

中标乌克兰钻井项目，业绩将持续改善



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——贝肯能源 (002828)

核心观点

❖ 油气上游投资已经由降转增，油气改革增加市场机会

钻井业务获益将首当其冲。三桶油半年报业绩大幅增长，油气上游投资触底反弹，上半年资本支出超过 15%。公司最大客户中国石油半年报上游勘探开发业务扭亏，净利润增长达 90 亿。谷底复苏叠加油气改革给予民企发展空间。国企多年未增加钻机、小规模民企在近 3 年的萧条中已经消失，叠加油气改革已经逐渐开放上游勘探业务，钻井是必不可少的重要环节，公司有望在复苏阶段获得最大收益。公司所在地新疆也有望成为油气改革的重要试点地区。

❖ 中标乌克兰钻井项目，前 3 季度净利润预增长 30%-50%

贝肯能源是国内首家以钻井为主营业务的 A 股上市公司，共有钻机 32 部，主要服务市场在新疆、四川、湖北、伊朗和乌克兰等地。2017 年 7 月公司中标乌克兰天然气钻采公司 3 年钻井工程服务项目。两台“70”和两台“50”钻机中标 4 个区块合计 4 亿人民币，年均中标合同额约为 2016 年营收的 30%。公司半年度业绩超预期，营收 2.04 亿元，同比增长 29%，归属上市公司股东的净利润 1800 万元，同比增长 37%，并且公司半年报预计前三季度净利润同比增长达 30%-50%。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司为首家钻井上市公司，专注钻井业务。中标乌克兰钻井合同保证未来 3 年工作量增量，并受益于行业回暖及投资回升，预计 2017-2019 年营业收入分别为 5.44、6.98、8.82 亿元，实现 EPS 分别为 0.69、0.83、0.96 元/股，对应 PE 分别为 39、32、28 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ 风险提示：OPEC 限产协议执行率过低、乌克兰地区形势发生重大转变、美国页岩油气增产远超预期、国际成品油需求大幅下滑和油气改革方案未得到实质落实。

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	428	544	698	882
+/-%	-41%	27%	28%	26%
净利润(百万)	63	80	97	113
+/-	-4%	28%	20%	17%
EPS(元/股)	0.53	0.69	0.83	0.96
PE	50.37	39.23	32.58	27.93

资料来源：公司公告、川财证券研究所

④ 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	石油化工
报告时间	2017/9/28
前收盘价	26.91 元
公司评级	增持评级

④ 分析师

邱瀚莹

证书编号：S11000517070001
010-66495651
fengqin@cczq.com

④ 联系人

白竣天

证书编号：S1100116070002
010-66495962
baijuntian@cczq.com

④ 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

投资摘要

关键催化剂：

行业复苏叠加油气改革，给予民企发展空间。三桶油下属的油田服务公司已经连续近 10 年未增加钻机数量，且有部分钻机外运海外作业，给予了民营企业发展空间；前 2 年在行业不景气的情况下，众多小规模民营公司倒闭，若行业复苏，公司将有更大的概率获得业务增量，公司上半年营收增长 30% 超过中石油上游投资 15% 的增长率。油气改革将开放上游勘探开发业务，增加民营资本进入油气开采的机会，增大公司未来的客户数量及上游投资空间，民营油服公司受益将更加显著。

地区上游投资增加，带动公司业绩增长。在国际原油价格上涨、2017 年上半年三桶油营收及净利润同比大幅增长 30%-40%、上游勘探开发投资增长 15% 的背景下，我们预计公司国内业务的营收增长将超过 15%，公司半年报预计前 3 个季度净利润增长 30%-50%。国内最大的上游投资主体和公司最大的服务对象同为中石油，其新增产能建设区域在新疆和鄂尔多斯两地，为公司钻井业务集中地。

国内油服对外企的替代效益愈加显著。由于国际大型油田服务商多是北美及欧洲企业，安保及运营成本在中亚、中东、非洲等风险高的国家相对较高，随着行业复苏、海外常规油气勘探开发投资上升，国内企业有更多的政治和成本上的优势，公司获得乌克兰的 4 亿人民币订单已经说明这一点。

盈利假设与估值：

首次覆盖给予“增持”评级。综合上述，我们认为公司随着未来三年行业投资增加、海外业务拓展等因素，成长性将进一步体现，迎来投资的最佳时点。预计 2017-2019 年营业收入分别为 5.44、6.98、8.82 亿元，实现 EPS 分别为 0.69、0.83、0.96 元/股。对应 PE 分别为 39、32、28 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

正文目录

投资摘要	2
一、公司概括	5
1.公司简介：油服民企	5
2.服务产品：钻井一体化服务	5
2.1 钻井业务	6
2.2 定向井技术服务	7
2.3 钻井一体化附属业务	8
3.财务状况：三费下降、营收及净利润大幅增长	8
二、投资看点	11
1.油气开采投资复苏，公司获益首当其冲	11
1.1 如上游投资恢复，钻井获益将首当其冲	11
1.2 中石油上半年业绩回暖，且新增产能重点在新疆	13
1.3 钻井业务占油田开发的比重最大	14
2.钻井业务壁垒明显，国内行业集中度较高	15
3.放开上游勘查开采体制，扩大公司市场空间	16
3.1 油气改革方案	16
3.2 放开上游勘查开采或在新疆试点	17
3.3 放开上游勘查开采扩大民企市场空间	18
4.中标乌克兰钻井项目，聚焦一带一路能源战略	18
5.控股射孔公司，扩大一体化施工能力	18
6.建立员工持股计划，确保未来三年发展	19
三、估值评级	20
四、盈利预测	22
风险提示	23

图表目录

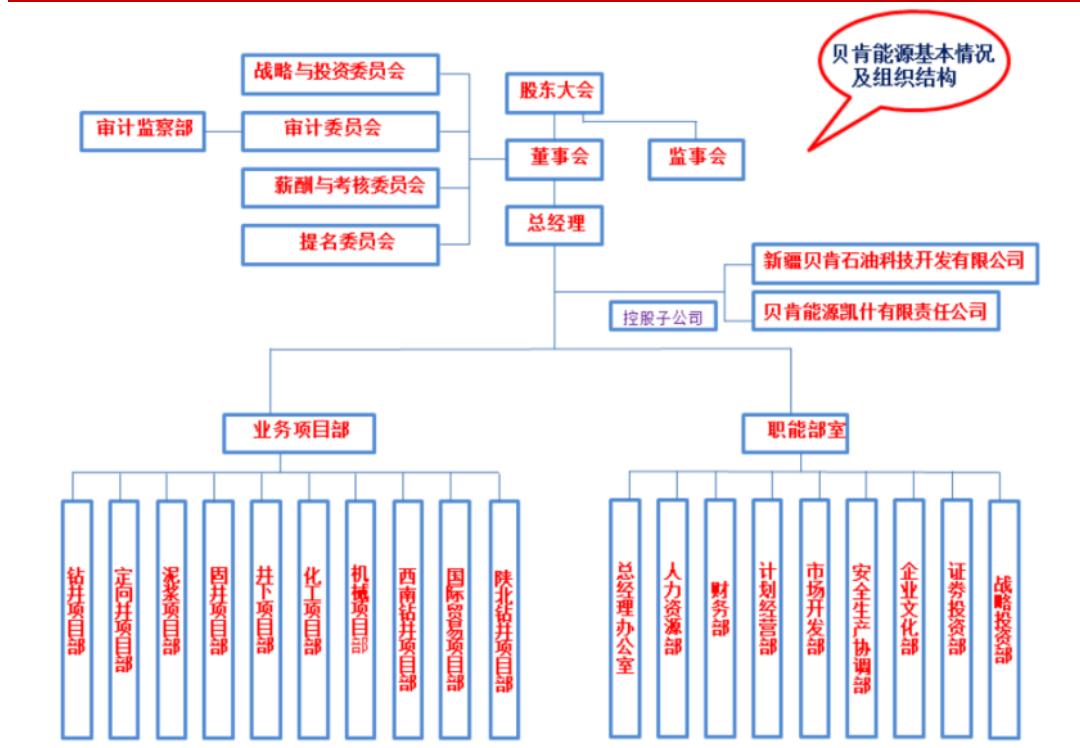
图 1:	贝肯能源组织结构图	5
图 2:	勘探开发基本流程	6
图 3:	钻机	6
图 4:	定向井仪器	8
图 5:	井下设备	8
图 6:	定向井仪器	8
图 7:	井下设备	8
图 8:	分业务营业收入占比	9
图 9:	钻井及定向井业务营业收入变化	9
图 10:	钻井及定向井业务毛利率变化	9
图 11:	公司三费大幅下降	10
图 12:	三费占营业收入的比重	10
图 13:	营业成本项目各自占比	10
图 14:	2016 年营业成本项目同比变化	11
图 15:	国际油价缓慢上涨与美国开工钻机数量复苏	12
图 16:	三桶油上游投资出现拐点	12
图 17:	石油公司一季度上游勘探开发业务营收增长率	13
图 18:	上游投资与完钻井数量的符合度高	13
图 19:	新疆石油地质资源量全国占比	14
图 20:	新疆天然气地质资源量全国占比	14
图 21:	新疆油田石油探明率	14
图 22:	新疆油田天然气探明率	14
图 23:	油气开发各业务投资占比	15
图 24:	海外钻井相关服务市场规模	15
图 25:	中石油、中石化下属的钻探公司	16
图 26:	国内油田分布	17
图 27:	乌克兰在一带一路中的战略位置	18
图 28:	射孔业务示意图	19
表格 1:	公司钻机数量	7
表格 2:	油气改革八大方面	17
表格 3:	贝肯能源营业收入预测拆分（万元人民币）	20
表格 4:	贝肯能源毛利率预测（%）	20
表格 5:	钻井业务可比公司	21

一、公司概括

1. 公司简介：油服民企

2009年11月，40名自然人签订了《发起人协议书》，以现金5600万元出资发起设立新疆贝肯能源工程股份有限公司（以下简称“公司”）。2016年12月公司在深圳中小板上市，所在地为新疆维吾尔自治区克拉玛依市白碱滩区。公司现有总股本1.17亿股，流通股本0.29亿股，第一大股东为公司董事长陈平贵即为公司的实际控制人，持股比例达16.51%。第二大股东为公司董事吴云义，持股比例达4.18%。

图 1：贝肯能源组织结构图



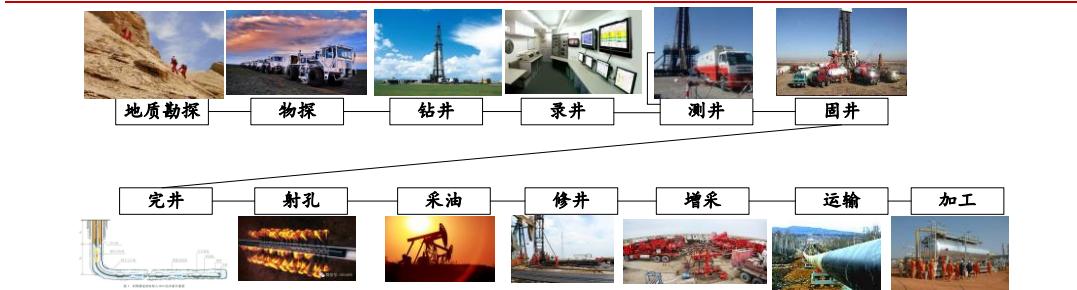
资料来源：公司网站，川财证券研究所

2. 服务产品：钻井一体化服务

公司为国内首家以钻机服务业务为主的上市公司，也是国内为数不多的以油田服务业务为主的上市公司。公司主要从事钻井及钻井一体化服务，业务集中在新疆、四川、湖北、及伊朗、乌克兰等“一带一路”战略上的国家。公司从事的服务具体包括钻井、定向井、固井、钻井液、欠平衡钻井等，是国内规模较

大的、能够提供一体化钻井工程技术服务的独立油田服务供应商。公司钻井服务处于油田开发最上游，并已形成钻井一体化服务能力。

图 2：勘探开发基本流程



资料来源：川财证券研究所，公司相关网站

2.1 钻井业务

图 3：钻机



资料来源：公司网站，川财证券研究所

公司现有钻机 32 部，作业地点集中在新疆和内蒙古等地。募投项目拟采购 11 部钻机，其中乌克兰项目已锁定 2 台“70”和 2 台“50”钻机工作量。为确保国外项目不影响国内钻井工作，公司已购买 3 台“70”钻机共计 1.45 亿元。

表格1：公司钻机数量

	钻机型号	2017 年 8 月
存量	ZJ20 (20 钻机)	11
	ZJ30 (30 钻机)	5
	ZJ40 (40 钻机)	5
	ZJ50 (50 钻机)	5
	ZJ70 (70 钻机)	4
	修井机	2
	合计	32
募投拟购置 钻机数量	ZJ30CZ	4
	ZJ40LDB	2
	ZJ50LDB	3
	ZJ50D	2
	合计	11

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.2 定向井技术服务

定向井技术服务作为钻井工作的重要附属业务，具有较高的科技含量，技术及设备发展空间较大，并且固定资产和人力投入相对较少毛利率较高。该项服务的特点使得其可以作为钻井业务的先锋，与其他公司的钻井队合作，进入市场并了解当地的地质状况，为后续钻井业务异地拓展提供基础。公司于 2013 年初成立伊朗子公司，现在伊朗已经成为公司定向井技术服务的主要作业地点。

图 4：定向井仪器



资料来源：公司网站，川财证券研究所

图 5：井下设备



资料来源：公司网站，川财证券研究所

2.3 钻井一体化附属业务

油田化学品、固井、钻头等业务配合钻井施工，形成钻井一体化服务能力，有利于获得大包井订单并降低综合服务成本。

图 6：定向井仪器



资料来源：公司网站，川财证券研究所

图 7：井下设备



资料来源：公司网站，川财证券研究所

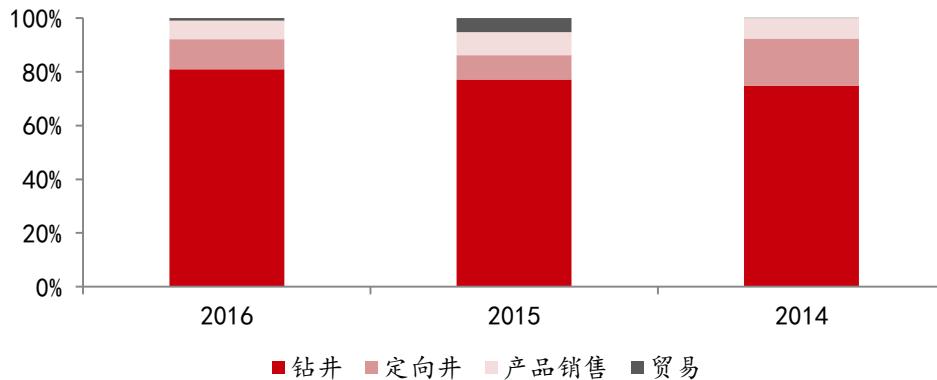
3. 财务状况：三费下降、营收及净利润大幅增长

公司发布 2017 年半年度报告。实现营业总收入 2 亿元，较上年同期增长 29%；归属于上市公司股东的净利润 1800 万元，较上年同期增长 37.6%。

公司营业成本主要包括直接人工、直接材料、柴油、机械使用费、折旧和其他

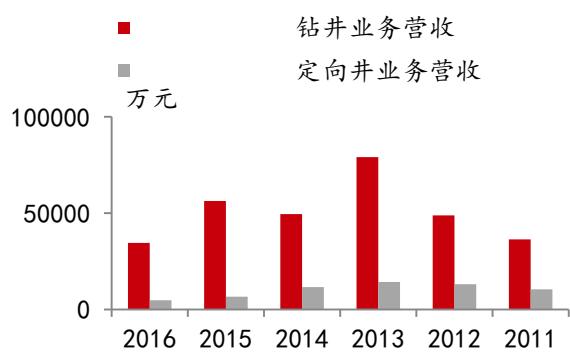
直接费用。公司通过优化现有钻机的调配，根据市场情况合理降低直接材料、柴油、机械使用费和人员费用，降低了公司的成本，从而大幅度的提高了毛利率。预计未来三年公司营业成本将随营业收入增长而有小幅增加。

图 8：分业务营业收入占比



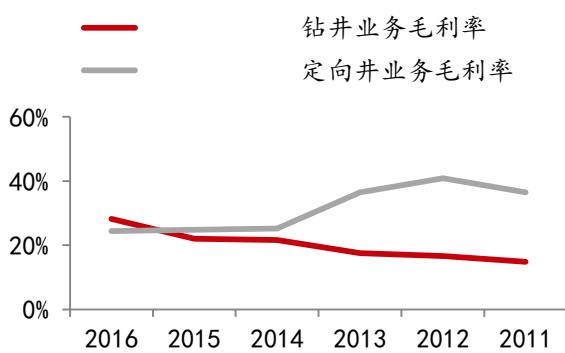
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 9：钻井及定向井业务营业收入变化



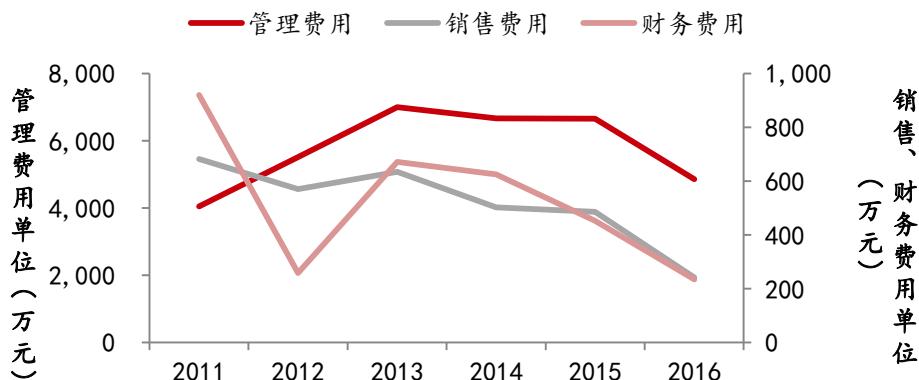
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 10：钻井及定向井业务毛利率变化



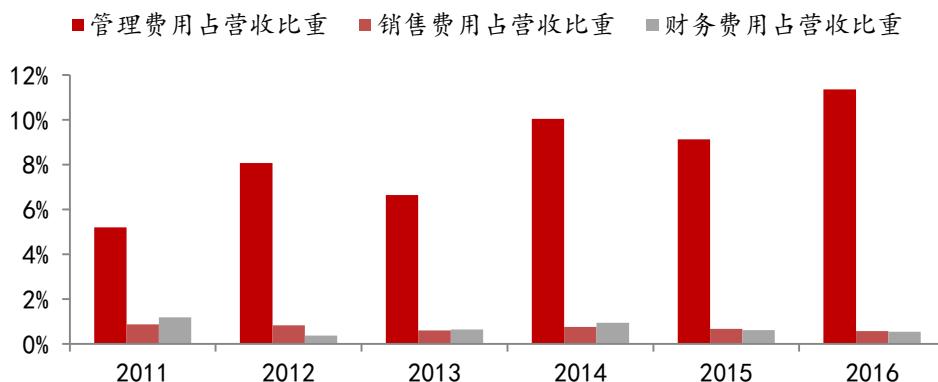
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 11：公司三费大幅下降



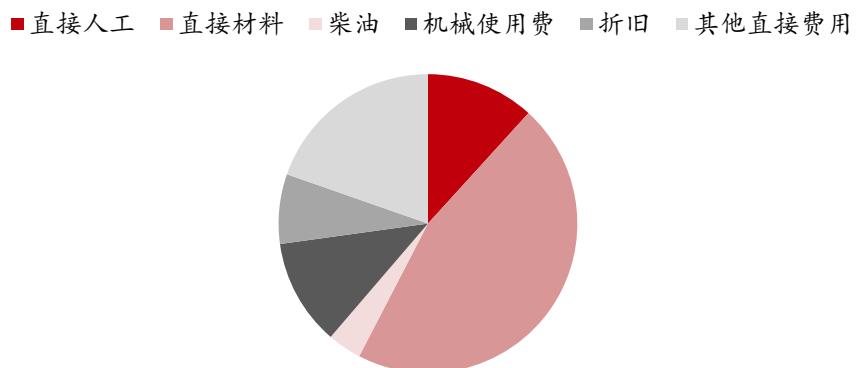
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 12：三费占营业收入的比重



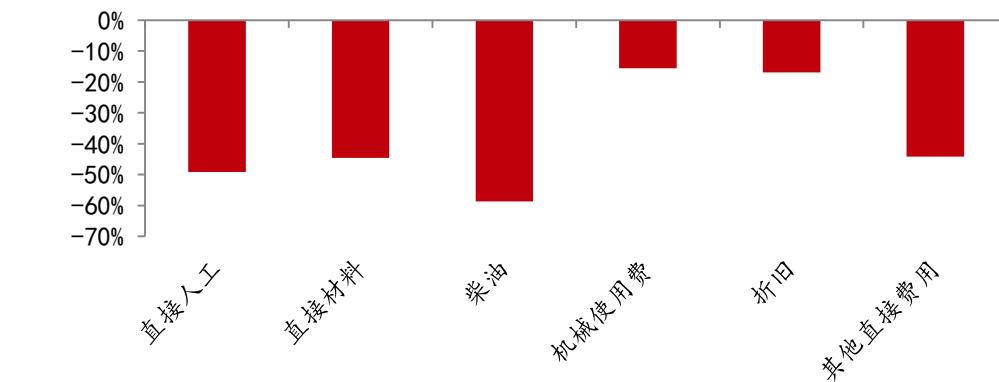
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 13：营业成本项目各自占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 14：2016 年营业成本项目同比变化



资料来源：公司公告，川财证券研究所

二、投资看点

1. 油气开采投资复苏，公司获益首当其冲

1.1 如上游投资恢复，钻井获益将首当其冲

国际油价的涨跌将影响开工钻机数量的涨跌。钻井为油田开发的第一步，完成钻井后才需要完井、压裂、集输等后续工作，以及地面 EPC 工程。当油价支持开发新井，开工钻井数量就会相应上升。所以当上游投资增加后，钻井业务受益最早，钻机开工率将增加。

结合贝克休斯的钻井数据及国际油价的关系，开工钻井数量相对油价上涨会有半年左右的滞后期。自 2016 年来，国际油价曾现缓慢上升的趋势，美国页岩气钻机开工数量复苏明显，连续多月呈现上升趋势。普遍的油田服务合同在 1 年左右，已开工钻机需要 3-6 个月完成钻井施工。

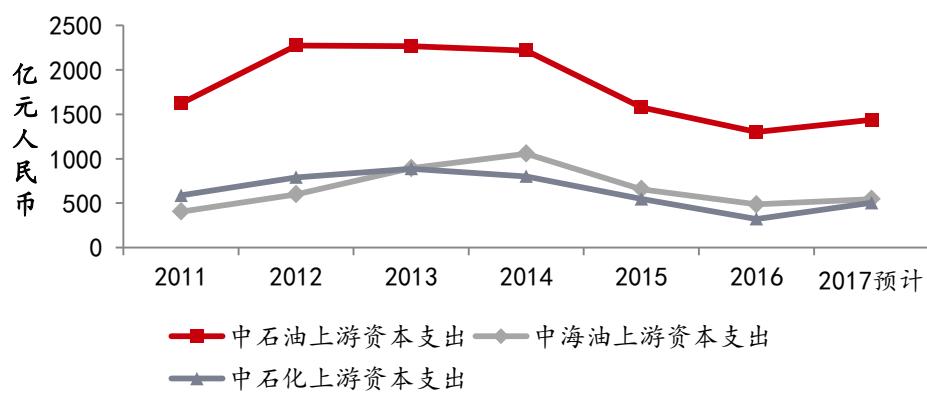
图 15：国际油价缓慢上涨与美国开工钻机数量复苏



资料来源：WIND，川财证券研究所

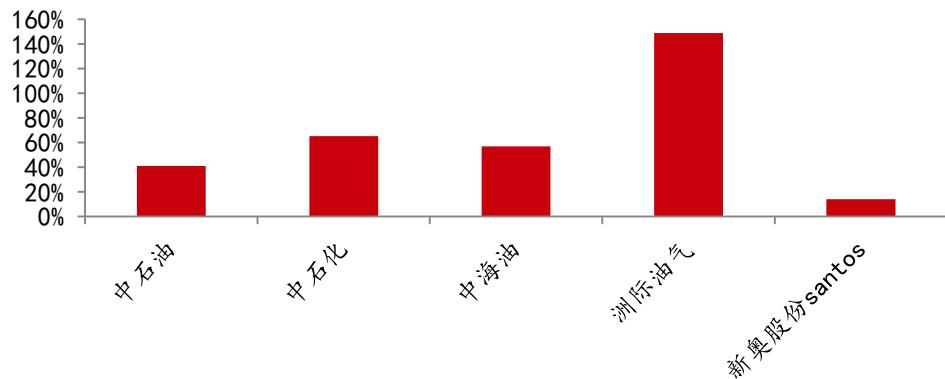
国内三桶油 2017 年上游资本支出增加。三桶油 2016 年的年报中均预计 2017 年上游投资增加，将结束前两年投资连续下滑的趋势。参考中石油和中石化陆地钻机近年来每年的完钻井数量，由图可直观看出其与该公司上游投资的变化趋势一致，再由预告的 2017 年上游投资额可以大致推出，2017 年中石油将新增钻井数量 1000 口，中石化新增钻井数量 1000 口。

图 16：三桶油上游投资出现拐点



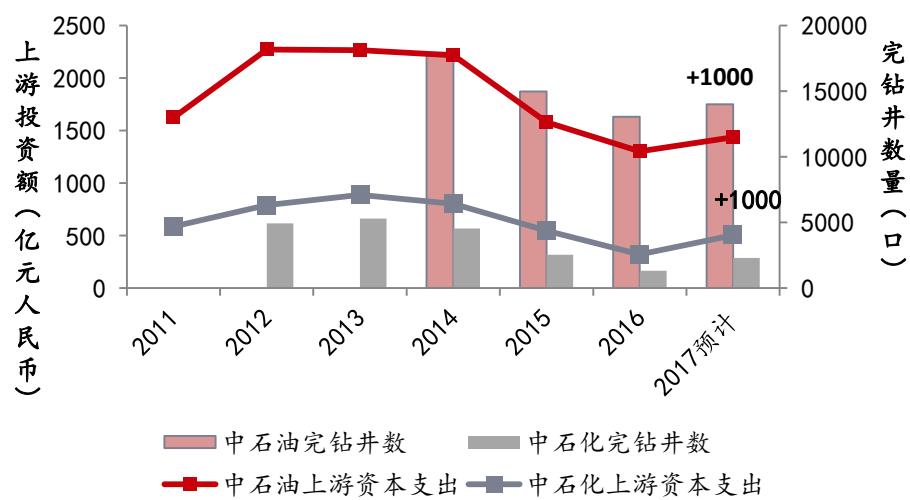
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 17：石油公司一季度上游勘探开发业务营收增长率



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 18：上游投资与完钻井数量的符合度高



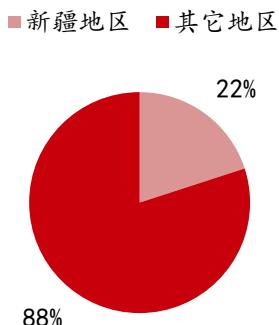
资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.2 中石油上半年业绩回暖，且新增产能重点在新疆

根据中石油 2017 年半年度报告，公司上游勘探开发业务扭亏，并实现净利润 70 亿元人民币，上游勘探开发投资增长 14.5% 略超出 10% 的预期。随着中石油的业绩回暖，下半年在新疆的新增产能建设投资也将有一定比例的增长。

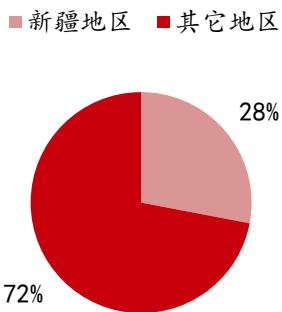
根据国内勘探开发情况，以及中石油的第二届董事会第十四次会议等多次会议，新疆和鄂尔多斯盆地是中石油 2 块新增产能建设区域。新疆地区油气资源约占全国的 1/4。2012 年全国油气资源评价成果，新疆地区石油地质资源量 228 亿吨，占全国的 22%，天然气地质资源量 17.5 万亿立方米，占全国的 28%。

图 19：新疆石油地质资源量全国占比



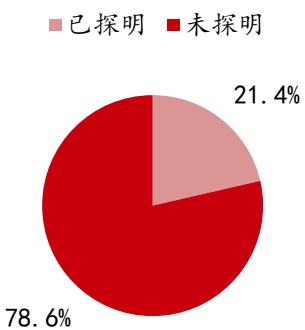
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 20：新疆天然气地质资源量全国占比



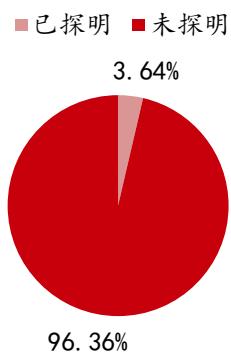
资料来源：照顾说明书，川财证券研究所

图 21：新疆油田石油探明率



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 22：新疆油田天然气探明率



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

公司主营业务钻井及定向井业务主要服务地区在新疆油田。新疆油田 2000 年后才成为中国西部第一个千万吨大油田，处于勘探开发的青壮年期。目前，石油探明率仅为 21.4%，天然气探明率不到 3.64%，发展潜力十分巨大。未来将在国内原油和天然气的巨大需求下，增加勘探开采相关业务的工作量。

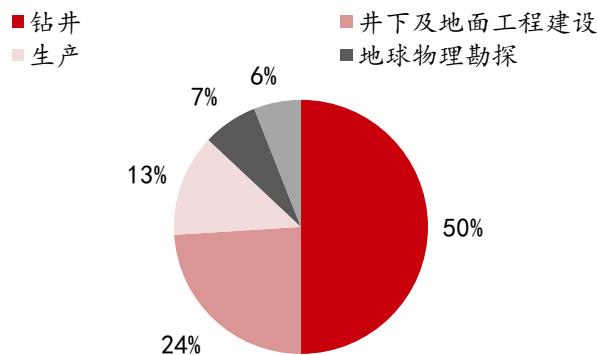
已知新疆地区平均原油开采成本接近 50 美元/桶，除去稠油等开发成本高的区块，新疆地区已有部分新开工井的需要，当油价上升后，上游投资增加，确定井位后，钻井公司将组织施工，后续固井、完井、射孔、压裂、地面管线及 EPC 也将陆续开展。

1.3 钻井业务占油田开发的比重最大

钻井业务是油田工程技术服务行业的重要内容，其投资占油气田开发投资的比

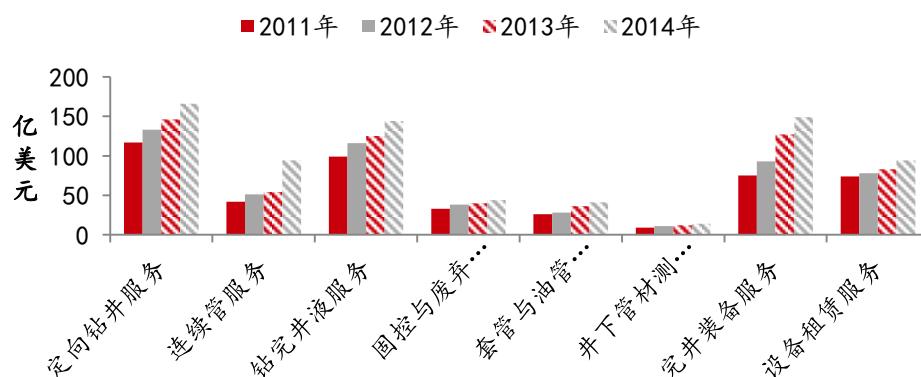
重最高达 50%左右。

图 23：油气开发各业务投资占比



资料来源：川财证券研究所

图 24：海外钻井相关服务市场规模



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 钻井业务壁垒明显，国内行业集中度较高

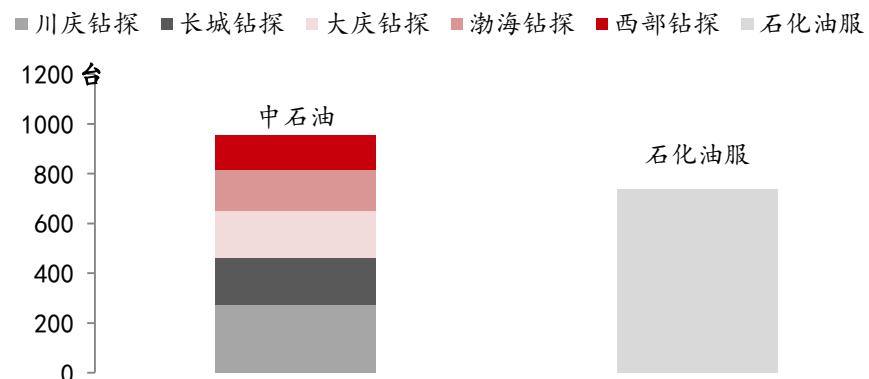
国内陆地钻井业务是以中石油、中石化的钻探公司为主，约占国内市场的 80%，民营钻井公司数量众多但规模普遍较小。中石油因为历史原因现拥有五大钻探公司，分别为：川庆钻探、长城钻探、大庆钻探、渤海钻探和西部钻探。中石化已经将自己的钻井公司全部整合到了石化油服，使其成为国内最大的陆地钻机服务商，其拥有的钻机数量略少于中石油 5 大钻探公司的总和。

公司在西部地区的主要竞争对手为西部钻探，为中石油集团直属的钻探公司，

共有钻机 130 余部。国内作业区域主要分布在新疆、甘肃、青海、内蒙、四川等五省区，以新疆、吐哈、青海、玉门、塔里木等西部油田为重点。国外主要分布在哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、沙特、埃及等四个国家。西部钻探钻机分布在以上多地，在新疆和鄂尔多斯等地的钻机数量远远无法满足实际钻井需要，因而多家企业参与新疆地区服务作业。公司的其他竞争对手主要为民营公司，相比本公司的规模普遍较小。

公司自 2009 年成立以来第一大客户始终为中国石油，与中石油新疆油田有长时间的钻井及其附属业务的交流和服务经验。

图 25：中石油、中石化下属的钻探公司



资料来源：公司网站，川财证券研究所

目前国内陆地钻井行业的主要服务对象集中在中石油、中石化以及少数煤层气公司，客户较为单一，且施行资格准入制度，业内油田服务企业需要一定的历史服务经历并取得准入资格。钻井行业的另一个壁垒为高额的前期投入，一个钻井队总的固定资产投入可能会达到 1 亿人民币左右，拥有稳定的工作量才能生存下去。

中石化西南油气分公司拥有常规及非常规油气勘查和开发区块 39 个，伴随着西南油气田天然气开发力度的加大，公司也将受益于天然气开发过程中所带来的大量工程技术服务需求。

3. 放开上游勘查开采体制，扩大公司市场空间

3.1 油气改革方案

2017 年 5 月，中共中央、国务院印发了《关于深化石油天然气体制改革的若

干意见》。其中的第一条即为“完善并有序放开油气勘查开采体制”。意见称，实行勘查区块竞争出让制度和更加严格的区块退出机制，允许符合准入要求并获得资质的市场主体参与常规油气勘查开采，逐步形成以大型国有油气公司为主导、多种经济成分共同参与的勘查开采体系。

表格2：油气改革八大方面

内容
一是完善并有序放开油气勘查开采体制，提升资源接续保障能力。
二是完善油气进出口管理体制，提升国内外资源利用和风险防范能力。
三是改革油气管网运营机制，提升集约输送和公平服务能力。
四是深化下游竞争性环节改革，提升优质油气产品生产供应能力。
五是改革油气产品定价机制，有效释放竞争性环节市场活力。
六是深化国有油气企业改革，充分释放骨干油气企业活力。
七是完善油气储备体系，提升油气战略安全保障供应能力。
八是建立健全油气安全环保体系，提升全产业链安全清洁运营能力。

资料来源：新华社，川财证券研究所

3.2 放开上游勘查开采或在新疆试点

前两次的常规油气区块招标试点都是在新疆。2015年新疆启动第一轮油气区块公开招标试点，首次公开出让4个油气勘查区块。2017年初新疆维吾尔自治区国土资源工作会议上，新疆启动第二轮近30个油气勘察区块全社会招标。近30个油气勘查区块总面积近30万平方公里，是中石化、中石油、中海油3家油企在经过多轮会商之后，同意退出的。

图 26：国内油田分布



资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.3 放开上游勘查开采扩大民企市场空间

实行勘查区块竞争出让和区块退出机制，允许符合要求并有资质的公司参与常规油气勘查开采，将增加多种经济成本进入勘查开采市场，增加上游投资主体数量，增加上游投资总额。增加上游投资主体数量即增加油公司数量，将改变单一的三桶油垄断上游勘查开采的投资结构，减少对三桶油的依赖。

4. 中标乌克兰钻井项目，聚焦一带一路能源战略

乌克兰为中国一带一路战略上的重要国家，距离新疆相对较近。根据乌克兰天然气钻采公司官网消息，公司2016年即参与投标，现中标信息已在官网上可查。预计公司乌克兰项目在年内即可开工，将对公司2017年业绩产生较大影响。假设公司项目完成率达到55%，预计2017年乌克兰项目增加营收4000万人民币，2018和2019年分别增加营收8000万元和9500万元人民币。

图 27：乌克兰在一带一路中的战略位置



资料来源：一带一路·观察者网，川财证券研究所

2017年7月7日，公司公告购买三台“70”深井钻机，最终购买价格1.45亿元，确保国内钻井业务不受设备外运影响。

5. 控股射孔公司，扩大一体化施工能力

2017年7月10日，公司公告出资2040万元与营口市双龙射孔器材有限公司共同成立贝肯双龙射孔器材有限公司，注册资本4000万人民币。营口双龙以技术、专利和货币出资，占49%股份，公司货币出资2040万元，控股51%股权。

射孔业务是油田服务中的一个必要环节，固定资产较少，毛利率相对较高。且射孔业务属于危险爆炸物特种行业，需要爆炸物品使用、储存、销售、运输等许可证，民营企业的行业壁垒相对较大。

公司增加了射孔业务，完善了公司的钻井一体化施工能力，降低了一体化施工成本，也将培育未来油田技术服务新的增长点。

图 28：射孔业务示意图



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

6. 建立员工持股计划，确保未来三年发展

公司 6 月份发布第一期股权激励计划，拟首次授予 28 人共 330 万股，包括公司高管、核心管理和技术人员。首次授予股份占公司总股本的 2.28%，授予股票价格为 13.97 元/股。限制激励对象可以在未来 36 个月内按 40%、20%、40% 的比例分三期解除限售。解锁条件分别为 2016 年归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润的 115%、125%、130%。公司 2016 年归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润为 5360 万元，即 2017、2018 和 2019 年的归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润分别需要达到 6164 万元、6700 万元和 6968 万元。

股票激励计划授予的股票价格较低，仅为计划草案摘要公告日前 20 个交易日公司股票均价的 50%，对净利润增长率的要求也不高，被授予股票的员工获益的可能性较大。股票激励计划范围为公司核心的管理及技术人才，且解锁条件相对容易达到，锁定了公司的行业人才，减少了人才流动风险，也一定程度上保障了公司的业绩增长。

三、估值评级

尽管 16 年公司业绩出现较大倒退，但在国际原油价格上涨、2017 年上半年三桶油营收及净利润同比大幅增长 30%-40%、上游勘探开发投资增长 15%以上的背景下，预计公司国内业务的营收增长将超过 15%，公司半年报预计前 3 个季度营收增长 30%-50%；由于国际大型油田服务商多是北美及欧洲企业，安保及运营成本在中亚、中东、非洲等风险高的国家相对较高，随着行业复苏、海外常规油气勘探开发投资上升，国内企业有更多的政治和成本上的优势，公司获得乌克兰的 4 亿人民币订单已经说明这一点。

供给方面，三桶油下属的油田服务公司已经连续近 10 年未增加钻机数量，且有部分钻机外运海外作业，给予了民营企业发展空间；前 2 年在行业不景气的情况下，众多小规模民营公司倒闭，若行业复苏，公司将有更大的概率获得业务增量，公司上半年营收增长 30% 超过中石油上游投资 15% 的增长率。

我们预计 2017-2019 年营业收入分别为 5.44、6.98、8.82 亿元，净利润有望达到 0.81、0.97、1.13 亿元，实现 EPS 分别为 0.69、0.83、0.96 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

表格 3. 贝肯能源营业收入预测拆分（万元人民币）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入小计	42803	54398.72	69769.5	88194.22
钻井				
国内	34521	39699.15	47787.4203	62290.2474
乌克兰	-	4142.52	8329.9197	9539.9426
定向井	4783	6457.05	8394.17	9653.29
产品销售	2956	3600	4608	5898.24
贸易流通	426	500	650	812.5

资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

表格 4. 贝肯能源毛利率预测 (%)

	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率均值	27.63	25	24	24
钻井	28.20	25	24	23
定向井	24.39	24.60	26.00	28.50
产品销售	23.08	23.43	24.10	24.20
贸易流通	38.90	25.00	22.00	20.00

资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

表格 5. 钻井业务可比公司

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	16年EPS (元/股)	17年EPS 一致预期中值 (元/股)	PE(TTM) (倍)
300164.SZ	通源石油	6.06	27.2253	0.084	0.1964	102.4707
601808.SH	中海油服	11.33	540.6214	-0.7173	0.1462	-14.4966
600871.SH	石化油服	3.2	452.5652	-0.9822	-	-3.2459
002828.SZ	贝肯能源	27.73	33.2122	0.5641	-	54.0231
300157.SZ	恒泰艾普	11.85	84.4635	0.199	0.3691	-349.8172
603619.SH	中曼石油	-	-	-	1.205	-

资料来源: Wind 资讯, 川财证券研究所

四、盈利预测

资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	835	971	1109	1255
现金	499	611	738	861
应收账款	257	274	280	299
其他应收款	2	5	5	7
预付账款	6	7	8	9
存货	28	45	55	70
其他流动资产	43	29	22	9
非流动资产	314	334	353	372
长期投资	0	0	0	0
固定资产	277	303	325	346
无形资产	14	15	15	15
其他非流动资产	23	16	13	11
资产总计	1148	1305	1462	1627
流动负债	307	398	457	510
短期借款	84	105	103	100
应付账款	128	171	223	280
其他流动负债	95	122	132	129
非流动负债	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	308	399	458	510
少数股东权益	1	2	2	3
股本	117	117	117	117
资本公积	330	330	330	330
留存收益	354	458	554	667
归属母公司股东权益	839	905	1002	1114
负债和股东权益	1148	1305	1462	1627

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	80	124	144	137
净利润	63	81	97	113
折旧摊销	49	16	18	20
财务费用	2	-18	-22	-27
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-36	59	47	28
其他经营现金流	2	-13	4	3
投资活动现金流	-37	-36	-37	-39
资本支出	38	35	36	38
长期投资	1	-0	0	-0
其他投资现金流	2	-1	-1	-1
筹资活动现金流	253	24	20	24
短期借款	-51	21	-2	-3
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	29	0	0	0
资本公积增加	292	0	0	0
其他筹资现金流	-17	3	22	27
现金净增加额	297	112	127	123

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	428	544	698	882
营业成本	310	409	529	674
营业税金及附加	3	5	6	7
营业费用	2	3	5	7
管理费用	49	57	72	93
财务费用	2	-18	-22	-27
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	66	88	108	127
营业外收入	12	9	9	10
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	76	96	116	135
所得税	14	15	18	22
净利润	63	81	97	113
少数股东损益	0	0	1	1
归属于母公司净利润	63	80	97	113
EBITDA	118	86	104	120
EPS (元)	0.53	0.69	0.83	0.96

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	-41.4%	27.1%	28.3%	26.4%
营业利润	-7.1%	32.8%	22.2%	17.9%
归属于母公司净利润	-4.0%	28.4%	20.4%	16.6%
盈利能力				
毛利率 (%)	27.6%	24.9%	24.2%	23.5%
净利率 (%)	14.6%	14.6%	14.8%	13.9%
ROE(%)	7.5%	8.9%	9.7%	10.1%
ROIC(%)	13.5%	15.2%	20.2%	24.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	26.8%	30.5%	31.3%	31.3%
净负债比率 (%)	27.29%	26.25%	22.47%	19.67%
流动比率	2.72	2.44	2.42	2.46
速动比率	2.62	2.32	2.30	2.32
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.44	0.50	0.57
应收账款周转率	1	2	2	3
应付账款周转率	1.79	2.73	2.69	2.68
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.69	0.83	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	1.06	1.23	1.17
每股净资产(最新摊薄)	7.16	7.72	8.55	9.51
估值比率				
P/E	50.37	39.23	32.58	27.93
P/B	3.76	3.49	3.15	2.83
EV/EBITDA	24	33	27	23

风险提示

OPEC限产协议执行率过低

限产协议执行率过低将导致OPEC原油产量超出限产协议要求，降低对国际原油库存的影响，并削弱OPEC对国际油价的影响，降低市场对国际油价复苏的信心。

乌克兰地区形势发生重大转变

公司钻井服务地点在乌克兰中东部地区，若俄罗斯与乌克兰发生军事冲突且进一步升级，或将影响公司钻井合同完成情况及公司财产安全。

美国页岩油气增产远超预期

美国页岩油是最近几年国际原油市场上的最大增量，对最近几年的国际油价的变化起到了至关重要的影响。如果页岩油气增产远超预期将大幅提高美国原油库存，并极大的削弱OPEC对国际原油市场的影响力。

国际成品油需求大幅下滑

国际原油的最大需求来自于成品油，如果需求大幅下滑，将导致成品油过剩，减少对国际原油的需求。国际油价大幅下挫。

油气改革方案未得到实质落实

国内的油气改革将对未来若干年的油气行业产生重大影响，其以简政放权、打破垄断为主要出发点。若改革未得到实质落实，民间资本将难以进入到行业中，影响行业发展前景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明