



# 受益欧美对俄设备禁运, 重心转向服务及海外

## ——神开股份（002278）调研快报

2014年10月08日

推荐/维持

神开股份

调研快报

关注 1: 以石油设备为基, 战略重心转向服务及海外业务

公司主营业务包括石油钻采设备、石油产品分析仪器、工程技术服务。石油钻采设备包括综合录井仪、钻井仪表、防喷器、井口装置和采油树、MWD 随钻测斜仪、钻头等, 其中综合录井仪国内占有率超过 50%, 是公司具有核心产品。工程技术服务主要是利用公司自有设备向客户提供录井、无线随钻测井等服务。

公司目前主业与中石油、中石化的油气开发投资密切相关, 由于今年国内油气投资收缩影响, 中国油气设备市场景气下滑, 国内订单减少。为打开公司长期发展空间, 公司积极开拓新业务领域和海外市场, 推出一些新的产品, 把工程技术服务和海外业务作为发展重心, 由油田设备制造企业向制造服务一体化转型, 提升服务业务和海外业务的比重。

关注 2: 设备业务: 采油树业务地位提升, 钻头仍有潜力

1) **录井仪:** 主要通过综合数据分析实现对油气水层的准确评价。公司是录井仪行业龙头, 目前国内市占率超过 50%。录井仪的需求跟中石油、中石化的工作量相关。今年公司录井业务订单良好, 有很多来自延长油田的订单。上半年公司订单有超过 70 台套, 全年增长乐观。

2) **采油树:** 采油树每年大概贡献六七千万的收入, 过去比较稳定, 随着公司几年采油外贸订单的增长, 公司意识到采油业务的重要性, 因此公司对采油业务进行了调整, 将业务单元独立出来, 未来会加速发展采油业务。公司最新研发出 HH 级采油树, 和行业内的低端产品进行差异化竞争, 和普通采油树相比, HH 级采油树售价更高 (百万级), 抗压抗硫性更强, 主要应用于高腐蚀油气资源的开发。此外, 公司初步完成了水下采油树的研发, 使公司朝着海洋石油装备迈出了关键一步, 进入海洋石油装备这个广阔的市场。随着采油树需求的增长, 公司正考虑增加产能的匹配, 加上考核方式的变化和新产品的推出, 我们认为采油树将成为设备板块中一个较快的增长点, 预计未来两年收入规模可提升至 2、3 亿元的水平。

3) **钻头:** 公司于 11 年收购主营钻头的江西飞龙 67% 的股权。飞龙的钻头定位偏低端, 公司已经对飞龙进行了一系列调整, 包括设备更新、技术升级、人员调整等。目前管理和技术团队已经完成更新,

张雷

010-66555445

zhang-lei@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514040001

王宗超

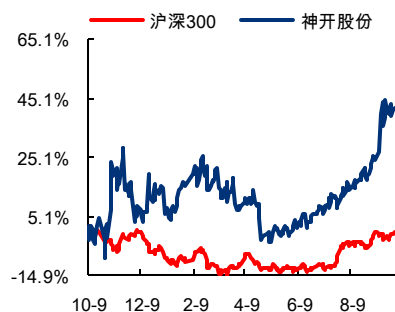
01066554024

wangzc@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	13.41-10.15
总市值 (亿元)	42.44
流通市值 (亿元)	26.66
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	4.17

### 52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

### 相关研究报告

新的钻头产品已经研发成功，进入试用阶段，预计明年推向社会。钻头作为消耗品，需求庞大，经过调整后，钻头有望成为公司设备板块一个重要的潜力产品。

### 关注 3：工程技术服务：日趋成熟，服务板块有望延续高增长态势

公司正由石油钻采设备制造商向制造服务一体化转型。公司当前技术服务占比不到 15%，未来目标是制造和服务业务规模达到 1:1 的水平，通过增加服务内容提高技术服务的比重，未来的目标是做总包业务。

公司目前拥有约 50 支服务队，包括近 10 支 MWD 服务队以及 30 多支的 CMS 服务队，2013 年工程技术服务板块贡献收入 9932 万元，同比增长 22.6%，近四年复合增速达到 51.3%。公司对 MWD 业务做了内部调整，将服务和制造合并，国内卖设备，国外做服务。目前公司的 MWD 还未在市场上形成商业化销售，主要还是通过自己的服务队试用、完善，随着未来国内页岩气实现规模化开采，MWD 需求前景看好。此外，公司承担了国家重大科学仪器项目随钻地质油气多参数分析仪（LWD）项目，目前研发接近完成，今年年底推出样机，明年现场试用。目前国内 LWD 仪器主要依赖进口，外企为了技术保密，以提供技术服务为主，设备销售很少，且收费昂贵。公司 LWD 技术水平已达到国际先进水平，将提升公司的核心竞争力，未来将走高端路线，主要开拓服务市场。随着公司服务业务的逐渐成熟和高端服务的突破，我们认为公司工程技术服务板块未来将延续高增长态势。

### 关注 4：海外业务增长较快，受益欧美对俄部分油气设备禁运

公司海外业务主要分布在中东、美国、俄罗斯、委内瑞拉等国。近年来公司海外业务增长较快，近四年海外业务收入复合增速达 48.4%，14 上半年海外业务占比已达 30.7%。公司海外订单增加，尤其是俄罗斯市场的订单和美国井口业务订单。通过国际业务增长可以弥补国内业务的下降。公司在俄罗斯、迪拜设有办事处，由于市场潜力大，公司正将办事处升格为子公司。之前公司在海外市场以销售设备为主，未来考虑设立维修厂，并增加技术服务业务合作模式。

受乌克兰危机影响，美国与欧盟酝酿对俄制裁范围扩大到能源、金融和国防领域。俄罗斯是油气大国，但在石油设备方面的技术相对落后，对外部需求较大，而此次危机导致欧美对很多石油设备出口俄罗斯实施禁运，俄罗斯不得不向他国寻求帮助。从政治上看，由于中、俄战略空间均承受了来自美国的强大压力，双方关系趋于密切，习近平近期表达了“中国永远不会支持对俄罗斯的制裁，也不会参与”的立场，两国能源合作有望进一步加强，这为中国石油设备出口俄罗斯带来难得的机遇。公司已经明显感觉到来自俄罗斯的订单增长，公司计划加大与俄罗斯合作力度，在子公司成立后，考虑与当地企业合资开拓业务项目，这将有利于公司海外业务的开拓和业绩的增长。

### 关注 5：管理变革提升长期发展动力

公司今年完成了管理层更替，新管理层更加年轻、有活力。新管理层已推出多项激励机制，包括针对管理层和核心技术人员股权激励，以及针对销售人员的业绩提成激励。其中股权激励的覆盖面广，根据股权激励计划，以 10-12 年平均净利润为基数，14-16 年净利润增长率分别不低于 15%、35%、60%（经测算 14 年净利润增长要达到 20%以上）。激励机制的建立和完善有助于公司业绩目标的达成和长期发展动力提升。

### 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，未来有望通过资本运作实现外延式扩张，步入快速发展的轨道，我们看好公司长期发展前景。不考虑对外收购的情况下，我们预计公司 2014-2016 年的每股收

益分别为 0.22 元、0.27 元、0.32 元，按照 13.41 元计算，对应动态市盈率分别为 61 倍、51 倍、42 倍，给予公司“推荐”的投资评级。

## 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产合计</b>	1,323	1,308	1,325	1,590	1,836	<b>营业收入</b>	750	765	833	944	1,095
货币资金	534	539	500	661	767	<b>营业成本</b>	527	519	555	624	716
应收账款	434	472	514	582	675	营业税金及附加	6	6	7	7	9
其他应收款	5	4	5	5	6	营业费用	82	86	81	92	106
预付款项	24	25	25	25	25	管理费用	89	101	129	132	148
存货	307	247	258	291	333	财务费用	-11	-15	-13	-8	-8
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	6	13	10	10	10
<b>非流动资产合计</b>	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	0	0	0
固定资产	176	181	215	246	273	<b>营业利润</b>	51	54	65	86	114
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
<b>资产总计</b>	1,555	1,589	1,608	1,893	2,161	<b>利润总额</b>	63	64	74	96	124
<b>流动负债合计</b>	350	349	329	512	716	所得税	11	8	9	11	15
短期借款	0	11	10	150	308	<b>净利润</b>	52	56	65	84	109
应付账款	233	253	243	274	314	少数股东损益	1	-1	-5	0	7
预收款项	28	24	24	24	24	归属母公司净利润	52	57	70	84	102
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	65	68	69	99	130
<b>非流动负债合计</b>	26	37	38	39	40	<b>BPS (元)</b>	0.20	0.20	0.22	0.27	0.32
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	376	386	367	551	756	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	24	31	26	26	33	营业收入增长	22.90%	1.97%	8.96%	13.27%	16.04%
实收资本(或股	262	288	316	316	316	营业利润增长	-29.67%	5.92%	20.24%	33.01%	32.82%
资本公积	582	555	555	555	555	归属于母公司净利润	-35.63%	9.99%	24.40%	19.49%	21.25%
未分配利润	265	277	313	356	408	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1,155	1,172	1,244	1,295	1,356	毛利率(%)	29.75%	32.11%	33.41%	33.84%	34.63%
<b>负债和所有者权</b>	1,555	1,589	1,608	1,893	2,161	净利率(%)	6.97%	7.28%	7.86%	8.92%	9.96%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.31%	3.57%	4.38%	4.45%	4.72%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	4.46%	4.83%	5.66%	6.50%	7.53%
<b>经营活动现金流</b>	82	84	-38	45	40	<b>偿债能力</b>					
净利润	52	56	65	84	109	资产负债率(%)	24%	24%	22%	29%	35%
折旧摊销	25	29	17	20	24	流动比率	3.78	3.75	4.02	3.10	2.57
财务费用	-11	-15	-13	-8	-8	速动比率	2.90	3.04	3.24	2.53	2.10
应收账款减少	-84	-38	-42	-68	-93	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	12	-4	0	0	0	总资产周转率	0.49	0.49	0.52	0.54	0.55
<b>投资活动现金流</b>	-30	-47	-191	-60	-60	应收账款周转率	1.92	1.69	1.69	1.72	1.74
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.07	3.15	3.36	3.65	3.73
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.20	0.20	0.22	0.27	0.32
<b>筹资活动现金流</b>	-68	-28	-63	176	126	每股净现金流(最新	-0.06	0.03	-0.92	0.51	0.33
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.42	4.07	3.93	4.09	4.29
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	26	29	0	0	P/E	67.50	67.50	60.62	50.73	41.84
资本公积增加	0	-26	0	0	0	P/B	3.06	3.31	3.43	3.30	3.15
<b>现金净增加额</b>	-16	9	-292	161	106	EV/EBITDA	45.87	49.32	54.92	38.18	29.24

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 年以上行业研究经验。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

2009 届天津大学测控技术与仪器专业学士，2012 届清华大学精密仪器与机械学系硕士，在航天单位从事航天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（重点关注高端智能装备、自动化装备、航空航天制造装备等）行业研究。

## 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。