



公司研究

冶金矿采化工设备/专用设备/机械设备

道森股份（603800）

——受益北美油气投资复苏，业绩有望反转

主要观点：

◆国内优质钻采设备供应商，海外业务占比突出。作为国内优质的钻采设备供应商，公司具备较强的技术研发和生产能力、完善的销售渠道及品牌优势。公司产品根据用途分类可分为井口装置及采油（气）树、井控设备、管线阀门、顶驱主轴四大类，广泛应用于石油、天然气及页岩气等油气资源的钻探、开发、生产等领域。随着我国油气钻采设备行业的发展壮大，公司不断加大技术研发投入力度，公司研发投入占营业收入的比例逐年提升，2016年已达到7.21%。公司客户广泛分布于美国、加拿大、澳大利亚、委内瑞拉、阿根廷、英国、伊朗、卡塔尔、俄罗斯、哈萨克斯坦、土库曼斯坦、肯尼亚等近20个国家和地区，2012-2016年海外业务收入占比高达60%以上。鉴于近几年国际市场总体出现的萎缩状况，公司制定了深化全球化的战略目标。公司将围绕已经完成的多个海外子公司布局的基础上，继续增加油气开采低成本区的布点，提升品牌度和成套产品中标率，精细化客户需求，扩大市场份额。

◆受益北美油气投资复苏，业绩有望反转。2016年，受国际原油价格下跌的影响，全球油气公司业绩持续恶化，资本性开支保持低位水平，部分油气公司陷入财务困境甚至破产，油田服务和设备市场低迷不振。受此影响，2016年，公司营业收入、归属于上市公司股东的净利润、毛利率水平均同比大幅下降。而2016年下半年以来，国际原油期货价格一直在50美元/桶上下波动，尽管油气价格没有很好的表现，但油气产量并没有减少，公司海外重点市场表现较好，美国本土的石油天然气活跃钻机数连连攀升，从2016年5月份408部上升至目前916部，已达到2015年5月份的水平。根据Rystad

投资评级	增持
评级变动	首次
总股本	2.08 亿股
流通股本	0.68 亿股
ROE（摊薄）	-6.62%
每股净资产	4.36 元
当前股价*	21.94 元

注：上述财务数据为2016年年报数据
*6月9日收盘价

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@ gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5169085

地址：厦门市思明区深田路46号深田国际大厦19-20楼

长城国瑞证券有限公司

Energy 的统计数据,美国四大页岩油产区 2016 年的平均生产成本已均处于 40 美元/桶之下。基于成本优势,随着国际原油价格在 50 美元/桶中枢波动,未来更多的钻机将被激活,北美油气开采逐渐回升。公司美国市场 2016 年收入占比达 38.44%,北美地区油气开采回升,公司业绩有望直接受益。

去年面临不利的经营环境,公司积极采取的技术升级、市场开拓、区域扩展、人员优化等各种措施产生的效益正在逐步发挥。从公司订单和收入来看,去年四季度以来显著回升,今年一季度实现营业收入 14,650.17 万元,同步增长 95.27%,毛利率较去年提升 5.96 个百分点至 17.50%,今年 2-4 季度收入水平有望超过 1 季度,全年业绩有望反转。

投资建议:

我们预计公司2017-2018年的净利润分别为2,896万元、5,244元, EPS分别为0.14元、0.25元,对应P/E分别为156.71倍、87.76倍,目前P/E(TTM,剔除负值)中位数为108.08倍。考虑公司受益北美油气投资复苏,我们首次给予其“增持”评级。

风险提示:

油价下跌;北美油气投资复苏低于预期。

盈利预测及主要财务数据

关键指标	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	960.64	590.32	416.71	596.55	748.23
增长率	26.00%	-38.55%	-29.41%	43.16%	25.43%
归属母公司股东净利润(百万元)	107.68	27.61	-60.04	28.96	52.44
增长率	76.85%	-74.36%	-317.47%	148.24%	81.05%
基准股本(百万)	--	208.00	208.00	208.00	208.00
每股收益(元)	--	0.13	-0.29	0.14	0.25
销售毛利率	27.91%	20.48%	11.54%	20.73%	22.14%
净资产收益率	21.80%	2.79%	-6.62%	3.14%	5.53%

数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所



目 录

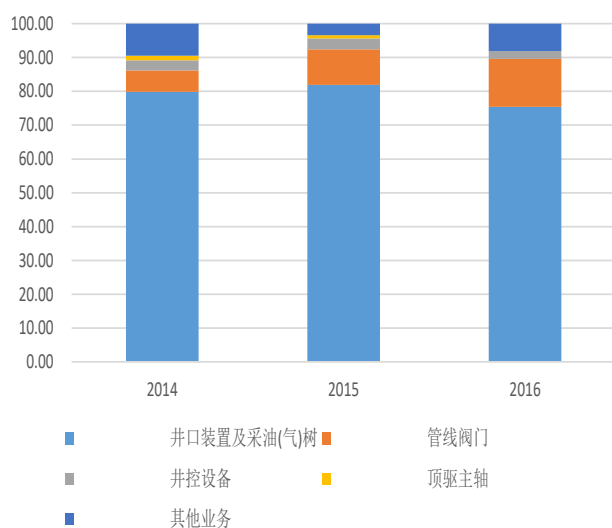
1 公司基本情况	4
1.1 公司主营业务情况	4
1.2 公司主要财务数据概览	5
2 国内优质钻采设备供应商，海外业务占比突出	6
2.1 国内优质钻采设备供应商，技术研发能力出众	6
2.2 海外业务占比高，重点拓展油气开采低成本区域市场	9
3 受益北美油气投资复苏，今年业绩有望反转	11
4 盈利预测	13

1 公司基本情况

1.1 公司主营业务情况

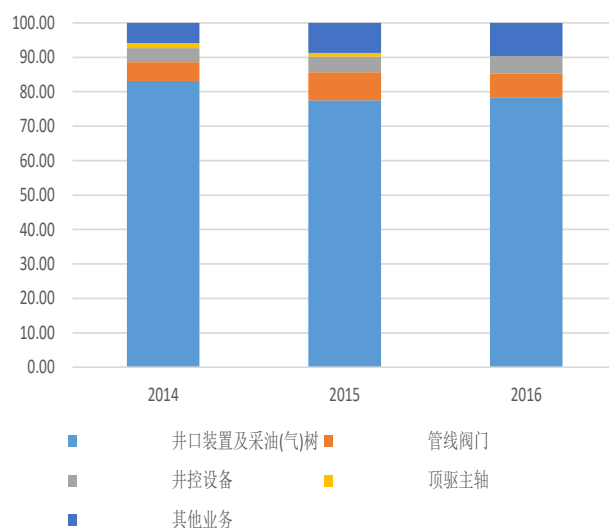
公司主要从事石油、天然气及页岩气钻采专用设备的研发、制造和销售，主要产品为井口装置及采油(气)树、井控设备、管线阀门、顶驱主轴等油气钻采专用设备，是国内井口装置及井控设备领域的领先企业，在业内具有较高知名度和影响力。公司为江苏省高新技术企业，已取得专利权近 50 项，全部为发明专利和实用新型专利。公司研发项目技术成果有较强的创新性和应用性，总体技术处于国内领先水平，其中部分技术达到国际先进水平。2013 年全国博士后管委会办公室批准公司设立博士后科研工作站。在海外，公司是 GE 油气全球战略合作伙伴之一，并与卡麦龙、国民油井等国际油气钻采领先企业建立了长期稳定的合作关系，主要产品已销售到近 20 个国家。在国内，公司是中石油的一级供应网络成员单位，也是中石化和中海油的网络采购的供应商成员，拥有中海油南海东部石油管理局钻完井部优秀供货商证书和中核集团合格供应商证书。

图表 1 公司主营业务收入结构 (%)



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 2 公司主营业务毛利结构 (%)

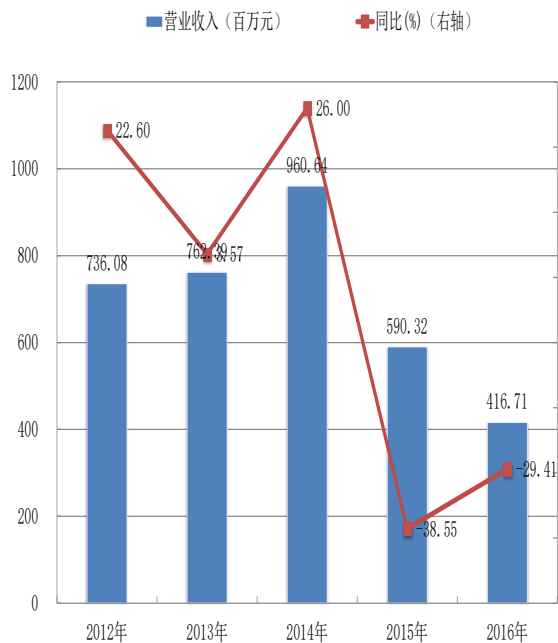


数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



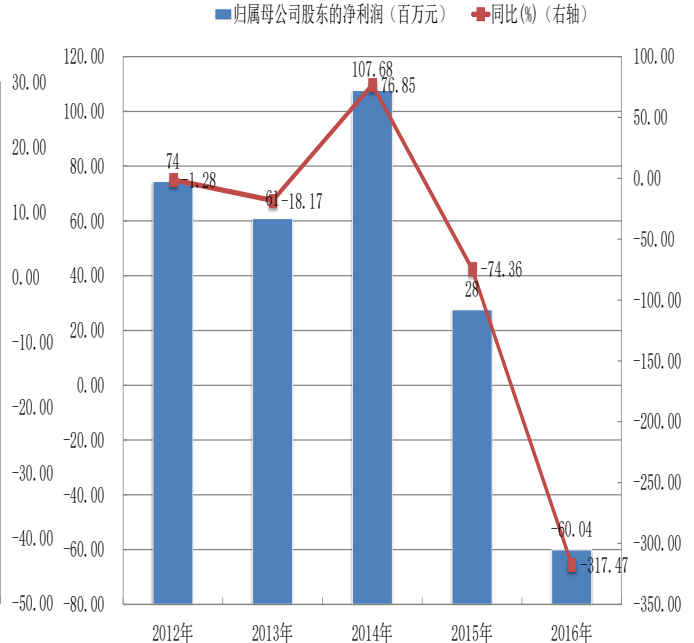
1.2 公司主要财务数据概览

图表 3 近 5 年来公司营业收入及同比增速



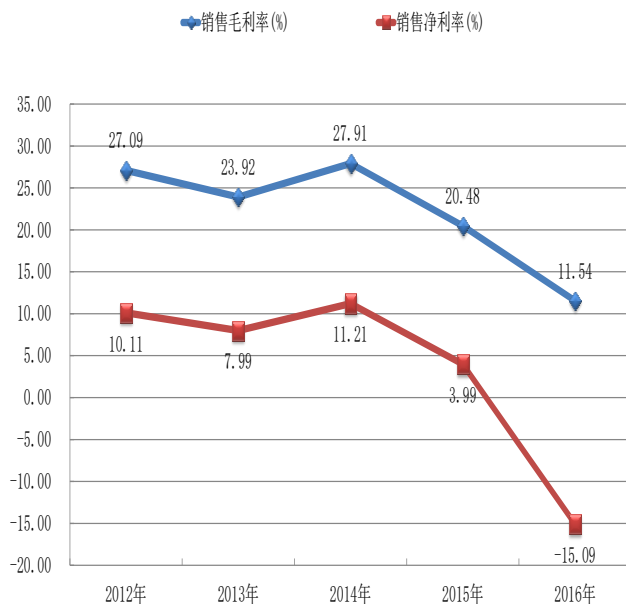
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 4 近 5 年来归属于母公司净利润及同比增速



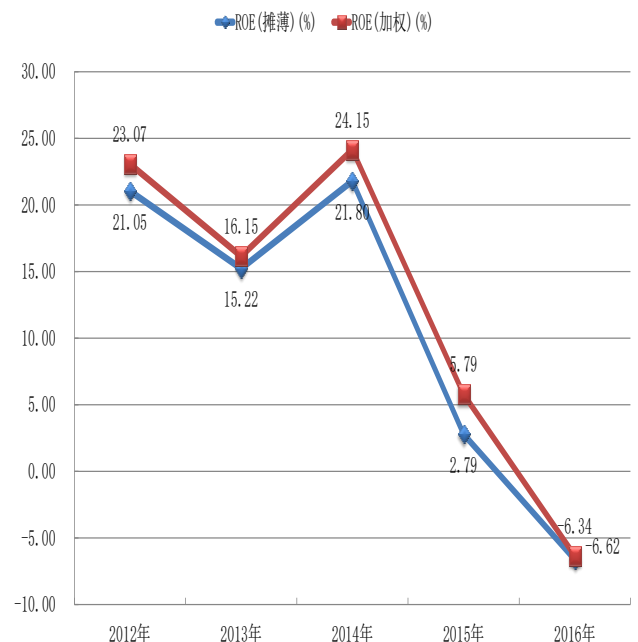
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 5 近 5 年来公司销售毛利率与净利率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 6 近 5 年来公司净资产收益率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2 国内优质钻采设备供应商，海外业务占比突出

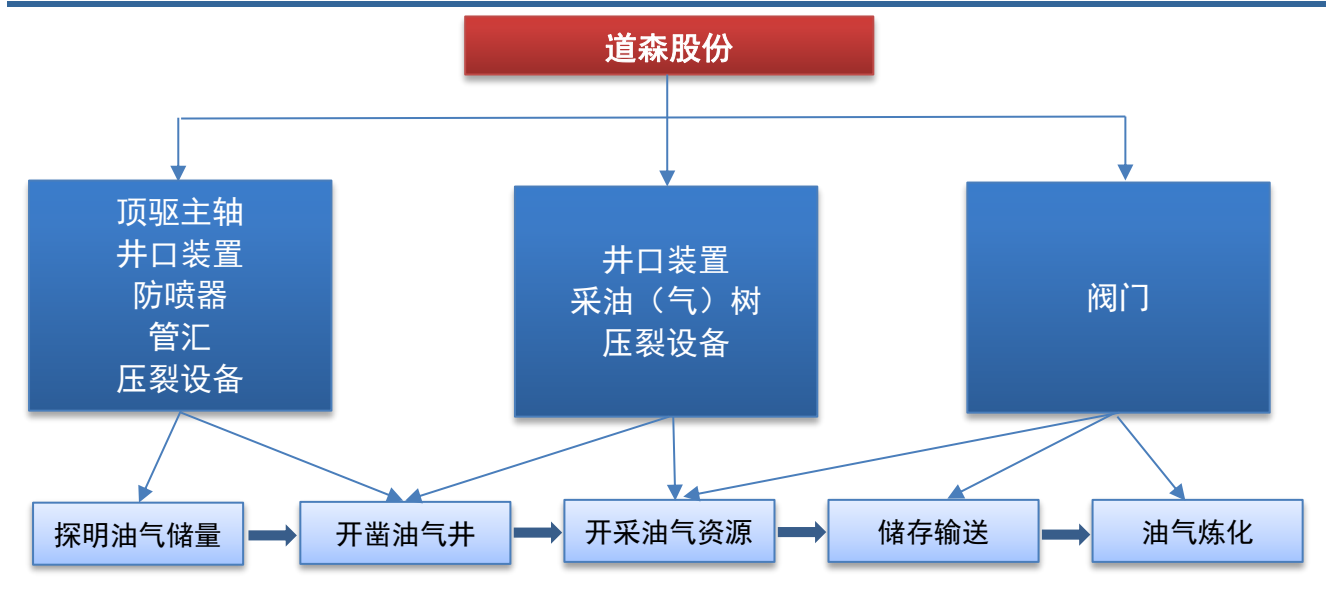
2.1 国内优质钻采设备供应商，技术研发能力出众

作为国内优质的钻采设备供应商，公司具备较强的技术研发和生产能力、完善的销售渠道及品牌优势。公司产品广泛应用于石油、天然气及页岩气等油气资源的钻探、开发、生产等领域，主要客户包括 GE 油气、卡麦龙、卡克特、国民油井等海外大型油气设备及技术服务公司，并已取得中石油、中石化、中海油供应商资格，国内市场稳步拓展。

根据石油、天然气生产的特点，油气产业链通常可以分为上游、中游、下游三个环节：上游主要是对地下油气藏资源进行勘探并制订开采规划，进行钻井开发、油气开采及预处理；中游主要是对原油和天然气进行储运；下游主要是炼制、深加工及销售成品油气。

公司主要业务包括石油、天然气及页岩气钻采设备的研发、生产和销售，主要产品为井口装置及采油（气）树、井控设备、管线阀门、顶驱主轴等油气钻采设备。运用于油气产业链上游。钻井作业阶段主要采用钻机、泥浆泵、井口及井控设备、压裂设备等。油气生产作业阶段主要采用抽油机（抽油杆、抽油泵）、井口装置及采油（气）树、油管、套管等设备。根据作业内容的不同，每一作业均对应多种油气钻采设备。

图表 7 公司主要业务及产品应用领域



资料来源：公司招股说明书，长城国瑞证券研究所

公司主要产品根据用途分类可分为井口装置及采油（气）树、井控设备、管线阀门、顶驱主轴四大类。



- 井口装置及采油（气）树：油气井最上部控制和调节油气生产的关键设备，主要有套管头、油管头、采油（气）树三部分组成。基本作用是通过调节生产井口的压力和油（气）井口流量进行控制性采油、采气，保证各项井下作业施工安全，便于油井日常的生产管理。由于井口压力大、油气的流速高、易渗漏并通常伴有腐蚀性介质等特征，井口装置对于井口的安全及日常生产作业具有极为重要的作用。
- 井控设备：其作用是在钻井过程中引导与控制钻井内高压油气流，防止发生溢流、井涌、井喷，是确保钻井作业安全的必备装备。由防喷器、节流压井管汇及防喷器控制装置等设备组成。
- 管线阀门：其作用是控制管道中介质的接通与截断，调节流量、控制温度、防止回流、调节和排泄压力。用于石油、石化、天然气等相关工业管道系统，主要包括闸阀、球阀、止回阀等。
- 顶驱主轴：是顶驱装置的一个重要部件，顶驱装置是现代钻机的核心部件之一，主要应用于钻井阶段，其作用是将动力从井架的顶部直接驱动钻具进行旋转钻进，以实现油气井的快速钻进。

图表 8 井口装置及采油（气）树

图表 9 井控设备

图表 10 管线阀门

图表 11 顶驱主轴



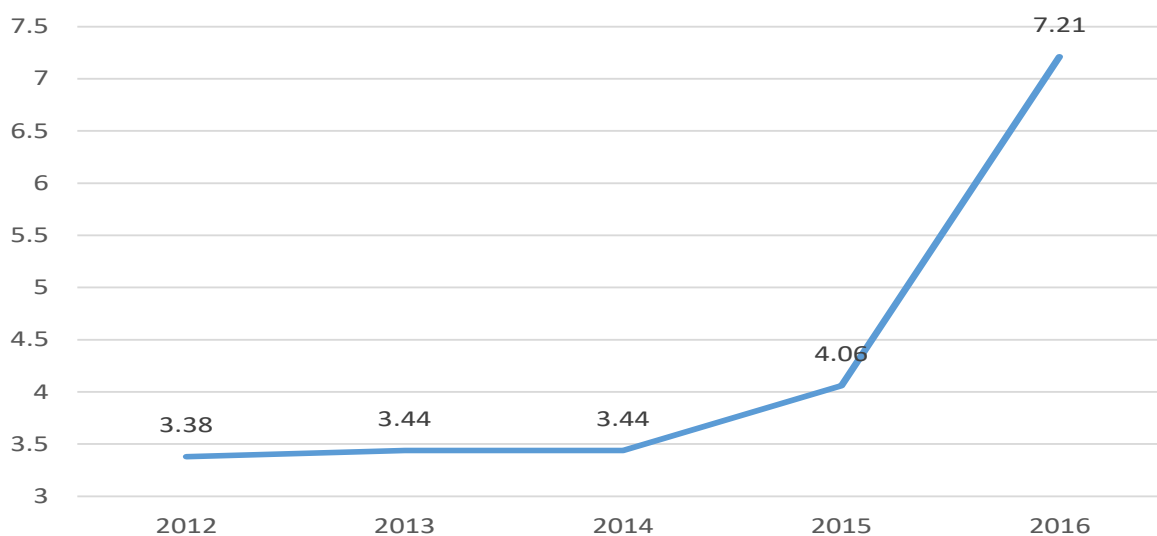
资料来源：公司招股说明书，长城国瑞证券研究所

在油气钻采设备方面，公司具备以下生产许可及供应商资质：1、API 会标使用许可，API 是美国石油学会“American Petroleum Institute”的缩写，API 会标的使用许可专门针对石油及天然气设备及服务，该许可涵盖了 60 种标准化的产品规格，API 在美国以及其他国家都享有很高的声誉，它是美国商业部和美国贸易委员会承认的石油机械认证机构。它所制定的石油化

工和采油机械技术标准被许多国家采用，中东、南美和亚洲许多国家的油气开采公司在招标采购石油机械时，一般都要求佩有 API 标志的产品才能有资格参加投标。拥有 API 标志的石油机械设备不仅被认为是质量可靠而且具有先进水平，API 标准现已成为国际上油气钻采设备行业的通行标准。2、中石油、中石化和中海油等公司的供应商资格。3、国际知名公司的供应商资格，由于油气钻采设备的工艺复杂，技术水平和安全性能要求极高，国外石油设备及服务公司均建立了严格的供应商考核和管理制度，国内企业必须取得其供应商资格，才能够获得海外订单。以 GE 油气为例，其对于重点供应商的考核通常要持续 3 年以上，考核内容包括产品应用案例、行业地位、产品质量、生产工艺和技术水平、管理水平、产能、API 会标资质等多项内容。4、特种设备生产许可。

与发达国家大型油气钻采设备厂商相比，我国油气钻采设备行业起步较晚，技术水平相对较低，但随着我国油气钻采设备行业的发展壮大，公司也不断加大技术研发投入力度，生产工艺更趋合理、产品结构日趋完善、产品性能不断提高、自主开发关键生产技术的能力提升较快。

图表 12 2012-2016 年公司研发费用占营业收入比重情况 (%)



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

公司研发中心具体包含八个研发部门，分别是井口设备研发、防喷器研发、水下井口设备研发、阀门研发、机械加工与焊接工艺研发、材料与锻热工艺研发、控制系统以及研发中心实验室。目前，公司研发中心已获批“江苏省企业技术中心”和“江苏省工程技术研究中心”，并已建成“苏州市海洋及陆上油气井口设备工程技术研究中心”等专业研究机构，致力于相关课题的基础性研究开发工作。2013 年全国博士后管委会办公室批准公司设立博士后科研工作

站。2014年苏州市科学技术局批准道森阀门建设“苏州市高压管线阀门工程技术研究中心”。公司研发投入占营业收入的比例逐年提升，2016年已达到7.21%。

2.2 海外业务占比高，重点拓展油气开采低成本区域市场

全球油气钻采设备行业产能正在向以中国为代表的发展中国家转移。随着近年来国内企业技术水平的持续提升和全球产业链分工的不断细化，海外石油龙头企业已越来越多地采购来自我国的优质且具有性价比优势的钻采设备。同时，国内三大石油集团“走出去”战略的实施，也将带动油气钻采设备更快更好地走向国际市场。

目前，我国的井口及井控设备已具备较强的国际竞争力，在基本完成进口替代的同时，实现了较大规模的出口创汇。近年来，国内行业的出口增长势头迅猛，未来随着我国行业整体实力的不断提升，全球化、专业化的国际分工体系逐步建立，我国企业在更多领域和更高层次参与全球制造行业的发展与竞争。

随着全球油气钻采设备行业浪潮的转移，公司的海外客户数量也出现快速扩张，公司现有客户广泛分布于美国、加拿大、澳大利亚、委内瑞拉、阿根廷、英国、伊朗、卡塔尔、俄罗斯、哈萨克斯坦、土库曼斯坦、肯尼亚等近20个国家和地区。

图表 13 公司海外业务分布图



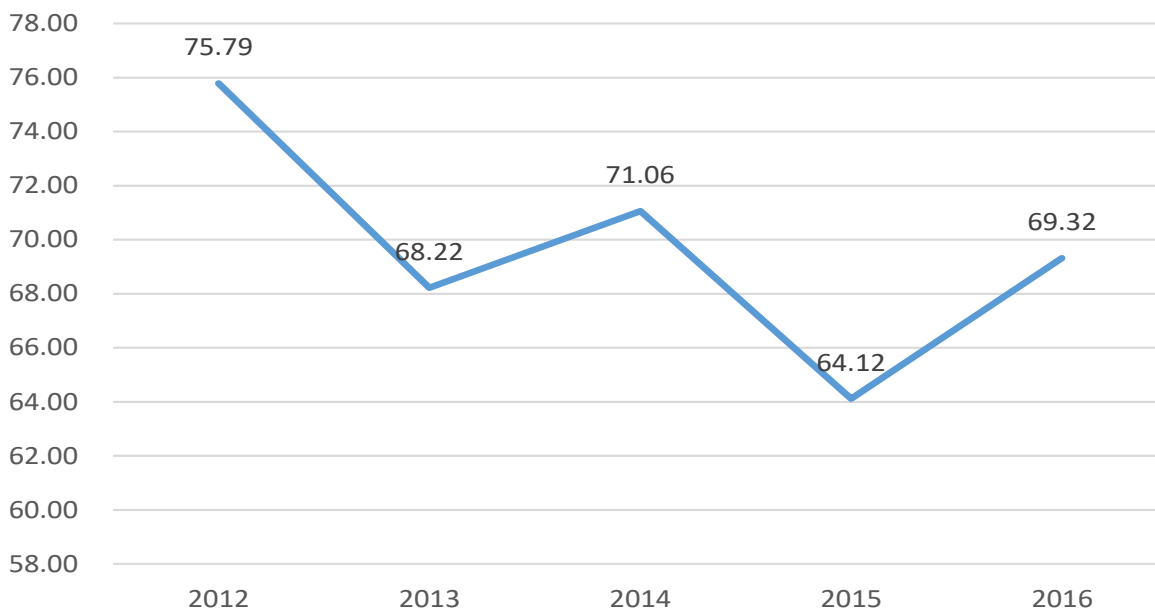
资料来源：公司招股说明书，长城国瑞证券研究所

全球的石油、天然气资源分布极不均衡，中东、中南美与非洲的油气储量最为丰富，占全球油气储量的80%以上。与此同时，这些地区的大部分产油国不具有自行生产油气钻采设备的能

力，大部分设备需进口，从而形成了巨大的钻采设备需求。

相对于发达国家产品，公司紧跟全球产业转移浪潮，加速国际化发展，不仅在钻机、钻杆、井口和井控设备等部分产品技术水平上达国际先进水平，而且在产品价格等方面还具有较大优势，因此公司的产品在国际市场上赢得了较强的市场竞争力。即使面临国际市场总体萎缩的局面，公司2012-2016年海外业务收入占比仍高达60%以上。

图表 14 2012-2016 年公司海外业务收入占比 (%)



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

公司是国内同行业中最早一批实行国际化战略的企业，成立之初便定位于国际中高端市场。公司 2001 年即在有“能源之都”美称的美国休斯敦设立了美国道森作为海外市场的桥头堡。海外分支机构的设立对于拓展公司海外业务和保持公司的市场敏锐度及技术优势有着重要意义。休斯敦优越的区位条件，有利于公司拓展海外销售渠道，及时掌握世界石油领域最新动态，跟踪海外客户的最新需求，获取最前沿的技术和工艺信息。正是凭借海外分支机构的区位优势，公司及时抓住了过去十年间美国页岩气开采的爆发式增长，并实现了海外市场的迅速扩张。

然而，鉴于近几年国际市场总体出现的萎缩状况，公司制定了深化全球化的战略目标。公司将围绕已经完成的多个海外子公司布局的基础上，继续增加油气开采低成本区的布点，加大团队作战，实施销售前后方一体化的项目制营销体系，提升品牌度和成套产品中标率，精细化客户需求，深耕细作，扩大市场份额。

随着公司全球销售和技术支持体系的完善，海外营销和技术人才的丰富，客户关系管理的



进一步顺畅，后方支持的前方化，中东及东南亚等油气开采低成本区域市场的大力开拓等措施逐步落实，公司的市场占有率将会进一步提升。

3 受益北美油气投资复苏，业绩有望反转

国际原油价格自 2015 年 2 季度开始一路下行，并于 2016 年 2 月份跌破近十年以来的低点，全球油气公司勘探开发支出一再缩减，油田服务和设备市场陷入极度低迷。与此同时，公司产品大量应用的页岩油气开采领域，由于开采成本较高，受国际油气价格的影响相对更大。受国际原油价格下跌的影响，全球油气公司业绩持续恶化，资本性开支保持低位水平，部分油气公司陷入财务困境甚至破产，油田服务和设备市场低迷不振。受此影响，2016 年，公司营业收入、归属于上市公司股东的净利润、毛利率水平均同比大幅下降，公司共实现营业收入 41,671.03 万元，同比减少 29.41%；实现归属于上市公司股东的净利润-6,003.96 万元，下降 317.47%，毛利率下降 8.94 个百分点至 11.54%。

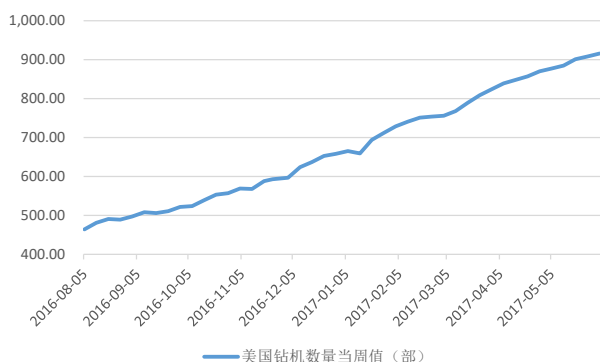
图表 15 布伦特原油期货价（美元/桶）



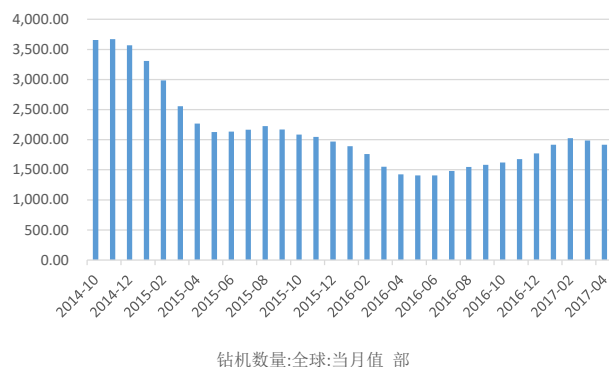
数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

而 2016 年下半年以来，国际原油期货价格一直在 50 美元/桶上下波动，尽管油气价格没有很好的表现，但油气产量并没有减少，公司海外重点市场表现较好，美国本土的石油天然气活跃钻机数连连攀升，从 2016 年 5 月份 408 部上升至目前 916 部，已达到 2015 年 5 月份的水平。

图表 16 美国钻机数量当周值 (部)



图表 17 全球钻机数量当月值 (部)



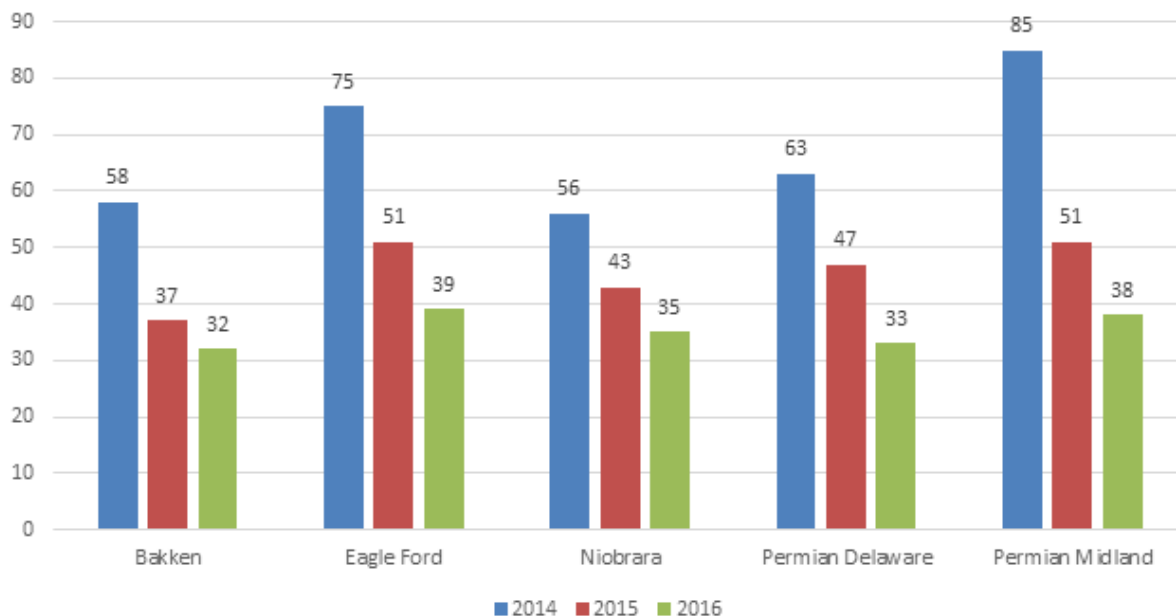
数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

原本页岩油由于开采方式特殊性, 成本高于普通陆地原油, 但随着页岩油钻采成本不断优化和技术升级, 北美页岩油的平均成本不断下。根据Rystad Energy的统计数据, 2016年美国四大页岩油产区Bakken (巴肯), Eagle Ford (鹰滩), Niobrara (奈厄布拉勒), Permian (二叠纪) 2016年的平均生产成本已均处于40美元/桶之下。基于成本优势, 随着国际原油价格在50美元/桶中枢波动, 未来更多的钻机将被激活, 北美油气开采活动逐渐复苏。

从收入结构来看, 公司美国市场2016年收入占比达38.44%, 北美地区油气开采回升, 公司业绩有望直接受益。

图表 18 2014-2016 年美国主要产油区页岩油平均成本 (美元/桶)



数据来源: Rystad Energy, 长城国瑞证券研究所

从油气钻采设备制造的价格来看, 公司产品相对于欧美产品有着较大的成本优势; 而同其



它发展中国家产品相比，我国产品技术领先，性能稳定，性价比较高。因此公司近年来海外收入占比持续保持在60%以上。国际市场中，NOV、Cameron、FMC Technology、Vallourec、DresserRand、Dril-quip等油气设备及技术服务企业以全面的产品线、领先的技术、完备的成套解决方案占据了全球钻采设备市场约50%的市场份额，尤其在北美、西欧等成熟市场已形成了寡头垄断格局。公司的主要策略是与国际企业建立合作伙伴关系，寻找业务机会。目前公司已与GE、卡克特、Cameron等国际知名钻采设备公司建立了广泛的合作关系，产品远销近20个国家和地区。

图表 19 公司目前海外重要客户情况

序号	客户	国家	客户简介	开始合作时间
1	GE Oil&Gas	美国	GE石油天然气集团 (GE Oil & Gas) 隶属于GE集团，是全球知名的石油天然气行业先进技术设备和服务的供应商。	2002 年
2	Cactus Wellhead	美国	Cactus Wellhead, LLC主营油气井口、压裂设备及服务，公司在页岩气、页岩油方面具备深厚的技术积累及较高的市场地位。	2011 年
3	NOV	美国	国民油井华高(NOV)是全球排名第一的油气钻采设备制造商，也是唯一一家提供和服务全套井下钻具总成的独立井下工具制造厂商。	2011 年
4	CAMERON	美国	卡麦龙 (CAMERON) 是全球顶尖的石油、天然气压力控制设备的制造商，技术领先。	2005 年
5	DELTA	卡塔尔	DELTA是卡塔尔石油工程设计制造的领导企业，主要生产井口设备、采油（气）树和其他石油井口设备。	2008 年
6	Stream-flo Industries	加拿大	Stream-flo Industries LTD, 加拿大最大的制造商之一，经营井口装置及采油（气）树设备、闸阀、止回阀等系列产品。	2009 年

资料来源：公司招股说明书，长城国瑞证券研究所

去年面临不利的经营环境，公司积极采取的技术升级、市场开拓、区域扩展、人员优化等各种措施产生的效益正在逐步发挥。从公司订单和收入来看，去年四季度以来显著回升，今年一季度实现营业收入 14,650.17 万元，同步增长 95.27%，毛利率较去年提升 5.96 个百分点至 17.50%，今年 2-4 季度收入水平有望超过 1 季度，全年业绩有望反转。

4 盈利预测

图表 20 盈利预测

利润表	2016A	2017E	2018E	资产负债表	2016A	2017E	2018E
营业收入	416.71	596.55	748.23	货币资金	602.35	435.48	546.21
减：营业成本	368.64	472.92	582.56	应收和预付款项	137.14	132.73	204.26
营业税金及附加	4.27	5.01	6.29	存货	228.04	187.04	324.26
营业费用	36.09	31.38	37.41	其他流动资产	-107.28	372.20	372.20
管理费用	68.19	60.85	59.86	长期股权投资	0.00	0.00	0.00



财务费用	-4.76	-7.98	-4.99	投资性房地产	0.00	7.25	6.32
资产减值损失	16.17	2.00	2.00	固定资产	292.71	244.10	195.49
投资收益	0.74	0.00	0.00	无形资产	53.64	47.30	40.95
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	25.73	3.99	0.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	资产总计	1232.33	1430.07	1690.00
营业利润	-71.14	32.38	65.10				
其他非经营损益	6.78	8.00	8.00	短期借款	93.00	282.78	421.34
利润总额	-64.36	40.38	73.10	应付和预收款项	205.30	215.56	307.86
所得税	-1.49	10.05	18.19	长期借款	0.00	0.00	0.00
净利润	-62.87	30.33	54.91	其他负债	21.52	3.18	3.18
少数股东损益	-2.83	1.37	2.47	负债合计	319.82	501.52	732.39
归母净利润	-60.04	28.96	52.44	股本	208.00	208.00	208.00
				资本公积	497.98	497.98	497.98
现金流量表	2016A	2017E	2018E	留存收益	205.73	215.61	242.20
经营活动现金流	-50.59	125.87	-11.74	归母股东权益	906.91	921.59	948.17
投资活动现金流	-406.26	6.01	6.01	少数股东权益	5.60	6.97	9.44
融资活动现金流	-46.85	-106.61	-21.61	股东权益合计	912.51	928.56	957.61
现金流量净额	-498.98	25.28	-27.34	负债和股东权益	1232.33	1430.07	1690.00

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。