

百勤油服 (2178.HK)

競爭力較強的小型民營油氣服務商

Bloomberg | Reuters | POEMS

2178.HK | 2178.HK | 2178.HK

行業：油氣服務

年報分析

評級：收集 收市價：3.81 目標價：4.20

公司簡介

百勤油服是以鑽井和完井為核心的中國領先獨立高端油氣田技術服務公司，2013 年於香港主板成功上市。百勤總部設在中國南海石油城深圳蛇口。其主要服務包括技術諮詢、專案管理、鑽井、完井、增產、採油、地面設備和油田檢測設備等技術服務和產品提供。中國、南美地區以及中東地區是公司的主要業務市場。

投資概述

百勤油服由前康菲石油工程師王金龍於 2002 年創立，其業務定位於為國內外客戶提供高端綜合油田服務。

儘管油服市場的多數市場份額被中國國家石油公司和國際油服公司所獲取，但百勤油服正憑藉其高端的油服技術以及較有競爭力的服務價格成為中國油服市場的重要參與者，並通過更快的增長來獲取更多的高端油服市場份額。2011 年百勤油服在中國民營油服市場（除中國國家石油公司和國際油服公司以外）的市場份額為 8.6%，位列前三。

在 2009—2012 年的四個完整的財務年度，百勤油服的總收入 2.87 億港元升至 11.06 億港元，累計升幅達 285%，複合增速為 56.8%，遠高於行業增速。其經營盈利和稅後利潤的複合增速分別為 27.3% 和 33.7%，增速數據靚麗。

截止 2012 年末，鑽井、完井和增產在油服部門的收入比重分別為 14.6%、30.6% 和 54.8%，過去四年的複合增速分別為 90%、57% 和 202%，2012 年三大業務的增長顯著快於往年。從收入來源的地理分佈裏來看，中國地區業務增長穩健，但國際業務的收入來源變動較大。

公司於 2010—2012 年的經營利潤率分別為 19.3%、20.7% 和 17%，油服業務部門收入結構變動顯著造成經營利潤率的一定波動。隨著中國地區增產業務穩定增長以及設備自給率上升，公司的經營利潤率將有望超越 20% 水準。

2013 年上半年，百勤油服來自持續經營業務收入增長 60% 至 4.96 億港元，經常性業務淨利潤增長 177% 至 0.77 億港元，這主要歸功於委內瑞拉石油公司的合同額增長以及設備自給率上升使得盈利能力顯著增強（營業利潤率大增 7 個百分點至 22%）。

三大核心油服業務—鑽井、完井和增產在上半年表現迥異。完井業務收入同比大增 35 倍，而鑽井和增產業務收入分別下滑 63% 和 16%，導致鑽井、完井和增產的收入比重由 15%:31%:54%，變為 7%:53%:40%。



Phillip Securities (Hong Kong) Ltd

Phillip Securities Research

03 October, 2013

PKOS

Rating	2.00	Accumulate
- Previous Rating	n.a.	Not Rated
Target Price (HKD)	4.2	
- Previous Target Price (HKD)	n.a.	
Closing Price (HKD)	3.81	
Expected Capital Gains (%)	10.2%	
Expected Dividend Yield (%)	2.4%	
Expected Total Return (%)	12.6%	
Raw Beta (Past 2yrs w weekly data)	0.83	
Market Cap. (HKD mn)	3,953	
Enterprise Value (HKD mn)	3,464	
52 w week range (HKD)	3.43-6.38	
Closing Price in 52 w week range		



Key Financial Summary

FYE	11A	12A	13E	14E
Revenue (HKD mn)	568	1,063	1,486	2,172
Net Profit, adj. (HKD mn)	87	168	236	331
EPS, adj. (HKD)	0.118	0.181	0.228	0.319
P/E (X), adj.	n.a.	n.a.	18.46	13.16
BVPS (HKD)	1.311	1.403	2.180	2.390
P/B (X)	n.a.	n.a.	1.93	1.76
DPS (HKD)	0.000	0.000	0.060	0.100
Div. Yield (%)	n.a.	n.a.	1.43%	2.38%

Source: Bloomberg, PKOS

*All multiples & yields based on current market price

Valuation Method

P/E

研究員

陳耕

chengeng@phillip.com.cn

+8621 63512937-107

2013年6月末，百勤油服的帳面現金為7.86億港元，遠高於2012年末的1.37億的水準，主要是上半年公司在港交所上市融資所致。而公司的債務水準穩定，僅包括短期借款約為2.63億，高於2012年末的1.99億的水準。目前公司處於淨現金水準，財務狀況穩固。未來，上市融資的多數將用於研發、投資以及公司運營，帳面現金將有所下滑，但無礙公司的財務穩固。

百勤油服是民營油氣服務商中較有競爭力的油氣公司，其高端業務定位、豐富的全球佈局以及技術和設備優勢有助於公司保持競爭力和業績增長。未來中國地區和委內瑞拉的增產和完井業務深化將為公司提供增長動力，而改善的業務組合以及設備自給率提升有助於盈利能力提升。我們預期2013-2014年百勤油服將維持較快增長，目前股價基本反映了公司的業績增長的基本面。而中國石油系統的反腐風暴對於油服行業估值的壓制仍將持續。我們給予百勤油服“收集”評級，12個月目標價為4.2港元，相當於13.2倍的2014年預期市盈率。

業務定位於高端油田服務

百勤油服由前康菲石油工程師王金龍於2002年創立，其業務定位於為國內外客戶提供高端綜合油田服務。中國的油田服務市場處於高速增長期，而高端油田服務市場正以19.9%的複合增速快速增長，顯著高於油服市場12%的複合增速，增長潛力巨大。

儘管油服市場的多數市場份額被中國國家石油公司和國際油服公司所獲取，但百勤油服正憑藉其高端的油服技術以及較有競爭力的服務價格成為中國油服市場的重要參與者，並通過更快的增長來獲取更多的高端油服市場份額。2011年百勤油服在中國民營油服市場（除中國國家石油公司和國際油服公司以外）的市場份額為8.6%，位列前三。

競爭優勢

1、百勤油服是中國市場採用渦輪鑽井、多級壓裂等高端油服技術的少數供應商之一，較多數國內油服公司具備顯著技術優勢，在高端油服市場具有較強的技術競爭力。

2、本土化程度較高，設備自給率上升，服務價格較國際油服公司具有相當優勢。

3、百勤油服與中石化等國內外大型能源公司有著密切的合作關係。

4、海外市場的參與程度較高，

5、優秀的管理層。公司管理層憑藉豐富的行業經驗、對市場的高度敏感以及靈活的發展策略使公司具備持續獲取服務合同的能力。瞭解並挖掘全球油服市場需求的能力使管理層成為公司核心競爭力。

近四年公司業績保持高速增長，2012年尤為突出

在2009—2012年的四個完整的財務年度，百勤油服的總收入2.87億港元升至11.06億港元，累計升幅達285%，複合增速為56.8%，遠高於行業增速。其經營盈利和稅後利潤的複合增速分別為27.3%和33.7%，增速數據靚麗。

百勤油服的三個主營業務部門包括油田服務、諮詢和製造，其中油田服務占到總營收的86%，是公司的核心業務部門，而後兩者業務部門比重較小。油田服務部門中，鑽井和

完井是傳統業務，構成了油服部門的主體，而增產業務增長迅猛，尤其在2012年已然成為公司的最大收入來源。截止2012年末，鑽井、完井和增產在油服部門的收入比重分別為14.6%、30.6%和54.8%，過去四年的複合增速分別為90%、57%和202%，2012年三大業務的增長顯著快於往年。

公司於2010—2012年的經營利潤率分別為19.3%、20.7%和17%，油服業務部門收入結構變動顯著造成經營利潤率的一定波動。隨著中國地區增產業務穩定增長以及設備自給率上升，公司的經營利潤率將有望超越20%水準。

中國地區業務增長穩健

從收入來源的地理分佈裏來看，中國地區業務增長穩健，但國際業務的收入來源變動較大。

2009—2012年百勤油服的國內收入由0.5億增至7.5億，累計增長了14倍。2012年公司成功將其業務重心由中東轉向中石化在鄂爾多斯增長迅速的壓裂業務，當年國內業務收入猛增3.6倍，直接推動國內業務比重（達67%）顯著超越國際業務，而在此之前公司國內業務收入比重遠低於國際業務。

而國際業務的收入來源變動劇烈體現在，伊朗、敘利亞以及俄羅斯的收入波動劇烈，相當程度受到地緣政治因素影響。未來伊朗和敘利亞的業務難以持續，而委內瑞拉、俄羅斯和土庫曼斯坦則成為公司國際業務新的收入增長來源。綜合而言，百勤油服的海外業務的穩定性需要增強。

2013年中期業績評價

2013年上半年，百勤油服來自持續經營業務收入增長60%至4.96億港元，經常性業務淨利潤增長177%至0.77億港元，這主要歸功於委內瑞拉石油公司的合同額增長以及設備自給率上升使得盈利能力顯著增強（營業利潤率大增7個百分點至22%）。

三大核心油服業務—鑽井、完井和增產在上半年表現迥異。完井業務收入同比大增35倍，而鑽井和增產業務收入分別下滑63%和16%，導致鑽井、完井和增產的收入比重由15%:31%:54%，變為7%:53%:40%。

來自於委內瑞拉國家石油公司的完井業務自2012年下半年開始成為公司的新的業務重點，並在2013年繼續成為業績驅動力量。委內瑞拉國家石油公司的合同額猛增，使得公司的完井業務實現跨越式發展，收入增長35倍至2.14億港元。而委內瑞拉國家石油公司也取代中石化成為百勤油服最大客戶，其貢獻了上半年收入的49%。

中石化壓裂工作計畫的延遲是增產業務倒退的主要原因，使得壓裂作業量僅有4%的同比增長至57次作業，而平均單井收入下滑20%。由於自主研發的壓力封隔器開始批量生產，材料成本顯著下降，因而公司整體的利潤率水準保持穩定。我們預計，2013年下半年的壓裂作業量將環比上年有顯著上升，全年作業量將較去年147次的壓裂作業量有所增長。中國石油系統的反腐風暴可能會造成原定工作計畫的延遲是投資者值得考慮的因素。

財務狀況穩固

2013年6月末，百勤油服的帳面現金為7.86億港元，遠高於2012年末的1.37億的水準，主要是上半年公司在港交

所上市融資所致。而公司的債務水準穩定，僅包括短期借款約為 2.63 億，高於 2012 年末的 1.99 億的水準。目前公司處於淨現金水準，財務狀況穩固。未來，上市融資的多數將用於研發、投資以及公司運營，帳面現金將有所下滑，但無礙公司的財務穩固。

此外，公司的應收賬款較多是個值得關注的問題，2013 年 6 月末達到 7.5 億。我們發現，多數應收賬款期限處於三個月內，且符合行業財務結轉規律，因此這個問題能夠接受，但需要嚴格關注應收賬款的額度增長和期限延長的情況。

未來看點

國內緻密氣和葉岩氣的上游投資仍將保持旺盛，市場空間較大；
多數容易開採的油氣井已經完成開採，中低端油服業務增長預期乏力，而具有較大難度的高端油氣服務商面臨機遇；
國內獲取國內緻密氣和葉岩氣的勘探作業合同增長；
公司在委內瑞拉業務的深化，由完井拓展至增產及鑽井業務；
海外業務的不斷拓展，區域業務組合的豐富程度提升；
惠州基地即將投入使用，技術實力和設備自給率提升將提升競爭力和盈利水準；

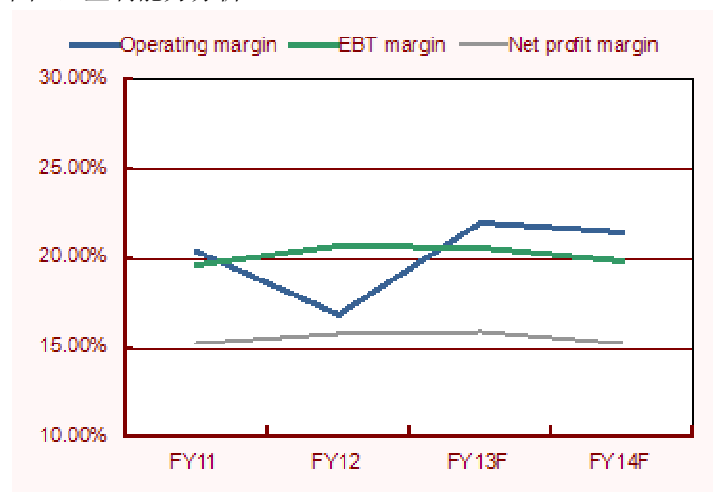
風險

天然氣政策的可能調整；
中國石油系統的反腐風暴可能的不利影響；
行業競爭加劇造成的利潤率下滑；
海外業務的穩定性不夠，造成業績可能的波動；

估值

百勤油服是民營油氣服務商中較有競爭力的油氣公司，其高端業務定位、豐富的全球佈局以及技術和設備優勢有助於公司保持競爭力和業績增長。未來中國地區和委內瑞拉的增產和完井業務深化將為公司提供增長動力，而改善的業務組合以及設備自給率提升有助於盈利能力提升。我們預期 2013-2014 年百勤油服將維持較快增長，目前股價基本反映了公司的業績增長的基本面。而中國石油系統的反腐風暴對於油服行業估值的壓制仍將持續。我們給予百勤油服“收集”評級，12 個月目標價為 4.2 港元，相當於 13.2 倍的 2014 年預期市盈率。

圖 1，盈利能力分析



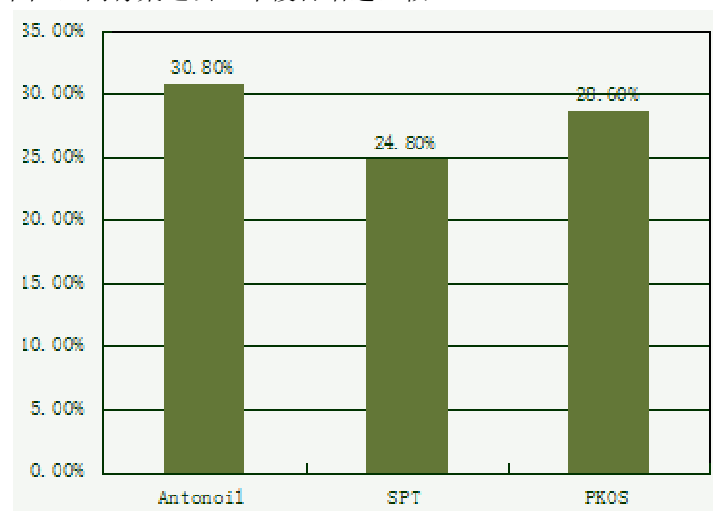
來源，輝立證券

表 1，增速數據一覽

FYE	FY11	FY12	FY13F	FY14F
Revenue	1.79%	87.15%	39.79%	46.16%
Operating profit	3.57%	55.17%	81.67%	42.81%
EBT	5.66%	96.43%	39.09%	40.85%
Net Income, adj.	3.57%	93.10%	40.48%	40.25%

來源，輝立證券

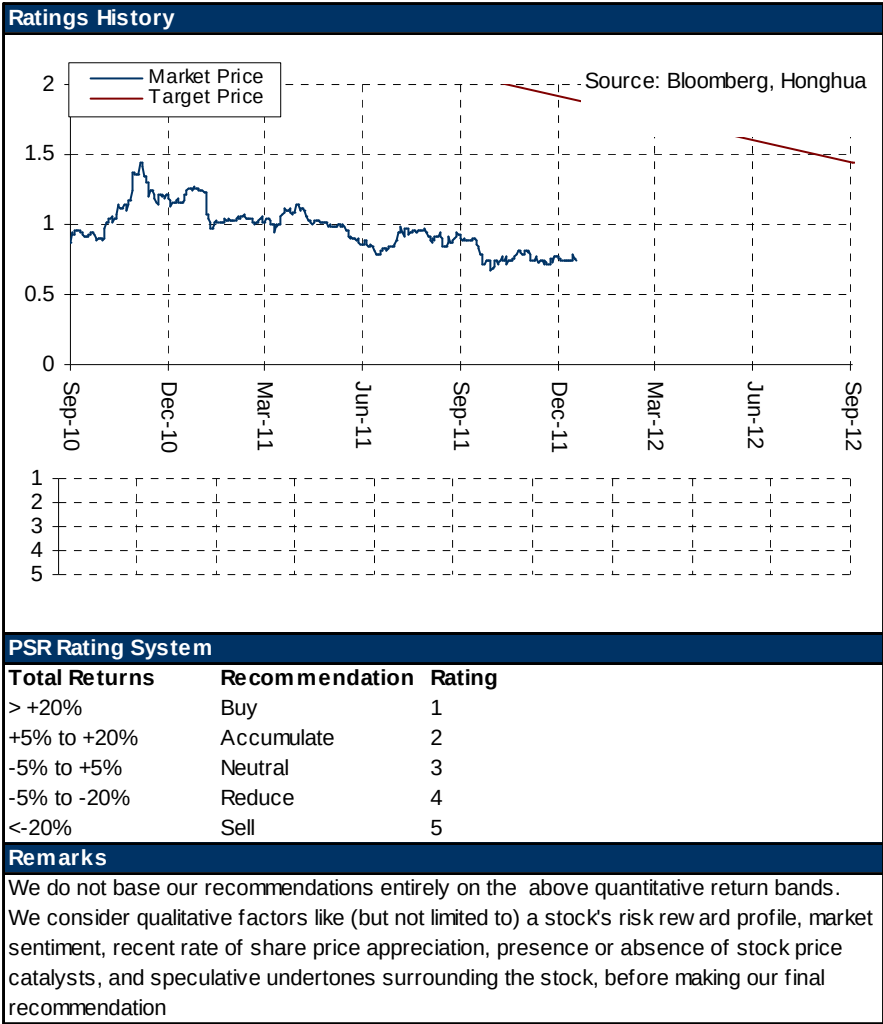
圖 2，同行業過去三年複合增速比較



來源，輝立證券

FYE	FY11	FY12	FY13F	FY14F
Valuation Ratios				
P/E (X), adj.	n.a.	n.a.	18.46	13.16
P/B (X)	n.a.	n.a.	1.93	1.76
EV/EBITDA (X), adj.	n.a.	n.a.	9.76	7.15
Dividend Yield (%)	n.a.	n.a.	1.43%	2.38%
Per share data (HKD)				
EPS, reported	0.118	0.181	0.228	0.319
EPS, adj.	0.118	0.181	0.228	0.319
DPS	0.000	0.000	0.060	0.100
BVPS	1.311	1.403	2.180	2.390
Growth & Margins (%)				
Growth				
Revenue	1.79%	87.15%	39.79%	46.16%
Operating profit	3.57%	55.17%	81.67%	42.81%
EBT	5.66%	96.43%	39.09%	40.85%
Net Income, adj.	3.57%	93.10%	40.48%	40.25%
Margins				
Operating margin	20.42%	16.93%	22.01%	21.50%
EBT margin	19.72%	20.70%	20.59%	19.84%
Net profit margin	15.32%	15.80%	15.88%	15.24%
Key Ratios				
ROE (%)	9.00%	12.90%	10.44%	13.36%
ROA (%)	7.05%	11.63%	8.40%	8.80%
Net Debt/(Cash)	31	62	net cash	net cash
Net Gearing (X)	3.06%	5.67%	net cash	net cash
Income Statement (HKD mn)				
Revenue	568	1,063	1,486	2,172
Operating profit	116	180	327	467
EBT	112	220	306	431
Tax	(20)	(46)	(61)	(86)
Tax rate	17.86%	20.91%	20.00%	20.00%
Profit for the year	92	174	245	345
Minority interests	(5)	(6)	(9)	(14)
Net profit	87	168	236	331

Source: BLOOMBERG, PKOS and Phillip Securities



PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm$ 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd
Raffles City Tower
250, North Bridge Road #06-00
Singapore 179101
Tel : (65) 6533 6001
Fax : (65) 6535 6631
Website: www.poems.com.sg

HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong
11/F United Centre 95 Queensway
Hong Kong
Tel (852) 22776600
Fax (852) 28685307
Websites: www.phillip.com.hk

INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia
ANZ Tower Level 23B,
Jl Jend Sudirman Kav 33A
Jakarta 10220 – Indonesia
Tel (62-21) 57900800
Fax (62-21) 57900809
Website: www.phillip.co.id

THAILAND

Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd
15th Floor, Vorawat Building,
849 Silom Road, Silom, Bangrak,
Bangkok 10500 Thailand
Tel (66-2) 6351700 / 22680999
Fax (66-2) 22680921
Website www.phillip.co.th

UNITED KINGDOM

King & Shaxson Capital Limited
6th Floor, Candlewick House,
120 Cannon Street,
London, EC4N 6AS
Tel (44-20) 7426 5950
Fax (44-20) 7626 1757
Website: www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA

PhillipCapital Australia
Level 37, 530 Collins Street,
Melbourne, Victoria 3000, Australia
Tel (613) 96298380
Fax (613) 96148309
Website: www.phillipcapital.com.au

MALAYSIA

Phillip Capital Management Sdn Bhd
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450
Kuala Lumpur
Tel (603) 21628841
Fax (603) 21665099
Website: www.poems.com.my

JAPAN

PhillipCapital Japan K.K.
Nagata-cho Bldg.,
8F, 2-4-3 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014
Tel (81-3) 35953631
Fax (81-3) 35953630
Website: www.phillip.co.jp

CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd
No 436 Heng Feng Rd,
Greentech Tower Unit 604, Shanghai
Postal code 200070
Tel (86-21) 51699400
Fax (86-21) 63532643
Website: www.phillip.com.cn

FRANCE

King & Shaxson Capital Limited
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008
Paris France
Tel (33-1) 45633100
Fax (33-1) 45636017
Website: www.kingandshaxson.com

UNITED STATES

Phillip Futures Inc
141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA
Tel +1.312.356.9000
Fax +1.312.356.9005