

石油化工

署名人: 芮定坤

S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

参与人: 宋哲建

S0960207090131

010-63222985

songzhejian@cjis.cn

询价区间: 24-27元

当前股价:

评级调整:

基本资料

上证综合指数	2818.16
总股本(百万)	100
流通股本(百万)	0
流通市值(亿)	
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.09
资产负债率	40.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
-----	----	----	----

上证综合指数

相关报告

惠博普

002554

推荐

专注油气处理, 油田环保设备方向增速较快

投资要点:

- 公司为**高新技术企业**, 专注于油气水高效分离技术的研发, 以分离技术为核心, 是国内少数能够提供 RIDMIS (即 Research 研发、Integration 集成、Design 设计、Manufacture 制造、Installation 安装、Service 运维服务) 一体化综合服务的油气田装备及技术服务商之一。
- 惠博普主要有 4 块业务: **油气处理系统(a)**、**油田环保系统(b)**、**油气开采系统(c)**、**油田工程技术服务(d)**, 主要客户为国内三大石油公司及其下属公司、国际石油公司和油田服务公司, 4 个业务中油气处理系统主要和增量油气田有关, 和存量关系小一些, 所以国内需求增速不会太大, 主要看国内石油石化公司走出海外工作量的大小。环保设备方面增速会很快, 有可能超预期, 是成长性较好的业务板块。
- **油气处理系统(a):** 国内分离器更新每年需要投资 10 亿元左右。公司在新型高效分离器产品 (占分离器 50%左右) 收入占国内**总体市场份额超过 16%**。在国际市场上, 公司还为海外 15 个国家和地区的油田提供油气处理设备。
- **油田环保系统(b): 自动热化学机械分离含油污泥处理装备**拥有技术与专利优势, 未来出现同类产品可能性不大, 储油罐自动机械清洗装备近 2 年可能由于国家限制人工清洗而有大幅增长, 未来 5 年国内**市场容量将达到每年 20 亿元**, 油田污泥处理业务长期看也有较大市场需求。
- **油气开采系统(c):** 三次采油注入站的核心设备 (低剪切锥阀式流量调节器), 在国内**市场份额 90%左右**。移动式高温高压测试装备, 产品技术特性已达到国际先进水平。以国内存量的高温高压测试装备数量计算, 公司产品份额约为 30%。
- **油田工程技术服务(d):** 主要集中在油田自动化工程服务方面。
- 预测 2010-2012 年 公司摊薄计算的 EPS 为 0.65、0.69 和 1.1 元, 建议公司的合理价值区间为 24-27 元。

风险提示: 客户流失风险、油价下跌影响上游资本开支。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	236	291	407	593
同比(%)	32%	23%	40%	46%
归属母公司净利润(百万元)	53	65	94	153
同比(%)	25%	23%	43%	63%
毛利率(%)	45.7%	44.9%	45.1%	46.4%
ROE(%)	25.4%	23.7%	23.2%	27.4%
每股收益(元)	0.53	0.65	0.69	1.13

资料来源: 中投证券研究所

一、公司简介

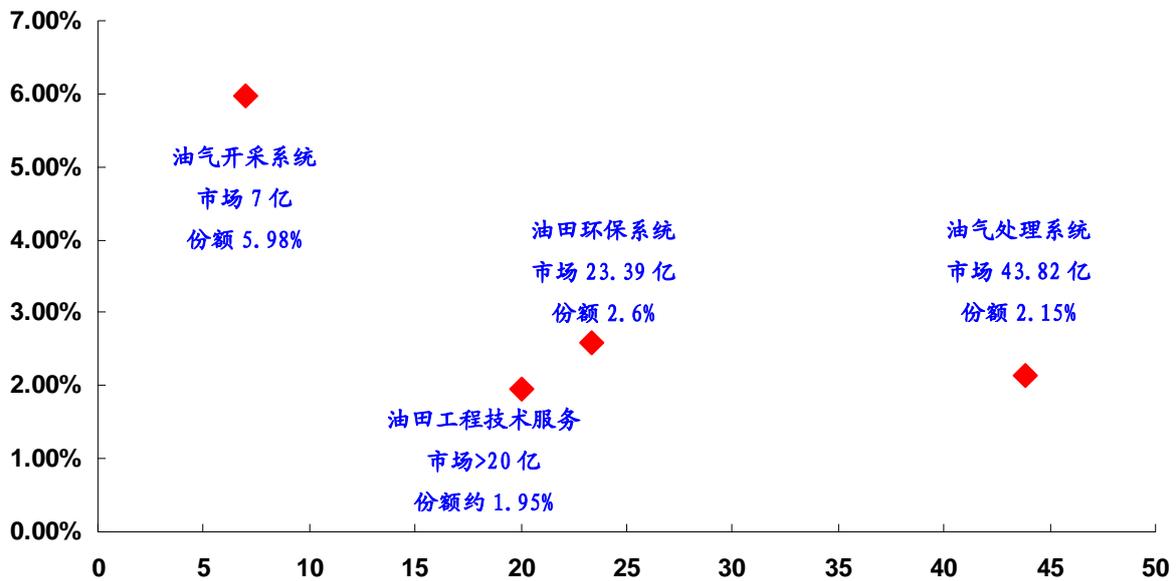
公司主要从事油气田开发地面系统的工艺技术研发、系统设计、装备提供及工程技术服务，业务分为油气处理系统、油气开采系统、油田环保系统和油田工程技术服务等 4 个领域，主要客户为国内三大石油公司及其下属公司、国际石油公司和油田服务公司。

4 个业务中我们认为油气处理系统和环保系统占比比较大，成长性方面，油气处理系统主要和增量油气田有关，和存量关系小一些（有一部分替换），所以增速不会太大，但由于公司在技术和客户关系上的优势，预计会一直增长。环保设备方面增速会很快，有可能超预期，是成长性较好的业务板块。

我们总结了 4 大业务的国内市场大小和公司的份额，下图相对比较清晰：

图 1 惠博普 4 大业务的市场规模大小和市场份额

单位：亿元



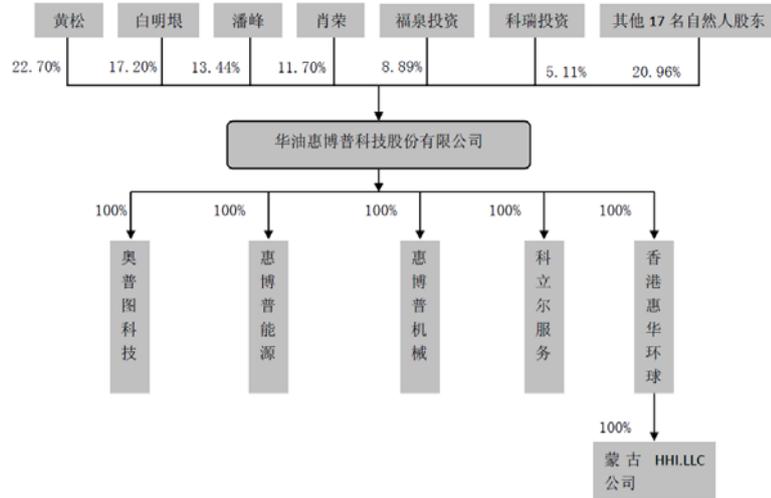
资料来源：招股说明书

注：油田处理系统没有考虑国外市场，油田工程技术服务的市场规模根据招股说明书预计，但实际上公司做的服务是其中相对较小的一部分

公司是轻资产公司，很多设备配件制造是外包的，核心竞争力在于工艺组装，因此如果有超募资金，产能建设会很快，有可能带来超预期的机会，可以关注。

惠博普是北京华油惠博普科技有限公司于 2009 年整体变更设立的股份公司，原有限公司的股东即为公司的发起人，其中黄松、白明垠、潘峰、肖荣四人共同作为公司的控股股东和实际控制人，发行前共持有公司 65.04%的股权。

图 2 惠博普发行前的股权关系图



资料来源：招股说明书

公司发行前总股本为 10,000 万股，本次拟发行 3,500 万股，本次发行的股份占发行后总股本（13500 万股）的 25.93%，发行后四位实际控制人持有公司 48.17%的股权。

二、4 大业务分析

惠博普业务涉及 4 个领域，分别是**油气处理系统(a)**、**油田环保系统(b)**、**油气开采系统(c)**、**油田工程技术服务(d)**。

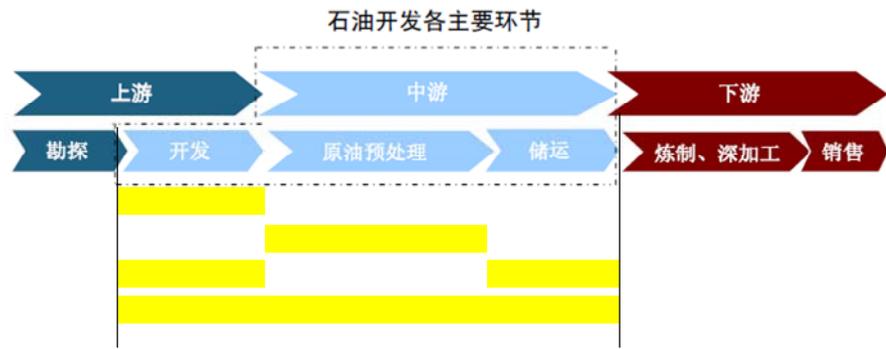
图 3 惠博普 4 块业务基本情况

错误！链接无效。

资料来源：招股说明书，中投证券研究所

公司的业务领域涵盖了油气开采、原油预处理、储运等环节，**高效分离技术是公司的技术基础**，辅以自动控制技术、射流技术、制造技术、集成技术、模块化技术以及流体分配技术等完善的技术配套，**核心设备为高效分离器和低剪切流调节器**，核心工作为**设计制造、安装维护**。

图 4 惠博普 4 块业务在石油开发环节中的位置



资料来源：招股说明书，中投证券研究所

根据美国 Spears&Associates 的调查统计，2008 年全球油田服务市场中公司占全球市场份额约为 0.11%，公司目前主要客户为国内三大石油公司及其下属公司、国际石油公司和油田服务公司。

目前，油气处理装备、油田环保装备营业收入呈现良好的增长，占营业收入的比重亦增加，油气开采装备、油田工程技术服务的营业收入金额保持稳定。

2.1、油气处理系统(a)

油气处理装备是公司的核心优势业务。公司在处理难度较大的含水率高、重质油油田积累了丰富的经验，形成了较强的竞争优势，具有油气处理领域较全面的产品线。

油气处理的核心设备—高效分离器的目标市场主要是油气处理难度较大的高端市场，产品在国内油田高含水、重质油、稠油区块广泛使用。在以高含水和重质油著称国内高效分离器最大的市场—胜利油田，公司设计制造的高效分离器占据了其更新改造市场的 90%以上，产品在胜利油田 46 个联合站普遍使用；在大港油田市场份额约 70%，青海油田份额约 60%，华北油田份额约 30%。在特高含水率（90%以上），稠油和重质油，采出液成分复杂，对产品技术要求较高的高端市场，公司的高效分离器占据了 50%以上的市场份额。在国际市场上，公司还为海外 15 个国家和地区的油田提供油气处理设备，按照公司在海外市场实现的收入估算，约占全球市场份额的 0.5%。

市场规模估算：要保持我国的原油产量不变，每年需要对油气水处理装备新增投资 22.55 亿元以弥补产量的自然递减，如果再加上每年新增天然气产能对投资的需求，我国每年对油气处理领域的投资额将更高。

国内油气处理系统更新改造投资需求：如果不考虑原油物性变化造成的设备淘汰，按照我国 2009 年原油产量 1.87 亿吨，设备 20 年的使用年限估算，更新改造市场每年需求约 11.27 亿元。另外，各类分离器是油气处理系统装备的核心设备，国内各油田现存联合站近 500 座，拥有各类分离设备 14,000 台。估计每年需要更新 1,000 台左右，则分离器更新需要投资 10 亿元左右。

2.2、油田环保系统(b)

含油污泥的经济有效处理一直是油田环保的难题。公司自动热化学机械分离含油污泥处理装备是同类技术在国内的首创，公司拥有其工艺方法的专利申请权，就其运行效果来讲，产品竞争实力较强。公司认为由于行业进入门槛较高和专利保护等因素，未来出现同类产品可能性不大。

公司自主开发的另一安全环保装备产品—储油罐自动机械清洗装备，改变了该领域依赖进口装备的局面。国际市场以日本大凤的 COWS 原油清洗系统知名度较高，此外，还有丹麦 ORECO、美国麦王也有生产，公司是国内目前少数能设计制造该类装备的企业之一。目前国内存量市场的储油罐自动清洗装备较少，除公司产品外，其余多为国外进口装备，公司市场份额约为 30%。因国家已经开始逐步推行储油罐机械清洗，严禁人工清洗的政策，因此，该产品未来市场前景较好。

市场规模:

按我国现有每年含油污泥产量测算，要实现含油污泥的无害化处理及污泥中的原油回收需要投资规模在 33.9 亿元以上，仅处理能力 5 万吨/年的固定式含油污泥处理站就需要建设 100 座以上，并需要大量的移动式含油污泥处理装备。如果分十年完成投资，则每年市场空间在 3.39 亿元以上。

国内拥有各类容积的储油罐约 11,500 个，每 5 年清洗一次，每年需清洗 2,300 个罐。按照每套装备每年清洗 12 个储油罐的工作量计算，约需要 200 套清洗装备，每套价值 1,000 万元，市场容量约为 20 亿元。

2.3、油气开采系统(c)

各类三次采油注入站的核心设备——低剪切锥阀式流量调节器，在大庆地区市场占有率 100%，在国内市场份额 90%左右。

公司设计制造的移动式高温高压测试装备，结合了公司分离领域的专有技术和专利技术及特有的精确计量软件技术，产品技术特性已达到国际先进水平。以国内存量的高温高压测试装备数量计算，公司产品份额约为 30%。公司该类装备产品已在国内的渤海、胜利、大港、吉林、吐哈、江苏等油田和中石油长城钻探测试公司，实现销售 35 台套；在海外的哈萨克斯坦、叙利亚、阿尔及利亚、伊朗、科威特、乍得等国家油田得到应用，实现销售 27 台套。

近期，公司又完成了集成度更高的车载式高温高压测试装备的产品开发，陆续获得了中石油某钻探公司应用于伊拉克阿哈代布油田、鲁迈拉油田、哈尔法亚油田、乍得中华项目共计 8 台（套）移动式高温高压测试装备的订单，其中车载式高温高压测试装置 4 套，成为公司成长较快的业务和产品。

市场规模: 国内三次采油装备的市场需求每年超过 7 亿元。

2.4、油田工程技术服务(d)

公司油田工程技术服务主要分为自动化工程技术服务、作业技术服务、咨询类的技术服务及油气田基地综合服务。目前提供的油田工程技术服务**主要集中在油田自动化工程服务方面**。石油行业自动化技术服务范围很广，几乎覆盖石油产业链的每个环节。

市场规模：每年国内油气田自动化工程及技术服务市场约有 20 亿元以上的市场容量。

三、竞争优势分析

技术优势

公司多年来形成了以分离技术为核心的油气处理领域的专业化优势，并将业务逐步拓展到油气开采、油田环保等领域。

公司为**高新技术企业**，专注于油气水高效分离技术的研发，以分离技术为核心，拥有 18 项实用新型专利、4 项发明专利申请权、13 项软件著作权、11 项专有技术构成的核心技术体系，是国内少数能够提供 RIDMIS（即 Research 研发、Integration 集成、Design 设计、Manufacture 制造、Installation 安装、Service 运维服务）一体化综合服务的油气田装备及技术服务商之一。

重点技术与设备：自主研发的高效节能多相分离技术、相变式加热技术、除砂技术、天然气净化技术、系统自动控制技术等，在油气水处理领域处于领先地位；自主研发的自动热化学机械分离含油污泥处理技术、原油清洗技术，已开始在国内油田环保领域规模化应用；自主研发的低剪切注聚技术及成套流量调节装置和设备，已成为三次采油注入系统核心设备。

服务模式的优势

公司是国内少数 RIDMIS（Research、Integration、Design、Manufacture、Installation、Service）油田装备及技术服务商之一。RIDMIS 这种一体化的服务模式是根据客户的个性化需求，改进整个工艺流程、并进行相应的工艺设备制造、系统集成，进而提供成套装备，进行相关的运维服务，能够为客户创造更多的价值，使公司占据产业链价值的大部分，获得比普通制造企业和系统集成商更高的盈利能力。其次，**一体化的服务模式，增强了公司的营销能力，更容易获得客户的订单。**

品牌和客户优势

在国内市场上，本公司已经全面成为三大石油公司及其下属企业的合格供应商，产品在国内绝大多数油田全面应用。

在国际市场上，公司较早参与国际竞争，已经成功为科威特、伊朗、伊拉克、阿尔及利亚、叙利亚、厄瓜多尔、苏丹等 15 个国家和地区超过 20 个油气田提供了成套油气处理装备、移动式高温高压测试装备等多种产品。

公司和 3 大石油公司的合作关系较好，也是公司的竞争优势之一。

图 5 公司较早参与国际竞争具有获得高速增长的潜力



资料来源：招股说明书，中投证券研究所

五、募投项目分析

募投资金项目：油气田开发装备产研基地建设项目。

表 2 公司募投项目目标产量

项目名称	总投资（万元）	资金投入计划	
		1-12 月	13-18 月
油气田开发装备产研基地建设项目	24,050（其中固定资产投资 16,279 万元，铺底流动资金 7,771 万元）	70%	30%

资料来源：招股说明书、中投证券研究所

项目建设地址位于大庆，计划于建成后第三年达产。

表 3 公司募投项目目标产量

序号	产品名称	目标产量	年产值（万元）
1	油气处理工艺装备		
1.1	高效油气处理装备	120（台）	19,487
1.2	天然气脱水净化装置	50（台）	7,692
2	油气田开采系统装备		
2.1	移动式高温高压测试装备	15（套）	15,385
2.2	流量调节器	400（台）	1,368
2.3	比例调节泵	150（台）	5,769
3	油田环保系统		
3.1	含油污泥处理装备	8（套）	6,838
3.2	储油罐自动机械清洗装备	5（套）	4,701
合计			61,240

资料来源：招股说明书、中投证券研究所

六、盈利预测和建议

表 4 公司 4 个领域业务收入增长率

业务	2008	2009	2010E	2011E	2012E
油气处理系统(a)	1%	48%	50%	40%	30%
油田环保系统(b)		68%	80%	50%	30%
油气开采系统(c)	-15%	13%	50%	40%	30%
油田工程技术服务(d)	-8%	-5%	30%	20%	10%

资料来源：中投证券研究所

预测 2010-2012 年 公司摊薄计算的 EPS 为 0.65、0.69 和 1.1 元，建议公司的合理价值区间为 24-27 元。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	277	372	429	589	营业收入	236	291	407	593
现金	77	114	70	70	营业成本	128	160	224	318
应收账款	150	185	259	377	营业税金及附加	2	3	4	6
其它应收款	2	10	12	16	营业费用	6	8	11	17
预付账款	16	26	33	48	管理费用	33	41	57	73
存货	29	36	50	71	财务费用	2	3	3	5
其他	3	3	5	7	资产减值损失	5	3	3	3
非流动资产	77	80	195	295	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	30	50	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	45	51	121	190	营业利润	59	73	105	171
无形资产	12	19	28	36	营业外收入	1	1	1	1
其他	20	11	16	19	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	354	453	624	884	利润总额	60	74	105	172
流动负债	145	177	220	328	所得税	7	8	12	19
短期借款	50	65	68	122	净利润	53	65	94	153
应付账款	72	81	117	164	少数股东损益	0	0	0	0
其他	23	31	35	41	归属母公司净利润	53	65	94	153
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	61	78	112	184
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.53	0.65	0.69	1.13
其他	0	0	0	0					
负债合计	145	177	220	328	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	100	100	135	135	成长能力				
资本公积	31	31	31	31	营业收入	32.2	23.2	40.1	45.6
留存收益	78	144	237	390	营业利润	27.6	24.0	43.2	63.5
归属母公司股东权益	209	276	404	556	归属于母公司净利润	25.0	23.1	43.0	63.2
负债和股东权益	354	453	624	884	获利能力				
					毛利率	45.7	44.9	45.1	46.4
					净利率	22.5	22.5	23.0	25.8
					ROE	25.4	23.7	23.2	27.4
					ROIC	30.1	29.6	25.7	28.0
					偿债能力				
					资产负债率	40.9	39.1	35.3	37.1
					净负债比率	34.51	36.69	30.92	37.35
					流动比率	1.91	2.10	1.95	1.80
					速动比率	1.72	1.90	1.72	1.58
					营运能力				
					总资产周转率	0.77	0.72	0.76	0.79
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	2.31	2.10	2.26	2.26
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.53	0.65	0.69	1.13
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.30	0.41	0.58
					每股净资产(最新摊薄)	2.09	2.76	4.04	5.56
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	-0	-0	-0	-0

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

芮定坤, 中投证券研究所石油化工、基础化工行业分析师, 化工组组长。清华大学化工系学士、清华大学 MBA。2008 年加入中投证券, 2010 年获得新财富最佳分析师石化行业第 4 名, 2009、2010 年证券市场周刊最佳分析师水晶球奖第 4 名。

宋哲建, 中投证券研究所石油化工行业助理分析师, 清华大学化工系学士、硕士, 2011 年加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投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。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434