

神开股份 (002278)

公司研究/简评报告

切入测井 产业链完善第一步

民生精品---简评报告/机械行业

2014 年 11 月 13 日

一、事件概述

神开股份于 11 月 12 日发布公告:拟通过分期支付现金的方式收购杭州丰禾 60% 股权,交易价格将以标的公司利润实现情况而定,但上限不超过 2.16 亿,相当于 14-17 年丰禾平均利润的 10.29 倍。通过本次并购切入测井仪器制造领域,定测录一体化迈出第一步。出口+服务支撑主业重回上升通道,外延发展迈出第一步,预计 14-16 年 Eps 分别为 0.22、0.36 和 0.50 元,维持“强烈推荐”投资评级。

二、分析与判断

➤ 收购杭州丰禾 奖惩安排为亮点

公司以改变募集资金用途分期支付的方式收购杭州丰禾 60% 的股权,交易价格总额上限为 2.16 亿,相当于杭州丰禾 2014-2017 年净利润平均值的 10.29 倍,具体根据杭州丰禾利润实现情况而定,后续支付将采用自有资金或银行贷款方式筹集。双方在各年度利润完成及累计利润完成方面均设计比较详细的奖惩机制,包括回购股份和高比例奖金等方式,激发丰禾经营活力,保障神开利益。根据丰禾团队预测,未来三年分别实现净利润 3000 万、4000 万和 5000 万元。

➤ 切入测井 打造定测录一体化制造、服务

测井是油气勘探中技术含量最高的环节之一,杭州丰禾是专业从事石油测井仪器研发、生产和销售的科技型企业。本次收购有利于公司切入测井仪器制造领域,对原有业务形成良好补充,完善产业链;同时有效拓展客户,获得行业领先人才。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。未来神开将建立以产品大事业部为核心的产业平台发展战略,继续在油气开发细分领域不断布局。

➤ 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%。

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

出口+服务支撑主业重回上升通道,外延发展迈出第一步,预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.22、0.36 和 0.50 元,维持“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%

强烈推荐

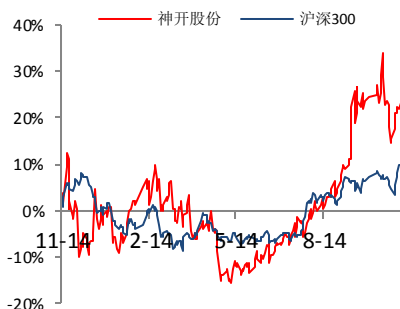
维持

估值区间: 18-20 元

交易数据 (2014-11-12)

收盘价	13.43
近 12 个月最高/最低	14.7/8.96
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)	42.50
流通市值(亿元)	26.70

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

1,2014.10.16: 神开股份 (002278) 深度报告: 出口+服务支撑主业 期待产业链延伸布局

资料来源：公司公告，民生证券研究院

三、股价催化剂及风险提示

股价催化剂：外延式战略继续进展；

风险提示：国际油价下跌。

四、盈利预测与投资建议

出口+服务支撑主业重回上升通道，外延发展迈出第一步，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.22、0.36 和 0.50 元，维持“强烈推荐”评级。

表 2：神开股份分项收入构成

	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：公司公告，民生证券研究院

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

资料来源：公司公告，民生证券研究院

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。

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

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17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

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。