

## 开展非油业务，增强盈利能力

■西油联合获得浦项地热能项目 EPC 合同，开展非油气业务。恒泰艾普子公司西油联合与韩国 Pohang Geothermal Power Inc. 签署浦项地热能项目工程总承包合同，合同包括韩国浦项增强型地热系统项目钻井和增产服务的工程总承包，服务内容为三口井的钻井和增产服务，以及地热井建设的其他服务，金额约为 1.98 亿元，服务期限为 2015 年 1 月至 2017 年 3 月。由于该项目需要西油联合垫资服务，PGP 公司同意按照工程款的付款进度，以公司 10%-45% 的股权作为支付保障和风险补偿。通过对行业的调研我们了解到地热项目盈利能力较好，如果进展顺利，预计 15-16 年能够给公司分别带来 2000 万元的利润，提高公司盈利能力。

■国内展开与元石、中再合作，国外增产服务项目进展顺利，15 年将是公司预期兑现之年。公司与元石资本成立海外能源并购基金将有效促进海外项目进展，目前元石已经取得 Range 公司的控股权，有效保障了恒泰艾普在 Range 的服务项目的顺利进展及服务费用回收。通过定增引进中再、元石后公司的股权结构更加多元化，有利于公司维持相对稳定的市值。2015 年公司安泰瑞项目、Range 项目大概有 1.5 亿元、3 亿元增产服务分成工作量，工作国外增产服务分成项目将逐步兑现。

■国际原油价格下跌将影响所有油服公司盈利能力，非油气业务提升盈利能力。全球经济疲软造成原油需求下降，北美页岩油气产量不断增加，OPEC 国家维持产量不变使得国际原油市场供大于求，在过去半年时间内原油价格从 110 美元以上下降到 50 美元左右，恒泰艾普增产服务分成业务的分成部分利润将明显减少。在如此低油价下，大部分北美页岩油气企业已经无法盈利，预计接下来将不断减少产能，国际油价有望在 15 年下半年逐渐企稳回升。在行业低景气度下，恒泰艾普开展的非油气业务能够有效提升公司盈利能力，如果此次合作顺利，NEXGEO Inc. 将会有大量的相同业务交付西油联合，盈利空间巨大。

■维持买入-A 投资评级，6 个月目标价 16 元。我们预计公司 14 年-16 年的 EPS 分别为 0.25 元、0.49 元、0.61 元，油服行业整体景气度下行，但是恒泰艾普是具备海外增产服务分成能力的独特标的，股价经过前期充分调整，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 16 元，相当于 15 年 32 倍的动态市盈率。

■风险提示：国际油价长期低迷，公司海外业务进展不达预期。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	446.2	583.3	794.6	1,464.1	1,969.0
净利润	104.6	131.4	152.0	294.5	366.2
每股收益(元)	0.17	0.22	0.25	0.49	0.61
每股净资产(元)	3.28	3.62	4.06	4.77	5.30
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	84.6	67.3	58.2	30.0	24.2
市净率(倍)	4.5	4.1	3.6	3.1	2.8
净利润率	23.4%	22.5%	19.1%	20.1%	18.6%
净资产收益率	6.2%	6.9%	6.0%	10.0%	11.2%
股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%
ROIC	30.4%	11.9%	6.9%	12.8%	12.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

**买入-A**

维持评级

6 个月目标价

**16.00 元**

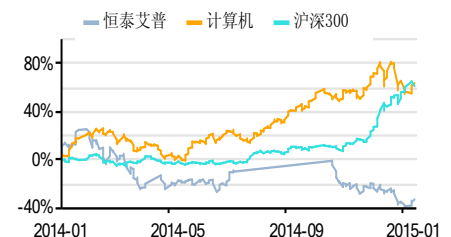
股价 (2015-01-09)

**11.03 元**

交易数据

总市值 (百万元)	6,592.66
流通市值 (百万元)	4,711.26
总股本 (百万股)	597.70
流通股本 (百万股)	427.13
12 个月价格区间	10.00/30.96 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-20.84	-68.37	-116.67
绝对收益	-6.68	-25.47	-57.07

邹润芳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514040001  
zourf@essence.com.cn  
021-68763702

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004  
wangsw@essence.com.cn  
021-68763578

报告联系人

郑爱刚

010-66581621

zhengag@essence.com.cn

朱元骏

021-68765053

zhuyj2@essence.com.cn

相关报告

盈利受制于行业，明年将随行业崛起	2014-10-27
海外增产项目将带来公司放量增长	2014-10-20
半年业绩出色，全年增长可期	2014-08-26

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月11日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>446.2</b>	<b>583.3</b>	<b>794.6</b>	<b>1,464.1</b>	<b>1,969.0</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	234.0	287.4	426.5	792.1	1,085.5	营业收入增长率	110.7%	30.7%	36.2%	84.2%	34.5%
营业税费	6.9	4.7	17.6	22.3	29.9	营业利润增长率	56.6%	22.3%	-2.4%	104.3%	25.8%
销售费用	31.5	39.9	63.3	106.7	145.0	净利润增长率	27.3%	25.6%	15.7%	93.8%	24.3%
管理费用	56.2	82.5	121.4	205.0	285.0	EBITDA 增长率	79.7%	47.4%	-7.1%	91.1%	23.6%
财务费用	-24.0	-7.2	-4.0	-1.5	-2.0	EBIT 增长率	97.1%	42.0%	-0.5%	108.6%	25.7%
资产减值损失	10.1	7.3	8.2	8.6	8.0	NOPLAT 增长率	104.2%	39.7%	-0.6%	109.9%	25.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	257.4%	71.4%	12.9%	24.3%	4.0%
投资和汇兑收益	4.6	-2.4	0.7	1.0	-0.2	净资产增长率	27.7%	10.4%	11.6%	16.6%	10.8%
<b>营业利润</b>	<b>136.0</b>	<b>166.3</b>	<b>162.4</b>	<b>331.7</b>	<b>417.3</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	14.0	19.4	18.8	17.4	18.5	毛利率	47.6%	50.7%	46.3%	45.9%	44.9%
<b>利润总额</b>	<b>150.0</b>	<b>185.7</b>	<b>181.1</b>	<b>349.1</b>	<b>435.8</b>	营业利润率	30.5%	28.5%	20.4%	22.7%	21.2%
减:所得税	21.3	28.8	28.3	52.7	67.2	净利润率	23.4%	22.5%	19.1%	20.1%	18.6%
<b>净利润</b>	<b>104.6</b>	<b>131.4</b>	<b>152.0</b>	<b>294.5</b>	<b>366.2</b>	EBITDA/营业收入	30.9%	34.9%	23.8%	24.6%	22.6%
						EBIT/营业收入	25.1%	27.3%	19.9%	22.6%	21.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	42	157	200	107	79
货币资金	763.2	556.9	715.2	878.4	1,181.4	流动营业资本周转天数	213	218	240	234	238
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,097	793	627	534	541
应收帐款	457.4	664.2	707.9	1,819.7	1,708.8	应收帐款周转天数	275	346	311	311	323
应收票据	2.6	9.1	3.4	13.4	13.0	存货周转天数	10	20	13	15	17
预付帐款	12.2	23.1	8.8	58.1	44.0	总资产周转天数	1,575	1,580	1,345	926	825
存货	25.6	39.6	17.6	106.6	80.8	投资资本周转天数	584	947	934	603	507
其他流动资产	5.3	11.4	8.6	8.4	9.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.2%	6.9%	6.0%	10.0%	11.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.7%	5.5%	5.0%	6.6%	8.1%
长期股权投资	59.2	97.0	97.0	97.0	97.0	ROIC	30.4%	11.9%	6.9%	12.8%	12.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	64.2	444.6	438.6	432.7	426.7	销售费用率	7.1%	6.8%	8.0%	7.3%	7.4%
在建工程	72.0	40.5	40.5	40.5	40.5	管理费用率	12.6%	14.1%	15.3%	14.0%	14.5%
无形资产	152.8	227.3	202.8	178.2	153.7	财务费用率	-5.4%	-1.2%	-0.5%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	14.3%	19.7%	22.7%	21.2%	21.7%
<b>资产总额</b>	<b>2,253.8</b>	<b>2,864.8</b>	<b>3,071.0</b>	<b>4,464.1</b>	<b>4,558.9</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	218.0	340.7	492.8	551.3	资产负债率	8.4%	20.4%	17.2%	33.5%	27.9%
应付帐款	130.2	282.3	19.4	696.5	405.8	负债权益比	9.1%	25.7%	20.7%	50.5%	38.7%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	6.80	2.26	3.50	2.28	2.93
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	6.67	2.19	3.46	2.19	2.86
长期借款	-	5.9	105.6	226.7	232.3	利息保障倍数	-4.67	-21.96	-39.13	-222.74	-212.30
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>188.6</b>	<b>585.4</b>	<b>526.9</b>	<b>1,497.4</b>	<b>1,271.0</b>	DPS(元)	0.02	0.03	0.04	0.06	0.09
少数股东权益	105.8	114.2	114.6	116.5	118.9	分红比率	8.8%	12.1%	15.0%	12.0%	15.0%
股本	184.7	398.5	597.7	597.7	597.7	股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%
留存收益	1,775.3	1,769.1	1,831.9	2,252.5	2,571.4						
<b>股东权益</b>	<b>2,065.2</b>	<b>2,279.5</b>	<b>2,544.2</b>	<b>2,966.7</b>	<b>3,287.9</b>						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	128.8	156.9	152.0	294.5	366.2	EPS(元)	0.17	0.22	0.25	0.49	0.61
加:折旧和摊销	26.3	45.0	30.5	30.5	30.5	BVPS(元)	3.28	3.62	4.06	4.77	5.30
资产减值准备	10.1	7.3	-	-	-	PE(X)	84.6	67.3	58.2	30.0	24.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.5	4.1	3.6	3.1	2.8
财务费用	0.9	3.9	-4.0	-1.5	-2.0	P/FCF	-12.5	-19.5	70.6	247.2	27.6
投资损失	-4.6	2.4	-0.7	-1.0	0.2	P/S	19.8	15.2	11.1	6.0	4.5
少数股东损益	24.2	25.5	0.9	1.9	2.4	EV/EBITDA	19.9	44.8	45.6	24.2	19.1
营运资金的变动	-141.6	57.2	-353.1	-565.8	-113.2	CAGR(%)	32.0%	32.9%	25.0%	32.0%	32.9%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>96.0</b>	<b>90.7</b>	<b>-174.5</b>	<b>-241.3</b>	<b>284.2</b>	PEG	2.6	2.0	2.3	0.9	0.7
投资活动产生现金流量	-464.8	-459.5	0.7	1.0	-0.2	ROIC/WACC	3.6	1.4	0.8	1.5	1.5
融资活动产生现金流量	-87.7	163.1	332.1	403.7	19.0	REP	0.7	3.4	4.9	2.1	2.0

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

邹润芳、王书伟分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

