

冶金矿采设备

署名人: 初学良

S0960511020017

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

参与人: 韩小静

S0960111080446

0755-82026710

hanxiaojing@cjis.cn

6-12 个月目标价: 15.5 元

当前股价: 14.86 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2406.81
总股本(百万)	270
流通股本(百万)	72
流通市值(亿)	10
EPS	0.42
每股净资产(元)	7.01
资产负债率	39.16%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
山东墨龙	19.22	68.87	23.36
机械设备	-4.39	9.33	-8.76
沪深 300 指数	-0.12	6.42	1.69



相关报告

山东墨龙-走出 2011 低谷, 重新迈进增长轨道 2012-04-24

山东墨龙

002490

推荐

专业石油钻采设备企业, 产能进入释放期

投资要点:

- **油套管行业的领军企业之一。**山东墨龙主营油套管生产, 同时涵盖抽油杆、抽油泵、抽油机, 是国内唯一一家定位全套石油钻采设备的制造企业。公司是国内最早从事油套管成品管生产的企业之一, 从业经验丰富, 产品质量的客户认可度行业领先, 销售网络覆盖全球几乎所有采油国家, 是油套管行业领军企业之一。
- **走出低谷, 业绩重回增长轨道。**2011 年是公司业绩较差的一年, 归属于母公司所有者的净利润同比下滑 39.04%, 主要原因有两方面: 1) 180 项目投产当年折旧费用较高, 而产能并未完全释放, 从而导致摊薄成本较高; 2) 受原材料价格上涨, 而油套管价格并未同步上涨影响, 行业毛利率普遍下滑。上述两负面因素在 2012 年将消失。2012 年, 180 项目产能将释放 80%以上, 费用摊销趋于正常化。另一方面, 今年油套管中标价格与去年基本持平, 而原材料钢坯价格小幅下降概率较大, 油套管毛利率将提升。从公司 1 季度数据看, 与我们的判断吻合, 1 季度公司综合毛利率 9.23%, 同比上升 0.47 个百分点。
- **2012 年新增产量消化无虞:**随着 180、140 项目产能的释放, 公司今后三年的产量将由 2011 年的 40 万吨上升至 52 万吨、65 万吨、75 万吨。公司今年产品销售主要分三个方向: 1) 国内市场, 根据今年中标情况, 预计可消化 15 万吨; 2) 国际市场, 公司全球覆盖, 客户众多, 预计可消化 20 万吨; 3) 非油井管今年可实现 20 万吨左右的销量, 包括高压锅炉管、煤层气以及页岩气用管、液压支柱管等。
- **投资建议:**预计 2012-2014 年公司 EPS 分别为 0.62 元、0.74 元、0.85 元, 目前股价对应 2012 年 PE23 倍, 维持推荐评级。值得注意的是, 公司 1 季度报中披露控股子公司寿光宝隆石油器材有限公司下设一小额贷款公司, 我们认为可能成为市场的炒作主题。

风险提示: 宏观经济增速下滑超预期

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2739	3461	4401	5216
收入同比(%)	1%	26%	27%	19%
归属母公司净利润	168	248	294	338
净利润同比(%)	-39%	47%	19%	15%
毛利率(%)	12.1%	13.3%	12.6%	11.8%
ROE(%)	6.0%	8.1%	8.9%	9.3%
每股收益(元)	0.42	0.62	0.74	0.85
P/E	34.13	23.17	19.55	17.01
P/B	2.06	1.89	1.73	1.58
EV/EBITDA	17	14	12	12

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、业绩回顾	3
1.1 2011 年业绩双重受压，大幅下滑	3
1.2 2011 年 1 季度盈利重回增长轨道，2-4 季度增速将不断提升	4
二、行业状况	4
2.1 石油中长期需求稳定	4
2.2 煤层气、天然气快速发展	4
2.3 油套管需求预测	5
2.4 墨龙优势：市场覆盖广，产品结构完整	5
三、业绩展望	6
3.1 公司战略定位：立足油套管，大力开拓非油井管	6
3.2 公司 2012 年油套管中标情况	6
3.3 公司产能释放进度	6
3.4 业绩预测	7
图 1：2008-2011 年公司收入、利润（单位：百万）变化	3
图 2：2009-2011 年生铁价格及油套管订单价格走势（单位：元/吨）	3
图 3：2008-2011 年墨龙油套管吨毛利及毛利率变化	4
图 4：“十二五”期间全球油套管需求量预测	5
图 5：山东墨龙产品结构	6
图 6：油套管均价（元/吨）、毛利率预测	7

一、业绩回顾

1.1 2011 年业绩双重受压，大幅下滑

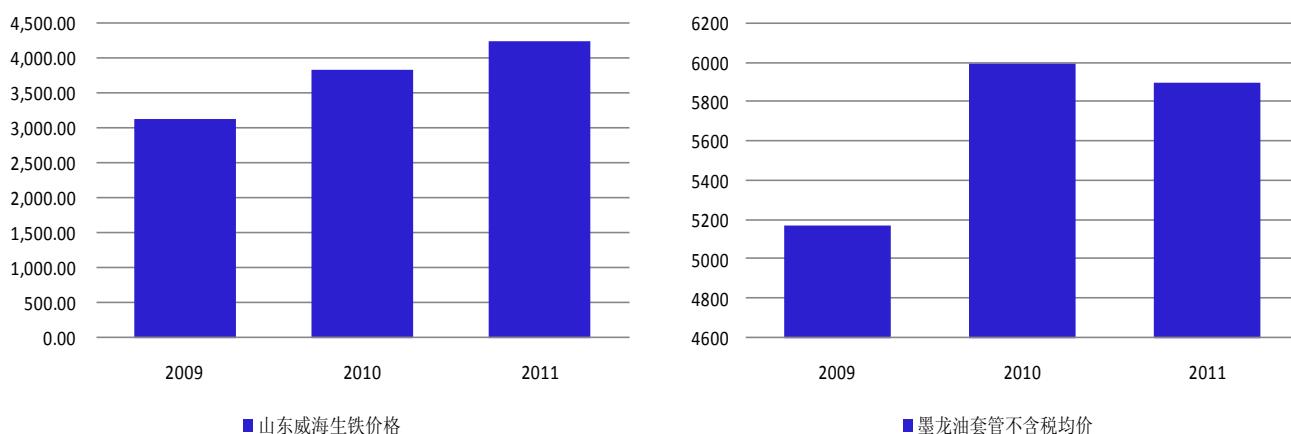
2011 年，公司实现营业收入 27.39 亿元，同比增长 1.29%，归属于母公司所有者的净利润 1.68 亿元，同比下滑 39.04%。此业绩表现主要是受两方面因素影响：1）公司募投的 180 项目设计产能 30 万吨，但投产当年仅贡献 5 万吨左右，从而导致折旧费用摊销较大，该项目年折旧费用超过 5000 万元；2）原材料价格上涨，但油套管产品由于行业竞争激烈，订单价格反而略有下滑，从而导致行业整体盈利能力下滑。公司有自己的转炉，所用钢坯无需对外采购，因此，与行业内其他企业不同，公司原材料是生铁。

图 1：2008-2011 年公司收入、利润（单位：百万）变化



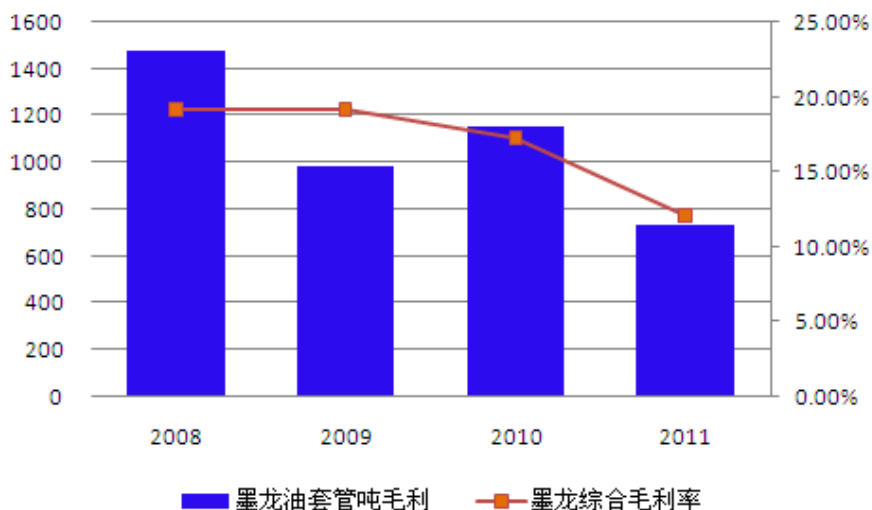
资料来源：公司公告 中投证券研究所

图 2：2009-2011 年生铁价格及油套管订单价格走势（单位：元/吨）



资料来源：WIND 公司公告 中投证券研究所

图 3: 2008-2011 年墨龙油套管吨毛利及毛利率变化



资料来源: 公司公告 中投证券研究所

1.2 2011 年 1 季度盈利重回增长轨道，2-4 季度增速将不断提升

经历 2011 年的低点后，2012 年 1 季度公司收入、利润双双重回增长轨道。2012 年 1 季度，公司实现营业收入 7.25 亿元，同比增长 7.80%，归属于母公司所有者净利润 0.23 亿元，同比增长 3.60%。我们认为，1 季度的增速水平只是起点，公司在 2012 年未来 3 个季度的增速会不断提升。理由是：根据历史经验，油套管行业往往下半年的交货数量及订单量比较大；另一方面，1 季度公司产能利用率依然较低，60%左右的水平，2-4 季度，随着产能的不断释放，利用率逐步提升，折旧费用摊薄将越来越低。

二、行业状况

2.1 石油中长期需求稳定

根据国际能源网披露数据，全球仅已探明石油储量可开采年限超过 40 年。石油行业的持续性将为石油钻采设备行业提供长期发展的空间。依据美国能源信息署《国际能源展望》披露的数据，在全球经济稳定增长的情况下，2025 年全球原油需求平均年增长率为 1.4%，我国石油消费增长率将保持在 3.5%左右，高于全球水平。根据历年油套管需求增速与原油产量需求增速对比，我们预计，未来全球油套管需求增长率保持 8%以上，中国需求增长率更高，大约在 15%左右。

2.2 煤层气、天然气快速发展

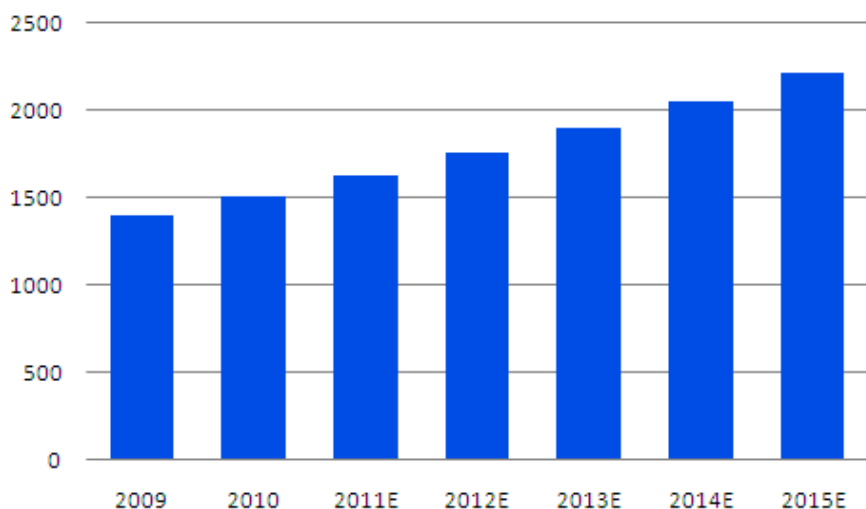
全球天然气尚处在大规模开采的初期，新增开采量和消费量增速快于石油行业的发展。根据国际能源机构提供数据，未来 10 年内，全世界天然气需求年均增长率将达到 3.9%，至 2030 年期间，年均需求量增长率为 2.4%。我国天然气消费占能源比例仍很低，天然气需求增长率远高于欧美发达国家，随着“西气东输”工程的建设投入运营，预计我国天然气需求年增长率在“十二五”期间将保持 12%以上。

目前，全球埋深浅于 2000 米的煤层气资源约 240 亿立方米，我国煤层气资源量位居全球第三，约为 36.8 万亿立方米，与国内路上常规天然气资源量相当。近年国家政策支持下，我国煤层气开发飞速发展，09 年底形成地面煤层气产能约 25 亿立方米。根据能源顾问公司 Wood Mackenzie 预测，2015 年，我国煤层气年产能将提高至 100 亿立方米，到 2020 年提高至 200 亿立方米。国内主要能源企业对煤层气开发步伐加快，中石油去年宣布了一项总额达 15 亿美元的煤层气投资计划，到 2015 年将煤层气年产能提高至 45 亿立方米，中石化计划到 2015 年将非常规天然气的生产提高至 25 亿立方米，中联煤层气公司计划到 2020 年将煤层气年产能提高到 100 亿立方米。

2.3 油套管需求预测

油套管是全球的开发性竞争市场，09 年，全球油套管需求量大概在 1400 万吨左右。由于开采难度、油井深度不断增加，油套管需求的增速应该快于原油消费量增速，我们预计未来“十二五”期间，全球油套管需求增速 8% 左右。

图 4：“十二五”期间全球油套管需求量预测



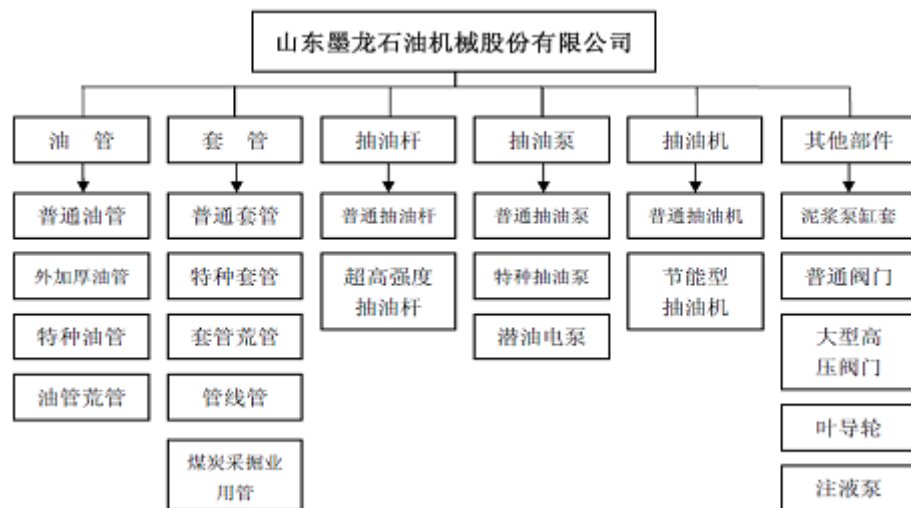
资料来源：中投证券研究所

2.4 墨龙优势：市场覆盖广，产品结构完整

销售市场全球覆盖。油套管行业中，客户集中度较高，供需双方博弈中处于强势地位。国内，中石油的需求量占到国内总需求的 70% 左右。客户越强势，给予油套管生产企业的盈利空间往往越小。同时，由于油套管质量的好坏对采油过程的影响较大，油气企业选取的供应体系往往趋于稳定，不会轻易更换供应商。因此，油套管生产企业的销售渠道如果过窄的话，其盈利往往会被锁定在低位的水平，自主调节余地小。山东墨龙是国内最早从事油套管成品管生产的企业之一，公司产品质量稳定，客户认可度高。目前，公司的销售网络几乎覆盖了全球所有采油的国家。一方面，公司新增产能的消化得到了保障；另一方面，公司可以选择让利空间较大的客户进行供货，从而保障自身盈利水平处于行业领先地位。

产品结构涵盖整套采油设备。山东墨龙是国内石油钻采装备企业中唯一能提供整套装备的供应商。公司的产品覆盖了石油钻采成套设备中除发动机以外的所有产品。一站式采购有利于公司提高品牌知名度和服务质量，有效降低采购商的采购成本。

图 5：山东墨龙产品结构



资料来源：公司公告 中投证券研究所

三、业绩展望

3.1 公司战略定位：立足油套管，大力开拓非油井管

油套管是公司的主导业务，这一点不会变。但是，由于油套管行业增速较低，竞争相对激烈，且市场容量空间有限。公司会逐步加强非油井管产品的开拓，包括高压锅炉管、煤层气以及页岩气用管、液压支柱管等，以谋求新的增长点。2011年，公司非油井管无缝管销量大幅提升，接近 10 万吨，其中高合金管销量达到 6842.75 吨。

3.2 公司 2012 年油套管中标情况

招标机制：国内最大的客户是中石油，占到国内总需求的 70%以上。目前采取的招标方式是低价中标。价格最低者获得大部分订单，但不是全部，中石油会继续询问其他供应商，如果愿意以上述最低价供货，会分流部分订单给其他企业，以达到分散风险的目的。

公司今年中标情况：今年中标中石油 5 万吨（前年 8 万吨，去年 2 万吨），但最终实际供货可能达到 10 万吨。中石化和延长石油各两三万吨。中海油今年今年的中标量较少，只有几千吨，但有去年的 1 万吨会在今年供货。整体而言，公司在中石油体系中中标量较小，这是公司从盈利最大化的角度选择客户的结果。中石油每年的价格都压得很低，留给油套管企业的利润空间较小，因此，墨龙在有较多客户可以选择的情况下，并没有过多地参与中石油体系的低价竞争。中标价格方面，基本与去年持平，不含税均价 6000 元/吨左右。

3.3 公司产能释放进度

公司募投的 180 项目去年已经投产，设计产能 30 万吨。超募项目今年 3 月份投产，

设计产能 10 万吨。2011 年，公司产量 40 万吨，考虑上述项目产能释放节奏，预计 2012-2014 年，公司产量依次达到 52 万吨、65 万吨、75 万吨。

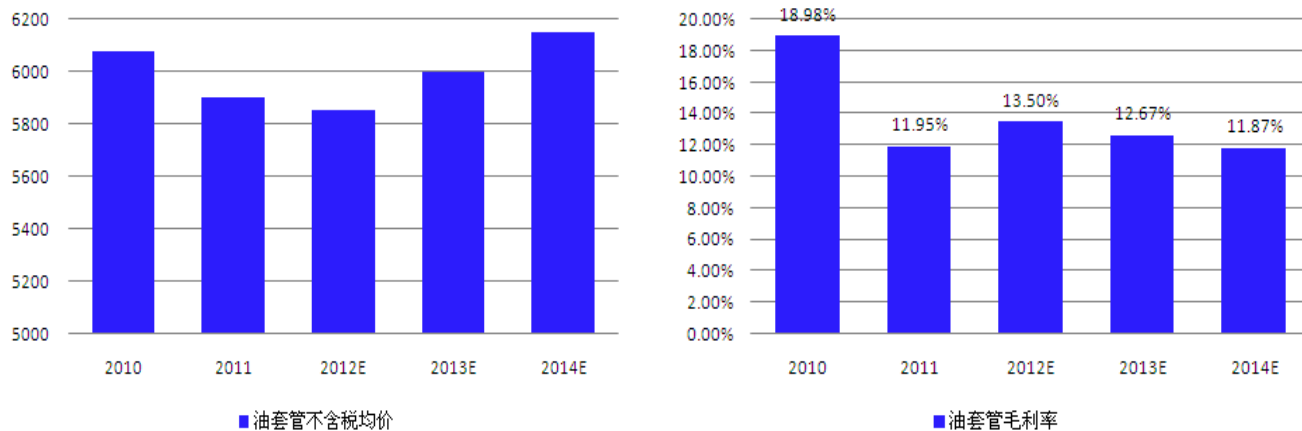
新增产量消化无忧：以目前的订单情况来看，保守预计公司今年国内供货量将达到 15 万吨。在公司已经基本实现全覆盖的国际市场，20 万吨供货量难度不大。我们认为欧美地区“双反”给公司带来的冲击与行业内其他企业相比相对较小，一方面，公司全球覆盖，客户充分分散；另一方面，公司产品质量领先，带来部分刚性需求。以数据为例，双反钱，公司每年在加拿大的供货量达到 5 万吨，双反后依然有 3 万吨。除了上述油套管合计产量 35 万吨外，公司今年非油井管产量将进一步提升，预计达到 17 万吨。该部分产品市场需求空间大，尤其是液压支柱管，消化公司 17 万吨的产量问题不大。

3.4 业绩预测

基本假设：我们认为今年原材料生铁价格将会小幅下降，而订单价格与去年基本持平会带动油套管毛利率上升。对于 2013、2014 年，我们认为生铁价格可能会缓慢小幅上升，成本推动油套管订单价格亦随之微幅上涨，但激烈的竞争会导致油套管毛利率下滑。

盈利预测：根据上述价格，预计 2012-2014 年，公司 EPS 分别为 0.62 元、0.74 元、0.85 元，近三年复合增速 26%。

图 6：油套管均价（元/吨）、毛利率预测



资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2269	2628	3314	4000
现金	414	542	660	1067
应收账款	460	510	648	615
其他应收款	30	38	48	57
预付账款	42	60	77	92
存货	1177	1346	1726	2062
其他流动资产	146	131	154	106
非流动资产	2420	2263	2175	2085
长期投资	13	0	0	0
固定资产	1831	1810	1682	1542
无形资产	333	395	456	517
其他非流动资产	243	58	37	27
资产总计	4689	4891	5489	6085
流动负债	1815	1772	2091	2363
短期借款	711	500	533	165
应付账款	617	600	770	1150
其他流动负债	488	671	789	1049
非流动负债	21	18	19	19
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	21	18	19	19
负债合计	1836	1790	2110	2382
少数股东权益	58	59	60	61
股本	399	399	399	399
资本公积	1248	1248	1248	1248
留存收益	1148	1396	1671	1995
归属母公司股东权益	2795	3043	3319	3642
负债和股东权益	4689	4891	5489	6085

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	88	350	216	870
净利润	169	249	295	339
折旧摊销	173	166	173	174
财务费用	15	23	13	-8
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-275	-88	-268	366
其他经营现金流	6	1	3	-1
投资活动现金流	-397	-12	-83	-83
资本支出	409	84	0	0
长期投资	0	-13	0	0
其他投资现金流	12	59	-83	-83
筹资活动现金流	-94	-210	-15	-380
短期借款	-2	-211	33	-368
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-92	1	-48	-12
现金净增加额	-404	129	118	407

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2739	3461	4401	5216
营业成本	2408	3002	3849	4599
营业税金及附加	2	4	4	6
营业费用	58	69	88	104
管理费用	88	111	141	156
财务费用	15	23	13	-8
资产减值损失	3	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	166	253	307	359
营业外收入	34	40	40	40
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	200	293	347	399
所得税	31	44	52	60
净利润	169	249	295	339
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	168	248	294	338
EBITDA	354	442	493	525
EPS (元)	0.42	0.62	0.74	0.85

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	1.3%	26.4%	27.2%	18.5%
营业利润	-39.9%	52.0%	21.4%	16.9%
归属于母公司净利润	-39.0%	47.3%	18.5%	14.9%
获利能力				
毛利率	12.1%	13.3%	12.6%	11.8%
净利率	6.1%	7.2%	6.7%	6.5%
ROE	6.0%	8.1%	8.9%	9.3%
ROIC	4.9%	7.6%	8.4%	10.7%
偿债能力				
资产负债率	39.2%	36.6%	38.4%	39.1%
净负债比率	38.70	28.72%	25.25	6.93%
流动比率	1.25	1.48	1.58	1.69
速动比率	0.60	0.72	0.76	0.82
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.72	0.85	0.90
应收账款周转率	6	7	7	8
应付账款周转率	4.31	4.93	5.62	4.79
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.62	0.74	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.88	0.54	2.18
每股净资产(最新摊薄)	7.01	7.63	8.32	9.13
估值比率				
P/E	34.13	23.17	19.55	17.01
P/B	2.06	1.89	1.73	1.58
EV/EBITDA	17	14	12	12

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

初学良，中投证券研究所钢铁行业研究员，南开大学经济学硕士，2008 年加入中投证券研究所。

韩小静，中投证券研究所钢铁行业研究助理，复旦大学材料学硕士，2011 年加入中投证券研究所。

重点覆盖公司：宝钢股份、新兴铸管、河北钢铁、新钢股份、鄂尔多斯、方大炭素、攀钢钒钛、常宝股份、大成股份、新莱应材、四方达、黄河旋风、豫金刚石、大冶特钢、抚顺特钢、西宁特钢

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

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

上海市

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