.13% | 14.35% | 13.64% |
| 销售总收入 (百万元) | 221.35 | 292.68 | 392.24 | 500.57 | 621.83 | 777.43 |
| 销售总成本 (百万元) | 145.29 | 197.32 | 254.74 | 316.66 | 385.17 | 472.40 |
| 毛利 (百万元) | 76.06 | 95.37 | 137.51 | 183.91 | 236.66 | 305.03 |
| 平均毛利率 | 34.36% | 32.58% | 35.06% | 36.74% | 38.06% | 39.24% |

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

风险提示

- **存货周转率较低的风险:** 公司产品线型号丰富, 原材料和在产品占用资金较大, 若对存货管理不善, 有可能发生存货贬值遭受损失的风险。
- **零部件外协加工的风险:** 公司非核心零部件外协加工比例高, 且集中于几大外协厂商, 在产品交付时间控制、质量控制、价格控制上有一定风险。

附录: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 主营业务收入 | 222 | 294 | 395 | 501 | 622 | 777 |
| 增长率 | | 32.7% | 34.2% | 26.7% | 24.2% | 25.0% |
| 主营业务成本 | -146 | -198 | -255 | -317 | -385 | -472 |
| % 销售收入 | 65.7% | 67.2% | 64.6% | 63.3% | 61.9% | 60.8% |
| 毛利 | 76 | 96 | 140 | 184 | 237 | 305 |
| % 销售收入 | 34.3% | 32.8% | 35.4% | 36.7% | 38.1% | 39.2% |
| 营业税金及附加 | -1 | -1 | -1 | -2 | -2 | -3 |
| % 销售收入 | 0.4% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| 营业费用 | -13 | -15 | -21 | -27 | -34 | -42 |
| % 销售收入 | 5.9% | 5.1% | 5.3% | 5.4% | 5.4% | 5.4% |
| 管理费用 | -22 | -22 | -30 | -39 | -50 | -63 |
| % 销售收入 | 10.0% | 7.5% | 7.6% | 7.8% | 8.0% | 8.1% |
| 息税前利润 (EBIT) | 40 | 59 | 87 | 116 | 151 | 197 |
| % 销售收入 | 18.0% | 20.0% | 22.1% | 23.1% | 24.3% | 25.3% |
| 财务费用 | -3 | -4 | -5 | 3 | 8 | 7 |
| % 销售收入 | 1.5% | 1.5% | 1.3% | -0.6% | -1.3% | -0.9% |
| 资产减值损失 | 1 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| % 税前利润 | 0.0% | 1.2% | 1.0% | 0.8% | 0.7% | 0.6% |
| 营业利润 | 37 | 54 | 83 | 119 | 160 | 205 |
| 营业利润率 | 16.7% | 18.3% | 21.0% | 23.8% | 25.7% | 26.3% |
| 营业外收支 | 1 | 1 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 税前利润 | 38 | 55 | 86 | 122 | 163 | 208 |
| 利润率 | 17.2% | 18.7% | 21.9% | 24.4% | 26.2% | 26.7% |
| 所得税 | -5 | -7 | -14 | -18 | -24 | -31 |
| 所得税率 | 12.5% | 12.9% | 15.8% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 33 | 48 | 73 | 104 | 139 | 177 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 33 | 48 | 73 | 104 | 139 | 177 |
| 净利率 | 15.0% | 16.3% | 18.4% | 20.8% | 22.3% | 22.7% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------------|-----------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 33 | 48 | 73 | 104 | 139 | 177 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 5 | 8 | 7 | 10 | 17 | 22 |
| 非经营收益 | 4 | 4 | 4 | -2 | -4 | -4 |
| 营运资金变动 | 17 | -46 | -40 | -3 | -38 | -50 |
| 经营活动现金净流 | 60 | 13 | 43 | 110 | 113 | 145 |
| 资本开支 | -72 | -5 | -13 | -174 | -247 | -102 |
| 投资 | -3 | 0 | 3 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 投资活动现金净流 | -75 | -5 | -9 | -174 | -246 | -101 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 554 | -12 | 0 |
| 债权募资 | 10 | 15 | 7 | -85 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | -1 | -13 | -3 | -8 | -8 |
| 筹资活动现金净流 | 10 | 13 | -5 | 466 | -20 | -8 |
| 现金净流量 | -5 | 21 | 29 | 402 | -153 | 36 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 10 | 31 | 60 | 462 | 309 | 345 |
| 应收款项 | 30 | 39 | 33 | 45 | 56 | 70 |
| 存货 | 114 | 162 | 188 | 221 | 275 | 343 |
| 其他流动资产 | 11 | 8 | 21 | 28 | 33 | 40 |
| 流动资产 | 165 | 240 | 301 | 756 | 673 | 799 |
| % 总资产 | 61.5% | 70.4% | 74.2% | 73.5% | 57.1% | 57.6% |
| 长期投资 | 3 | 3 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 78 | 77 | 83 | 244 | 474 | 552 |
| % 总资产 | 29.2% | 22.5% | 20.6% | 23.7% | 40.2% | 39.8% |
| 无形资产 | 22 | 21 | 21 | 25 | 30 | 34 |
| 非流动资产 | 103 | 101 | 104 | 272 | 505 | 588 |
| % 总资产 | 38.5% | 29.6% | 25.8% | 26.5% | 42.9% | 42.4% |
| 资产总计 | 268 | 341 | 406 | 1,028 | 1,178 | 1,387 |
| 短期借款 | 35 | 70 | 77 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 74 | 89 | 78 | 131 | 160 | 198 |
| 其他流动负债 | 18 | 22 | 15 | 19 | 22 | 25 |
| 流动负债 | 127 | 180 | 170 | 151 | 182 | 223 |
| 长期贷款 | 26 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 3 | 6 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 156 | 186 | 178 | 151 | 182 | 223 |
| 普通股股东权益 | 112 | 155 | 227 | 877 | 996 | 1,164 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 268 | 341 | 406 | 1,028 | 1,178 | 1,387 |

比率分析

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.667 | 0.798 | 1.212 | 1.299 | 1.733 | 2.207 |
| 每股净资产 | 2.232 | 2.579 | 3.791 | 10.962 | 12.445 | 14.552 |
| 每股经营现金净流 | 1.199 | 0.220 | 0.720 | 1.371 | 1.415 | 1.809 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.100 | 0.100 | 0.100 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 29.88% | 30.93% | 31.97% | 11.85% | 13.92% | 15.16% |
| 总资产收益率 | 12.44% | 14.04% | 17.93% | 10.11% | 11.77% | 12.73% |
| 投入资本收益率 | 20.21% | 22.80% | 24.18% | 11.23% | 12.90% | 14.37% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | N/A | 32.70% | 34.25% | 26.69% | 24.22% | 25.02% |
| EBIT增长率 | N/A | 47.27% | 48.87% | 32.49% | 30.47% | 30.26% |
| 净利润增长率 | N/A | 43.51% | 51.92% | 42.92% | 33.39% | 27.35% |
| 总资产增长率 | N/A | 27.20% | 18.95% | 153.41% | 14.63% | 17.74% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 22.4 | 39.9 | 30.4 | 30.9 | 30.9 | 30.9 |
| 存货周转天数 | 142.4 | 254.0 | 250.1 | 255.1 | 260.2 | 265.4 |
| 应付账款周转天数 | 49.7 | 93.7 | 79.0 | 93.0 | 93.0 | 93.0 |
| 固定资产周转天数 | 128.7 | 95.1 | 77.1 | 116.5 | 134.8 | 121.3 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 45.73% | 24.91% | 7.52% | -52.64% | -31.03% | -29.63% |
| EBIT利息保障倍数 | 11.6 | 13.2 | 17.5 | -40.4 | -18.9 | -29.1 |
| 资产负债率 | 58.35% | 54.61% | 43.91% | 14.66% | 15.48% | 16.07% |

来源: 公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些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，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---------------------------------|----------------------------|
| 电话: (8621)-61038271 | 电话: 010-6621 6979 | 电话: 0755-33516015 |
| 传真: (8621)-61038200 | 传真: 010-6621 5599-8803 | 传真: 0755-33516020 |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204 | 邮编: 100032 | 邮编: 518026 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层 | 地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B |