



东兴证券
DONGXING SECURITIES

迈出外延式扩张的一小步，实践跨越式发展战略的一大步

——神开股份（002278）事件点评

事件：

公司 11 月 12 日晚发布公告，公司近日与张良琪、何雪坤、李立伟、周建文、周福昌五名自然人就杭州丰禾石油科技有限公司股权转让事宜签订了《股权转让协议》及《股权转让补充协议》，拟收购杭州丰禾 60% 股权，交易对价上限为 2.16 亿元，公司拟变更原“研发测试中心项目”部分募集资金，变更金额为 6000 万元，用于收购股权出让方所持有的杭州丰禾 60% 股权的预付款。交易对价之间的差额，公司未来将以自有资金或银行贷款等方式筹集。此次收购不构成重大资产重组，股东大会通过即可。

主要观点：

1、杭州丰禾是主营石油测井仪器的科技型企业

杭州丰禾在声波测井仪、感应测井仪、侧向测井仪及辅助测量仪器等方面已形成自己的产品特色，技术水平达国内领先、国际先进水平。其中双侧向玻璃钢电极系技术及侧向类仪器制造技术在国内开发品种全、技术研究深（研发项目“FH-DLLT 双侧向测井仪”于 2011 年 2 月获科技型中小企业技术创新基金国家立项）。双感应和阵列感应在国内掌握技术深、产品可靠、市场前景广阔（研发项目“FRAI 阵列感应测井仪”于 2010 年获西湖区十大重点科技创新项目）。其自行研发设计辅助测量系列仪器以工作可靠、拆装维修方便、精致简短被很多系统集成商采用。

2、杭州丰禾拥有优秀的盈利能力，收购对业绩增厚明显

杭州丰禾是典型的高端仪器设备制造企业，虽然营收规模不大，但凭借技术优势，盈利能力远高于一般油气设备公司。2013 年毛利率达 54.5%，净利率达 32.6%（神开股份 2013 年毛利率为 32.1%、净利率为 7.3%）。杭州丰禾 2013 年净利润 2610.9 万元，相当于神开同期净利润的 46%。

根据杭州丰禾经营团队的业绩预测，2015 年-2017 年将分别实现净利润约 3000 万元、4000 万元、5000 万元。按照此承诺，公司收购后贡献权益净利润为 1800 万元、2400 万元、3000 万元。预计对应增厚公司每股收益约 0.056 元、0.075 元、0.094 元。

2014 年 11 月 13 日

强烈推荐/上调

神开股份

事件点评

张雷

010-66555445

zhang-lei@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514040001

王宗超

010-66554024

wangzc@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	13.43-12.56
总市值（亿元）	42.5
流通市值（亿元）	26.7
总股本/流通 A 股（万股）	31644/19879
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.85

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《神开股份（002278）：主业平稳，落子俄罗斯、迪拜，大力开拓海外》2014-10-30
- 2、《神开股份（002278）调研快报：受益欧美对俄设备禁运，重心转向服务及海外》2014-10-08

此次交易价格总额上限为 2.16 亿元，相当于杭州丰禾 2014-2017 年权益净利润平均值的 10.29 倍（上限），收购价格合理。此次交易对价分 4 期支付，附加了未达盈利预期的回购条款，以及超出盈利预期后给予业绩奖励的激励条款，对达成业绩承诺提供保障。

表 1: 杭州丰禾主要财务数据（万元）

	2012 年	2013 年	2014E
营业收入	4180.8	8109.9	6815.2
YOY		94.0%	-16.0%
净利润	677.8	2610.9	2060.1
YOY		285.2%	-21.1%
毛利率	47.60%	54.50%	57.20%
净利率	16.40%	32.60%	30.60%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3、加速进入壁垒高、进口替代前景广阔的测井仪器领域

测井是指在油气勘探钻孔中测量电、声、热、放射性等物理性质的仪器，以辨别地下岩石和流体性质的方法，测井基本贯穿于油气勘探前期和油气生产过程之中，是勘探和开发油气田的重要手段，也是油气勘探开发产业中技术含量最高的环节之一。由于测井涉及到电、声、热、放射性等多学科的综合应用，装备技术研发制造能力要求较强，市场进入门槛较高，通常由国际知名公司占据高端主流市场，这些公司通过较强的知识产权保护，以“制造设备—提供服务”一体化控制技术最高点。在测井仪器方面，海外公司向中国测井公司销售的测井仪器价格较高。一些海外测井设备供应商，已基本不卖设备，转而直接提供服务。测井仪器国内使用单位设备老化，各类下井仪器差异化较大，产品更新和升级需求明显，市场潜力较大。

杭州丰禾自主研发多项创新技术所生产出的测井仪器，具有小型化、耐高温耐压性能突出和维修方便快捷等鲜明特点，并具备更高的可靠性、准确性和一致性，性能和技术水平达到了国际先进水平，价格相对进口产品具备竞争优势。为国内客户提供了可用以替代进口产品的自主技术高端测井仪器，市场前景广阔。

公司正在研发 LWD 随钻测井产品，与杭州丰禾产品研发具有一定的互通性。通过收购杭州丰禾，公司加快了进入测井仪器制造领域的步伐。

4、与公司主业形成互补，并产生客户协同效应

通过收购杭州丰禾，测井业务将与公司现有的综合录井、水平井、定向井装备制造及工程服务领域形成良好补充，提升公司在油气勘探开发产业链中所占的业务比重和竞争力。由于杭州丰禾在测井仪器领域拥有一些行业知名的大型客户。通过收购可补充公司战略性客户，推动公司整体业务发展。

5、迈出外延式扩张的一小步，实践跨越式发展战略的一大步

公司已经充分意识到外延式发展是公司做大做强的有效途径，战略方向是依靠内生式增长及外延式并购的双轮驱动成长，实现快速、跨越式发展。国际上优秀的油服巨头如斯伦贝谢、哈里伯顿等无一不是通过收购细分行业中优秀的中小企业，进行有效整合，优势互补，快速占领市场先机，做强做大。这次收购是公司外延式扩张的一小步，但确是实践跨越式发展战略的一大步，公司未来的并购整合是可以持续期待的。

结论：

公司正由石油设备制造商向制造服务一体化转型，战略重心的转移、新品的研发、管理的变革都将为公司提供强大的成长动力。公司受益于欧美对俄石油设备禁运，未来有望持续通过资本运作实现外延式扩张，实现跨越式发展。考虑此次收购，我们上调公司 2015-2016 年的盈利预测，预计 2014-2016 年的每股收益分别为 0.23 元、0.33 元、0.40 元，按照 13.53 元计算，对应动态市盈率分别为 59 倍、41 倍、34 倍，上调公司评级至“强烈推荐”。

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	1,323	1,308	1,091	1,565	1,851	营业收入	750	765	684	938	1,115
货币资金	534	539	411	657	781	营业成本	527	519	453	587	689
应收账款	434	472	422	578	688	营业税金及附加	6	6	5	7	9
其他应收款	5	4	4	5	6	营业费用	82	86	67	90	107
预付款项	24	25	25	25	25	管理费用	89	101	106	136	162
存货	307	247	211	273	321	财务费用	-11	-15	-18	-11	-11
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	6	13	10	10	10
非流动资产合计	232	281	283	304	325	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	10	8	8
固定资产	176	181	215	246	273	营业利润	51	54	70	126	158
无形资产	36	34	32	31	30	营业外收入	12	10	10	10	10
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	1	1
资产总计	1,555	1,589	1,375	1,869	2,176	利润总额	63	64	80	136	167
流动负债合计	350	349	277	493	708	所得税	11	8	10	16	20
短期借款	0	11	10	150	314	净利润	52	56	70	120	147
应付账款	233	253	199	257	302	少数股东损益	1	-1	-2	16	20
预收款项	28	24	24	24	24	归属母公司净利润	52	57	72	104	127
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	65	68	69	136	171
非流动负债合计	26	37	36	39	40	BPS (元)	0.20	0.20	0.23	0.33	0.40
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	376	386	313	532	749	成长能力					
少数股东权益	24	31	29	45	65	营业收入增长	22.90%	1.97%	-10.53%	37.12%	18.90%
实收资本 (或股	262	288	316	316	316	营业利润增长	-29.67%	5.92%	30.42%	79.83%	24.83%
资本公积	582	555	555	555	555	归属于母公司净利	-35.63%	9.99%	27.45%	43.47%	22.79%
未分配利润	265	277	314	367	431	获利能力					
归属母公司股东	1,155	1,172	1,245	1,308	1,384	毛利率 (%)	29.75%	32.11%	33.73%	37.40%	38.23%
负债和所有者权	1,555	1,589	1,375	1,869	2,176	净利率 (%)	6.97%	7.28%	10.28%	12.75%	13.20%
现金流量表						总资产净利润 (%)	3.31%	3.57%	5.25%	5.54%	5.85%
单位: 百万元						ROE (%)	4.46%	4.83%	5.80%	7.92%	9.19%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
经营活动现金流	82	84	43	-20	50	资产负债率 (%)	24%	24%	20%	28%	34%
净利润	52	56	70	120	147	流动比率	3.78	3.75	3.94	3.17	2.61
折旧摊销	25	29	17	20	24	速动比率	2.90	3.04	3.18	2.62	2.16
财务费用	-11	-15	-18	-11	-11	营运能力					
应收账款减少	-84	-38	50	-157	-109	总资产周转率	0.49	0.49	0.43	0.54	0.55
预收帐款增加	12	-4	0	0	0	应收账款周转率	1.92	1.69	1.53	1.88	1.76
投资活动现金流	-30	-47	-191	-52	-52	应付账款周转率	3.07	3.15	3.03	4.11	3.99
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.20	0.20	0.23	0.33	0.40
投资收益	0	0	10	8	8	每股净现金流 (最新	-0.06	0.03	-0.67	0.78	0.39
筹资活动现金流	-68	-28	-63	319	126	每股净资产 (最新摊	4.42	4.07	3.94	4.13	4.37
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	67.65	67.65	59.30	41.33	33.66
普通股增加	0	26	29	0	0	P/B	3.06	3.32	3.44	3.27	3.09
资本公积增加	0	-26	0	0	0	EV/EBITDA	45.99	49.45	55.96	27.81	22.34
现金净增加额	-16	9	-211	246	124						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张雷

2008 年获得对外经济贸易大学工商管理硕士学位，具有 3 年实业经验和 6 年行业研究经验。2014 年加盟东兴证券研究所，现从事机械行业研究，重点覆盖油气设备、节能环保机械、自动化设备等细分行业。

联系人简介

王宗超

天津大学测控技术与仪器专业学士，清华大学精密仪器与机械学系硕士，从事航天航空自动化测试设备研发工作 2 年，2014 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究，重点关注：高端智能装备、自动化设备、仪器仪表、航天装备制造等。

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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。