



【联讯石化公司深度】海默科技：步步为营，向新型独立能源公司迈进

2017年04月05日

增持(首次评级)

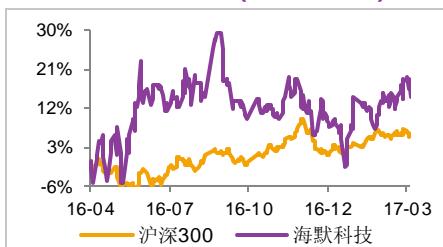
当前价： 12.4 元
目标价： 16 元

石油化工行业研究组

分析师：王凤华
执业编号：S0300516060001
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：韦家煜
电话：010-64408587
邮箱：weijayu@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

盈利预测

	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	407	285	395	509
(+/-)	29.0%	-29.9	38.7%	28.6%
净利润	12	15	35	69
(+/-)	-72.8	27.1%	136.3	98.3%
EPS(元)	0.03	0.03	0.08	0.16
P/E	458.41	354.65	150.08	75.67

资料来源：联讯证券研究院

投资要点

内生增长和投资并购并举

公司目前已形成油田设备制造、油田服务和油气勘探开发三大业务板块共同发展的格局，2015年之前营收稳定增长。2016年受国内外石油公司减少资本支出的影响，公司营收2.85亿元，同比下降30.05%，但由于公司新增了思坦仪器、中核嘉华两个子公司的部分投资收益，改善了盈利结构，业绩得到有效支撑，实现归母净利润0.13亿元，同比增长29.23%。

油田设备与油田服务业务不断多元化

公司以多相流量计及移动测试服务起家，技术在全球处于领先地位。公司在保持原有业务发展的同时，通过收购兼并的方式向压裂设备及服务领域延伸，目前已成为公司重要收入来源之一。此外，公司于2016年8月实施定增募集了6.97亿元用于油田环保业务，目前国内油田环保市场竞争格局尚未形成，随着我们环保意识的不断加强以及新环保法、“土十条”等相关法律政策的实施，各方对油田环保问题越来越重视，公司将逐步收获成果。

乘美国页岩气革命之风，投资油田绑定油价弹性

公司目前在美国拥有页岩气区块总面积约13000英亩，公司近几年油气权益产量在15万桶油当量/年左右，产量有很大上升空间。目前国际油价接近页岩油气开采的平均成本价，若未来油价上涨，公司对权益区块大规模的开发将能获得更为丰厚的收益。

原油价格：在震荡中寻求再平衡，温和上行的概率较大

IMF认为，2017-2018年全球增长率将分别达到3.4%和3.6%。EIA估计，全球经济活动继续保持强劲，将支撑石油消费增长。总体来看，2017年全球原油产量增速放缓、供需平衡值逐步收窄的概率较大。国内方面，中石油、中石化和中海油2017年的计划资本支出分别比2016年实际资本支出高出11%、44%和23%-44%。其中，中石油和中石化在各自的上游板块资本支出计划中均提到了发展页岩气。作为压裂泵液力端生产商，公司有望借此机会增加国内业务的销售收入，进一步扩大市场份额。

盈利预测与投资评级

我们预计2017-2019年，公司营业收入分别为2.85亿元、3.95亿元和5.08亿元，归母净利润分别为0.13亿元、0.32亿元和0.63亿元，EPS分别为0.03元、0.08元和0.16元，BPS分别为4.75元、4.88元和5.05元。综合PE和PB两种估值方法的结果，我们给予公司目标价16元/股，给予“增持”评级。

风险提示：OPEC政策执行力度风险、油价波动风险、油服竞争加剧风险。



投资案件

关键点假设

- (1) 随着经济的发展, 2017-2018 年全球原油消费增长量高于 2016 年, 欧佩克减产计划维持较高执行率, 油价中枢温和上移。
- (2) 2017-2018 年美国原油产量同比增速分别为 3.7% 和 5.7%;
- (3) 2017-2018 年公司国内石油巨头资本支出完成度高于 2015 年和 2016 年;
- (4) 公司油田设备销售及油田服务业务的毛利率随着订单量的增加而提高, 逐步回归至 2015 年以上水平;
- (5) 2017-2018 年, 公司对思坦仪器、中核嘉华等子公司的投资收益维持不变。

投资评级与估值

我们认为在当前油价区间内, 油田设备制造业务仍是海默科技业绩的主要支撑点, 未来若油价上涨, 公司油气勘探开发业务将贡献更高比重的收入。我们预计 2017-2019 年, 公司营业收入分别为 2.85 亿元、3.95 亿元和 5.08 亿元, 归母净利润分别为 0.13 亿元、0.32 亿元和 0.63 亿元, EPS 分别为 0.03 元、0.08 元和 0.16 元, BPS 分别为 4.75 元、4.88 元和 5.05 元。参考 A 股中主营业务与海默科技类似的 6 家可比公司的 PE(TTM)、PB(LF) 平均值, 综合 PE 和 PB 两种估值方法的结果, 我们给予公司目标价 16 元/股, 给予“增持”评级。

有别于大众的认识

- (1) 市场认为非 OPEC 产油国减产执行率不及预期, 我们认为随着非 OPEC 主导国俄罗斯逐步减产计划的执行, 整体减产幅度有望进一步增大。
- (2) 市场担心美国原油库存增加及页岩气区块产量的恢复将对油价中枢上行的压力较大, 我们认为美国带动的全球经济复苏有利于原油消费量的增长, 而美国页岩气产区活跃度的上升也有利于释放公司在美国区块的产能。
- (3) 市场担心国内以三桶油为首的石油公司仍难以完成新一年的计划资本支出额, 我们认为 2017 年前两个月行业固定资产投资完成额增幅较大, 全年资本支出额有望达到目标。

股价表现的催化剂

- (1) 行业回暖, 国内外石油公司资本支出回升;
- (2) 油价高于美国页岩气区块开发成本价后的产能释放;
- (3) 油田环保市场受重视程度的逐步提高。

核心假设风险

OPEC 政策执行力度风险、油价波动风险、油服行业竞争加剧风险。



目 录

一、海默科技：内生增长和投资并购并举	5
二、油田设备与油田服务业务不断多元化	7
(一) 多相流量计：国际行业技术领先的产品	7
(二) 移动测试服务：独具特色的双赢业务模式	10
(三) 收购优质压裂设备制造公司，占领压裂泵液力端高地	12
1、城临钻采：特种作业车制造商	12
2、清河机械：国内压裂泵液力端总成领军企业	12
(四) 定增助力油田环保业务：油服新方向，着眼废液循环利用	13
三、乘美国页岩气革命之风，投资油田绑定油价弹性	17
四、原油价格：在震荡中寻求再平衡，温和上行的概率较大	18
五、盈利预测与投资评级	23
(一) 盈利预测	23
(二) 估值与投资评级	24
六、风险提示	25

图表目录

图表 1：油田设备销售收入占总收入的 60%以上	5
图表 2：公司产品的销售模式使得库存量较小	5
图表 3：公司收入呈现季节性，下半年尤其是四季度收入显著高于上半年	6
图表 4：公司上市以来营业收入及同比	6
图表 5：公司上市以来归母净利润及同比	6
图表 6：使用多相流量计会大量简化地面生产管线和辅助仪表设备	8
图表 7：直接材料成本占多相流量计总成本的 70%以上	8
图表 8：公司多相流量计系列产品分类	9
图表 9：公司的多相流量计产品在全球市场份额约为 10%	9
图表 10：作业井评价测试服务	10
图表 11：生产井计量测试服务	10
图表 12：勘探井试油测试服务	10
图表 13：移动测井装置也可用于固定安装测量	10
图表 14：公司提供多种移动测试服务合作模式	11
图表 15：公司在全球多项计量服务市场中份额约为 10%	11
图表 16：全资控股城临钻采，切入压裂设备制造领域	12
图表 17：压裂车泵体液力端总成（黑色框内）	13
图表 18：直接材料成本约占压裂泵液力端总成总成本的 75%	13
图表 19：非公开发行股票募集资金投向（万元）	14
图表 20：国务院“土十条”中与石油化工相关的内容	14



图表 21: 油田环保公司及相关业务.....	15
图表 22: 公司钻井泥浆不落地随钻处置设备.....	15
图表 23: 钻井泥浆不落地工艺流程.....	16
图表 24: 公司压裂返排液回用处理设备.....	16
图表 25: 压裂反排液处理工艺流程.....	17
图表 26: 海默科技在美国拥有约 13000 英亩的油气区块总面积.....	17
图表 27: 海默科技三个页岩油气区块地理位置示意	18
图表 28: OPEC 减产协议执行率高 (千桶/天)	19
图表 29: 世界原油产消平衡值.....	19
图表 30: IMF 认为全球经济在 2017-2018 年将加快	20
图表 31: 美国原油产量	21
图表 32: 美国商业原油库存	21
图表 33: 国内石油巨头计划增加 2017 年资本支出 (亿元)	22
图表 34: 中石油勘探与生产板块的资本支出计划完成度较高	22
图表 35: 受低油价影响, 近两年中石化勘探及开发板块的资本支出计划完成度低.....	22
图表 36: 中海油资本支出均用于勘探、开发和生产, 近两年完成度有所下降.....	22
图表 37: 2017 年 2 月中国石油天然气开采行业固定资产投资完成额同比增长 95%.....	23
图表 38: 公司业务收入及成本分部预测.....	24
图表 39: 海默科技可比公司估值参考	24
图表 40: PE-Band (TTM)	25
图表 41: PB-Band (TTM)	25
附录: 公司财务预测表 (百万元)	26



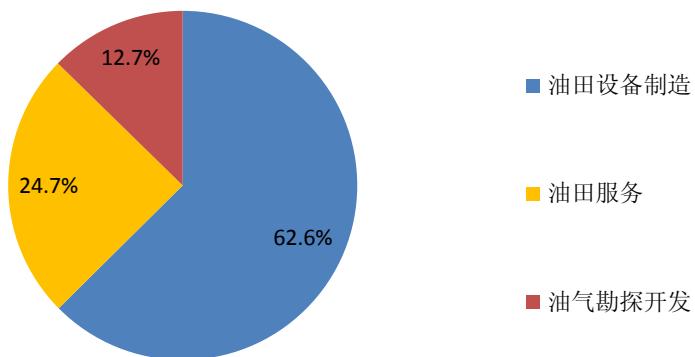
一、海默科技：内生增长和投资并购并举

海默科技于 2010 年 5 月 20 日上市，前身是成立于 1994 年 8 月的兰州海默仪器制造有限责任公司，后依次变更为兰州海默科技股份有限公司、海默科技（集团）股份有限公司。

公司主要从事油田设备制造业务、油田服务业务和油气勘探开发业务。油田设备产品主要有多相流量计、压裂设备和油气田环保设备。油田服务业务主要提供钻井业务、气井一体化业务和增产业务、移动测试服务、油气田环保服务。油气勘探开发业务方面，公司在美国拥有自己的作业团队、美国德克萨斯州政府颁发的油田作业者牌照和约 13,000 英亩的权益油气区块，进行油气勘探开发。

油田设备销售，特别是多相流量计和压裂泵液力端的销售收入在公司的营收结构中占比较大。2016 年上半年，油田设备制造业务、油田服务业务、油气勘探开发业务的销售收入占比分别为 62.6%、24.7%、12.7%。

图表1：油田设备销售收入占总收入的 60%以上



资料来源:公司公告、联讯证券

公司的主营业务收入呈明显的季节性特征，其上半年形成的主营业务收入和净利润低于下半年的金额，占全年营业收入和净利润的比重较小。具体原因为：

(1) 公司的主要客户为国内外知名的大型石油公司，这些客户普遍实行预算管理制度，每年的第一季度是石油公司审批预算和制订采购计划的时间，招标、采购活动较少，因此形成本公司销售的淡季；

(2) 公司产品多实行“量身定制”和“以销定产”的经营模式，大部分产品生产周期较长。一般上半年是公司获得订单和进行生产准备的时间，产品交货期及确认收入集中在下半年特别是第四季度，因此也使得公司上半年的收入比重小。

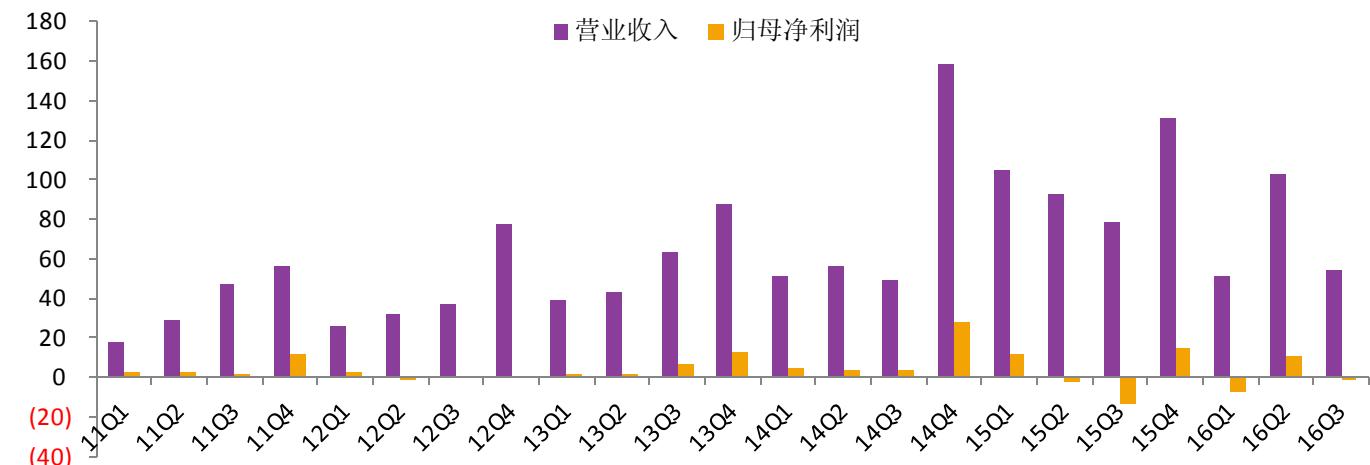
图表2：公司产品的销售模式使得库存量较小

产品分类	项目	2014	2015
多相流量计 (套)	销售量	33	27
	生产量	37	34
	库存量	4	11
压裂泵液力端 (套)	销售量	1183	1,083
	生产量	1170	1,138
	库存量	0	55

资料来源：公司年报、联讯证券



图表3：公司收入呈现季节性，下半年尤其是四季度收入显著高于上半年

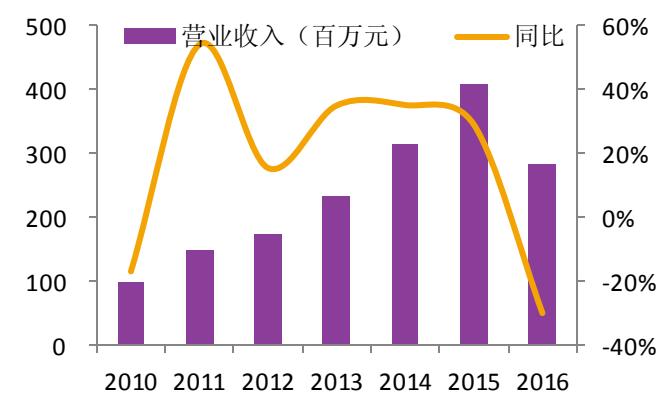


资料来源:Wind、联讯证券

从公司上市以来至 2015 年,公司营业收入逐年稳步增长,复合增速为 33.14%;2012 年,公司的归母净利润没有呈现出与营业收入增长的同向趋势,主要是因为建设周期长的多相流量计项目销售价格并未和材料成本、制造、人力成本同比例提高等。

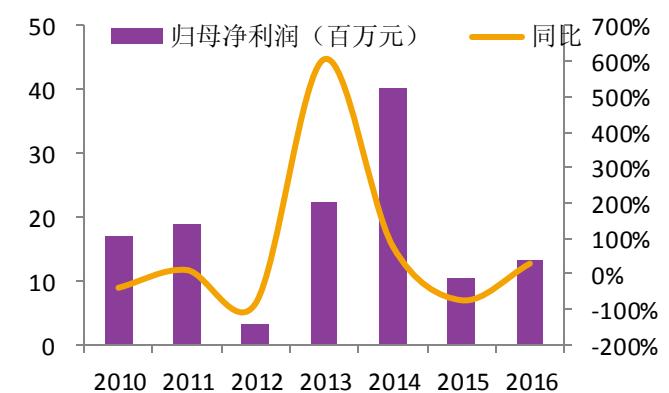
受国内外石油公司减少上游勘探开发资本支出的影响,公司 2016 年油田设备和油田服务实现的营业收入比 2015 年下降较大,全年营业总收入为 2.85 亿元,同比下降 30.05%;但由于公司新增了思坦仪器、中核嘉华两个子公司的部分投资收益,盈利结构得到有效改善,全年实现归母净利润 1345 万元,同比增长 29.23%。

图表4：公司上市以来营业收入及同比



资料来源:公司公告、联讯证券

图表5：公司上市以来归母净利润及同比



资料来源:公司公告、联讯证券

控股思坦仪器，进入测井仪器、井下设备等细分市场

2016 年 10 月,公司以支付现金的方式,以 7.41 元/每股的价格,合计使用 22230 万元,受让新三板挂牌企业思坦仪器(832801.OC)27.82% 的股份,成为思坦仪器的第二大股东。转让方承诺思坦仪器 2016 年度备考净利润扣除非经常性损益后归属于思坦仪器股东的净利润不低于 6800 万元。

西安思坦仪器股份有限公司具有 20 多年的石油测井仪器、井下工具、井下仪器、监测仪器仪表的设计、开发和生产经验,主要产品按照用途分为注水工艺仪器、采油气工艺仪器、动态监测测井仪器和其他油气增产工程技术仪器四大类。该公司拥有国家授权



实用新型专利 186 项，发明专利 18 项，获得多项国家创新基金和国家火炬计划项目，公司通过美国石油协会 API 体系认证，质量、环境、职业健康安全等体系认证，被科技部授予“国家重点高新技术企业”，是国内最大的生产测井、注水工具及试井、煤层气数字化排采系统的专业化仪器生产厂商之一。

受让思坦仪器部分股权即是公司进入“智能油井”和“数字油田”领域、践行油气勘探开发“两下战略”（水下和井下）、深化油田生产优化服务，帮助客户提高采收率和作业成本效益的战略性举措，通过参股思坦仪器，可使公司快速渗透进入测井仪器、井下设备等新的细分市场，加快公司在石油天然气行业的拓展和业务布局。公司成熟的国际市场开发经验及渠道也可以给思坦仪器的产品及服务走向海外提供支持，实现共赢。

投资中核嘉华，拓展核能领域

2016 年 8 月，公司以 3500 万元的价认购中核嘉华 1000 万元的新增注册资本，占其增资扩股后股份总数的 25%，成为中核嘉华的第二大股东。通过投资中核嘉华，公司将向核能等清洁能源领域进行拓展。

中核嘉华拥有高壁垒以及稀缺的专业资质，是一家拥有民用、军工核安全设备制造资质、武器研发资质、二级保密资质以及军工产品、核工业质量管理体系认证的企业。中核嘉华由原中核集团四〇四有限公司第五分厂于 2006 年军转民改制而来，具有多年从事核燃料纯化、转化设备，运输容器，核乏燃料处理设备制造经验，市场占有率高。

中核嘉华所在的乏燃料处理行业市场空间巨大。到 2020 年，中国预计建成 5800 万千瓦核反应堆机组，每年产生的乏燃料超过 1000 吨，乏燃料累计总量约 1 万吨。到 2030 年将有 110 座核电站，每年产生的乏燃料超过 3300 吨（一个 100 万千瓦的核电机组每年产生乏燃料 30 吨）。1000 吨年处理量的乏燃料处理厂预计投资在 2000 亿人民币，理论上中长期我国需要 3 座以上 1000 吨处理厂，预计投资金额在 6000 亿以上。而目前我国仅有一个 50 吨/年处理能力的中试工厂，还不能满足 2 座核电站需求。为弥补乏燃料处理短板，中核集团已制定明确规划，筹建中核龙瑞科技有限公司承担我国第一个核燃料循环产业示范项目及中核甘肃核技术产业园的建设管理工作，2015 年启动的中核甘肃核产业园已经奠基，一期工程投资 300 亿建设 200 吨/年处理能力的核燃料循环科技示范项目及元件示范项目，这是第一个工业示范厂，计划于 2022 年建成投入使用。在这之后还将建设第一个核燃料循环应用自主商业化大处理厂，处理能力 800 吨/年，投资额 1600-1700 亿，时间在 2025-2030 年。

随着我国核电基地、核燃料产业园、乏燃料后处理厂相继立项和建设，均需要有一支专业的设备制造、检测、维修服务队伍与之相配套，市场前景广阔。目前在建的 200 吨处理厂即将完成基础设施建设，预计 2017 年将开始设备采购。其中，非标设备约占总投资的一半。中核嘉华为国内唯一的一条年处理能力 50 吨核乏燃料处理中试车间提供了 70% 的非标设备，具有相关经验和能力。

二、油田设备与油田服务业务不断多元化

（一）多相流量计：国际行业技术领先的产品

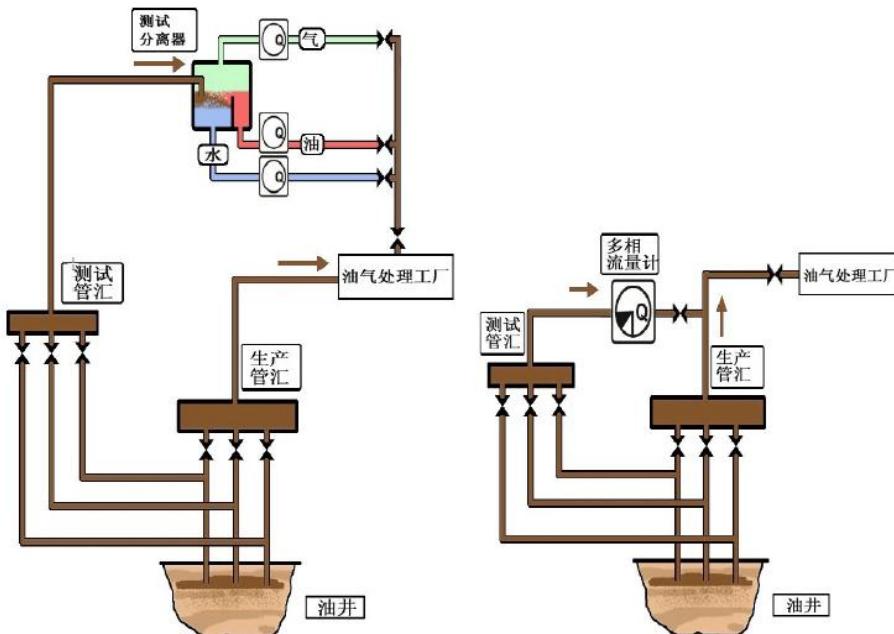
多相流量计是一种新型的多相流在线检测仪表，好比安装在油井井口输油管道上的一台精巧的“工业 CT”，在油田勘探和生产过程中对油井产出的油气水三相流的流量、成份和其他过程参数进行准确、可靠、实时的测量，从而进行油藏状况评估、作业效果评价、油井生产能力与产量确定，为改进采油工艺、提高油田采收率、延长油田开采寿



命提供科学的数据。

多相流量计可取代庞大、笨重的测试分离器，简化传统的“分离→测量→再混合”的油田生产工艺。与后者相比，多相流量计的综合成本更低、测量数据质量更高、安全性更好、适用性更广。公司多相流量计产品的客户主要集中在中东和南美等油气产量较高的地区，在国内市场主要应用于海上平台。同时，销售数量与销售金额并不成线性关系，主要原因是规格、型号的不同单价相差很大，目前价格在 15 万-50 万美元之间，我们测算的平均单价在 30 万美元左右。

图表6：使用多相流量计会大量简化地面生产管线和辅助仪表设备



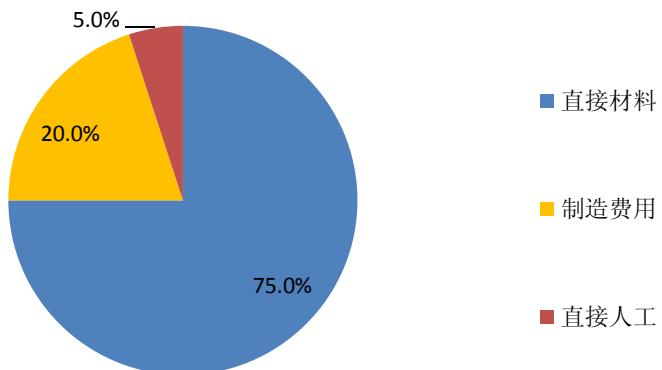
左：使用测试分离器的油田地面生产工艺

右：使用多相流量计的油田地面生产工艺

资料来源:公司公告、联讯证券

多相流量计的成本结构中，直接材料、直接人工、制造费用成本分别占比约为 75%、20%、5%。多相流量计产品所需原材料中的法兰、管件为各类高等级钢材和合金材料的制成品，其本身含有较高附加值，所以其价格受基础金属材料价格波动的影响不太明显；仪表、阀门的价格也相对稳定。

图表7：直接材料成本占多相流量计总成本的 70%以上



资料来源:联讯证券



公司会针对不同的用户的技术要求和具体的油田工况条件，量身定制能够满足其个性化需求且低成本的多相计量产品和服务，并且将产品和服务快速投放市场。目前公司的多相流量计系列产品主要包括油井多相流量计、总量计量多相流量计、短节型多相流量计、湿气流量计、低产井测量装置、高性能油井测量装置等。

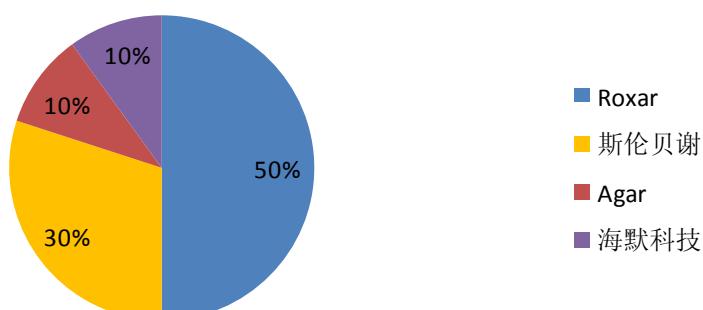
图表8：公司多相流量计系列产品分类

分类	用途	产品实物
标准型多相流量计	单井油井（包括生产井、作业井、勘探井等）的计量测试、生产设施监控、评价测试和试油测试等。	
总量计量多相流量计	油田区块或平台总产量的计量测试和油藏评价，不同采油单位或业主之间的分配计量。	
短节型多相流量计	成本低、体积小，且可永久安装在井口或计量站。	
湿气流量计	天然气气井产气量、产液量的计量测试和生产过程实时监控。2012年被NEL评价为当时国际上性能最好的湿气流量计。	
低产井测量装置（LPT）	低产油井或间歇出油油井的计量测试。	
高性能油井测量装置（HPT）	多相流量计现场标定、对比测试和检定，超高含气或严重段塞流油井的计量测试。	

资料来源：公司公告、公司官网、联讯证券

由于我国多相流量计行业属于新兴产业，且总体市场规模不大，国内尚未有详细的行业统计。据公司统计，在世界范围内多相计量产品销售的市场份额中，Roxar 公司约占 50%，斯伦贝谢接近 30%，Agar 公司和海默科技所占市场份额大体相当，分别不到 10%。从局部市场来看，公司在中国海洋油田的产品销售市场份额约为 85%以上。

图表9：公司的多相流量计产品在全球市场份额约为 10%



资料来源：首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书、联讯证券



(二) 移动测试服务：独具特色的双赢业务模式

公司首创了移动测试服务模式，即把轻便的多相流量计安装在小型的可移动装置上面，技术服务人员根据用户的要求对油田各个探区或采油区的油井进行定期、定时和“巡回式”的检测，并向客户提交测试数据和分析报告。这种业务模式的实质是把“出售设备”变为“出售数据”，即油田用户不用购买和拥有多相流量计，而把获得油井数据的整个过程都外包给本公司，客户只向本公司购买最终的测试数据和分析报告。

对客户和公司而言，移动测试服务模式是一种双赢的业务模式。客户方面，可根据实际需要适时或随时对油井进行计量和测试，花费同样的支出可以获得更多油井的数据，减少了固定资产支出和设备养护费用；公司方面，也拓宽了多相流量计的应用范围，提高收入规模和利润规模。

公司提供的多相计量测试服务主要包括生产井计量测试服务、作业井评价测试服务、勘探井试油测试服务和产品应用技术服务。

图表10：作业井评价测试服务



资料来源:公司官网、联讯证券

图表11：生产井计量测试服务



资料来源:公司官网、联讯证券

图表12：勘探井试油测试服务



资料来源:公司官网、联讯证券

图表13：移动测井装置也可用于固定安装测量



资料来源:公司官网、联讯证券

公司在多相计量产品和服务市场上创新和实践的服务模式和盈利模式主要有“设备销售+性能保障服务”模式、移动式多相测井服务模式、多相流量计“湿租”模式、多相流量计租赁+技术支持模式、联合作业模式。上述模式的合同主要是通过投标获得，此类的客户主要有 Petrofac E&C International Ltd、阿布扎比陆上石油公司等。

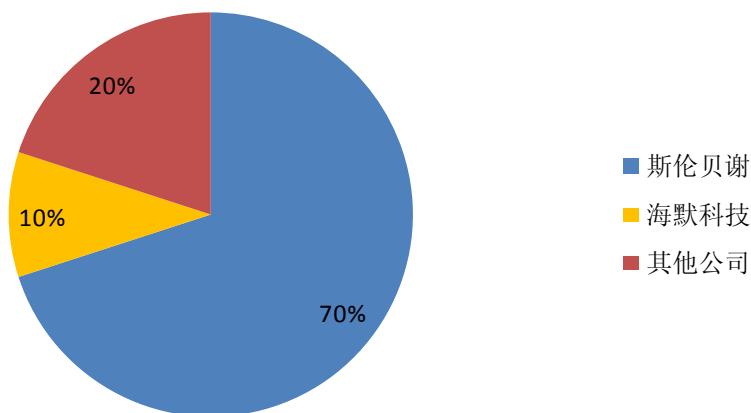

图表14: 公司提供多种移动测试服务合作模式

序号	项目	服务模式及盈利模式
1	“设备销售+性能保障服务”模式	公司在将多相流量计产品销售给客户的同时，与用户签订配套的性能保障服务协议。公司向客户销售设备取得产品销售收入；在设备使用期间，公司的专业技术人员通过远程监测、定期“体检”、现场排查和维护等方式确保设备的年平均正常运行率达到用户设定的指标，并据此按服务协议向客户收取服务费。
2	移动式多相测井服务模式	公司提供油井测试所需的所有设备、运载工具和操作人员，承担从设备和人员的动员到油田现场的安装、调试和操作等全过程的作业，根据完成的测井数量和质量向客户收取服务费。
3	多相流量计“湿租”模式	公司向石油公司或油田服务公司租赁多相流量计外加操作人员，按月收取设备和人员的租金。
4	多相流量计租赁+技术支持模式	公司将设备租赁给石油公司或油田服务公司并提供技术支持，公司向客户收取设备租金和技术服务费。
5	联合作业模式	公司与当地的油田服务公司组成联合作业队伍，由本公司提供多相流量计设备和技术支持人员，合作方负责市场开发、后勤服务和现场作业，双方按照事先约定的比例分配服务所得收入。

资料来源：公司公告、联讯证券

据公司统计，在世界范围内多相计量服务业务的市场份额中，海默科技的主要竞争对手斯伦贝谢约占 70%，海默科技约占 10%，其他服务公司总共约占 20%。

从竞争的区域分布来看，斯伦贝谢公司作为行业龙头在全球市场范围内参与多相计量产品与服务的竞争；Agar 公司主要在南美地区提供多相计量产品；Roxar 公司主要为世界范围内的海洋油田提供多相计量产品；海默科技主要在中国、中东、北非、中亚和东南亚等新兴市场提供多相计量产品和多相测井服务，并且在局部市场如中国、阿曼和阿联酋等占有绝大部分市场份额。

图表15: 公司在全球多项计量服务市场中份额约为 10%


资料来源:首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书、联讯证券



(三) 收购优质压裂设备制造公司，占领压裂泵液力端高地

2012年以来，公司在保持原有业务发展的同时，通过收购兼并的方式使公司业务逐步向页岩油气等非常规油气开发领域延伸。页岩油气的开采难度和技术要求较常规油气要高，压裂技术也从过去的增产技术转变为生产技术。公司在多相计量产品和服务这一传统优势业务的基础上，通过收购城临钻采、清河机械进入油气田压裂设备制造领域，结合甘肃省页岩气压裂工具工程实验中心和海默油服等平台，业务贯穿压裂整车核心零部件、整车集成制造、压裂工艺技术与服务等。

1、城临钻采：特种作业车制造商

2012年4月，公司完成了对城临钻采57%股权的收购，使得公司成功进入压裂设备制造领域，同时弥补公司产品单一的不足，提高国内市场的份额，减少对国外市场的依赖。2014年，公司进一步收购城临钻采剩余43%股权，实现全资控股，此举将更好地发挥清河机械和城临钻采在产品线、市场、技术等方面的协同效应，促进公司内部业务整合，提高决策效率。

图表16：全资控股城临钻采，切入压裂设备制造领域

时间	出资额(万元)	收购股权比例	累计控股比例
2012年4月	3990	57%	57%
2014年3月	2400	40%	97%
2014年12月	210	3%	100%
合计	6600	100%	

资料来源：公司公告、联讯证券

城临钻采是一家石油天然气钻采压裂设备及配件的专业制造厂家，是中石油总公司钻采配件一级网络供应商和中石协评定的AAA级企业信用厂家，“城临”牌高压管汇元件系列产品2009年获得行业石油石化装备“名牌产品”。其主营产品是压裂泵（阀箱）及配件；高压管汇元件及元件系列产品；压裂车、锅炉车、洗井清蜡车、混砂车、固井水泥车等油田特种作业车。

公司通过投资城临钻采，能丰富公司的产品，延伸产业链，使公司主营业务从油气计量领域扩大到油气开发的装备制造领域，逐步实现公司从单一产品（服务）的提供商到油田测试综合服务整体解决方案提供商的转变的发展目标。

2、清河机械：国内压裂泵液力端总成领军企业

2014年，公司以发行股份及支付现金的方式收购上海清河机械有限公司100%股权，作价4.2亿元。交易对方承诺清河机械2014年、2015年和2016年归母扣非净利润分别为3500万元、4200万元和5040万元。而清河机械2014年、2015年分别实现净利润4404万元、5533万元，均超过所承诺的净利润。

清河机械作为国内压裂泵液力端总成的领军企业，在行业内拥有较高的知名度，与中石油、中石化下属的压裂服务公司及哈里伯顿等世界知名油服公司建立了长期稳定的合作关系。

清河机械主要产品为压裂泵液力端总成及配件，而压裂泵液力端总成是油气田开发过程中压裂环节压裂液输送的泵送系统，是压裂车四大组件（运载、动力、传动、泵体）之一压裂泵的关键部件。压裂泵液力端总成由阀箱、凡尔体、凡尔座、柱塞和其他零部件组成。



件组装而成，需具备耐磨、抗冲蚀、耐酸碱、耐油、耐高压、寿命长等性能。

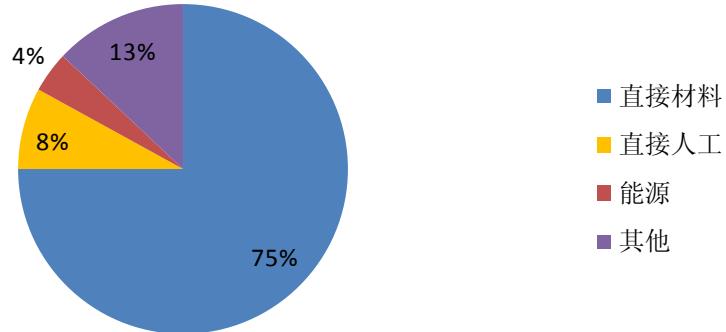
图表17：压裂车泵体液力端总成（黑色框内）



资料来源:公司公告、联讯证券

压裂泵液力端总成的销售单价约为 20 万元/套，毛利率为 32%-40%，成本主要有直接材料、直接人工和能源，其中直接材料占比最高，约为 75%。

图表18：直接材料成本约占压裂泵液力端总成总成本的 75%



资料来源:联讯证券

（四）定增助力油田环保业务：油服新方向，着眼废液循环利用

公司于 2015 年 7 月发布定增预案，并于 2016 年 8 月实施。此次非公开发行股票募集资金总额为 7.08 亿元，募资净额为 6.97 亿元。其中约 5.4 亿投入油气田环保装备生产研发基地建设项目，其余用于补充流动资金。油气田环保装备生产研发基地建设项目主要生产“泥浆不落地”、“压裂返排液处理”两类车载式油气田环保装备，用于为油气勘探开发企业或井队提供相关油气田环保服务，实现公司油气田服务产业链延伸和规模扩张。该项目建设期为 2 年，预计 2017 年下半年或 2018 年初可投产。公司预计该项目完全达产且产能完全释放后将新增年营业收入 8.75 亿元，内部收益率（税后）22.06%，投资回收期（税后）为 7.19 年。



图表19：非公开发行股票募集资金投向（万元）

序号	项目	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
1	油气田环保装备生产研发基地建设项目	54,338.64	54,000.00
2	补充流动资金项目	18,000.00	18,000.00
	合计	72,338.64	72,000.00

资料来源：非公开发行股票发行情况报告书、联讯证券

在全球范围内，由于各国经济发展程度、环保意识不同，具体的环保相关规定也有表现出相对的差异性。在美国、加拿大、澳大利亚、哥伦比亚、中东等地对泥浆处理有着严格的要求。随着我们环保意识的不断加强以及新环保法、“土十条”等相关法律政策的实施，石油公司以及各地政府对油田环保问题越来越重视，部分地区甚至规定，如不执行将被限制开采。

2016年5月28日，国务院印发了土壤修复的里程碑文件《土壤污染防治行动计划》，简称“土十条”。根据文件要求，到2020年，全国土壤污染加重趋势得到初步遏制，土壤环境质量总体保持稳定，农用地和建设用地土壤环境安全得到基本保障，土壤环境风险得到基本管控。受污染耕地安全利用率达到90%左右，污染地块安全利用率达到90%以上。到2030年，全国土壤环境质量稳中向好，农用地和建设用地土壤环境安全得到有效保障，土壤环境风险得到全面管控。到本世纪中叶，土壤环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。受污染耕地安全利用率达到95%以上，污染地块安全利用率达到95%以上。

图表20：国务院“土十条”中与石油化工相关的内容

条目	相关内容	参与部门
二 推进土壤污染防治立法，建立健全法规标准体系	重点监测土壤中镉、汞、砷、铅、铬等重金属和多环芳烃、石油烃等有机污染物，重点监管有色金属矿采选、有色金属冶炼、石油开采、石油加工、化工、焦化、电镀、制革等行业，以及产粮（油）大县、地级以上城市建成区等区域。	环境保护部牵头，工业和信息化部、国土资源部、住房城乡建设部、农业部等参与
三 实施农用地分类管理，保障农业生产环境安全	严格控制在优先保护类耕地集中区域新建有色金属冶炼、石油加工、化工、焦化、电镀、制革等行业企业，现有相关行业企业要采用新技术、新工艺，加快提标升级改造步伐。	环境保护部、国家发展改革委牵头，工业和信息化部参与
四 实施建设用地准入管理，防范人居环境风险	自2017年起，对拟收回土地使用权的有色金属冶炼、石油加工、化工、焦化、电镀、制革等行业企业用地，以及用途拟变更为居住和商业、学校、医疗、养老机构等公共设施的上述企业用地，由土地使用权人负责开展土壤环境状况调查评估；已经收回的，由所在地市、县级人民政府负责开展调查评估。	环境保护部牵头，国土资源部、住房城乡建设部参与
六 加强污染源监管，做好土壤污染预防工作	有色金属冶炼、石油加工、化工、焦化、电镀、制革等行业企业拆除生产设施设备、构筑物和污染治理设施，要事先制定残留污染物清理和安全处置方案，并报所在地县级环境保护、工业和信息化部门备案；要严格按照有关规定实施安全处理处置，防范拆除活动污染土壤。	环境保护部、工业和信息化部负责

资料来源：《土壤污染防治行动计划》、联讯证券

据业内不完全统计，目前我国油田企业拥有钻机3000余套，每年钻井约1万多口，如果按每口井占地面积1.2亩计算，则需用土地1.2万多亩，钻井泥浆池每年至少要产生1万多个污染点。目前国内油田环保市场尚处起步阶段，竞争格局也未形成，未来油田环保市场规模有望达到百亿。除了海默科技，惠博普、杰瑞股份等公司也已经布局油田环保设备及服务业务。



图表21：油田环保公司及相关业务

公司	油田环保业务布局
惠博普	含油污泥处理、油罐清洗
杰瑞股份	覆盖钻井、返排、油田环境修复等
海默科技	泥浆不落地、压裂返排液处理

资料来源：东方财富、联讯证券

钻井泥浆不落地项目

油气田钻探过程中会产生大量的废弃钻井泥浆，这些泥浆含有大量石油烃、重金属、无机盐以及其它高分子有机物和毒性物质，若不加以妥善处置，会污染周围环境，破坏生态平衡。目前，主要有现场固化填埋与建站集中处理两种模式，其中固化填埋处理方法存在处理不彻底、占用耕地等问题，而集中建站又存在运输成本高，二次污染的缺陷。

公司投建的“泥浆不落地”随钻处理项目是针对泥浆废液处理的专门处理工序，改变传统做法，通过特定的设备和工艺对钻井泥浆和产出的岩屑进行随钻不落地处理、处理后的泥浆重复循环利用、对分离出的岩屑和有害物质进行无害化处理，提高钻井效率及质量，降低钻井成本。公司的泥浆不落地随钻处理技术及装置已经在中石油长庆油田、新疆油田、中石化西南油田、延长油田等国内各大油田得到了应用。

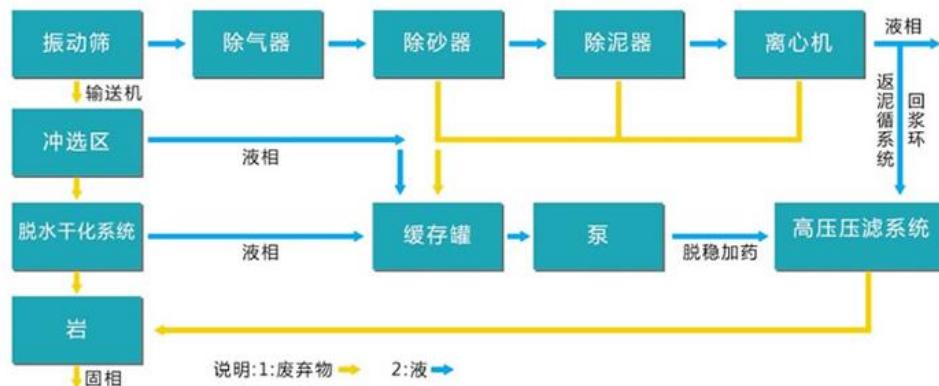
图表22：公司钻井泥浆不落地随钻处置设备



资料来源:公司公告、联讯证券



图表23：钻井泥浆不落地工艺流程



资料来源：公司官网、联讯证券

压裂返排液处理项目

压裂返排液是油气田压裂作业后返排出的一种含有固相的液体，该类液体中可能含有重金属等有害物质，呈现“三高”（高 COD 值，高稳定性，高粘度）特征，当前压裂返排液排出后多数在排污池内，同钻井泥浆、油污等混合，造成成分的进一步复杂化，使得压裂返排液进入地面系统后，油水分离变得困难。即使压裂返排液与泥浆分池排放，水中仍有瓜尔胶有机分子、悬浮砂粒及重金属离子等物质，只靠重力沉淀无法清除，水质不能达到排放或重复使用标准。此外，开发出大面积的平地用以排、存放污水，污泥，除对生态影响外，对油气公司也是极大的不可回收成本。

公司专门设计的车载式“压裂返排液处理”设备及相应特殊工艺，将压裂返排液的处理地点由集中处理站转移到压裂的施工现场，压裂公司可以利用处理后的返排水，再次配置新的压裂液，极大节约了压裂用水，降低作业成本和运输费用，减少土地使用量及相关基建投资，同时减少大量二次污染。通过提高水处理标准，可以排放符合灌溉要求的清洁水，实现资源高效利用。该技术和配套装置在中石油长庆油田、延长油田等国内各大油田得到了应用，典型案例有亚美大陆煤层气公司沁水压裂返排液项目、川庆钻探长庆井下作业公司压裂返排液项目、延长石油股份有限公司压裂返排液项目。

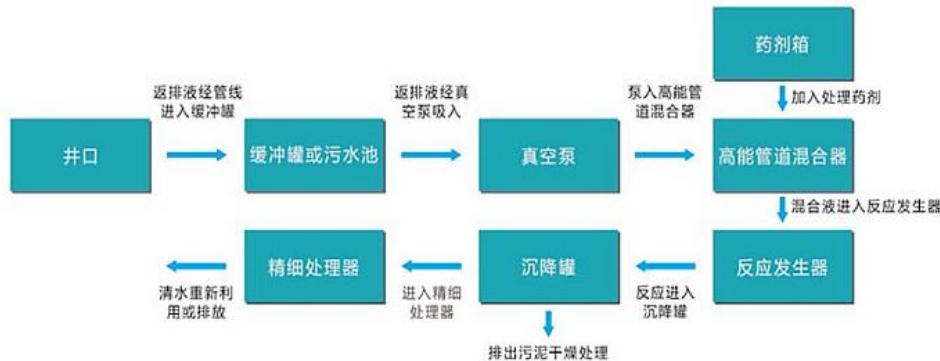
图表24：公司压裂返排液回用处理设备



资料来源：公司官网、联讯证券



图表25：压裂反排液处理工艺流程



资料来源：公司官网、联讯证券

三、乘美国页岩气革命之风，投资油田绑定油价弹性

近年来，由美国的中小型独立能源公司引领的“页岩革命”极大地改变了全球的能源版图和石油工业的格局，以页岩油气为代表的非常规油气资源的勘探开发正成为未来石油工业最具潜力和活力的发展方向。

目前，公司业务已延伸到北美地区的非常规油气勘探开发领域，拥有的油气区块总面积已达到约 13,000 英亩，为公司页岩油气开发方面学习和引进国外先进技术、积累作业经验、锻炼培养队伍和带动服务业务创造了良好的条件，同时为未来参与国内页岩气开发打下良好的基础。

2012 年 12 月，公司以 2750 万美元购买了美国 Carrizo 公司 (Nasdaq: CRZO) 在科罗拉多州丹佛盆地 Niobrara 页岩油气区块 10% 的工作权益，油气租约净面积约 6000 英亩，成为进入美国页岩油气勘探开发领域的第一家中国民营上市公司。2013 年 9 月和 2014 年 8 月，公司分别以 100.08 万美元、714 万美元收购了美国德克萨斯州 Permian 盆地 1112 英亩、5712.56 英亩页岩油气区块 100% 的工作权益。Permian 盆地的区块是海默科技首次担任作业者的页岩油气开发项目。

图表26：海默科技在美国拥有约 13000 英亩的油气区块总面积

区块	权益	权益面积 (英亩)	投资额 (万美元)
Niobrara 区块	10%	6000	2750
Permian 盆地	Irion 县区块	1112	100.08
	Howard 县区块	5712.56	714
合计		12824.56	3564.08

资料来源：公司公告、联讯证券

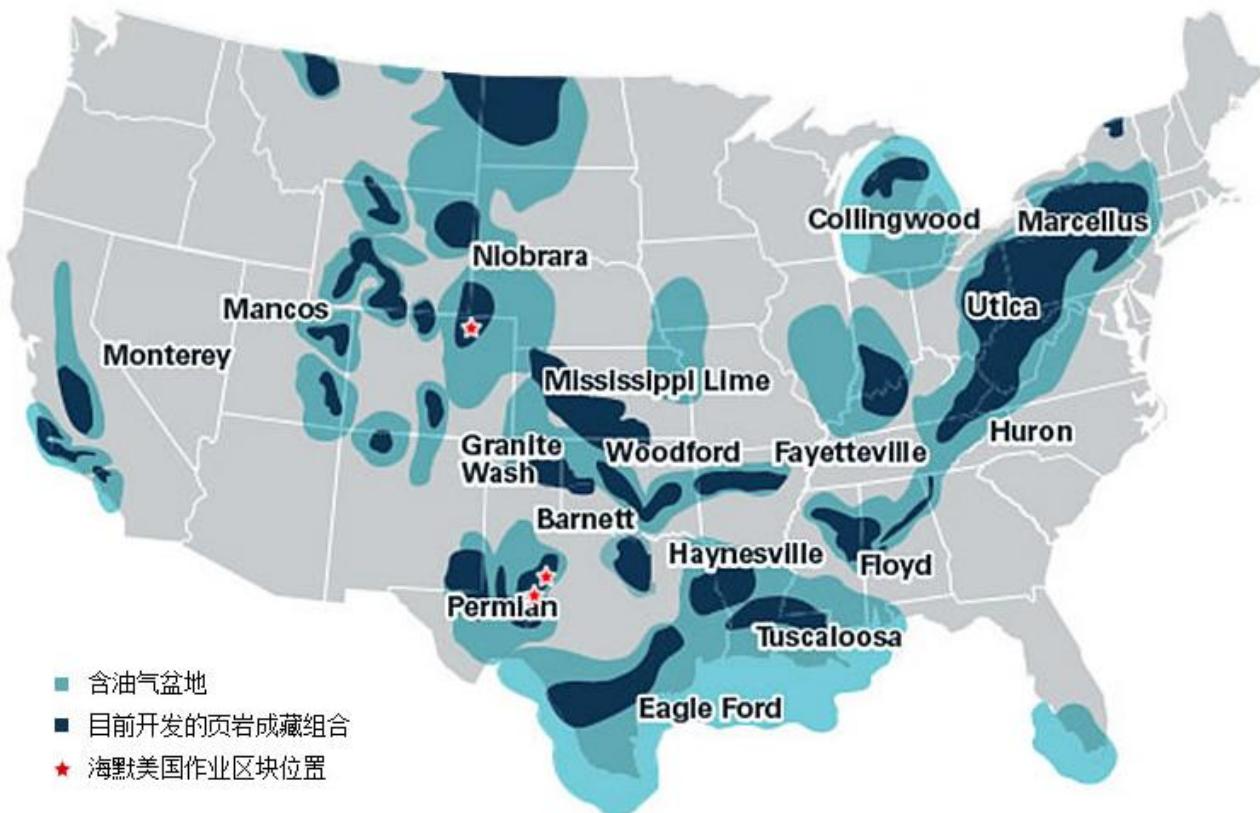
美国丹佛盆地 Niobrara 页岩层横跨科罗拉多州，内布拉斯加州及怀俄明州，油气资源位于地下 900-4300 米的地层。Carrizo 公司拥有的 Niobrara 页岩油气区块位于科罗拉多州的 Weld、Morgan 和 Adams 县，主要在 Weld 县，据 Carrizo 公司估计，整个联合作业区块的可采储量约为一亿桶油当量，其中石油、液态天然气和天然气的比例分别为 73%、17% 和 10%。

根据评估机构 NSAI 对 Permian 盆地 Howard 县的油气区块的资源评估结果，该区



块表外资源量 (contingent resources) 为原油 108-416 万桶, 天然气 48.06-185.76 亿立方英尺; 最佳估值分别为原油 240 万桶, 天然气 111.60 亿立方英尺。

图表27: 海默科技三个页岩油气区块地理位置示意



资料来源: 公司官网、联讯证券

截至 2016 年 8 月 30 日, 公司累计参与了 Carrizo 在 Niobrara 页岩油区块的水平井作业 140 口, 其中已投产运营 124 口。同时公司也参与了其他合作伙伴 Noble Energy 在 Niobrara 区块的水平井作业 160 口 (已投产运营 136 口), 以及 Whiting Petroleum 的作业并投产 63 口水平井。截至 2016 年 6 月 30 日, Permian 盆地的自有区块共计完成两口评价井的试采作业及一口直井的钻井作业。

2014 年, 公司共开采权益油气当量 14.57 万桶, 2015 年和 2016 年公司油气产量和 2014 年变化不大。目前国际油价接近页岩油气开采的平均成本价, 若未来油价有一定程度的上涨, 公司对权益区块大规模开发将能获得更为丰厚的收益。

四、原油价格: 在震荡中寻求再平衡, 温和上行的概率较大

2016 年 11 月 30 日, OPEC 成员国达成减产协议, 将 OPEC 原油产量上限定在 3250 万桶/天, 合计减产 116.4 万桶/天。减产协议将于 2017 年 1 月份开始生效, 持续时间为 6 个月。2017 年 5 月 25 日, 在 OPEC 半年度会议上减产执行情况将被审查, 并决定是否需要延长 6 个月。

从 2017 年前两个月的实际产量数据来看, OPEC 各成员国减产执行情况较好, 执行率接近 100%。此次良好的减产执行情况为恢复供需平衡打下了良好的基础, 有利于坚定市场信心, 油价中枢有望持续上攻。



2016年12月11日，俄罗斯主导的非OPEC产油国同意减产55.8万桶/天，其中俄罗斯将逐步减产，承诺从2017年3月起减产20万桶/天，4-5月减产30万桶/天。虽然非OPEC产油国减产执行率不如OPEC成员国高，但是由于减产主力俄罗斯采取的逐步减产策略，因此非OPEC产油国未来的执行情况仍值得期待。

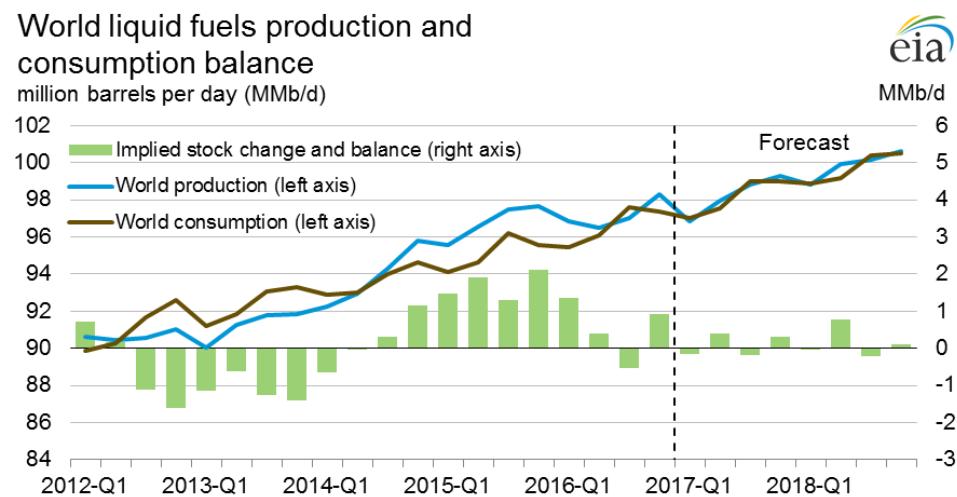
图表28：OPEC减产协议执行率高（千桶/天）

OPEC成员国	参考生产水平	调整值	约定生产水平（自2017年1月起生效）	实际产量	
				2017年1月	2017年2月
阿尔及利亚	1089	-50	1039	1053	1053
安哥拉	1751	-78	1673	1659	1641
厄瓜多尔	548	-26	522	531	526
加蓬	202	-9	193	201	194
印度尼西亚**					
伊朗	3975	90	3797	3778	3814
伊拉克	4561	-210	4351	4476	4414
科威特	2838	-131	2707	2718	2709
利比亚				680	669
尼日利亚				1550	1608
卡塔尔	648	-30	618	623	622
沙特阿拉伯	10544	-486	10058	9865	9797
阿联酋	3013	-139	2874	2962	2925
委内瑞拉	2067	-95	1972	2003	1987

资料来源：OPEC、联讯证券；注：印尼成员国身份被冻结，尼日利亚和利比亚不受配额限制

EIA估计，全球经济活动继续保持强劲，将支撑石油消费增长。二月份全球石油库存每天下降近百万桶/天，这是2014年初以来的第三大月度下降幅度。2017年第二季度，非欧佩克国家的供应或接近于2016年第四季度的水平，欧佩克供应预计同期下降。非欧佩克特别是美国供应量的增加是2017年油价上涨的主要压力。总体来看，2017年全球原油产量增速放缓、供需平衡值逐步收窄的概率较大。

图表29：世界原油产消平衡值



资料来源：EIA、联讯证券



IMF 在 2017 年 1 月 16 日发布的《世界经济展望》预测，2016 年处于严重困境的一些大型新兴市场和低收入经济体的状况得到改善，全球增长率将从 2016 年的 3.1% 上升到 2017 年的 3.4% 和 2018 年的 3.6%。与 IMF 去年 10 月的预测相比，全球增长的预期加快将在更大程度上得益于美国、中国、欧洲和日本前景的改善。

图表30： IMF 认为全球经济在 2017-2018 年将加快

	估计	预测	
	2016	2017	2018
世界产出	3.1	3.4	3.6
发达经济体	1.6	1.9	2.0
美国	1.6	2.3	2.5
欧元区	1.7	1.6	1.6
德国	1.7	1.5	1.5
法国	1.3	1.3	1.6
意大利	0.9	0.7	0.8
西班牙	3.2	2.3	2.1
日本	0.9	0.8	0.5
英国	2.0	1.5	1.4
加拿大	1.3	1.9	2.0
其他发达经济体	1.9	2.2	2.4
新兴市场和发展中经济体	4.1	4.5	4.8
独联体	-0.1	1.5	1.8
俄罗斯	-0.6	1.1	1.2
除俄罗斯外	1.1	2.5	3.3
亚洲新兴和发展中经济体	6.3	6.4	6.3
中国	6.7	6.5	6.0
印度	6.6	7.2	7.7
东盟五国	4.8	4.9	5.2
欧洲新兴和发展中经济体	2.9	3.1	3.2
拉丁美洲和加勒比	-0.7	1.2	2.1
巴西	-3.5	0.2	1.5
墨西哥	2.2	1.7	2.0
中东、北非、阿富汗和巴基斯坦	3.8	3.1	3.5
沙特阿拉伯	1.4	0.4	2.3
撒哈拉以南非洲	1.6	2.8	3.7
尼日利亚	-1.5	0.8	2.3
南非	0.3	0.8	1.6
低收入发展中国家	3.7	4.7	5.4

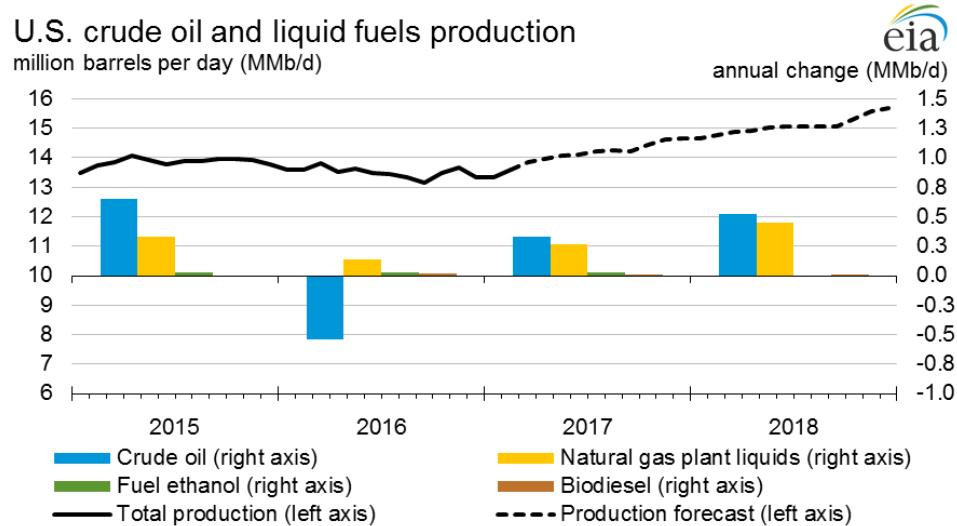
资料来源： IMF2017 年 1 月《世界经济展望》、联讯证券

2016 年美国原油平均产量为 887.6 百万桶/天，比 2015 年少 53.9 百万桶/天。 EIA 在 3 月份的短期能源展望中上调对 2017 年美国原油产量的预期至 920.6 万桶/天，这也是 2016 年 8 月至今 EIA 第 7 次上调 2017 年美国原油产量预期。其预计 2017 年和 2018 年美国原油平均产量分别同比增长 3.7% 和 5.7%。较高的预测反映了钻井效率预测方法的改进，以及钻完井竣工近期更快增长的预期，特别是在二叠纪地区。 EIA 上调美国原



油产量的预期，反应了油价将上涨至更多页岩气区块的开采成本线以上的预期，美国页岩气开采活跃度或将继续增强。

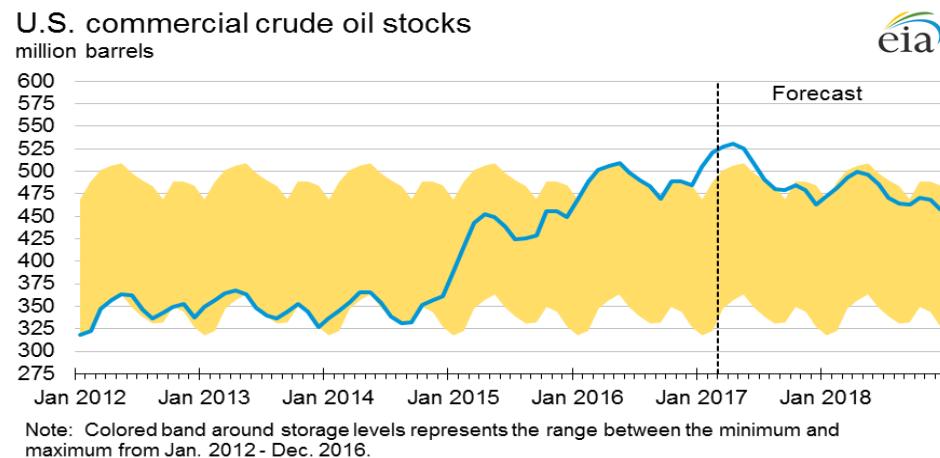
图表31：美国原油产量



资料来源：EIA、联讯证券

2017年3月17日，当周美国商业原油库存量达到历史最高值533.11百万桶。而根据EIA预测的数据，2017-2018年美国商业原油库存量将逐步下降至2015年底的水平。

图表32：美国商业原油库存

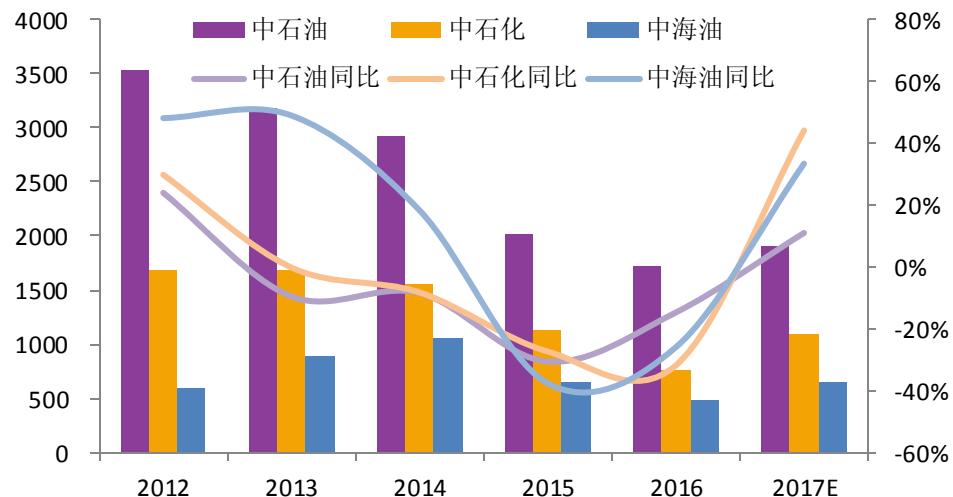


资料来源：EIA、联讯证券

国内方面，三桶油对2017年的石油天然气行业形势也较为乐观，中石油、中石化和中海油2017年的计划资本支出分别为1913亿元、1102亿元、和600-700亿元，分别比2016年实际资本支出高出11%、44%和23%-44%。其中，中石油和中石化在各自的上游板块资本支出计划中均提到了发展页岩气。作为压裂泵液力端生产商的海默科技，2017年有望借此机会增加国内业务的销售收入，进一步扩大市场份额。



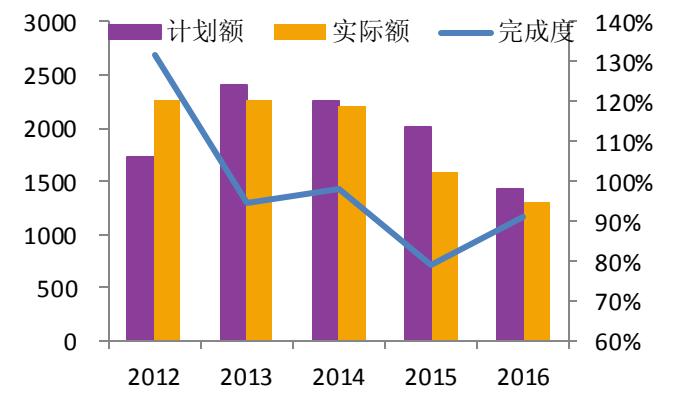
图表33：国内石油巨头计划增加 2017 年资本支出（亿元）



资料来源:中国石油、中国石化、中国海洋石油公告、联讯证券

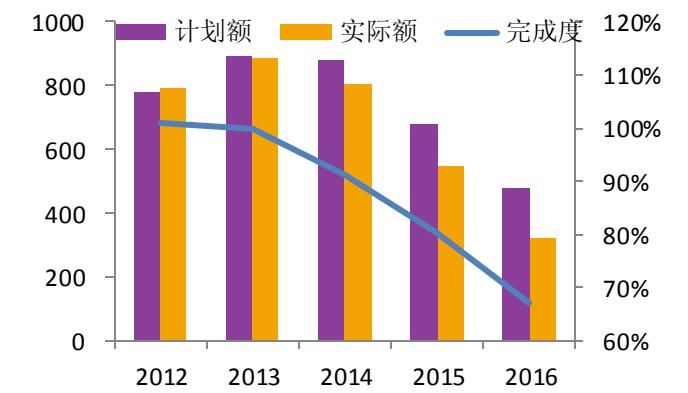
但从三个公司对油气上游板块的资本支出来看，均不一定会 100%地完成上一年的计划金额，尤其是 2015 年和 2016 年。考虑到 2015 年和 2016 年 WTI 原油全年平均价格分别为 49 美元/桶和 44 美元/桶，低于 2017 年一季度平均价格 52 美元/桶，我们认为 2017 年三家公司的资本支出完成度高于前两年的概率较大。

图表34：中石油勘探与生产板块的资本支出计划完成度较高



资料来源:中国石油公告、联讯证券

图表35：受低油价影响，近两年中石化勘探及开发板块的资本支出计划完成度低



资料来源:中国石化公告、联讯证券

图表36：中海油资本支出均用于勘探、开发和生产，近两年完成度有所下降

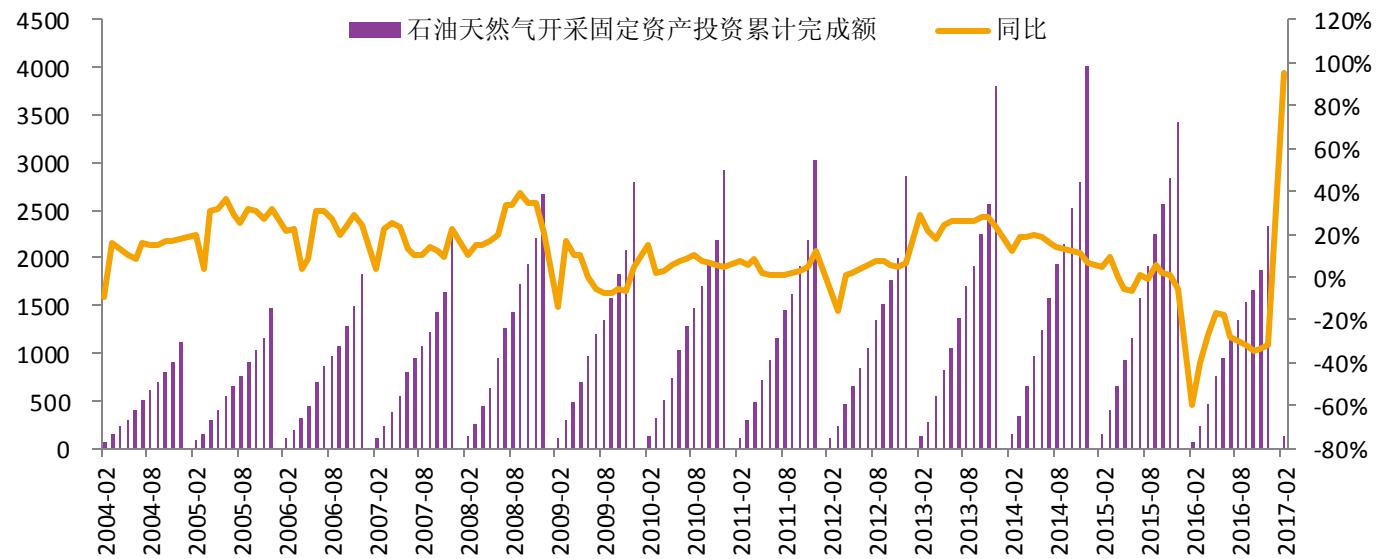
项目	2012	2013	2014	2015	2016
计划资本支出 (亿元)	93-110 亿美元	120-140 亿美元	1050-1200	700-800	<600
实际资本支出 (亿元)	600	894	1057	659	487
完成度	94%	111%	94%	88%	>81%

资料来源: 中国海洋石油公告、联讯证券; 注: 完成度按计划支出的中值计算, 2011-2013 年人民币兑美元汇率取全年平均值

另外，全国石油天然气开采行业固定资产投资完成额的数据也支撑了我们的观点，2017 年 2 月累计完成固定资产投资 120.32 亿元，同比增幅高达 95.30%。可以看出行业整体对未来石油天然气开采方面的布局速度明显回升。



图表37：2017年2月中国石油天然气开采行业固定资产投资完成额同比增长95%



资料来源:国家统计局、联讯证券

五、盈利预测与投资评级

(一) 盈利预测

我们对海默科技 2016-2018 年的盈利预测做如下假设：

- (1) 随着经济的发展，2017-2018 年全球原油消费增长量高于 2016 年，欧佩克减产计划维持较高执行率，油价中枢温和上移。
- (2) 2017-2018 年美国原油产量同比增速分别为 3.7% 和 5.7%；
- (3) 2017-2018 年公司国内石油巨头资本支出完成度高于 2015 年和 2016 年；
- (4) 公司油田设备销售及油田服务业务的毛利率随着订单量的增加而提高，逐步回归至 2015 年以上水平；
- (5) 2017-2018 年，公司对思坦仪器、中核嘉华等子公司的投资收益维持不变。

基于以上假设，我们认为在当前油价区间内，油田设备制造业务仍是海默科技业绩的主要支撑点，未来若油价上涨，公司油气勘探开发业务将贡献更高比重的收入。我们预计 2017-2019 年，公司营业收入分别为 2.85 亿元、3.95 亿元和 5.08 亿元，归母净利润分别为 0.13 亿元、0.32 亿元和 0.63 亿元，EPS 分别为 0.03 元、0.08 元和 0.16 元，BPS 分别为 4.75 元、4.88 元和 5.05 元。



图表38：公司业务收入及成本分部预测

业务	项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
油田设备制造	收入(百万元)	152.41	280.06	191.84	268.58	376.01
	成本(百万元)	73.94	170.13	118.94	163.16	206.80
	毛利率(%)	51.49%	39.25%	38.00%	39.25%	45.00%
油田服务	收入(百万元)	98.81	83.47	57.18	80.05	112.07
	成本(百万元)	63.83	70.05	45.74	56.03	72.84
	毛利率(%)	35.41%	16.07%	20.00%	30.00%	35.00%
油气勘探开发	收入(百万元)	62.36	36.69	34.14	44.86	53.38
	成本(百万元)	36.99	44.16	41.98	43.57	46.30
	毛利率(%)	40.69%	-20.36%	-22.96%	2.87%	13.26%
其他	收入(百万元)	1.98	6.81	2.00	2.00	2.00
	成本(百万元)	1.08	0.52	1.00	1.00	1.00
	毛利率(%)	45.45%	92.36%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入(百万元)	315.56	407.03	285.16	395.48	508.59
	成本(百万元)	175.84	284.86	207.66	267.77	312.18
	毛利率(%)	44.28%	30.01%	27.18%	32.29%	38.62%

资料来源：Wind、联讯证券

(二) 估值与投资评级

我们挑选了A股中主营业务与海默科技类似的6家公司作为参考，可比公司的PE(TTM)、PB(LF)平均值分别为234倍和4.1倍。给予公司2017年200倍PE和3.5倍PB，对应股价分别为16.00元和17.08元。

图表39：海默科技可比公司估值参考

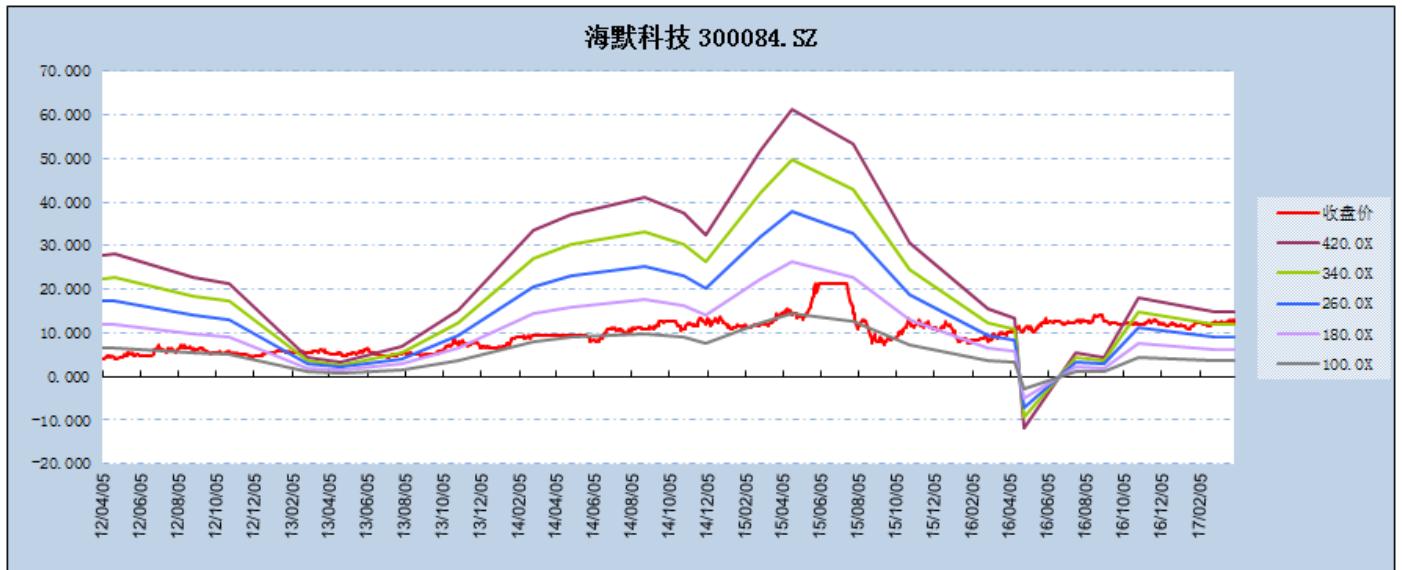
代码	名称	总市值 (亿元)	EPS		市盈率 (TTM)	BPS		市净率 (LF)
			2015A	2016A		2015A	2016A	
300191.SZ	潜能恒信	96	-0.15	0.04	693	3.64	3.69	8.1
600759.SH	洲际油气	181	0.03		263	2.32		3.5
300164.SZ	通源石油	38	-0.11	0.05	175	2.96	3.39	2.6
002353.SZ	杰瑞股份	199	0.15	0.13	165	8.14	8.20	2.5
002554.SZ	惠博普	82	0.15	0.13	60	1.95	2.00	3.9
603727.SH	博迈科	99	0.94		45	4.31		4.2
算术平均值					234			4.1
300084.SZ	海默科技	48	0.03	0.03	355	2.83	4.75	2.6

资料来源：Wind、公司公告、联讯证券；注：EPS、BPS均为最新股本摊薄

综合PE估值和PB估值，秉持谨慎原则，我们给予公司目标价16元/股，给予“增持”评级。



图表40: PE-Band (TTM)



资料来源:Wind、联讯证券

图表41: PB-Band (TTM)



资料来源:Wind、联讯证券

六、风险提示

OPEC 政策执行力度风险、油价波动风险、油服行业竞争加剧风险。



附录：公司财务预测表（百万元）

利润表	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	407	285	395	509	净利润	12	15	35	70
营业成本	285	208	268	312	折旧摊销	61	56	68	89
营业税金及附加	5	3	4	6	财务费用	15	22	25	26
销售费用	11	8	11	14	经营性应收项目变动净额	10	62	-202	58
管理费用	81	57	79	101	经营活动净现金流	94	179	-233	285
财务费用	15	22	25	26	投资活动净现金流	-170	-437	-363	-203
资产减值损失	1	3	3	3	筹资活动净现金流	34	785	-32	-47
营业利润	9	8	29	70	现金净增加额	-40	527	-628	35
营业外收入	4	4	5	5	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
营业外支出	1	0	0	0	成长能力				
利润总额	12	13	34	75	营业收入增长率	29%	-30%	39%	29%
所得税	0	-2	-1	5	营业利润增长率	-82%	-4%	253%	139%
净利润	12	15	35	70	归属母公司净利润增长率	-74%	29%	137%	99%
少数股东损益	1	1	3	6	获利能力				
归属母公司净利润	10	13	32	63	毛利率	30.01%	27.18%	32.29%	38.62%
EPS (元)	0.03	0.03	0.08	0.16	净利率	2.86%	5.18%	8.87%	13.70%
资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产净利率	1.24%	1.17%	2.03%	3.68%
货币资金	195	722	94	129	ROE	0.96%	0.74%	1.70%	3.27%
应收账款	302	155	470	320	偿债能力				
存货	147	89	215	140	资产负债率	34%	24%	27%	23%
流动资产合计	623	946	758	568	流动比率	216%	832%	335%	420%
固定资产	698	847	1166	1306	营运能力				
无形资产	313	325	335	343	总资产周转率	0.25	0.12	0.15	0.20
资产总计	1648	2413	2577	2558	应收账款周转率	1.73	2.58	1.07	2.05
应付账款	98	14	127	35	每股指标(元)				
短期借款	91	0	0	0	每股收益	0.03	0.03	0.08	0.16
流动负债合计	190	14	127	35	每股经营现金	0.25	0.46	-0.61	0.74
长期借款	219	419	419	419	每股净资产	2.83	4.75	4.88	5.05
负债合计	553	577	690	599	估值比率				
所有者权益	1096	1836	1887	1960	P/E	458.41	354.65	149.54	75.22
负债和所有者权益合计	1648	2413	2577	2558	P/B	4.38	2.61	2.54	2.46

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10% 之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5% 之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5% 以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5% 以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com