

2013 年 07 月 24 日

石油开采 II

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 9.19

目标价(元):

仁智油服(002629)

增长面临诸多阻力

投资评级: A--中性(持续)

行业分析师: 王合绪

执业证书编号: S0890510120008

电话: 021-68778302

邮箱: wanghexu@cnhbstock.com

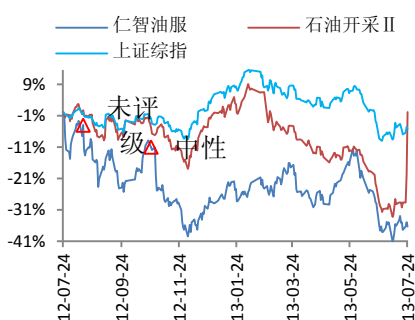
销售服务电话:

021-68778075

公司基本数据

总股本(万股)	17164.50
流通 A 股/B 股(万股)	12030.34/0.00
资产负债率(%)	23.29
每股净资产(元)	4.31
市净率(倍)	2.13
净资产收益率(加权)	2.28
12 个月内最高/最低价	22.85/8.31

股价走势图



相关研究报告

- 1 《年度计划应可完成, 长期发展还看地域突破》, 2012.10.25
- 2 《成本上升侵蚀盈利, 地区销售尚无突破》, 2012.08.14
- 3 《西部大开发、西气东输战略加速推进的直接受益者》, 2011.10.19

◎事项:

7 月 23 日, 仁智油服发布半年报, 上半年实现营业收入 24190.75 万元, 同比增长 6.13%; 实现营业利润 2071.29 万元, 同比下降 2.30%; 实现归属于母公司所有者的净利润 1708.13 万元, 同比增长 2.49%。

◎主要观点:

◆**钻井液市场: 体量相对小、增长快。**在油服中, 钻井液市场占比较小, 约为 3%, 但增速较快。考虑到钻井液市场虽然占比相对小, 但市场的绝对值较为客观, 故上市至今, 公司始终围绕钻井液、油田环保等主业开展业务。

目前, 公司在西南地区钻井液市场上的份额较大。但国内市场方面, 三大油下面的钻探公司具备平台和技术的优势, 而国外市场又被斯伦贝谢、贝克休斯等巨头控制大部分市场份额, 导致公司在业务扩张上存在一定阻力。

◆**营业外收入陡增, 助力净利润达到预测值。**报告期内, 公司营业利润下降 48.86 万, 但上半年营业外收入增加 53.52 万, 增幅 547.94%。最终, 公司归属于母公司的净利润达到一季报中提出的预测范围: 0~10%。

营业外收入陡增主要得益于大额政府补助, 但公司目前没有计入递延收益、未来分期确认的政府补助, 这表明该收入来源不可持续。

◆**西南以外区域市场开拓初现成效, 但仍不敌西南市场下滑。**2013 年上半年, 西南以外市场实现营业收入 5580.22 万, 同比增长 65.38%, 占整体收入的 23.07%。

据我们了解, 目前公司在西北、华北及海外的中东等地区均获得了一定的突破。但是考虑到中东地区政治局势较为动荡, 公司对该市场的战略以稳步推进为主。对半年报贡献较大的主要是西北和华北市场。

◆**风险提示:** 四川地区连续暴雨洪水使公司钻前施工延迟, 下半年业绩受影响; 公司主要客户中石化、中石油投资规模缩减将对公司业务产生直接冲击; 西南以外市场开拓仍存不确定性。

◆**盈利预测:** 我们认为公司 2013 年增长面临较多阻力, 2013 年或将出现反弹性增长, 2013~2015 年每股盈利为 0.41 元、0.54 元和 0.56 元, 给予“中性”评级。

	2011A	2012A	2013H	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	518.65	648.96	241.91	692.76	831.31	942.50
同比增速(%)	20.52	25.12	6.13	6.75	20.00	13.38
净利润(百万)	72.82	81.69	17.08	70.13	92.11	96.34
同比增速(%)	20.14	12.83	2.49	-14.15	31.34	4.60
毛利率(%)	32.49	28.02	24.46	27.50	27.76	27.63
每股盈利(元)	0.80	0.71	0.10	0.41	0.54	0.56
ROE(%)	10.37	10.96	2.31	8.88	10.76	10.47
PE(倍)	—	12.94	45.95	22.98	17.50	16.73

1. 钻井液市场：体量相对小、增长快

钻井液俗称泥浆，是钻探过程中，孔内使用的循环冲洗介质。在油田工程技术服务市场中，钻井液市场规模占比较小，约在 3% 左右，但增速较快。根据中石油经济技术研究院的相关资料，1999 年全球钻完井液市场规模约为 26.43 亿美元，2012 年预计已达 112 亿美元，年复合增速约 11.75%。2009 年，中国钻井液技术服务市场规模达 156.27 亿元，预计 2012 年已达 220 元。

考虑到钻井液市场虽然占油服市场的相对值较小，但国内外市场的绝对值较为可观，故上市至今，公司始终围绕钻井液、油田环保等主业开展业务。公司在钻井液产品上既有水基泥浆又有油基泥浆，有利于应对钻井更深、更复杂的趋势。

目前，公司在西南地区钻井液市场上的份额较大。但国内市场方面，三大油下面的钻探公司具备平台和技术的优势，而国外市场又被斯伦贝谢、贝克休斯等巨头控制大部分市场份额，导致公司在业务扩张上存在一定阻力。

2. 营业外收入陡增，助力净利润达到预测值

报告期内，公司营业收入增长 1397.99 万，增幅 6.13%，但是营业成本上涨 1107.50 万，增幅 6.45%，期间费用上涨 310.85 万，增幅 9.43%，导致营业利润下降 48.86 万。然而，公司上半年营业外收入增加 53.52 万，增幅 547.94%。最终，公司归属于母公司的净利润达到一季报中提出的预测范围：0~10%。

营业外收入陡增主要得益于大额政府补助。事实上，2011 年至今，公司营业外收入的主要贡献者就是政府补助。据我们了解，目前公司没有先确认为递延收益、未来分期确认收入的政府补助，这就意味着公司未来会计期间的政府补助没有较为定期的收入来源，无法保障公司未来的业绩。

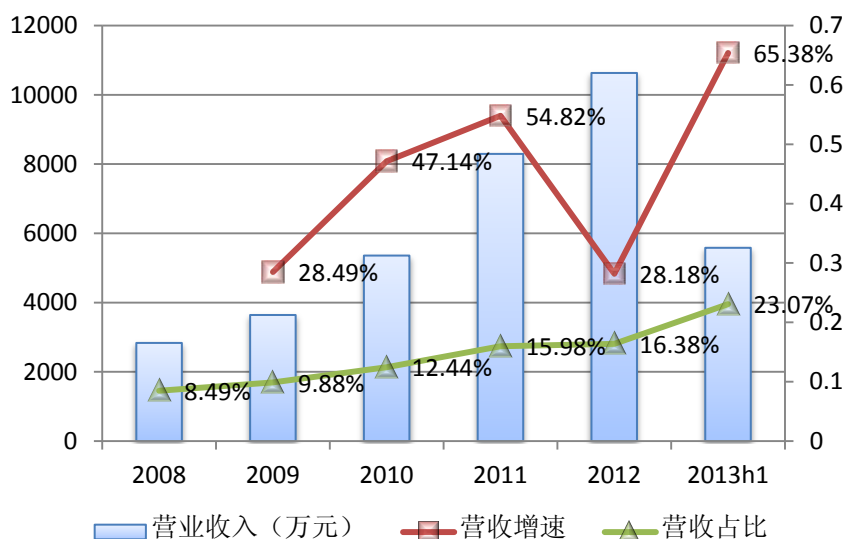
3. 西南以外区域市场开拓初现成效，但仍不敌西南市场下滑

为逐步克服对西南地区收入的依赖性，近年来公司积极开拓西北、华北等区域的市场。从西南以外市场营业收入的增速和所占比重上看，公司对西南以外区域市场的开拓已初现成效。2013 年上半年，西南以外市场实现营业收入 5580.22 万，同比增长 65.38%，占整体收入的 23.07%。

据我们了解，目前公司在西北、华北及海外的中东等地区均获得了一定的突破。但是考虑到中东地区政治局势较为动荡，公司对该市场的战略以稳步推进为主。对半年报贡献较大的主要是西北和华北市场，这也将是公司未来继续重点开拓的地区。

但公司对西南以外市场的开拓短期内无法对冲西南市场收入的下滑。公司在 2013 年半年报中提及：西南市场业主方投资规模调整引起公司西南市场规模缩小。上半年公司主要客户——中石化、中石油投资规模的缩减对公司收入产生了直接冲击。

图 1 仁智油服西南以外地区营业收入增速及占比



资料来源：公司公告、华宝证券研究所

4.风险提示

7月，四川地区连续暴雨洪水对公司已经在做的项目影响不大，但对钻前的井口、道路等的影响较大，钻前施工延迟使公司部分服务项目开工延后，下半年业绩受影响。

此外，我们了解到西南以外市场开拓仍存不确定性，而公司主要客户——中石化、中石油投资规模缩减也将对公司业务产生直接冲击。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	848.18	1035.22	1246.51	1241.06
现金	245.26	699.66	547.04	718.68
应收账款	522.66	238.58	592.74	394.15
其它应收款	8.81	15.19	12.09	19.68
预付账款	3.97	6.15	3.89	8.57
存货	63.53	75.65	86.85	99.91
其他	3.95	0.00	3.91	0.07
非流动资产	162.38	174.93	188.45	194.94
长期投资	16.92	16.38	16.11	15.70
固定资产	124.75	139.24	152.68	160.30
无形资产	10.86	10.69	10.77	10.66
其他	9.85	8.62	8.89	8.27
资产总计	1010.56	1210.15	1434.96	1436.00
流动负债	266.06	417.97	578.11	513.65
短期借款	30.00	39.00	295.88	36.75
应付账款	112.93	197.20	143.78	259.74
其他	123.13	181.77	138.44	217.16
非流动负债	0.00	0.27	0.34	0.34
长期借款	0.00	0.27	0.34	0.34
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	266.06	418.24	578.44	513.99
少数股东权益	0.00	0.17	0.23	0.38
归属母公司股东权益	744.50	791.74	856.29	921.63
负债和股东权益	1010.56	1210.15	1434.96	1436.00

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-169.16	500.60	-344.63	500.73
净利润	81.60	70.29	92.17	96.49
折旧摊销	19.68	20.20	24.76	29.09
财务费用	-3.92	-1.01	-0.95	2.91
投资损失	0.00	0.54	0.27	0.40
营运资金变动	-265.75	410.20	-460.69	371.74
其它	-0.77	0.38	-0.19	0.10
投资活动现金流	-62.77	-33.67	-38.36	-36.08
资本支出	43.09	13.47	13.60	6.98
长期投资	0.00	0.54	0.27	0.40
其他	-19.68	-19.66	-24.49	-28.69
筹资活动现金流	-54.43	-12.54	-31.01	-31.63
短期借款	-18.00	9.00	-4.50	2.25
长期借款	-5.00	0.27	0.07	0.00
其他	-31.43	-21.80	-26.58	-33.88
现金净增加额	-286.36	454.39	-414.00	433.03

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	648.96	692.76	831.31	942.50
营业成本	467.09	502.25	600.52	682.08
营业税金及附加	7.76	8.50	10.07	11.49
营业费用	23.73	35.40	36.44	44.74
管理费用	57.52	61.59	73.79	83.73
财务费用	-3.92	-1.01	-0.95	2.91
资产减值损失	2.23	1.54	2.35	2.38
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	-0.54	-0.27	-0.40
营业利润	94.55	83.96	108.81	114.78
营业外收入	4.73	1.16	2.95	2.05
营业外支出	0.76	0.41	0.58	0.50
利润总额	98.52	84.71	111.18	116.33
所得税	16.92	14.42	19.01	19.84
净利润	81.60	70.29	92.17	96.49
少数股东损益	-0.09	0.17	0.06	0.15
归属母公司净利润	81.69	70.13	92.11	96.34
EBITDA	112.65	92.81	127.30	136.43
EPS (元)	0.71	0.41	0.54	0.56

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	25.12%	6.75%	20.00%	13.38%
营业利润	9.34%	-11.21%	29.61%	5.48%
归属母公司净利润	12.83%	-14.15%	31.34%	4.60%
获利能力				
毛利率	28.02%	27.50%	27.76%	27.63%
净利率	12.57%	10.15%	11.09%	10.24%
ROE	10.96%	8.88%	10.76%	10.47%
ROIC	9.94%	7.25%	7.37%	9.28%
偿债能力				
资产负债率	26.33%	34.56%	40.31%	35.79%
净负债比率	4.03%	4.97%	34.60%	4.04%
流动比率	3.19	2.48	2.16	2.42
速动比率	2.95	2.30	2.01	2.22
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.62	0.63	0.66
应收账款周转率	1.57	1.82	2.00	1.91
应付账款周转率	3.81	3.24	3.52	3.38
每股指标(元)				
每股收益	0.71	0.41	0.54	0.56
每股经营现金	-0.99	2.92	-2.01	2.92
每股净资产	6.51	4.61	4.99	5.37
估值比率				
P/E	0.00	22.98	17.50	16.73
P/B	0.00	2.04	1.88	1.75
EV/EBITDA	-1.91	10.25	10.69	6.82

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

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，以股票相对同期石油开采Ⅱ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。

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。