

2012年03月14日

TMT—软件服务

证券研究报告--评级深度报告

收盘价(元): 28.80

目标价(元): 38.70

潜能恒信(300191)

行业特殊筑壁垒，技术换权益或触动爆发

投资评级: A--买入(首评)

TMT组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-68778306

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

TMT组: 刘智

电话: 021-68778306

邮箱: chinalz2010@hotmail.com

联系人: 毛雪梅

电话: 021-68778039

公司基本数据

总股本(万股)	8000.00
流通A股/B股(万股)	2000.00/0.00
资产负债率(%)	0.97
每股净资产(元)	12.99
市净率(倍)	2.22
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	46.88/22.16

股价走势图



相关研究报告

◎不同之处:

◆**油气勘探行业的信息化具有特殊性。**公司所处行业油气勘探的信息处理服务,由于行业具有的体制特殊性,技术难度特殊性和产业链特殊性因素而具有较高壁垒。特殊行业信息化有快速提高的内在要求,行业增速可达20%以上。

◆**技术换权益或是公司业绩爆发的触发点。**公司营收和利润规模相对较小,但是公司已经开始尝试为小型的油气公司技术服务以换取权益的合作,一旦这种模式取得进展,公司业绩实现爆发的概率显著增加。

◎投资要点:

◆**油气勘探技术服务市场需求旺盛。**据IFP统计,目前国际勘探开发中的地震数据采集、处理等技术服务市场规模约120亿美元,年复合增速20%以上。国内仅数据处理解释市场规模09年达31.64亿元,加上数据采集和一体化业务,规模将突破100亿元,复合增速高于国际水准。未来有望保持更高增速,主要推动因素有:数据采集量的暴涨,勘探开采难度加大,非常规油气开发的推进。

◆**技术优势显现公司强大的市场竞争力。**油气勘探行业对技术依赖度远高于软件其他细分行业,公司成像技术率先进入第三代水平,在国际市场占有一席之地。以下现象是有利佐证:(1)公司是唯一连续4年获邀参与中石油技术攻关项目的非中石油系统服务商;(2)在公司提供建议井位基础上,实施探井成功率达82.54%,远高于行业50%左右水准;(3)公司历年毛利率均保持80%以上,远高于主要竞争对手60%左右水准。

◆**技术换权益若顺利,公司业绩爆发增长可期。**技术换权益合作被越来越多油气公司认可,公司在海外设立子公司推动技术换权益步伐。获得BP1,000平方公里试处理合同得到对方高度评价,为实施技术换权益战略奠定坚实基础,今年或落地。不考虑技术换权益我们预计11-13年可实现0.99元、1.29元和1.66元的EPS,对应28.95倍、22.37倍和17.31倍PE。鉴于公司前景和有望超预期增长,我们认为其合理价38.70元,对应2012年30倍PE,首次买入评级。

◎**关键假设:**公司一体化服务业务量超30%增速,毛利率保持80%左右。

◎**风险提示:**技术革新风险,中石油依赖和海外业务风险或是主要风险。

	2009A	2010A	2011Q3	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	87.94	108.92	27.94	124.72	158.58	205.36
同比增速(%)	24.39	23.87	-5.59	14.50	27.15	29.50
净利润(百万)	49.16	60.37	14.99	79.58	102.98	133.13
同比增速(%)	61.44	22.79	-21.49	31.84	29.40	29.28
毛利率(%)	81.52	80.84	80.56	80.80	81.00	81.00
每股盈利(元)	0.82	1.01	0.19	0.99	1.29	1.66
ROE(%)	32.07	28.26	1.46	27.14	25.99	25.15
PE(倍)	0.00	0.00		28.95	22.37	17.31

正文目录

1. 油气勘探技术服务市场需求日益旺盛	3
1.1. 石油供给严峻推动油气勘探投资	3
1.2. 勘探开采扶持政策力度前所未有	4
1.3. 非常规油气开发显现勘探技术服务新蓝海	5
2. 行业特殊性成就专业服务公司高成长	6
2.1. 特殊性一：行业变迁特殊性	6
2.2. 特殊性二：行业体制特殊性	7
2.3. 特殊性三：技术难度特殊性	7
2.4. 特殊性四：所处产业链特殊性	8
3. 技术换权益孕育公司美好前景	9
3.1. 勘探难度加大推动技术换权益成为趋势	9
3.2. 设立海外公司，技术换权益落地可期	10
3.3. 非常规油气开发政策或现技术换权益新机遇	10
4. 公司预测与估值	11
4.1 核心假定	11
4.2 财务预测	11
4.3 估值比较和合理定价	12
5. 风险分析	12

图表目录

图 1: 中国原油对外依存度已达 55.20%首超美国	3
图 2: 国际地震数据处理解释市场规模 (单位: 亿美元)	4
图 3: 国内石油勘探、开采地震数据处理解释市场规模 (单位: 亿元)	4
图 4: 行业技术服务公司变迁历程	7
图 5: 硕士以上学历占比达 23% (截至 2010 年底)	8
图 6: 专业技术人员占比达 77% (截至 2010 年底)	8
图 7: 地震数据处理技术发展历程	8
图 8: 公司业务所处产业链位置	9
图 9: 非常规油气开发政策推动了小而专型服务公司的发展	10
表 1: 2005-2009 世界石油供需状况 (单位: 万桶/日)	3
表 2: 2003-2009 我国石油供需状况 (单位: 百万吨)	3
表 3: 国家出台一系列法律法规及政策支持行业发展	5
表 4: 私营数据解释服务商体制优势明显	7
表 5: 石油勘探、开采服务公司毛利率对比	9
表 6: 国内石油公司探井成功率	10
表 7: 财务预测表 (单位: 百万元)	11
表 8: 可比油服及设备公司 PE 估值水准横向比较	12
表 9: 可比软件公司 PE 估值水准横向比较	12

(本报告共有图 9 张, 表 9 张)

1. 油气勘探技术服务市场需求日益旺盛

1.1. 石油供给严峻推动油气勘探投资

(1) 石油供给日益严峻

随着全球石油需求量的激增，石油供给矛盾日益突出。根据国际能源署（IEA）《世界能源展望 2008》预计，全球石油需求（生物燃料除外）2030 年将增加到 1.06 亿桶/日，那时原油产量在 2008 年的基础上增加 6,400 万桶/日才能抵消产油速度快速衰减和石油需求快速增长所带来的影响，而 2008 年全球石油生产只增加了 55 万桶/日，现有产量增加远远无法满足需求。

表 1: 2005-2009 世界石油供需状况 (单位: 万桶/日)

年份	2009	2008	2007	2006	2005
需求	8407.70	8523.90	8561.90	8436.70	8153.30
供给	7994.80	9199.50	8144.60	8155.70	8126.10
缺口	412.90	324.40	417.30	281.00	225.20

资料来源:《BP 世界能源统计 2010》, 华宝证券研究所

长期来看, 根据《BP 世界能源统计 2010》的数据, 2009 年底世界范围内石油探明储量为 1,817 亿吨, 当年产量约为 38 亿吨, 假设将来的产量继续保持在 2009 年的水平, 那么, 剩余储量仅可开采约 48 年, 因此, 在能源紧缺的背景下, 主要石油公司和各国政府都将石油勘探开发作为战略重点, 加大勘探开发投资力度。

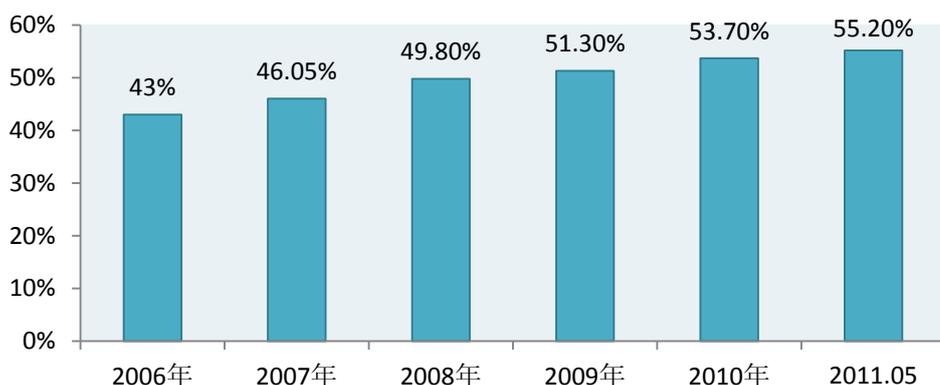
近年来我国经济保持高速增长态势, 与之相伴的是石油消费量的快速增长, 2009 年我国石油消费量比 2003 年增长了 48.91%, 而同期国内石油产量只增加了 11.44%, 供需缺口扩大 111.17%, 石油对外依存度超过了 50%, 2011 年 1-5 月更是达到 55.20%, 首超美国。

表 2: 2003-2009 我国石油供需状况 (单位: 百万吨)

年份	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
需求	404.6	380.3	364.4	347.7	327.8	318.9	271.7
国内产量	189	195.4	186.7	183.7	180.8	174.1	169.6
缺口	215.6	184.9	177.7	164	147	144.8	102.1

资料来源:《BP 世界能源统计 2010》, 华宝证券研究所

图 1: 中国原油对外依存度已达 55.20% 首超美国



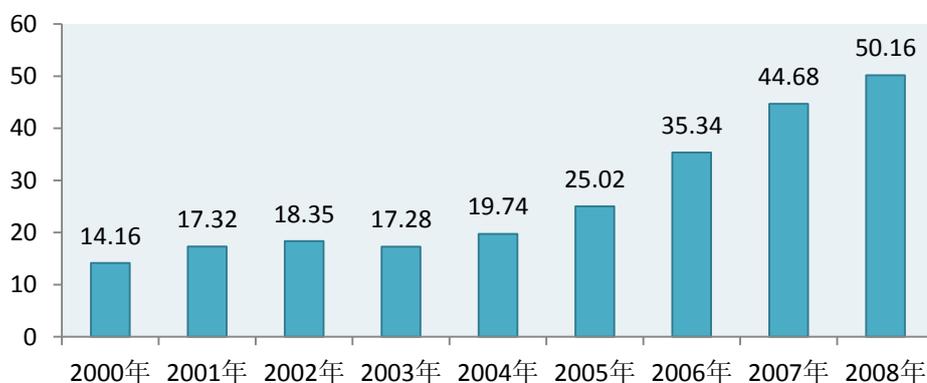
资料来源: 工业与信息化部, 华宝证券研究所

虽然我国石油供给形势严峻，但根据第三次油气资源评价情况显示（《国土资源报》2008年8月18日），我国石油远景资源量为1,086亿吨、地质资源量为765亿吨、可采资源量为212亿吨，资源勘探工作仅进入中期；天然气远景资源量56万亿立方米，地质资源量35万亿立方米，可采资源量22万亿立方米，勘探工作处于早期。因此我国仍然有大量的勘探开发工作可做，为保证国家能源安全，三大石油公司不断加大国外投资步伐和勘探投入。

（2）油气勘探投资增长迅速

随着全球石油需求量的激增以及勘探难度的日益加大，2000年以来全球石油勘探开发投资增长迅速。据IFP的统计，现阶段国际勘探开发中的地震数据采集、处理等技术服务的市场规模约120亿美元，并表现出良好的成长速度。仅地震数据处理解释市场2000年到2008年，国际石油勘探、开采地震数据处理解释行业市场规模就增长了2.54倍，年复合增长率达到15.09%。

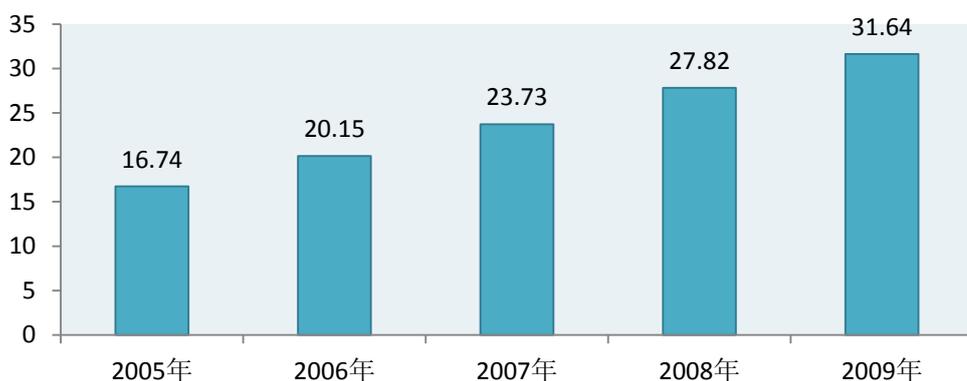
图2：国际地震数据处理解释市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Spear&associates《2009年油田市场报告》，华宝证券研究所

国内地震数据处理解释行业市场规模从2005年的16.74亿元增长到2009年的31.64亿元，年均复合增长率达到13.58%，且呈现出快速增长态势。

图3：国内石油勘探、开采地震数据处理解释市场规模（单位：亿元）



资料来源：中国产业竞争情报网，华宝证券研究所

1.2. 勘探开采扶持政策力度前所未有

石油工业是我国重点发展的产业，与石油天然气开采有关的服务活动更是得到国家各方面的鼓励和支持。国内石油勘探、开采地震数据处理解释行业作为影响石油勘探效益、

钻井成功率、油田采收率、投资回报率以及石油公司增产增储的关键行业得到了国家政策支持的大力支持。

表 3: 国家出台一系列法律法规及政策支持行业发展

序号	文件名称	发布单位	发布日期	主要内容
1	《产业结构调整指导目录（2005年本）》	发改委	2005年12月	鼓励提高油气田采收率技术的开发和应用
2	《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020年）》	国务院	2006年2月	鼓励复杂地质油气资源勘探开发利用
3	《境外投资产业指导政策》	发改委	2006年7月	鼓励石油、天然气的勘探、开发等的境外投资，以及为此提供的服务活动
4	《能源发展“十一五”规划》	发改委	2007年4月	通过地质理论创新、新技术应用和加大投入力度等措施提高原油、天然气产量推广提高采收率技术
5	《外商投资产业指导目录（2007年修订）》	发改委、商务部	2007年12月	鼓励提高原油采收率及相关新技术的开发应用
6	《石化产业调整和振兴规划》	国务院办公厅	2009年5月	鼓励提高石油资源利用率的技术发展
7	《石油和化学工业“十一五”发展规划纲要》	国务院	2009年8月	努力提高国内市场对优质油气能源、合成材料和化学肥料的满足程度，提高油气资源和重要矿产资源的保障水平
8	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	国务院	2011年4月	明确提出加大石油、天然气资源勘探开发力度，促进天然气快速增长，推动页岩气、煤层气非常规油气资源开发利用。
9	《国家能源科技“十二五”规划（2011-2015）》	国家能源局	2011年12月	确定煤炭资源与地质保障、煤炭开采、煤层气开发、油气资源勘探和油气资源高效开发等5个能源应用技术和工程示范重大专项
10	《煤层气（煤矿瓦斯）开发利用“十二五”规划》	国家能源局	2011年12月	《规划》提出，将加大煤层气勘查资金投入，提高勘探投入最低标准，促进煤层气企业加大勘探投入。
11	《页岩气十二五规划》	国家能源局，国土资源部	将于近期公布	页岩气勘探开发工作刚刚起步，作为独立矿种后，勘探开发就不再受我国油气专营权的约束，任何具备资金实力和气体勘查资质的公司都可投标区块。

资料来源：华宝证券研究所

1.3.非常规油气开发显现勘探技术服务新蓝海

(1) 非常规油气能源结构占比激增

伴随着全球能源需求的日益激增，常规能源供给已面临巨大挑战，能源结构调整势在必行，越来越多的国家开始非常重视非常规能源（主要包括煤层气、页岩气、致密砂岩气、油页岩、油砂油等）的开发，投入大量资金进行勘探和开发。

2012年2月9日，中国石油天然气集团公司经济技术研究院发布了《2011年国内外油气行业发展报告》。报告显示，2011年美国页岩气产量达1700亿立方米，已占该国天然气总产量的1/4，而在2005年，这一数据仅为196亿立方米。埃克森美孚、壳牌和道达尔非常规资源在公司资源中所占比例在50%~70%之间。埃克森美孚支撑中长期增长的重大项目中非常规类资源高达91%。壳牌在建项目中非常规油气产量所占比例在88%左右。

根据专家推算，全球非常规石油可采资源量达 6000 亿吨，是常规石油资源量的 1.2 倍；非常规天然气资源量达 900 万亿立方米，是常规天然气资源量的 1.9 倍。中国工程院预计，我国煤层气资源量为 36.8 万亿方，居世界第三位；页岩气可采资源量在 22 万亿-30 万亿方左右。随着勘探开发利用技术进步和完善，预计 2030 年前后以煤层气、页岩气为主的非常规天然气资源有望形成 500 亿方以上的生产能力。

(2) 非常规油气勘探开发技术投入不断增加

2010 年美国页岩气产量约 1000 亿立方米，超我国内天然气产量。由于页岩气商业化开发，美国从天然气净进口国成为出口国，同时天然气定价权得以巩固。与此相反，国内非常规油气勘探开发力度不大，且资源储量尚不明确。截至 2010 年底，美国页岩气有 4 万口井，而我国不足 30 口；美国煤层气有 6 万口井，我国只有 5426 口。

中国煤层气、页岩气、致密砂岩气等非常规油气资源储量远远超过常规天然气，在油气价格高企的背景下，各大能源公司都逐步重视非常规油气资源的开发，目前相关勘探开发技术是主要难点，公司在非常规油气资源勘探开发领域有一定的技术储备，即使与国际龙头相比也不落下风，由于非常规油气资源开发技术服务市场正处于急速增长期，与常规油气勘探开发技术服务领域相比，给予了公司更好的发展空间。

不久前，中国石化宣布，其所属全资子公司——国际石油勘探开发有限公司与美国 Devon 能源公司签署协议，以 22 亿美元价格收购 Devon 公司在美国 5 个页岩油气资产权益的 1/3。《2011 年国内外油气行业发展报告》披露的另一组数据显示，页岩气、油砂等非常规项目及深水资产，占 2011 年中国石油海外并购交易总金额的 7 成以上。这说明，我国油气企业海外油气资源合作方向、领域与国际大公司基本相符。

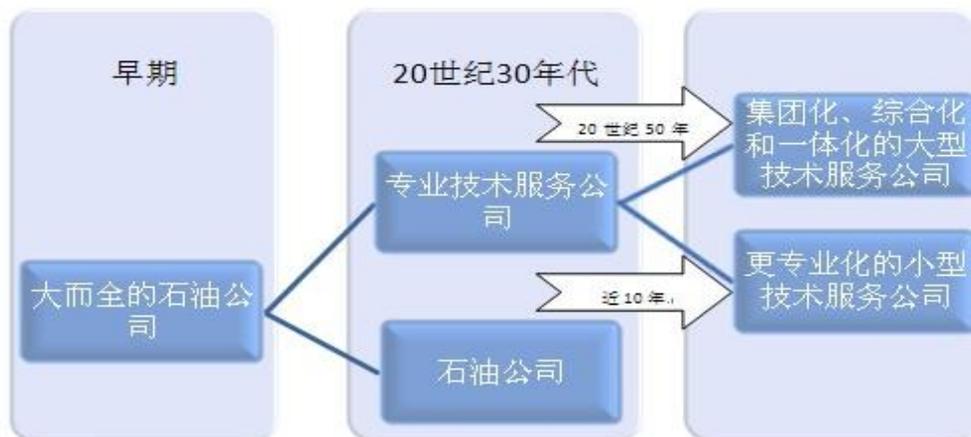
2. 行业特殊性成就专业服务公司高成长

石油工业发展早期，一些石油公司同时兼营石油勘探生产业务和工程技术服务业务（包括地震数据处理解释业务）；30 年代开始，大而全的石油公司分离成为石油公司及专业服务公司，石油公司主要从事油田开发作业，而专业服务公司则在工程和技术领域向石油公司提供服务；20 世纪 50 年代，一些服务公司通过购并等扩张手段发展成为专业门类齐全的综合性的服务公司；近十年来，则因为技术精专优势，专业化小型技术服务公司得到迅速发展。

2.1. 特殊性一：行业变迁特殊性

行业变迁显现小型技术服务公司精专优势。过去 10 年，小型技术服务企业充分利用石油工业价值链和业务体系分散化和小型化的条件，更加趋向于专业化发展。而大型服务公司则适应石油公司战略调整的需要，不断强化一体化综合服务能力，向集团化、综合化和一体化的方向发展。这一行业变迁使得大型技术服务公司更加侧重于地理数据采集，勘探相关设备，钻井施工等领域，而专业化小型技术服务公司则利用自身技术优势和灵活激励优势专注于数据处理解释服务，地震地质分析，井位部署等先进技术服务领域。

图 4：行业技术服务公司变迁历程



资料来源：华宝证券研究所

2.2. 特殊性二：行业体制特殊性

特殊行业体制体现私营专业技术服务公司显著市场优势。经过近半个世纪的行业发展，行业内各类公司也由国有体制类公司逐渐演变成国有和私有并存，专业和综合服务各异的新格局。在国企变革的过程中，基于职业发展和利益驱动，一批行业优秀技术人才转向私有公司或者团队合作创业。

伴随着行业技术服务市场的开放，私营公司因为体制原因比国有企业更高的市场运作效率，灵活重点投资优势，以及灵活激励机制迎来了过去十年的跨越式发展时期，未来这一灵活体制将继续发挥其重大作用。而私营企业目前成功上市，资金和技术实力较好的企业也仅有本公司和恒泰艾普两家，未来发展优势明显。

表 4：私营数据处理解释服务商体制优势明显

类别	家数	服务对象限制性	竞争优势	代表企业
三大石油公司下属数据处理解释服务商	约 27 家	一般无法获得其他石油公司的技术服务业务	先天性国企优势	中海油服，东方物探等
非三大石油公司系统的数据处理解释服务商	约 17 家	可以参与各石油公司的技术服务业务	机制灵活，创新性好，拥有先进的特色技术	潜能恒信，恒泰艾普等

资料来源：《中国石油化工集团公司年鉴 2009》，华宝证券研究所

2.3. 特殊性三：技术难度特殊性

技术难度特殊性铸造行业坚固受益围城。相对于其他行业信息化，软件开发等领域，油气勘探、数据处理解释服务领域技术难度非常大，是技术高度密集型行业，需要具备地球物理学、石油地质勘探学、数学、计算机工程学等多学科知识的复合型人才，并需要具备丰富的勘探开发实践经验，一般信息化公司或者软件公司很难介入。

图 5: 硕士以上学历占比达 23% (截至 2010 年底)



资料来源: 招股说明书, 华宝证券研究所

图 6: 专业技术人员占比达 77% (截至 2010 年底)

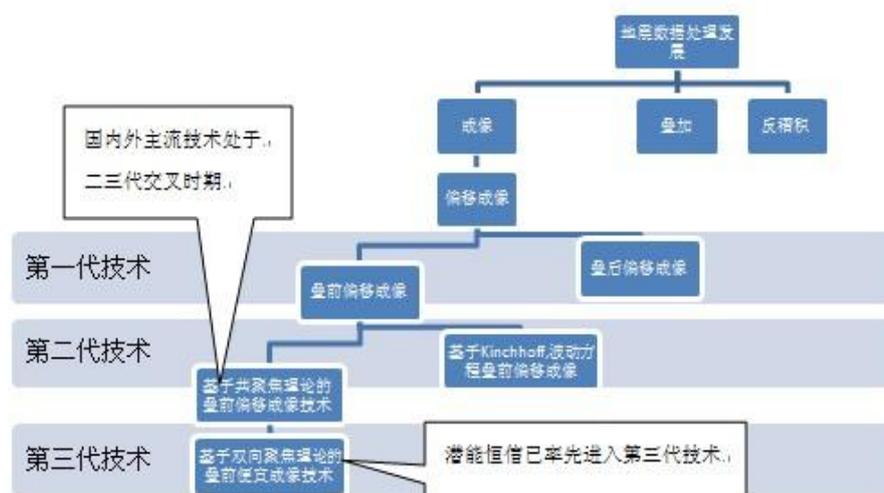


资料来源: 招股说明书, 华宝证券研究所

公司技术实力行业领先, 2007 年到 2010 年, 公司是唯一连续 4 年获邀参与中石油技术攻关项目的非中石油系统服务商。国内勘探服务公司尚与国际巨头存在差距, 但在部分核心软件技术方面, 以公司为代表的国内中小企业已具备了参与国际竞争的条件, 公司的成像技术率先进入第三代水平, 在国际市场占有一席之地, 有利于参与国际复杂地质条件的处理解释业务。

公司于 2011 年 12 月 7 日发布公告拟以部分超募资金 2200 万元收购北京科艾石油技术有限公司“油气成藏模拟”项目专有技术, 并给出项目业绩许诺, 从侧面也可见管理层对此项技术市场前景充满信心。此次收购将与公司现有特色技术构成了良好技术衔接与互补关系, 进一步丰富潜能恒信的特色技术, 并使其技术系列更加完善, 从而不断赢得新市场。

图 7: 地震数据处理技术发展历程

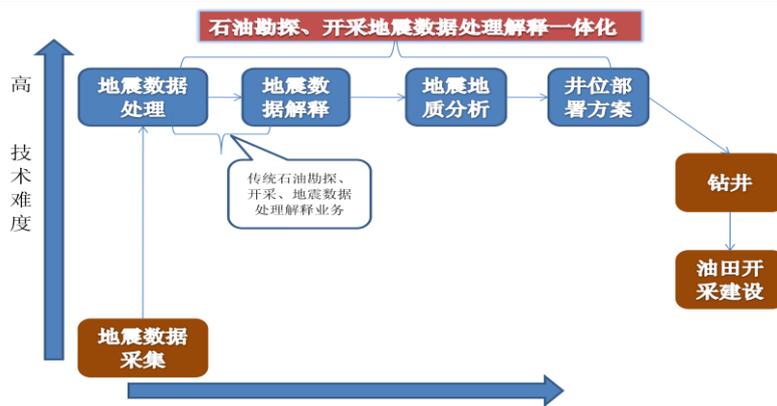


资料来源: 中石油经济技术研究院文献中心, 华宝证券研究所

2.4. 特殊性四: 所处产业链特殊性

上下游发展趋势均利好数据处理解释行业。石油勘探、开采地震数据处理解释行业上游为地震数据采集, 下游为油田钻井开采, 三者关联性较大, 从目前情况来看行业上下游发展均利好数据处理解释行业, 对其产生较大依赖性。

图 8: 公司业务所处产业链位置



资料来源: 华宝证券研究所

上游行业对公司的影响主要有: (1) 从成本看, 本行业处理的数据是各油田无偿提供的, 因此对本行业的成本没有影响; (2) 从市场容量看, 随着国际油价上升和全球勘探开发投资增长, 国内外地震数据累计采集规模在逐年扩大, 从而可供处理解释的数据越来越多, 同时, 每隔 2-5 年老数据就会重新处理解释, 因此行业市场容量是逐年递增。

下游行业对公司的影响主要有: (1) 从下游需求来看, 国际原油价格持续上升, 推动钻井、开采业务量大增, 石油公司因此需要对大量地震数据进行处理解释, 对本行业的需求进一步加强; (2) 从业务构成看, 复杂构造和地层岩性油气藏钻井开采为主体需求, 对本行业技术水平的要求提高, 有利于具有技术优势企业的成长, 对技术领先企业的依赖进一步加强。公司技术的行业领先优势保证了公司逐渐增强的市场竞争力, 从而获得更快的业务增速。

表 5: 公司毛利率远高于其他石油勘探、开采服务公司

企业名称	2010 年度	2009 年度	2008 年度
CGG-Veritas	16.77%	23.41%	33.81%
PGS	48.66%	55.12%	59.80%
SIS	43.82%	23.38%	30.17%
中海油服	35.12%	25.91%	33.00%
恒泰艾普	65.72%	72.36%	73.75%
潜能恒信	80.84%	81.52%	80.83%
均值	48.49%	46.95%	51.89%

资料来源: BLOOBERG, WIND, 华宝证券研究所

3. 技术换权益孕育公司美好前景

3.1. 勘探难度加大推动技术换权益成为趋势

伴随着油气勘探开采难度的不断加大, 许多国外中小型石油公司虽然占有大量资源, 但因为技术原因, 投资大量前期资金进行勘探, 但最后因为失败损失惨重。因此, 此类中小型油气开采公司采取与具有技术优势的勘探公司进行合作开发, 可省去前期巨额资金投入风险, 成为合作新趋势。

表 6: 公司探井成功率远大于其他国内石油公司

公司名称	项目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	均值
中石油	探井数量 (口)	1508	1545	1629	1648	1583
	探井成功率	52.30%	55.20%	50.60%	55.80%	53.48%
中石化	探井数量 (口)	545	495	557	544	535
	探井成功率	53.00%	54.30%	54.90%	54.40%	54.15%
中海油	探井数量 (口)	31	39	58	74	51
	探井成功率	51.60%	48.70%	46.00%	47.30%	48.40%

资料来源: 公司公告, 华宝证券研究所

2007 年-2010 年 6 月, 在公司提供建议井位的基础上, 油田公司选择实施探井 63 口, 成功 52 口, 成功率为 82.54%, 远高于行业 50% 左右的成功率。

3.2. 设立海外公司, 技术换权益落地可期

公司拥有独到的找油技术, 为发挥公司的技术优势, 扩大公司的业务范围, 调整产品服务结构, 进一步拓展海外市场, 延伸产业链, 增加现有业务的利润空间。

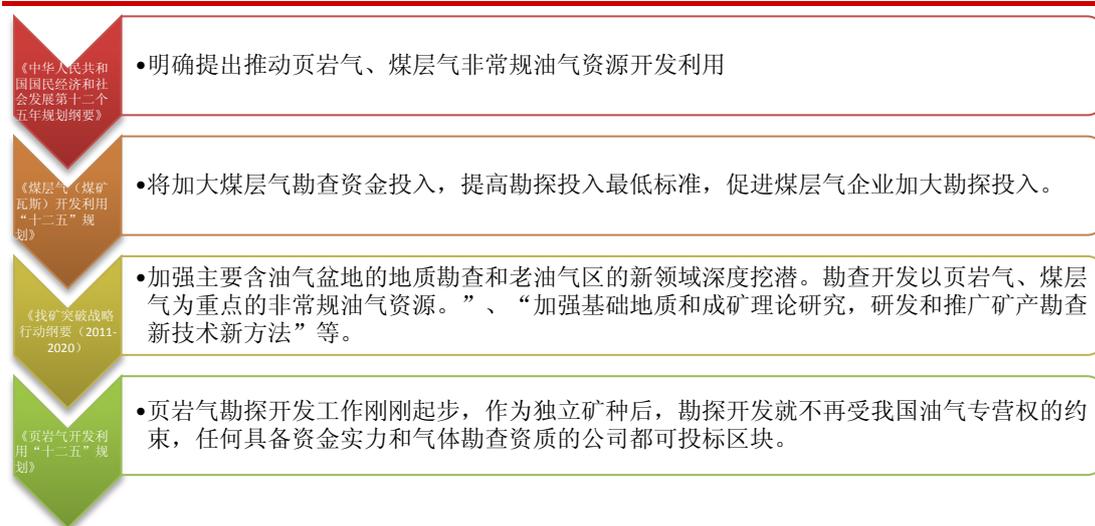
公司已于 2011 年第四季度完成 BVI 全资子公司与 BVI 全资孙公司的注册成立, 投资总额 500 万美元, 子公司经营范围为“投资石油、天然气等能源”, 公司从事油田权益投资, 以承接更多境外数据处理解释业务, 开辟公司新的利润增长点。

公司技术优势也得到海外客户的高度认可, 2010 年 8 月公司获得 BP 的 1,000 平方公里试处理合同, 目前已获得对方的高度评价, 为公司在海外实施技术换权益战略奠定了坚实的市场基础。

3.3. 非常规油气开发政策或现技术换权益新机遇

由于石油供给矛盾的日益突出, 越来越多的国家认识到非常规能源开发的重要性, 并从国家战略层面推动推进步伐。今年以来我国政府鼓励非常规油气资源开发的政策频频出台, 从各个方面鼓励民营资本参与勘探开发, 新的市场蓝海逐渐显现。公司正在积极需求新的市场和客户, 凭借公司技术优势, 未来合作开发, 技术服务等方式介入是大概率事件。

图 9: 非常规油气开发政策推动了小而专型服务公司的发展



资料来源: 华宝证券研究所

4.公司预测与估值

4.1 核心假定

根据中国石油经济技术研究院文献中心数据显示,2007年中国石油公司地震数据处理解释业务需求中60%为处理业务,34%为解释业务,处理解释一体化业务仅占6%。到2009年地震数据处理解释一体化业务需求则占到了15%,单独的处理和解释业务则呈下降趋势。而国际市场则是采集处理解释一体化服务需求显著增长,从2007年的12%发展到了2009年的20%。

综合分析行业发展特殊性以及公司技术服务的市场认可度,考虑公司募投项目和未来战略侧重点,在此基础上我们预测公司的未来发展状况。

▲公司主营业务:处理服务业务和解释服务业务将保持复合增速35%左右的水准,处理解释一体化服务业务将保持复合增速30%左右的水准。

▲公司毛利率水准:公司近三年综合毛利率均在80%以上,三年平均毛利率为81.06%,远高于同类公司恒泰艾普70%左右的毛利率水平,处于行业较高水平,主要是公司技术优势明显,客户依赖度较大所致,未来毛利率或略有降低,有望继续保持78%左右的行业较高水准。

▲费用情况:管理费用率为12.10%左右,鉴于公司规模扩大,以及区域扩张等相关费用的投入,相关费用率规模效应并不明显,维持稳定。

4.2 财务预测

表7: 财务预测表(单位:百万元)

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	108.92	124.72	158.58	205.36
营业成本	20.87	23.95	30.13	39.02
营业税金及附加	5.99	6.87	8.73	11.31
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	12.67	14.84	18.95	24.54
财务费用	0.07	-13.38	-18.83	-24.74
资产减值损失	-0.37	4.55	2.63	5.45
公允价值变动收益	0.00	4.14	2.07	3.10
投资净收益	0.00	-3.49	-1.75	-2.62
营业利润	69.69	88.54	117.30	150.27
营业外收入	1.60	0.80	1.20	1.00
营业外支出	0.10	0.05	0.08	0.06
利润总额	71.19	89.29	118.42	151.21
所得税	10.83	9.71	15.44	18.08
净利润	60.37	79.58	102.98	133.13
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	60.37	79.58	102.98	133.13
EBITDA	68.49	91.20	119.35	150.67
EPS(摊薄)	1.01	0.99	1.29	1.66

资料来源：华宝证券研究所

根据我们的核心假定，我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 12472 万元、15858 万元和 20536 万元。分别增长 31.84%、29.40%和 29.28%。实现净利分别为 7958 万元、10298 万元和 13313 万元，EPS 分别为 0.99 元、1.29 元和 1.66 元。

4.3 估值比较和合理定价

2011 年-2013 年公司的 PE 估值分别为 28.95 倍、22.37 倍和 17.31 倍。通过对比 A 股同类型上市公司的业绩预测以及所对应的估值水平，我们认为公司合理定价为 2012 年 25-30 倍的 PE，因此公司合理估值区间为 32.25 元-38.70 元之间，鉴于行业前景以及公司的行业地位和未来的持续高增长，我们认为合理定价为 38.70 元，对应 2012 年 30 倍 PE，首次给予“买入”投资评级。

表 8：可比油服及设备公司 PE 估值水准横向比较

证券代码	证券简称	最新日期	收盘价	EPS			PE		
				TTM	2011E	2012E	TTM	2011E	2012E
300157.SZ	恒泰艾普	2012-03-14	26.60	0.51	0.69	1.13	52.59	38.51	23.61
601808.SH	中海油服	2012-03-14	17.85	0.91	0.95	1.10	19.70	18.78	16.25
002629.SZ	仁智油服	2012-03-14	18.43	0.60	0.58	0.76	30.52	31.63	24.36
300084.Sz	海默科技	2012-03-14	9.33	0.15	0.38	0.50	62.92	24.88	18.66
300164.SZ	通源石油	2012-03-14	29.85	0.97	1.11	1.40	30.67	26.82	21.39
002554.Sz	惠博普	2012-03-14	14.60	0.40	0.46	0.64	36.90	31.74	22.79
均值			19.44	0.59	0.70	0.92	38.88	28.73	21.18

资料来源：Wind，华宝证券研究所

表 9：可比软件公司 PE 估值水准横向比较

证券代码	证券简称	最新日期	收盘价	EPS			PE		
				TTM	2011E	2012E	TTM	2011E	2012E
300044.SZ	赛为智能	2012-03-14	13.20	0.23	0.34	0.52	58.28	38.47	25.53
002067.Sz	远光软件	2012-03-14	16.40	0.57	0.68	0.89	28.59	24.18	18.39
300168.SH	万达信息	2012-03-14	22.48	0.48	0.71	1.01	46.73	31.79	22.34
002410.SZ	广联达	2012-03-14	31.20	0.86	1.04	1.52	36.36	30.01	20.54
002253.Sz	川大智胜	2012-03-14	25.45	0.56	0.60	0.92	45.27	42.19	27.69
300191.SZ	潜能恒信	2012-03-14	28.80	0.80	0.99	1.29	35.96	28.95	22.37
均值			22.92	0.58	0.72	1.02	41.87	32.72	22.28

资料来源：Wind，华宝证券研究所

5. 风险分析

▲ 技术革新风险

石油勘探行业技术依赖度较大，公司凭借大量高素质研发人员技术水平目前处于行业领先地位，诸多业务的开展均依赖于目前所掌握的先进技术。但是伴随着其他竞争公司研发投资的加速，技术水平也在不断提高，未来有可能出现新的技术，从而对公司目前技术形成威胁，进而对公司目前相关业务产生较大影响。

▲ 对中石油的依赖度较大风险

公司 2008 年 - 2010 年来自中石油的收入占营业收入的比例分别为 95.62%、76.03%和 73.43%，虽然呈逐年降低趋势，但大客户依赖程度仍然较大，若未来中石油改变勘探开发服务商遴选规则或者降低分配给公司的业务，公司盈利将受到较大影响。

▲ 海外业务风险

公司按照发展战略不断拓展海外市场，境外业务收入不断增加，2008 年、2009 年、2010 年境外业务收入分别为 0、1,457.20、3,132.91 万元，2010 年海外收入占比达到 32.01%。海外业务风险主要分汇率风险和业务拓展风险两部分：（1）伴随着公司海外业务开拓速度的加快，营业收入中以美元为主的外币结算金额将不断增加，随着人民币汇率形成机制的逐步市场化，未来人民币汇率波动可能加大，从而给本公司的收益带来更大的不确定性：

（2）公司加快海外技术换权益进展步伐，并于 2011 年底投资设立海外子公司，因为技术换权益需要公司前期大资金投入，若未达到预期目标则前期投入有可能面临无法收回的风险。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	174.38	259.74	348.91	494.92
现金	77.28	131.56	192.24	283.15
应收账款	96.10	126.32	155.41	208.72
其它应收款	0.10	0.33	0.04	0.53
预付账款	0.50	0.79	0.76	1.29
存货	0.40	0.74	0.45	1.23
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	50.77	57.07	60.07	63.14
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	42.29	51.51	57.07	62.82
无形资产	6.93	4.18	1.43	-1.32
其他	1.55	1.38	1.57	1.64
资产总计	225.15	316.81	408.98	558.06
流动负债	8.67	21.66	10.53	27.37
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	0.69	0.00	0.21	0.00
其他	7.97	21.66	10.32	27.37
非流动负债	2.85	1.93	2.39	2.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.85	1.93	2.39	2.16
负债合计	11.52	23.59	12.92	29.52
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	213.63	293.22	396.06	528.54
负债和股东权益	225.15	316.81	408.98	558.06

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	51.18	53.28	50.68	76.13
净利润	60.37	79.58	102.98	133.13
折旧摊销	0.00	5.56	6.60	7.77
财务费用	0.07	-13.38	-18.83	-24.74
投资损失	0.00	3.49	1.75	2.62
营运资金变动	-8.73	-18.08	-39.62	-39.61
其它	-0.53	-3.89	-2.19	-3.04
投资活动现金流	-5.68	-11.46	-9.15	-10.42
资本支出	3.83	7.47	2.41	3.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1.85	-3.99	-6.74	-7.05
筹资活动现金流	1.75	12.46	19.29	24.51
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.75	12.46	19.29	24.51
现金净增加额	47.25	54.28	60.83	90.22

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	108.92	124.72	158.58	205.36
营业成本	20.87	23.95	30.13	39.02
营业税金及附加	5.99	6.87	8.73	11.31
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	12.67	14.84	18.95	24.54
财务费用	0.07	-13.38	-18.83	-24.74
资产减值损失	-0.37	4.55	2.63	5.45
公允价值变动收益	0.00	4.14	2.07	3.10
投资净收益	0.00	-3.49	-1.75	-2.62
营业利润	69.69	88.54	117.30	150.27
营业外收入	1.60	0.80	1.20	1.00
营业外支出	0.10	0.05	0.08	0.06
利润总额	71.19	89.29	118.42	151.21
所得税	10.83	9.71	15.44	18.08
净利润	60.37	79.58	102.98	133.13
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	60.37	79.58	102.98	133.13
EBITDA	68.49	91.20	119.35	150.67
EPS (摊薄)	1.01	0.99	1.29	1.66

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	23.87%	14.50%	27.15%	29.50%
营业利润	32.51%	27.04%	32.48%	28.11%
归属母公司净利润	22.79%	31.84%	29.40%	29.28%
获利能力				
毛利率	80.84%	80.80%	81.00%	81.00%
净利率	55.42%	63.81%	64.94%	64.83%
ROE	28.26%	27.14%	25.99%	25.15%
ROIC	26.83%	25.91%	24.62%	23.69%
偿债能力				
资产负债率	5.11%	7.45%	3.16%	5.30%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	20.12	11.99	33.15	18.06
速动比率	20.08	11.96	33.11	18.01
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.46	0.44	0.42
应收帐款周转率	1.13	1.12	1.13	1.12
应付帐款周转率	60.37	524.98	292.68	408.83
每股指标(元)				
每股收益	1.01	0.99	1.29	1.66
每股经营现金	0.64	0.67	0.63	0.95
每股净资产	2.67	3.67	4.95	6.62
估值比率				
P/E	0.00	28.95	22.37	17.31
P/B	0.00	7.86	5.82	4.35
EV/EBITDA	-1.09	23.84	17.71	13.43

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

华宝证券 TMT 研究团队简介:

团队宗旨:

专注于基础研究、系统研究和独立研究；力求研究在时机和效力上的及时性，在结论和判断上的客观性；致力于为投资者深度挖掘 TMT 行业内长期成长和价值低估的机会。

核心成员:

吴炳华: 南理工无线电工学学士、华东师大经济学硕士。科研工作 4 年，证券从业经历 8 年。曾就职德邦证券，首席分析师。现任华宝证券 TMT 首席分析师，团队负责人，主要负责 TMT 各领域的研究和管理工作。

周正刚: 复旦大学材料科学学士、理学硕士。中兴通讯任职 8 年，曾担任系统工程师、商务经理等职务；后在龙旗科技任 2 年商务副总监，2011 年加入华宝证券，主要研究方向为电子和通信。

陈筱: 南昌大学信息与计算科学学士、复旦大学经济学硕士。对人口结构和经济发展间关系有较深入的研究，2010 年加入华宝证券，主要研究方向为计算机软件和文化传媒。

程成: 天津大学电子信息工程学士、中科院通信工程硕士。曾参与国家通信/小卫星工程重点课题研究，2010 年加入华宝证券，主要研究方向为通信和移动互联网。

刘智: 同济大学控制软件工程方向硕士。对计算机集成制造系统和企业信息化建设领域有较为深入的研究，2011 年加入华宝证券，主要研究方向为计算机软件和电子行业。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-6877 8081

138 1882 8414

北京

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本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承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。