



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械: 油田服务

杨绍辉
(8621)20328569
shaohui.yang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

闵琳佳
(8621)20328512
linjia.min@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300514080002

张君平
(8610)66229331
junping.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300513090004

恒泰艾普重大事项点评: 子公司获地热钻井合同, 钻完井一体化服务实力提升

事项: 恒泰艾普(300157.CH/人民币 11.09, 买入)之全资子公司成西油联合与韩国 Pohang Geothermal Power Inc.及其母公司 NEXGEO Inc.于 2015 年 1 月 8 日在成都签订了《EPC Contract for Pohang Engineered Geothermal System Project》(浦项地热项目 EPC 合同) (EPC: 工程总承包)。合同内容:

1. 合同主要内容概要: 韩国浦项增强型地热系统项目钻井和增产服务的 EPC (EPC: 工程总承包) 项目。本合同的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。
工作目标: 所有井应钻到设计垂直深度 4,500 米, 若钻达地层温度提前达到 180°C, 那么西油联合可提前完钻。实施增产作业 (水力压裂) 后循环测试中, 注入井和两口产出井之间循环地热水的稳定流量应为每口产出井 60 千克/秒。
2. 交易价格: 3,190 万美元;
3. 协议签署时间: 2015 年 1 月 8 日;
4. 结算方式: 按施工进度分阶段结算;
5. 履行期限: 2015 年 1 月至 2017 年 3 月;
6. 奖励条款: 根据超出任务目标的额度, 西油联合可获得 50 万到 150 万美元不等的奖励。

主要观点

- 相对于此次合同利润共享, 我们更看好子公司西油联合的钻完井一体化服务能力在稳步提升。作为恒泰艾普的工程技术服务平台, 西油联合在加入恒泰艾普之后, 先后参与恒泰艾旗下的安泰瑞项目和特立尼达项目, 结合恒泰艾普为主的地质和油藏工程服务, 西油联合在钻完井一体化服务能力方面已具备项目施工经验, 是此次承接韩国浦项地热系统项目钻井和增产服务 EPC 合同的技术基础。
- 预计项目利润率 15%-30%, 项目利润 3,000-6,000 万元, 年均 1,500-3,000 万元。地热主要来源于地球内部长寿命放射性元素 (主要是铀 238、铀 235、钍 232 和钾 40 等) 衰变产生的热能, 而增强型地热是一种在地下具有高温岩石但缺少流体通道的环境下人工营造的地下热储系统, 因此增强型地热的开发也类似于石油和天然气的钻完井施工, 项目合同金额 3190 万美元包含了不超过 4,500 米深度的 3 口井和 27 个月施工周期, 对比国内相同深度的油井的钻完井成本以及考虑施工作业设备安排, 预计项目利润率高于普通油井的钻完井服务, 项目利润 3,000-6,000 万元。

- 安泰瑞和 Range 项目纷纷进入施工作业阶段，公司从勘探到钻井到增产的一体化服务能力逐渐得到验证。市场一直担心的恒泰艾普收购兼并的协同效应仅限于短期的业绩累加和客户共享，更深一层次的协同效应没有显现，但代表公司综合服务实力的 Range 项目已取得进展：Range 项目已获得机构投资者 6,000 万美金的股权和债权融资，加上恒泰艾普给与 5,000 万美金的启动资金，合计 11,000 万美金用于偿还贷款、油田增产等。
- 国际油价 2015 年有望触底反弹，油服行业持续低迷的状态有望好转。国际原油价格已经跌至部分页岩油、大部分油砂和大部分深海石油开采成本以下，低油价将导致美国页岩油供给在 2015 年发生逆转：一是过去 2 个月美国石油钻井活动显著降温，美国用于原油开采的活跃钻机数从 2014 年 10 月 14 日的历高点 1,609 台，伴随油价下跌减少了 127 台至 1,482 台，下降了 8%；二是美国能源公司康菲石油公司(ConocoPhillips)、页岩油巨头 Continental Resources 和加拿大的 Vermilion Energy 等公司上月均宣布减产，类似于 WBH Energy 的页岩油公司将面临被动缩减资本开支或破产。北美页岩油供给大幅增长导致全球原油供给过剩的局面将在 2015-2016 年出现反转的概念偏大，我们认为原油价格有望从目前的页岩油开发盈亏平衡点涨至 70-80 美元的边际成本附近。
- 维持买入评级，目标价 18.00 元。综合考虑项目收益预期、油田增产项目进展预期、行业景气度，我们维持恒泰艾普买入评级，目标价 18.00 元。

评级面临的主要风险

- 注册制实施，压制创业板估值；
- 石油价格持续低位，对公司油田增产项目利润的影响。

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。

中银国际证券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，中银国际证券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

本报告由中银国际证券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证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券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。中银国际证券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。

中银国际证券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。中银国际证券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。中银国际证券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容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券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。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券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。中银国际证券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证券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。

中银国际证券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。

中银国际证券有限责任公司

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

中银国际证券有限公司

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