

神开股份 (002278)

公司研究/深度报告

出口+服务支撑主业 期待产业链延伸

民生精品---深度报告/机械行业

2014 年 10 月 16 日

报告摘要:

● 开拓海外市场 俄罗斯成潜在市场

公司海外市场主要分布在中东、北美和俄罗斯等地区，海外收入占比不断提高，由 2010 年的 14% 提高到超过 30%。近期采油树、防喷器等井口设备海外订单饱满，由于国际政治因素公司在俄罗斯迎来良好发展机遇，与合作伙伴的业务空间迅速扩大，有望成为海外业务发展的重要地域。

● 管理层年轻化 完善激励机制 外延式发展成既定战略

1: **经营思路转变，外延发展成既定战略。** 管理层年轻化，形成管理层和董事会明确分工管理格局，重新梳理内部激励机制，提振经营活力。在中报里提到“加紧收购兼并的步伐以实现加快现有产业链的延伸”，昭示经营思路出现重大转变。
 2: **梳理激励制度，激发员工活力。** 公司重新梳理内部激励制度，包括调整销售目标提成比例等，充分调动员工积极性，为主营业务重回上升通道打下基础。股权激励方案涵盖公司董事、高级管理人员、中级管理人员及业务骨干 146 人，覆盖范围广，稳定核心人才结构。业绩考核目标分别较 2012-2012 年平均净利润约 7000 万增长 15%、35% 和 60%。

● 依托录井 打造定测录一体化综合服务提供商

随着页岩气等非常规气体开发以及油田增产要求，定向井和水平井钻井比例将显著提高，公司依托传统优势产品录井仪，向定测录一体化综合服务提供商。MWD/LWD 是定向井及水平井钻井必需设备，未来将成为神开主要发展方向。预计年底 LWD 出样机，明年油田推广试用，将大幅提高公司随钻测量服务的核心竞争力，以及 MWD 进一步完善将带动公司工程技术服务收入再上台阶。

● 强烈推荐：预计14-16年EPS分别为0.22、0.36、0.50元，强烈推荐

公司海外收入占比不断提高，国际政治因素使得俄罗斯成为公司海外拓展的又一大市场，工程技术服务将延续高增长助推主业重回上升通道；公司经营风格重大变化，外延式并购成公司既定战略。预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.22、0.36 和 0.50 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 1: 盈利预测与财务指标

项目/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	765	884	1,057	1,285
增长率 (%)		15.62%	19.60%	21.51%
归属母公司股东净利润 (百万元)	56.65	71	113	157
增长率 (%)	9.99%	25.45%	58.77%	39.19%
每股收益 (摊薄后, 元)	0.18	0.22	0.36	0.50
毛利率 (%)	32.11%	33.71%	35.87%	36.95%

资料来源: 民生证券研究院

强烈推荐

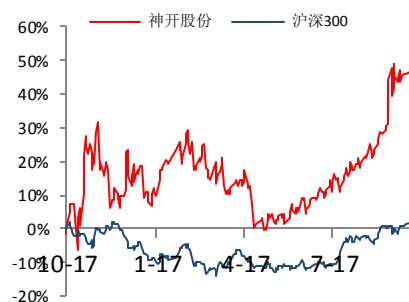
首次

价值区间: 18-20 元

交易数据 (2014-10-15)

收盘价	13.94
近 12 个月最高/最低	14.7/8.23
总股本 (百万股)	316.44
流通股本 (百万股)	198.79
流通股比例	62.82%
总市值 (亿元)	44.11
流通市值 (亿元)	27.71

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 朱旭光

执业证号: S0100514090001

电话: (8621)60876710

Email: zhuxuguang@mszq.com

研究助理: 朱金岩

电话: (8610)8512 7532

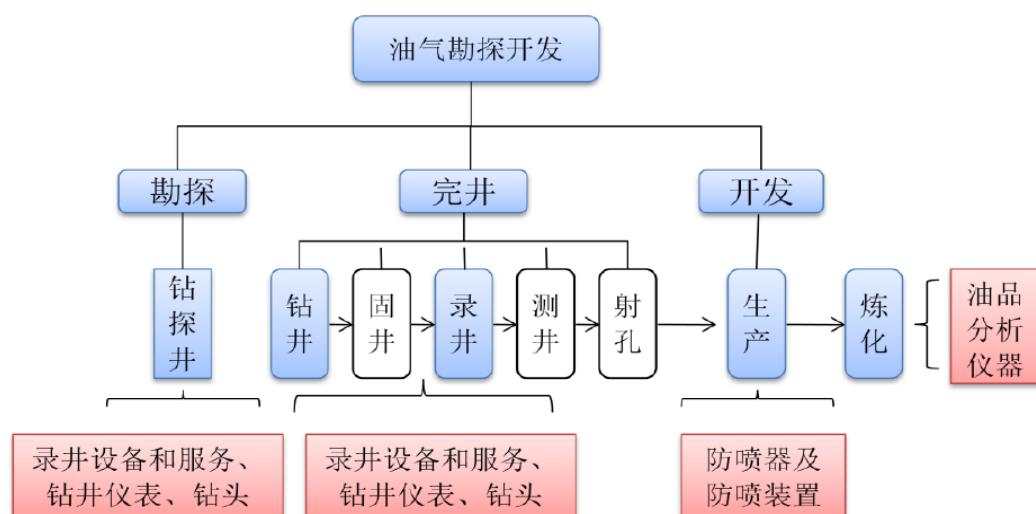
Email: zhujinyan@mszq.com

相关研究

出口+服务为亮点 业绩回上升通道

公司产品涉及石油勘探、开发和炼化生产环节，生产和销售钻头、井场测控设备、钻探井控设备、采油井口设备和石油产品规格分析仪器等四大类产品。主导产品为综合录井仪、钻井仪表、防喷器和防喷器控制装置、井口装置和采油（气）数以及汽油辛烷值测定机等。

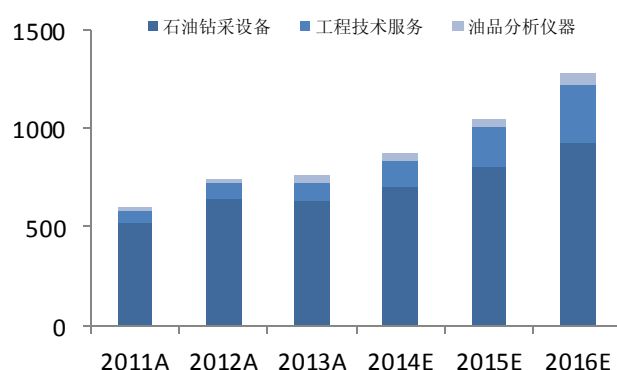
图 1：公司涉及到油气勘探开发多个环节



资料来源：民生证券研究院整理

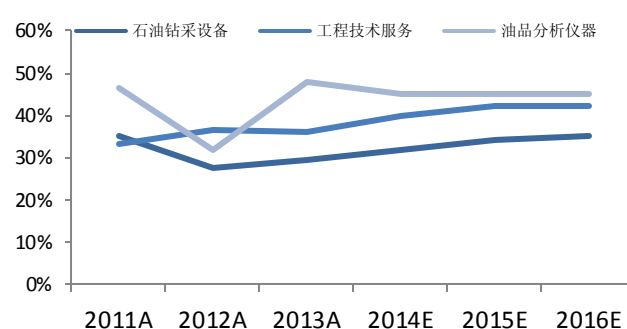
公司形成以综合录井仪为核心，其他包括井口设备、钻头、随钻测井、油品分析仪器以及工程技术服务的具备综合配套优势产品链。凭借多年技术积累，公司已经奠定细分市场的龙头地位，综合录井仪市占率达到 50% 以上，竞争优势明显，品牌认知度高。其中钻采设备收入占比达 70%，服务类收入占比不断提高，预计未来收入占比可达到 40%。

图 2：公司主营业务预计将重回上升通道



资料来源：民生证券研究院

图 3：毛利率水平及预测



去年公司整体毛利率明显回升。凭借较高性价比和销售渠道的改善，未来公司防喷器和采油树出口有望放量，毛利率也将逐步稳定回升。

表 2: 公司主要产品概览

产品	用途功能介绍	市场地位
综合录井仪	公司的主要产品, 用于钻井过程中监测并提供钻井工程、油气显示、钻井液和有毒有害气体的各类参数, 对工程施工过程中的必要环节进行系统分析、智能化跟踪各个参数的变化, 从而达到快速发现及评价油气层, 并对各项工程事故进行及时的预报, 提高钻井效率, 降低作业成本。	国内市占率超过一半
钻井仪表	用于钻井过程中工程参数的实时采集和存储, 为钻井操作提供直观的数据引导, 及时跟踪地层压力及各种工程参数变化, 预报井喷井漏, 从而提高钻井作业安全性, 提高远程监控和处理能力。	国内市占率三分之一
防喷器和防喷控制装置	用于石油勘探中用于钻井井控, 当井内出现溢流或井涌时快速关闭井口, 防止井喷事故的发生。包括防喷器、钻井四通、远程控制台、司钻控制台和节流压井管汇等。	国内市占率四分之一
井口装置和采油(气)树	该产品主要用于监控生产井口的压力和调节油(气)水井的流量, 也可用于酸化压裂、注水等多种作业。	
MWD 随钻测斜仪	独立的定向井测量工具, 可以和综合录井仪配套测量井斜、方位、重力工具面和温度等井下地质参数, 实时分析井眼轨迹, 大大提高地层评价的准确性, 为联合决策提供依据。	公司新产品
钻头	江西飞龙是目前国内四大牙轮钻头制造企业之一, 主营为油用三牙轮钻头以及单牙轮钻头、PDC 钻头, 主要客户群体为国内各大型油气田。	国内前四
油品分析仪器	汽油辛烷值测定机是用于测定汽油辛烷值的专用设备	
技术服务	利用自有设备向客户提供录井、测井服务	

资料来源: 民生证券研究院

管理层年轻化, 经营思路重大转变

原管理层年龄已高, 三位已在 70 岁上下 (董事长近 80 岁)。今年初聘任寇玉亭先生为总经理; 毕东杰、王敏和顾冰为副总经理, 高管年轻化换届完成。由此形成了董事会和管理层责任、分工明确的管理制度。

完善激励机制, 外延式发展成既定战略。公司重新梳理内部激励制度, 充分调动员工积极性, 为主营业务重回上升通道打下基础。股权激励方案涵盖公司董事、高级管理人员、中级管理人员及业务骨干 146 人, 覆盖范围广, 稳定核心人才结构。业绩考核目标分别较 2012-2012 年平均净利润约 7000 万增长 15%、35% 和 60%, 为公司内生性增长打下基础。

转变经营思路: 公司将在加快国际化步伐的同时, 实质性推动对外合作。并在管理模式、业务架构、技术重心、产业链延伸等方面对神开向制造服务一体化发展的转型升级予以有力的支撑, 加紧收购兼并的步伐以加快现有产业发展及产业链的延伸。

工程技术服务快速增长

工程技术服务: 收入快速增加, 盈利能力明显提升。2010 年服务收入 5000 万到 2013 年收入 1 亿。毛利率经历了 2011 年的大幅下降后迅速恢复, 去年达到 36%, 今年工作量

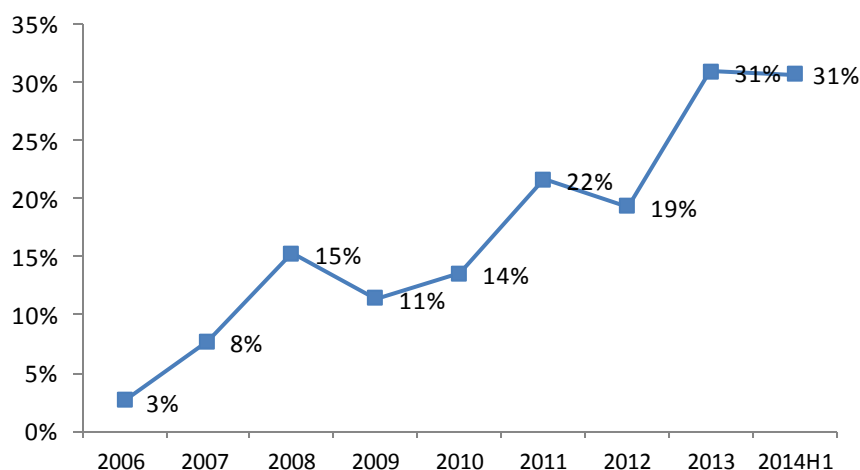
饱满，上半年毛利率超过 40%。

公司拥有服务队 50 多支，其中 MWD 服务队 10 余支 MWD 国内主要生产厂商有如中天启明和北京海蓝，公司产品市场认可度仍待提高，还未有实质性销售，主要应用于自身服务队仍处于不断完善的阶段，市场认可度仍待提高。未来公司将加大对 MWD 的倾斜并在此基础上重点发展 LWD。国家重大一期项目（LWD）预计将有重要突破，年底出样机，明年油田试用。随着我国未来非常规油气的开发以及老油田增产带来的定向井和水平井比例提高，公司技术储备日渐完善成熟将切入这一高端技术服务领域。

开拓海外市场，国际化步伐加快

开拓海外市场。公司海外市场主要分布在中东、北美和俄罗斯等地区，海外收入占比不断提高，由 2010 年的 14% 提高到超过 30%。近期海外订单饱满，主要是井口设备如采油树和防喷器，处于产能紧张状态。由于国际政治因素公司在俄罗斯迎来良好发展机遇，合作伙伴带来的订单在增加，下一步将通过通过成立子公司与当地企业合作的方式开拓俄罗斯市场，有望成为公司业务发展的重要地域。

图 4：外销比例不断提高



资料来源：民生证券研究院整理

公司去年 7 月份在美国休斯敦设立子公司，为海外客户提供设备维修服务，今年上半年已经实现盈利。公司的设备如防喷器等主要通过代理商渠道销往国外，子公司旨在扩大美国市场业务范围，提高盈利能力，提供售后维修服务，并成为与海外优秀企业的合作平台。

定测录设备服务一体化战略转型

水平井及定向井比例将快速提升。自美国 2005 年页岩气规模开采以来，水平井钻井平台数量迅速上升，目前比例已经接近 80%。而我国水平钻井比例仅为 10%，随着煤层气和页岩气开发进度推进，水平井和定向井的比例将快速上升。

图 5：北美水平井和定向井比例不断提高

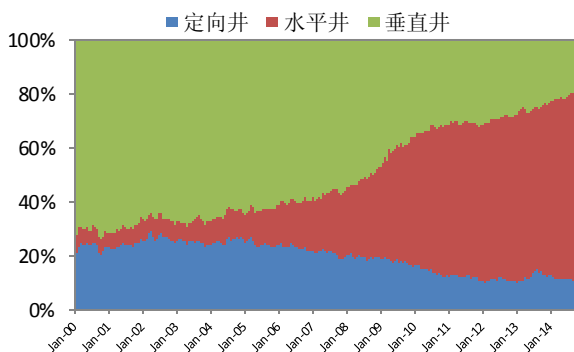
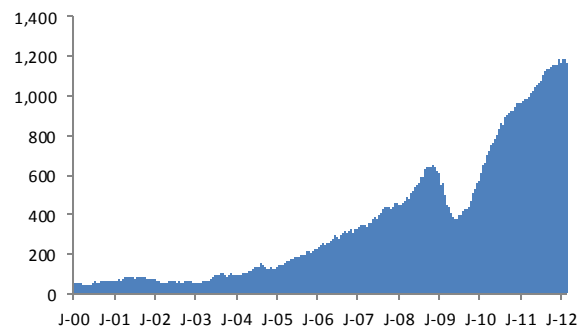


图 6：活跃水平井钻机



资料来源：民生证券研究院

随钻测井资料是在钻井液侵入地层之前或侵入很浅是测得的，更真实地反映了原状地层的地质特征，可提高地层评价的准确性。在大斜度（如定向井和水平井）或特殊地质环境中的钻井，电缆测井的难度和风险加大，随钻测井是唯一可用测井技术，可以有效地发挥地质导向和工程导向的作用。

随钻测量系统由井下传感器组件、数据传输或井下记录装置与地面检测处理设备组成。所有随钻系统应用紧靠钻头上部的传感器来测量钻井参数与地层参数。钻井期间测量的数据实时传输到地面。是七十年代后期迅速发展起来的随钻测量技术，最初用来帮助定向钻井，逐步发展成有效的地层评价工具。用于定向钻井的称 MWD，用于地层评价的称为 LWD。

MWD：无线随钻测斜仪是一种正脉冲的测斜仪，利用泥浆压力变化将测量参数传输到地面，不需要电缆连接，无需缆车等专用设备，具有活动部件少，使用方便，维修简单等优点。MWD 一般能测量井斜、方位及工具面方向。

LWD：除上述外，还可以测量电阻率，自然伽玛，岩性密度、中子、声波等地层参数。另外，还可用钻具振动分析技术来指导定向钻进。LWD 工具提供能评价井眼所钻地层的信息。这些数据决定如何改变井眼的方向使之达到所希望的目标。这种方法就是所说的“地质导向”。

水平井及定向井服务市场空间大。随着近来页岩气等非常规能源开采技术的飞速发展，随钻测量技术得到广泛的应用，市场前景广阔。但目前在用的高端随钻测量产品的国产化率很低。

图 7: 全球电缆录井市场规模 (百万美元)

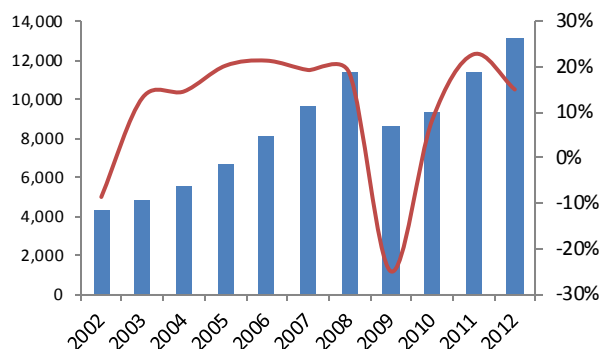
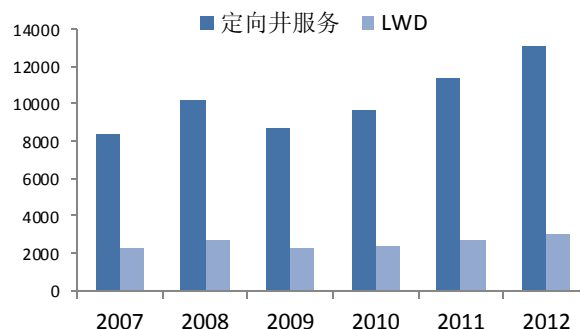


图 8: 定向井服务和随钻录井市场规模高达 160 亿美元



资料来源: 民生证券研究院

MWD/LWD 将成公司发展重点。目前国际上测井服务巨头如斯伦贝谢、哈里伯顿和贝克休斯等占据了测井的大部分份额，其 MWD (LWD) 产品也稳居高端市场，尤其在环境恶劣或者深井作业。目前我国国内的 MWD 厂商悄然崛起，开启了 MWD 的国产化进程。中天启明和北京海蓝凭借高性价比等均已打开市场，市场份额也不断提升。

通过外延方式快速延伸产业链。公司 MWD 通过多年的研发和推广，应用于自身服务队，不断的完善和改进，目前市场认可度仍待提升。定向井服务市场规模大，应用范围广，未来将成为公司下一步发展的重要方向。2013 年神开通过承接“国家重大科学仪器设备项目”，开始研发随钻地质油气多参数分析仪 (LWD)，由神开牵头担任实施主体，联合高校、研究院所、录井公司等进行产学研用的开发。项目实施期为三年，预计今年年底出样机并完成现场调试，明年油田试用示范推广。该项目实施有望形成具有自主知识产权的随钻测井仪器，可应用有海洋、陆地油田的勘探开发，非常规天然气及现有油田的增产，市场前景广阔。

盈利预测及投资建议

盈利预测与投资建议我们预计 14-16 年 EPS 分别为 0.22、0.36、0.50 元，核心假设如下：

(1) 国内油气领域反腐接近尾声，明年油气钻采活动逐步回到正常水平。

(2) 外延式战略正常推进。

首次覆盖“强烈推荐”投资评级。

表 3：神开股份分项收入及利润预测

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
石油钻采设备								
营业收入（百万元）	384.86	373.49	519.10	637.57	626.00	701.12	806.29	927.23
营收同比（%）		-2.95%	38.99%	22.82%	-1.81%	12.00%	15.00%	15.00%
营收占比（%）	90.26%	84.31%	85.08%	85.02%	81.87%	79.30%	76.25%	72.16%
毛利率（%）	42.29%	40.19%	35.03%	27.52%	29.51%	32.00%	34.00%	35.00%
营业利润占比（%）	94.56%	86.48%	84.82%	81.47%	77.74%	75.29%	72.27%	68.36%
工程技术服务								
营业收入（百万元）	18.96	49.20	59.92	81.04	99.32	134.08	194.42	291.63
营收同比（%）		159.49%	21.79%	35.25%	22.56%	35.00%	45.00%	50.00%
营收占比（%）	4.45%	11.11%	9.82%	10.81%	12.99%	15.17%	18.39%	22.70%
毛利率（%）	47.39%	47.62%	33.43%	36.57%	35.92%	40.00%	42.00%	42.00%
营业利润占比（%）	5.22%	13.50%	9.34%	13.76%	15.01%	18.00%	21.53%	25.80%
油品分析仪器								
营业收入（百万元）	20.91	20.15	23.45	26.14	32.43	38.92	46.70	56.04
营收同比（%）		-3.63%	16.38%	11.47%	24.06%	20.00%	20.00%	20.00%
营收占比（%）				3.49%	4.24%	4.40%	4.42%	4.36%
毛利率（%）			46.37%	31.84%	47.82%	45.00%	45.00%	45.00%
营业利润占比（%）				3.86%	6.53%	5.88%	5.54%	5.31%
其他								
营业收入（百万元）	1.64	0.15	7.69	5.13	6.92	10.00	10.00	10.00
营收同比（%）		-90.85%	5026.67%	-33.29%	34.89%	44.51%	0.00%	0.00%
营收占比（%）	0.38%	0.03%	1.26%	0.68%	0.90%	1.13%	0.95%	0.78%
毛利率（%）	23.26%	20.07%	21.32%	38.21%	24.69%	25.00%	25.00%	25.00%
营业利润占比（%）	0.22%	0.02%	0.76%	0.91%	0.72%	0.84%	0.66%	0.53%
合计								
营业收入（百万元）	426.37	442.99	610.16	749.88	764.67	884.12	1057.41	1284.90
营收同比（%）		3.90%	37.74%	22.90%	1.97%	15.62%	19.60%	21.51%
毛利率（%）	40.37%	39.18%	35.14%	28.72%	31.08%	33.71%	35.87%	36.95%
营业利润（百万元）	172.12	173.56	214.39	215.38	237.62	298.00	379.31	474.73
营业成本（百万元）	254.25	269.43	395.77	534.50	527.05	586.11	678.10	810.17

资料来源：民生证券研究院

风险提示与催化剂

催化剂：

- （1）外延式并购进展

风险提示：

- （1）国际油价下跌
- （2）国内反腐影响

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	765	884	1,057	1,285
减：营业成本	519	586	678	810
营业税金及附加	6	5	6	8
销售费用	86	97	111	128
管理费用	101	106	122	141
财务费用	(15)	(2)	3	8
资产减值损失	13	10	10	10
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	54	81	127	179
加：营业外收支净额	10	2	5	5
三、利润总额	64	83	132	184
减：所得税费用	8	11	17	24
四、净利润	56	73	115	160
归属于母公司的利润	57	71	113	157
五、基本每股收益 (元)	0.18	0.22	0.36	0.50
主要财务指标				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	178.84	87.65	55.98	40.09
成长能力：				
营业收入同比	1.97%	15.62%	19.60%	21.51%
营业利润同比	5.9%	50.9%	56.5%	40.7%
净利润同比	6.58%	30.24%	58.77%	39.2%
营运能力：				
应收账款周转率	1.69	1.30	1.15	1.30
存货周转率	2.76	3.28	3.35	3.45
总资产周转率	0.49	0.46	0.44	0.50
盈利能力与收益质量：				
毛利率	32.1%	33.7%	35.9%	36.9%
净利率	7.4%	8.0%	10.7%	12.2%
总资产净利率 ROA	3.5%	3.7%	4.8%	6.2%
净资产收益率 ROE	4.7%	5.1%	6.8%	8.7%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	3.75	5.61	5.06	4.53
资产负债率	24.3%	14.8%	16.2%	18.0%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标：				
每股收益	0.18	0.22	0.36	0.50
每股经营现金流量	0.29	(2.27)	0.18	0.30
每股净资产	4.18	5.20	5.57	6.07

资产负债表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	539	122	125	157
应收票据	21	18	21	26
应收账款	472	884	952	1,028
预付账款	25	9	16	26
其他应收款	0	71	85	103
存货	247	293	339	405
其他流动资产	0	300	300	300
流动资产合计	1,308	1,696	1,838	2,044
长期股权投资	0	3	3	3
固定资产	181	191	228	263
在建工程	40	60	60	65
无形资产	34	30	27	24
其他非流动资产	0	310	313	313
非流动资产合计	281	594	631	674
资产总计	1,589	2,290	2,468	2,719
短期借款	11	11	11	11
应付票据	45	59	68	81
应付账款	253	234	271	324
预收账款	24	29	34	41
其他应付款	1	1	1	1
应交税费	8	4	4	4
其他流动负债	3	0	0	0
流动负债合计	349	303	363	451
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	37	37	37	37
非流动负债合计	37	37	37	37
负债合计	386	339	400	488
股本	288	316	316	316
资本公积	555	896	896	896
留存收益	330	401	514	671
少数股东权益	31	32	35	38
所有者权益合计	1,203	1,646	1,761	1,922
负债和股东权益合计	1,589	1,986	2,162	2,410
现金流量表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	84	(718)	57	95
投资活动现金流量	(47)	(43)	(50)	(55)
筹资活动现金流量	(28)	344	(3)	(8)
现金及等价物净增加	7	(417)	4	32

分析师简介

朱旭光，机械行业分析师，复旦大学世界经济学硕士，三年从业经验，2014年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。