



买入

34% ↑

目标价格:人民币 18.00

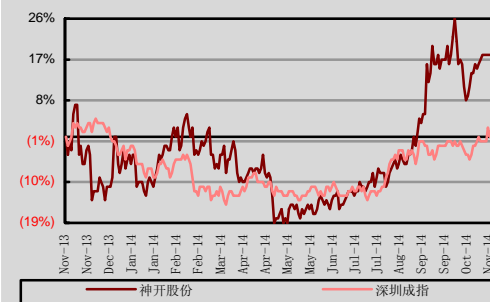
002278.CH

价格:人民币 13.43

目标价格基础:54 倍 2015 年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	21.9	1.1	23.0	17.6
相对深证成指	18.2	(1.3)	18.0	16.0

发行股数(百万)	316
流通股(%)	63
流通股市值(人民币 百万)	2,670
3 个月日均交易额(人民币 百万)	132
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
顾正	17

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以 2014 年 11 月 12 日收市价为标准

中银国际研究有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 专用设备

闵琳佳

(8621)20328512

linjia.min@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080002

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

张君平

(8610)66229331

junping.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090004

神开股份

新发展, 新征程

公司是一家以研究、开发、制造石油勘探仪器、石油钻探井控设备、采油井口设备和石油产品规格分析仪器为主的企业。2013 年公司营业收入 7.65 亿, 归母净利润 5,665 万元。随着年轻化管理层的建立和激励机制的完善, 公司正在经历巨大变革。公司未来发展将从保守稳健走向开放进取, 外延与国际化将成为长期快速发展的主要战略。具体体现为建立以定、测、录仪器设备为基础, 技术服务为远期目标的一体化业务体系, 形成地质导向核心竞争力, 建立以美国、俄罗斯、中东为据点的海外市场体系, 形成完整海外渠道控制力。拟收购杭州丰禾 60% 股权正是变革的开端, 未来随着发展战略逐步实施兑现, 公司业绩将重新进入快速增长通道。假设丰禾明年并表、不考虑更多资本运作我们预计公司 2014-2016 每股收益分别为 0.23、0.33、0.43 元。鉴于公司正处于变革当中, 业绩重回快速增长通道, 应给与经营策略变化部分溢价, 首次给予目标价 18.00 元, 首次给予买入评级。

支撑评级的要点

- **定测录一体化设备服务战略正式起航。**伴随非常规油气的开发, 定向井钻井与测井市场空间打开。公司明确提出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。拟收购杭州丰禾是战略实施的第一步, 未来将作为公司测井平台持续壮大。我们判断, 公司将持续沿着一体化思路, 通过技术、人才团队和国内外市场渠道的整合, 围绕地质导向为核心竞争力搭建, 以定向井、测井为侧重, 以设备制造为支撑, 以技术服务为长期方向的发展战略框架。
- **加速海外渠道建设, 实现出口持续增长。**北美、俄罗斯、中东是国际油服和设备主要市场, 也是神开在海外的主战场。随着海外销售的扩张, 为进一步加强渠道的控制能力, 加快响应速度, 并积极引进海外技术实现优势互补与融合, 公司已于 2012 年在美国休斯敦建立首家海外子公司, 并计划在俄罗斯建立全资孙公司, 未来有望在中东地区复制这一发展模式。预计海外渠道的建设将继续推动出口保持高速增长。
- **完善内部治理, 奠定发展基础。**公司在过去一年完成了年轻化管理层的更迭并出台股权激励草案, 一方面形成董事会与高管权责明晰的治理结构, 另一方面理顺内部利益加大中高层管理人员和骨干员工激励强度, 为实现战略发展奠定坚实基础。

评级面临的主要风险

- 产业链拓展不达预期; 海外出口不达预期。

估值

- 鉴于公司正处于变革当中, 业绩重回快速增长通道, 应给与经营策略变化部分溢价, 首次给予目标价 18.00 元, 首次给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	750	765	692	909	1,114
变动(%)	23	2	(9)	31	23
净利润(人民币 百万)	52	57	74	104	134
全面摊薄每股收益(人民币)	0.163	0.179	0.234	0.329	0.425
变动(%)	(35.6)	10.0	30.7	40.6	29.2
全面摊薄市盈率(倍)	82.5	75.0	57.4	40.8	31.6
价格/每股现金流量(倍)	51.6	50.8	34.8	500.4	84.7
每股现金流量(人民币)	0.26	0.26	0.39	0.03	0.16
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.1	45.9	50.7	29.9	23.0
每股股息(人民币)	0.112	0.123	0.105	0.148	0.191
股息率(%)	0.8	0.9	0.8	1.1	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要.....	3
定测录一体化设备服务战略起航.....	4
加速海外渠道建设，实现出口持续增长.....	11
完善内部治理，奠定发展基础	12
附录、公司简介.....	13

投资摘要

随着年轻化管理层的建立和激励机制的完善，公司正在经历巨大变革。公司未来发展将从保守稳健走向开放进取，外延与国际化将成为长期快速发展的主要战略。具体体现为建立以定、测、录仪器设备为基础技术服务为远期目标的一体化业务体系，形成地质导向核心竞争力，并建立以美国、俄罗斯、中东为据点的海外市场体系，形成完整海外渠道控制力。随着一系列变革的实施与发展战略逐步兑现，公司业绩将重新进入快速增长通道。

定测录一体化设备服务战略正式起航。伴随非常规油气的开发，定向井钻井与测井市场空间打开。多年的自主研发、自我发展为公司在定向井、测井、录井设备制造与技术服务领域积累了丰富的研发与行业经验。为充分利用已有技术沉淀，丰富、强化定向井和测井设备与服务领域产业布局，进一步加快公司发展速度，2014 年中期公司明确提出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。拟收购杭州丰禾石油科技公司是伸开战略开展的第一步，该公司是国内测井仪器核心部件供应商，为吉艾科技等国内主要测井仪器生产商长期供应关键零部件，具有一个高学历、行业经验丰富的核心团队，行业知名度高，未来将成为神开测井平台持续壮大。我们判断，公司将持续沿着一体化思路，通过技术、人才团队和国内外市场渠道的整合，围绕地质导向为核心竞争力搭建以定向井、测井为侧重，以设备制造为支撑，以技术服务为长期方向的发展战略框架。

加速海外渠道建设，实现出口持续增长。公司海外销售主要为机械设备类产品，2006-2013 年海外销售实现了年均 66% 的迅猛增长。北美、俄罗斯、中东是国际油服和设备主要市场，也是神开在海外的主战场。随着海外销售的扩张，为进一步加强渠道的控制能力，加快响应速度，并积极引进海外技术实现优势互补与融合，公司已于 2012 年在美国休斯敦建立首家海外子公司，并计划在俄罗斯建立全资孙公司，未来有望在中东地区复制这一发展模式。预计海外渠道的建设将继续推动出口保持高速增长。

完善内部治理，奠定发展基础。公司在过去一年完成了年轻化管理层的更迭和并，并出台股权激励草案，一方面形成董事会与高管权责明晰的治理结构，另一方面理顺内部利益，加大中高层管理人员和骨干员工激励强度，为实现战略发展奠定坚实基础。

估值

公司一直秉承稳健经营的风格，随着内部治理的改进和完善，我们认为公司将一改过去保守经营策略并进入更为积极进取的发展当中，内外兼顾的发展有望推动公司从缓慢的增长向迅速扩张过渡。我们预计公司 2014-2016 每股收益分别为 0.23、0.33、0.43 元。鉴于公司正处于变革当中，应给与经营策略变化部分溢价，首次给予目标价 18.00 元，首次给予 **买入** 评级。

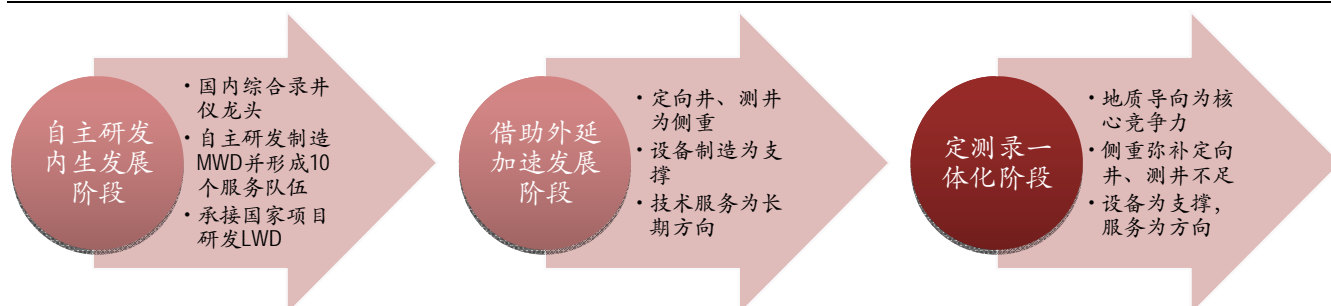
定测录一体化设备服务战略起航

自上市以来，神开股份所生产的综合录井仪产品在发现油气藏和检测钻井工程方面优势明显，产品反应速度、精确度和耐用度等方面较国内同类产品更为优秀，从而占据行业半壁江山。并且，公司将其在综合录井仪产品的领先优势延伸至相关服务中，推动公司工程技术服务持续增长。然而，受制录井行业稳定、有限的市场规模，公司在成为行业龙头后录井仪销售进入稳定增长期。为推动公司发展，发挥机、电、仪一体化制造优势，公司自主研发的制造随钻测斜仪（MWD）自 2009 年进入定向井技术服务市场，而后于 2013 年正式启动国家级重大科研项目“随钻地质油气多参数分析仪的研制与应用研究”开始 LWD 研发试制，进入测井领域。

多年的自主研发、自我发展为公司在定向井、测井、录井设备制造与技术服务领域积累了丰富的研发与行业经验。为充分利用已有技术沉淀，丰富、强化定向井和测井设备与服务领域产业布局，进一步加快公司发展速度，2014 年中期公司明确提出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。

自此，定测录一体化设备服务战略正式起航。拟收购杭州丰禾石油科技公司是神开战略实施的第一步，该公司是国内测井仪器核心部件供应商，为吉艾科技等国内主要测井仪器生产商长期供应关键零部件，具有一个高学历、行业经验丰富的核心团队，行业知名度高，未来将成为神开测井平台持续壮大。我们判断，公司将持续沿着一体化思路，通过技术、人才团队和国内外市场渠道的整合，围绕地质导向为核心竞争力搭建以定向井、测井为侧重，以设备制造为支撑，以技术服务为长期方向的战略发展框架。

图表 1. 定、测、录一体化发展思路

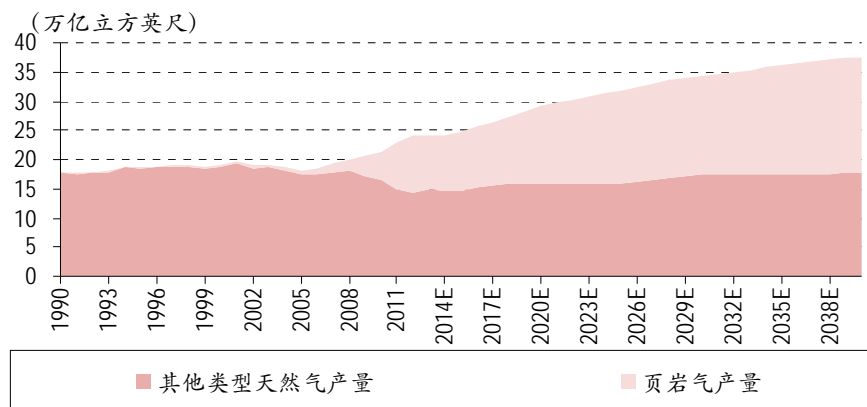


资料来源：公司公告、中银国际研究

非常规油气创造定向井广阔市场空间

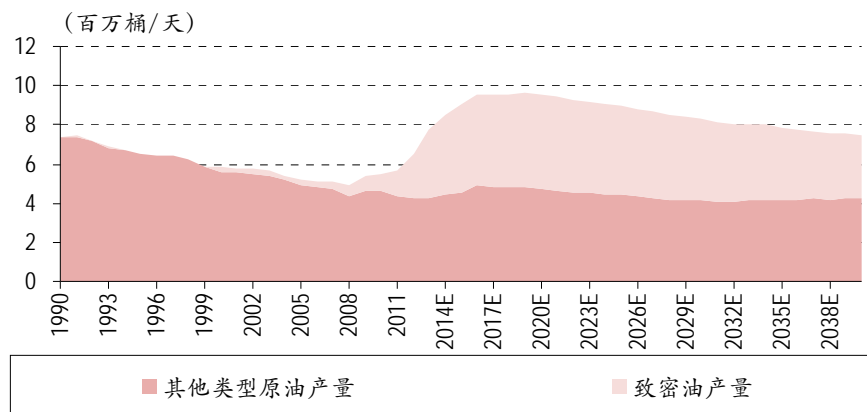
随着技术的突破，美国页岩气、页岩油产量实现了巨大的增长，直接带动美国原油、天然气产量屡屡创新高并且预计这一趋势还将得到延续。美国首先实现页岩气革命，页岩气产量从 2000 年的 2,970 亿立方英尺迅速爆发至 2013 年的 9.35 万亿，创造了 13 年 31 倍的奇迹。同期页岩气产量占天然气总产量的比例从 1.5% 上升至 38.5%，天然气产量的增量几乎全部来自页岩气的贡献。致密油的爆发晚于页岩气，但也几乎复制了页岩气的发展路径，产量从 2007 年的 34 万桶/日一举攀升至 2013 年的 348 万桶/日，6 年 10 倍。同期致密油产量占原有总产量的比例从 6.7% 攀升至 45%。根据美国能源信息署 2014 年最新预测，到 2040 年美国页岩气产量将上升至 19.82 万亿立方英尺，占天然气总产量比例将高达 52.8%，成为天然气生产第一大来源，2013-2040 年间天然气产量增量的 79% 源自页岩气；预测到 2020 年致密油占原油总产量比例首次超过 50%，2021 年致密油产量将达到最高点 480 万桶/日，2022 年致密油占比达到最高点 51%，2013-2020 年间原油日产增量的 72% 源自致密油。

图表 2. 美国天然气产量增长主要源自页岩气



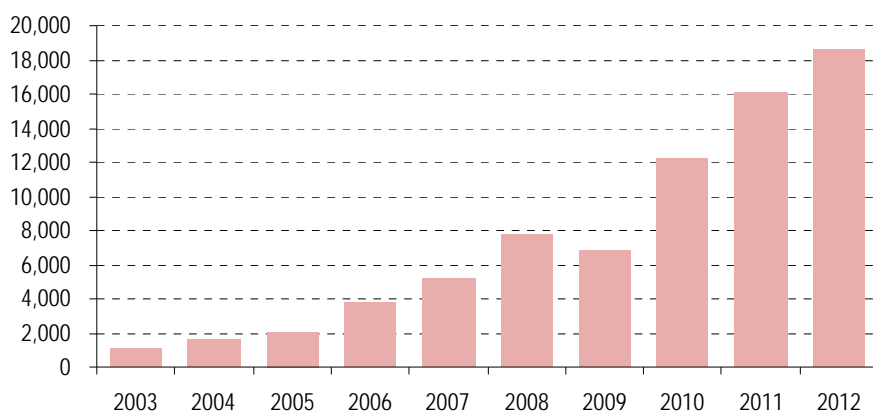
资料来源: EIA, 中银国际研究

图表 3. 美国原油产量增长主要源自致密油



资料来源: EIA, 中银国际研究

无论页岩气或致密油, 定向井/水平井都是最为关键的技术。定向井是油田开发中重要的技术环节。定向井是由特殊井下工具、测量仪器和技术工艺对井眼轨迹进行控制, 使井身沿着预先设计的井斜和方位钻达目的层的钻井方法。采用定向井技术可以使地面和地下条件受到限制的油气资源得到经济、有效的开发, 能够大幅度提高油气产量和降低钻井成本, 具有显著的经济效益。在定向井技术中, 水平井是更为先进和复杂的技术分支, 是油田增产、提高单井产量和采收率的重要手段, 也有利于大幅降低油田开发再投资, 控制采油成本。美国在非常规油气爆发的带动下, 水平井数量迅猛增长。自 2000 年到 2013 年, 美国水平井/定向井占比已经从 30% 上升至 75%。

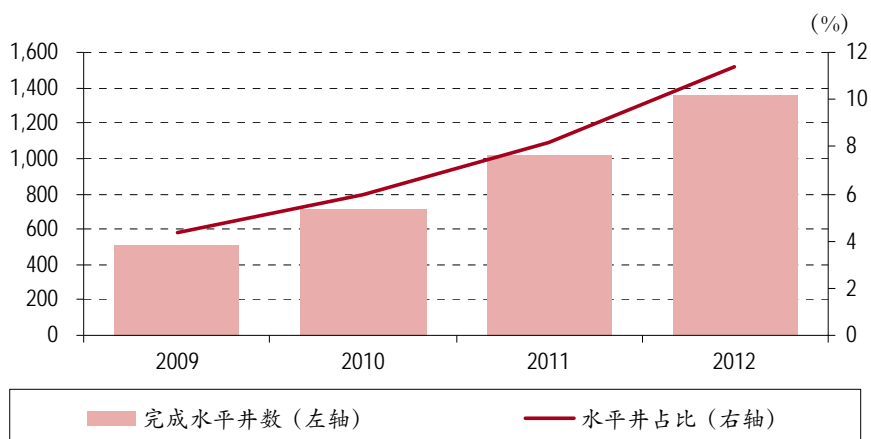
图表 4. 美国水平井数量迅猛增长


资料来源: Spears&Associates、中银国际研究

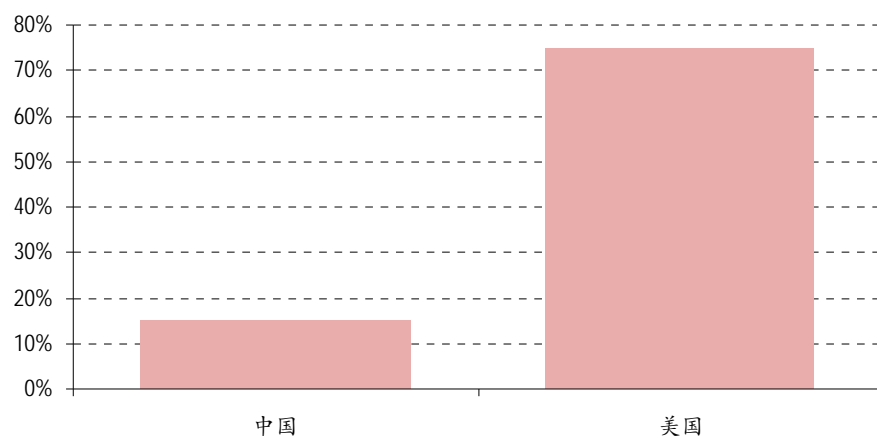
与美国相比,中国的非常规油气开发正处于起步阶段,未来国内油气产量增长将主要源自非常规的开发。根据国土资源部资料,两桶油经过近五年的努力,率先在四川盆地取得了页岩气的勘探突破,探明首个千亿方整装页岩气田,开始进入规模化开发的初级阶段。今年页岩气产量会达到 15 亿立方米,明年有望达到或者超过 65 亿立方米的规划目标,到 2020 年保守预计将达到 300 亿,乐观预计有望达到 600-800 亿方。致密气方面,经过 10 年左右快速发展,我国已经在鄂尔多斯、四川盆地实现了致密气的工业开发利用。致密气开发已经进入规模发展期,2013 年中国致密气产量达到 340 亿立方米。《国际清洁能源报告》指出,致密气将进入产量高峰期,预计到 2020 年,致密气产量有望达到 800 亿立方左右,年均复合增长 13%。

与非常规油气发展相匹配的必将是水平井/定向井数量和占比的迅速提升。虽然经过多年发展国内水平井占比也有明显提升,以完井数量计算的中国石油 2009-2012 年水平井年复合增长 39%,占比已从 4% 上升至 11%,但与美国相比该比例仍有巨大的上升空间。

我们判断,国内非常规油气的持续发展也将带动定向井/水平井继续以高于平均钻井增速、高于行业平均的速度继续成长,定向井/水平井占比也将继续攀升,带来广阔市场空间。

图表 5. 中国石油水平井占比迅速提升至 11%


资料来源: 中国石油、中银国际研究

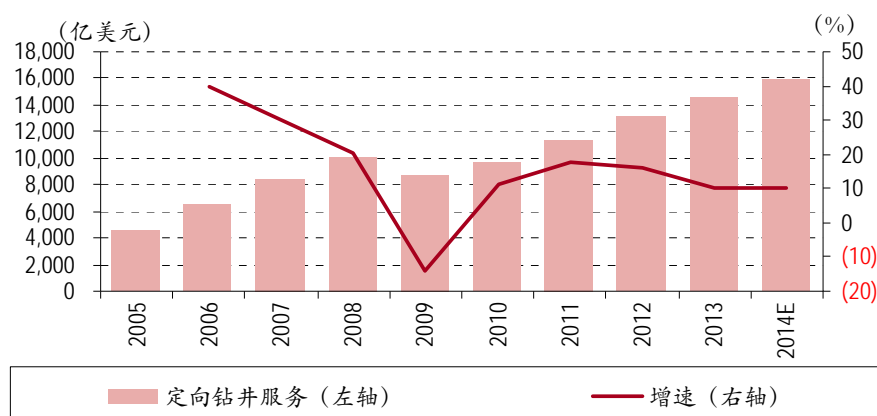
图表 6. 国内水平井占比仍有大幅提升空间


资料来源：中银国际研究估测

地质导向为核心的定向井/水平井钻井技术

与直井不同的是，定向井/水平井最为重要的是造斜，使井身沿着预先设计的井斜和方位钻达目的层。因而定向井要求充分了解井下地层状况，并根据所获信息制定相应的钻井路径优化钻井方案，最终通过相应工具、仪器指导钻头向既定的方向、角度钻井。完成定向井/水平井钻井，水平井测井技术和地质导向均不可或缺，而地质导向是实现水平段钻井的核心。

实现地质导向技术必须通过 WMD（Measurement While Drilling，随钻测斜）技术。WMD 是一项在钻井过程中进行井下测量及实现无线传输的技术，系统由井下传感器组件、数据传输或井下记录装置与地面监测处理设备组成，测量参数主要包括井斜、方位、工具面、井温等，是定向井/水平井钻井过程中不可或缺的部分。数据显示全球（中国和俄罗斯除外）定向钻井服务市场稳步增长，2005-2013 年复合增速 15%，超过油田设备与服务行业整体增速，至 2013 年已经达到 145 亿美金，约占油田设备与服务市场总体规模的 4%。

图表 7. 全球（中国和俄罗斯外）定向井钻井市场稳步增长


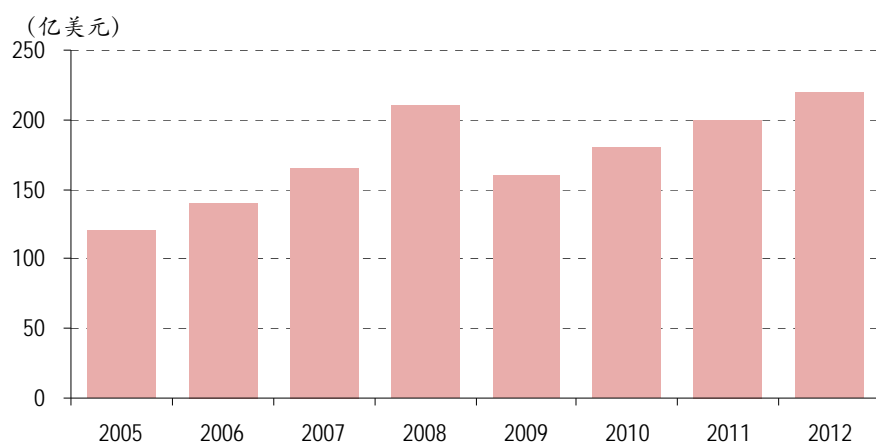
资料来源：Spears&Associates、中银国际研究

随钻测井是定向井/水平井测井的最优技术选择

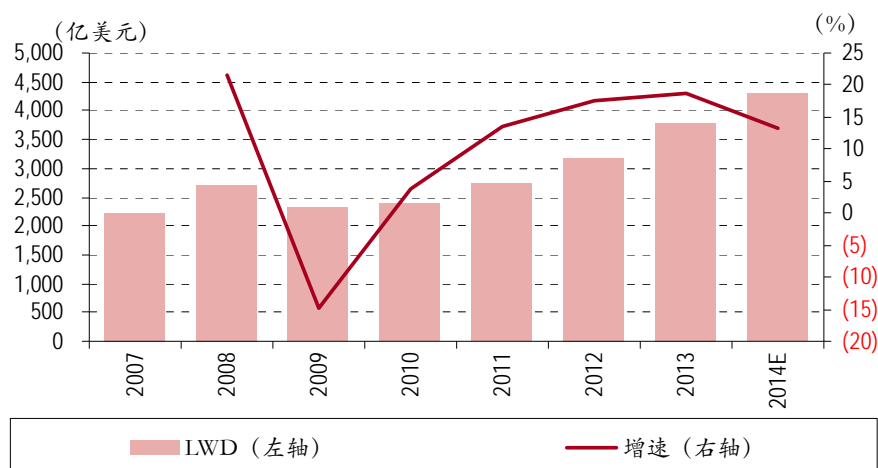
测井可为钻井提供更多地层数据支撑，优化钻井方案，是利用岩层的电化学特性、导电特性、声学特性、放射性等地球物理特性，测量地球物理参数的方法。直井测井以传统电缆测井为主，即在钻杆取出后由电缆带着各种下井仪器下到井眼中，下井仪器沿着井测得到各种地层数据，通过电缆传输到地面计算机再进行分析及处理，该技术较为成熟。但对井眼复杂、井况复杂或井斜较大的定向井、水平井难以适应，容易出现仪器故障。随着定向井与水平井数量的快速增长，过钻头测井，随钻测井等新的技术陆续出现，其中 LWD (Logging While Drilling, 随钻测井) 是目前最为前沿的测井技术。过钻头测井也叫存储式测井，是将下井仪器放在钻具中送到井底，然后用泥浆泵将仪器压出钻头，再由钻具带着下井仪器上提沿井眼测量地层数据的测井方式。测量数据直接存储在下井仪器中，到地面后再将数据传输到计算机中进行分析和处理。该测井方式主要用在复杂井中，避免工程事故。这种方式要求下井仪器的质量更加可靠。LWD 在 MWD 的基础上增加电阻率、自然伽马、岩性密度、中子、声波等地层数据，能够实现边钻边测并指导实时钻井。随钻测井是定向井/水平井测井的最优技术选择，具有显著的安全性和时效性等优势。

由于技术的封锁，可靠的随钻测井设备制造能力掌握在少数国际油服巨头手中，服务费用昂贵，目前主流测井仍以电缆测井为主。2012 年全球测井市场约 220 亿美金，同年 LWD 市场规模约 30 亿，占整个测井市场不到 14%。2007-13 年全球 LWD 市场复合增速约 10%，至 2013 年市场规模约靠近 40 亿美金。全球 LWD 市场基本为服务市场，油服巨头斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯等市场垄断者仅通过自有 LWD 设备对外提供服务，保证垄断市场的控制力和超高的盈利能力。若外部企业能够突破仪器研发，带动成本下降，随钻测井的普及程度将进一步提高。

图表 8. 全球（中国和俄罗斯外）测井市场



资料来源: Spears&Associates、中银国际研究

图表 9. 全球（中国和俄罗斯外）LWD 市场迅速增长


资料来源：Spears&Associates、中银国际研究

收购杭州丰禾搭建测井平台，一体化拉开序幕

公司原以综合录井仪和服务为主，具有机、电、仪一体化制造优势。为充分利用技术实力、扩大经营半径，公司开始自主研发制造随钻测斜仪（MWD）自 2009 年进入定向井技术服务市场。目前，公司共有 10 支定向井队伍在国内外提供技术服务。而后于 2013 年正式启动国家级重大科研项目“随钻地质油气多参数分析仪的研制与应用研究”开始 LWD 研发试制，进入测井领域。预计公司研制的 LWD 能够在今年年底完成样品试制，明年进入现场试验，高端测井仪器有望得到突破。

多年的自主研发、自我发展为公司在定向井、测井、录井设备制造与技术服务领域积累了丰富的研发与行业经验。然而作为新进入者公司 WMD 产品定位低端，与国内其他厂商相比并无明显优势，以地质导向为核心的定向井服务板块也未成为主要发展方向；测井方面，LWD 仍在研制当中，传统电缆测井领域也尚未成为主要发展方向。

为充分利用已有技术沉淀，丰富、强化定向井和测井设备与服务领域产业布局，进一步加快公司发展速度，2014 年中期公司明确提出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，11 月随即公告拟以不超过 2.16 亿现金收购杭州丰禾石油科技有限公司 60% 股权——公司战略实施迈出第一步，未来杭州丰禾将作为公司测井平台持续壮大。杭州丰禾设立于 2007 年，是国内测井仪器核心部件供应商，为吉艾科技等国内主要测井仪器生产商长期供应关键零部件。公司具有一个高学历、15-30 年测井行业经验的核心团队，行业知名度高。此次收购款项采取分期支付，并根据 2014-17 年实际业绩情况，收购对价不超过 2.16 亿，市盈率最高不超过年平均净利润 10.29 倍，最低不低于同期平均净利润 9 倍，在业绩超出最高限时对杭州丰禾管理层进行奖励，在业绩未达对赌协议时神开选择是否由杭州丰禾进行回购，从而充分激励管理层同时最大程度保障公司资金安全。根据业绩预期，杭州丰禾 2014-17 年将分别实现净利润约 2,000 万元、3,000 万元、4,000 万元、5,000 万元，假设 2015 年并表，将增厚公司每股收益约 0.056 元、0.075 元和 0.094 元。

图表 10. 交易方案简述

业绩预测	收购方案
2014-17 年累计净利润不低于 1.4 亿，且 2017 年净利润不低于 4000 万	收购对价 2.16 亿，对应年均净利润不超过 10.29 倍市盈率
2014-17 年累计净利润不低于 10,736 万，且 2017 年净利润不低于 2,684 万	按 60% 股权所对应年平均净利润的 9.3 倍市盈率计算收购对价
其他情况	按 60% 股权所对应年平均净利润的 9 倍市盈率计算收购对价，或要求回购
分期支付节点	支付金额
《股权转让协议》生效起 10 日内	2,000 万
工商变更登记完成起 10 日内	2,000 万
获得杭州丰禾 2014 年审计报告起 10 日内	2,000 万
获得杭州丰禾 2017 年升级报告后 2018 年 6 月 30 日前	根据实际业绩情况结算，股权转让预付款多退少补

资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 11. 杭州丰禾主要财务数据

(人民币, 万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
收入	4,180.8	8,109.9	6,815.2			
毛利率 (%)	47.6	54.5	57.2			
净利率 (%)	16.4	32.6	30.6			
净利润	677.8	2,611.1	2,060.1	3,000	4,000	5,000

资料来源：公司公告、中银国际研究

随着测井平台的搭建，定测录一体化作为整体战略正式走向前台，成为公司未来三年最为重要的发展战略之一。我们预测，公司定测录一体化的建设将以快速完善定向井、测井板块为重点，通过技术、人才和市场的整合，建立围绕地质导向为核心竞争力，以设备制造为支撑，以技术服务为长期方向的业务发展框架，带动整个板块崛起。

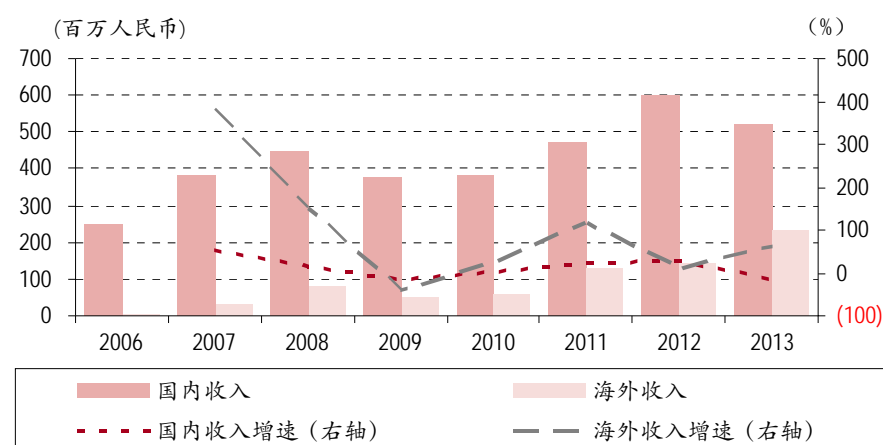
加速海外渠道建设，实现出口持续增长

设备出口一直是公司收入的重要来源，出口产品主要为机械类产品，包括以防喷器为代表的井控设备和以采油树为代表的井口设备。与国内收入的波动不同，公司来自海外的收入除去 2008 年因国际油价大幅下挫出现波动外，其他年份均有明显的增长，2006-2013 年国内收入年均增长 11%，海外收入年均增长 66%。2013 年公司来自海外的收入已经达到 2.34 亿元，占总收入比例达到 31%。

公司海外收入的持续增长源自公司对海外渠道建设的重点投入。目前，公司海外市场主要包括北美、俄罗斯、中东三大地区。2012 年以前，公司产品出口主要通过国内外代理公司实现。随着销售额的快速提高，建立属于自己的稳定渠道、加快响应速度、开拓地区市场，引进先进技术迫在眉睫，公司于 2012 年中在美国设立全资子公司，标志着公司向国际化迈出的重要一步。美国子公司的建立为神开 2013 年海外收入的 52% 增长奠定基础。为满足海外市场的需求，公司已经将采油树产品从防喷器中独立出来，逐步建立独立的销售团队，该产品目前订单极度饱和，未来几年有望快速放量。

乘胜追击，公司今年 10 月公告拟设立俄罗斯全资孙公司，加快神开国际化步伐，重点加强国际市场的营销能力，拓宽营销渠道，实质性推动对外合作随着美国对俄罗斯的制裁，中俄两国之间油气投资与合作日趋紧密，俄罗斯及中亚地区油气勘探开发投资前景持续看好，为石油装备制造行业的发展提供了良好的环境。公司过去已在俄罗斯建立了一定的销售渠道，并实现了产品出口，为满足该市场需求的不断提高与本土化服务要求，公司决定设立孙公司，逐步实现“产品销售终端前移，服务带动产品销售，促进区域技术对外合作，扩大俄罗斯及中亚地区产品占有率和品牌影响力”。我们预计俄罗斯公司的设立有望复制美国子公司对公司出口的带动，继续推动海外销售的扩张。

图表 12. 海外收入持续增长



资料来源：公司公告，中银国际研究

完善内部治理，奠定发展基础

1993 年公司由四大股东顾正、李芳英、王祥伟、袁建新共同创立，一直以来四人一直担当公司董事会成员，李芳英历任公司总经理、王祥伟历任公司副总经理、袁建新历任公司总工程师，是公司的核心决策层。随着四位创始人年龄层逐渐上升，分别为 79、60、69、68 岁，为给核心管理层注入新鲜血液、明晰董事会和高管职责分工，公司今年起聘任寇玉亭（1967 年生）为总经理、王敏（1966 年生）为副总经理、毕东杰（1971 年生）为总工程师，初步形成年轻化的管理层，为公司未来发展带来新的思路，将公司经营策略从保守向开放变革。

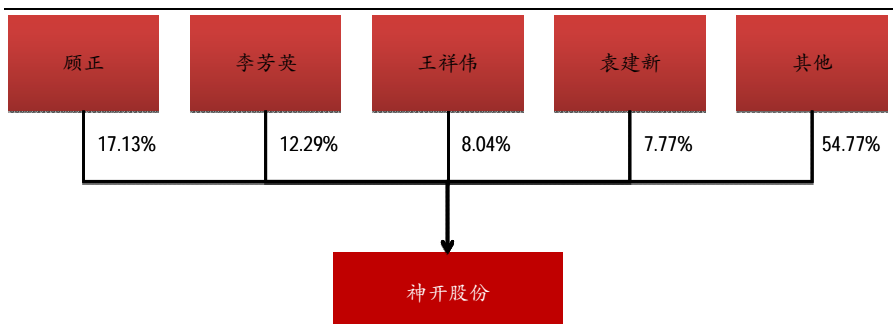
管理层年轻化更迭的同时，公司对内部激励机制进行重大布局。公司于 2013 年 10 月发布股票期权激励计划草案，拟向包括窦玉婷、顾冰、方慧珍在内的高管、中层管理人员和其他骨干员工授予 752.2 万份股票期权，自首次授予日起 4 年内有效，行权条件为以 2010 年-2013 年三年平均扣非后净利润为基数（即 5651 万）为基数，2014-16 年扣非后净利润增长率不低于 15%、35%、60%，即 2014-16 年扣非后净利润分别不低于 6,499 万、7,629 万和 9,042 万，同比增速分别为 15%、17.4%、18.5%。

经过管理层调整和初步制定的股权激励方案，公司基本完成内部治理结构的完善，为公司未来开放进取、加速国际化和定测录一体化产业链布局战略奠定基础。

附录、公司简介

神开股份成立于 1993 年，由四大股东顾正、李芳英、王祥伟、袁建新共同创立，目前四人仍是公司前四大股东，且为一致行动人。

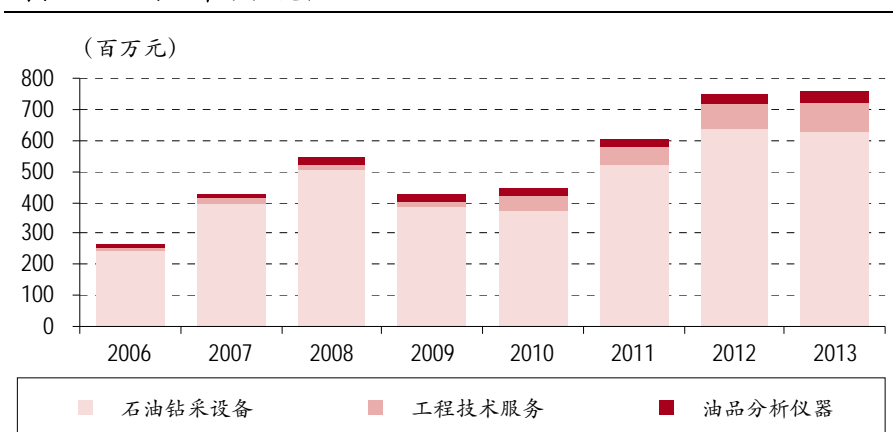
图表 13. 公司股权结构



资料来源：公司公告、中银国际研究

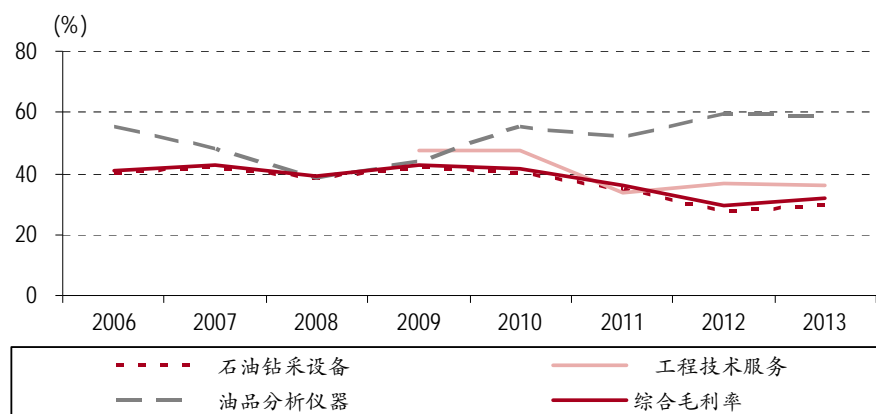
公司是一家以研究、开发、制造石油勘探仪器、石油钻探井控设备、采油井口设备和石油产品规格分析仪器为主的高新技术企业，主营业务分为石油钻采设备包括录井仪器、钻井仪表、防喷器及控制系统、压井节流管汇、井口装置及采油(气)树等，工程技术服务包括录井、定向井技术服务等，以及油品分析仪。2006-2013 年间公司营业收入自 2.67 亿上升至 7.65 亿，年复合增长 16.2%。2013 年石油钻采设备、工程技术服务、油品分析仪收入分别达到 6.26 亿元、0.99 亿元和 0.32 亿元。

图表 14. 公司历年分板块收入



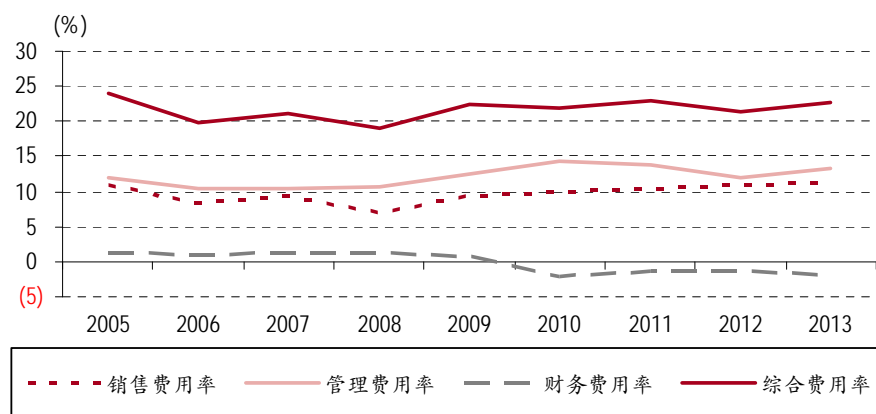
资料来源：公司公告、中银国际研究

由于产品结构变化，石油钻采设备中机械类产品占比逐步提高，其毛利率逐步下降至 2012 年最低后逐渐回升，2013 年达到 29.51%，相比而言工程技术服务和油品分析仪毛利率更为稳健。综合毛利率随着石油钻采设备毛利率的下降同步下降，至 2012 年达到最低点后开始企稳回升，2013 年综合毛利率为 32.11%，2014 年前三季度毛利率继续上升至 33.71%。

图表 15. 毛利率企稳回升


资料来源：公司公告、中银国际研究

费用率方面,公司经营稳健,自2005年以来三项费用率之和基本稳定在20-25%之间。其中,自2009年上市以来,公司将更多资源投入销售渠道的建设,尤其是2012年开始建立海外分公司进一步加强销售,致使销售费用率稳步提升至2013年11.29%。同期,募集资金和现金流的沉淀持续为公司贡献利息收入,财务费用率自2010年以来一直为负(即为财务收入)。

图表 16. 费用率稳定


资料来源：公司公告、中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	750	765	692	909	1,114
销售成本	(527)	(519)	(460)	(584)	(710)
经营费用	(152)	(164)	(156)	(195)	(234)
息税折旧前利润	71	81	76	130	169
折旧及摊销	(25)	(29)	(27)	(30)	(34)
经营利润(息税前利润)	46	52	49	100	136
净利息收入/(费用)	11	15	14	11	11
其他收益/(损失)	6	(3)	20	21	23
税前利润	63	64	83	132	169
所得税	(11)	(8)	(10)	(16)	(21)
少数股东权益	(1)	1	1	(12)	(14)
净利润	52	57	74	104	134
核心净利润	46	60	65	94	123
每股收益(人民币)	0.163	0.179	0.234	0.329	0.425
核心每股收益(人民币)	0.147	0.189	0.206	0.298	0.390
每股股息(人民币)	0.112	0.123	0.105	0.148	0.191
收入增长(%)	23	2	(9)	31	23
息税前利润增长(%)	(31)	13	(6)	103	36
息税折旧前利润增长(%)	(18)	14	(7)	71	30
每股收益增长(%)	(36)	10	31	41	29
核心每股收益增长(%)	(27)	29	9	44	31

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	63	64	83	132	169
折旧与摊销	25	29	27	30	34
净利息费用	(11)	(15)	(14)	(11)	(11)
运营资本变动	1	(13)	44	(119)	(114)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	4	19	(18)	(24)	(28)
经营活动产生的现金流	82	84	122	8	50
购买固定资产净值	(35)	(49)	(35)	(35)	(35)
投资减少/增加	3	2	0	0	0
其他投资现金流	1	(0)	(180)	10	10
投资活动产生的现金流	(30)	(47)	(215)	(25)	(25)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(15)	11	0	0	0
支付股息	(52)	(39)	(43)	(37)	(52)
其他融资现金流	(0)	(0)	14	11	11
融资活动产生的现金流	(68)	(28)	(29)	(26)	(41)
现金变动	(16)	9	(122)	(42)	(16)
期初现金	548	532	538	417	374
公司自由现金流	40	20	(93)	(17)	25
权益自由现金流	36	46	(79)	(5)	36

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	532	538	417	374	359
应收帐款	453	497	450	591	724
库存	307	247	219	277	338
其他流动资产	32	25	23	29	35
流动资产总计	1,323	1,308	1,108	1,271	1,455
固定资产	191	220	221	218	212
无形资产	36	37	42	47	52
其他长期资产	0	15	205	205	205
长期资产总计	232	281	477	479	477
总资产	1,555	1,589	1,585	1,750	1,933
应付帐款	329	321	285	363	442
短期债务	0	11	11	11	11
其他流动负债	21	16	19	28	35
流动负债总计	350	349	315	402	488
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	26	37	37	37	37
股本	262	288	316	316	316
储备	894	884	887	954	1,036
股东权益	1,155	1,172	1,203	1,270	1,352
少数股东权益	24	31	30	41	55
总负债及权益	1,555	1,589	1,585	1,750	1,933
每股帐面价值(人民币)	3.65	3.70	3.80	4.01	4.27
每股有形资产(人民币)	4.28	3.95	3.67	3.87	4.11
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.03)	(1.83)	(1.28)	(1.15)	(1.10)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.5	10.6	11.0	14.3	15.2
息税前利润率(%)	6.2	6.9	7.1	11.0	12.2
税前利润率(%)	8.4	8.3	12.0	14.5	15.2
净利率(%)	6.9	7.4	10.7	11.5	12.1
流动性					
流动比率(倍)	3.8	3.7	3.5	3.2	3.0
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.9	3.0	2.8	2.5	2.3
估值					
市盈率(倍)	82.5	75.0	57.4	40.8	31.6
核心业务市盈率(倍)	91.6	71.2	65.1	45.1	34.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	122.7	95.4	87.2	60.5	46.2
市净率(倍)	3.7	3.6	3.5	3.3	3.1
价格/现金流(倍)	51.6	50.8	34.8	500.4	84.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.1	45.9	50.7	29.9	23.0
周转率					
存货周转天数	218.7	194.6	184.5	155.1	158.0
应收帐款周转天数	201.3	226.8	249.8	209.1	215.5
应付帐款周转天数	146.6	155.2	160.0	130.2	131.8
回报率					
股息支付率(%)	76.2	76.2	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	4.5	4.9	6.2	8.4	10.3
资产收益率(%)	2.5	2.9	2.7	5.2	6.5
已运用资本收益率(%)	3.9	4.4	4.0	7.8	9.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际研究有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际研究有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际研究有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际研究有限责任公司的机构客户；2) 中银国际研究有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际研究有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际研究有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际研究有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际研究有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际研究有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际研究有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际研究有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际研究有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际研究有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际研究有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371