



买入

22% ↑

目标价格: 人民币 32.00

000852.CH

价格: 人民币 26.26

目标价格基础: 60倍2015年市盈率(备考利润)

板块评级: 增持

江钻股份

注入优质资产中石化机械: 钻完井设备技术领先, 盈利能力具备改善空间

江钻股份仅以18亿元定增成本获中石化石油工程机械有限公司近100亿元收入规模的资产注入, 中石化的石油机械板块实现整体上市。江钻股份自1998年底上市有16年, 如今转身已是中石化的石油机械板块整体上市平台。我们对该股首次给予买入评级, 目标价32.00元。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	54	66	66	74
相对新华富时A50指数	52	65	58	75

发行股数(百万)	400
流通股(%)	32.5
流通股市值(人民币 百万)	95.58
3个月日均交易额(人民币 百万)	77
净负债比率(%) (2014E)	48.4
主要股东(%)	
中石化江汉局	67.5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年9月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 石油机械设备

杨绍辉

(8621)2032 8569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

闵琳佳

(8621) 2032 8512

linjia.min@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080002

张君平

(8610) 6622 9331

junping.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090004

支撑评级的要点

- 上市公司的控股权未发生变化。石油机械板块重组完成后, 中石化集团持有上市公司股权比例为51.94%, 仍是控股股东。
- 中石化石油机械板块实现整体上市, 上市公司经营范围从单一的钻头业务扩展至海洋和陆上钻完井一体化设备业务。中石化石油工程机械有限公司注入到上市公司, 既是兑现股改承诺, 也是中石化混合所有制改革中包括销售、装备、油服在内的一个重要环节。上市公司的经营范围也从单一的钻头业务拓宽至陆地钻井设备、固压增产设备、井下工具、海上钻完井设备、天然气管道等业务板块, 13、14、15年合并报表的经营收入规模估计值为75、83、94亿元, 14年收入结构中, 预计压裂车占比25%, 油气管道占比23%, 钻头钻具占比12%。
- 中石化石油机械板块内的固压设备、连续油管设备和井下工具领域具备竞争优势。此次注入上市公司的中石化石油工程机械有限公司旗下, 包括3个全资子公司四机厂、三机厂和沙市钢管厂、石油机械研究院, 以及持股65%的四机赛瓦等资产, 其中四机厂的压裂车组经营规模约20亿元, 2013年国内压裂设备市场份额在45%-50%, 位居国内压裂设备市场首位, 四机厂的连续油管设备与中石油江汉所、杰瑞股份齐名, 四机赛瓦的固压设备控制系统和井下工具产品得到客户较高评价。
- 中石化石油机械板块的盈利能力具备上升空间。相比国际石油机械设备制造企业NOV、FMC, 以及国内杰瑞股份、宏华集团和海隆控股, 中石化石油机械板块2012、2013年净利率仅为1.1%、1.2%, 公司预计2014、2015年净利率分别为2.1%和2.3%。其中四机厂2012、2013年毛利率仅11%, 远低于可比公司杰瑞股份43%的毛利率水平。
- 国内外非常规油气开发有利于石油机械板块收入增长。我们重点关注中石化石油机械板块内的压裂车组和连续油管等增产设备和四机赛瓦的井下工具, 这些产品有望在两桶油国内页岩气开发和海外非常规油气开发中继11-13年后再度呈爆发式增长。

评级面临的主要风险

- 有一定的管理风险; 压裂车组的价格竞争风险。

估值

- 按备考利润预测表, 公司估计13、14、15年收入分别为75、83和94亿元, 净利润分别为1.7、2.0和2.5亿元, 综合考虑石油机械板块内四机厂和四机赛瓦等竞争实力, 以及盈利能力的改善空间, 公司合理估值在150亿元以上, 按增发后股本计算最新市值122亿元, 上涨空间在20%以上, 首次给予买入评级, 目标价32.00元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	1,841	7,476	8,336	9,409	10,378
变动(%)	16	306	12	13	10
净利润(人民币 百万)	131	171	209	255	353
全面摊薄每股收益(人民币)	0.251	0.328	0.401	0.489	0.679
变动(%)	25.0	30.9	22.1	22.0	38.7
全面摊薄市盈率(倍)	104.1	79.5	65.2	53.4	38.5
价格/每股现金流量(倍)	82.2	402.1	64.6	50.5	25.6
每股现金流量(人民币)	0.32	0.06	0.40	0.52	1.02
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.1	32.0	28.8	23.1	21.0
每股股息(人民币)	0.063	0.063	0.100	0.122	0.170
股息率(%)	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

上市公司的控股权未发生变化.....	3
石化石油机械板块实现整体上市，上市公司经营范围从单一的 钻头业务扩展至海洋和陆上钻完井一体化设备业务	4
中石化石油机械板块内的固压设备和井下工具等完井增产设备 具备竞争优势	7
中石化石油机械板块的盈利能力具备上升空间.....	11
国内外非常规油气开发有利于石油机械板块收入增长.....	14
投资建议.....	17
研究报告中所提及的有关上市公司.....	20

上市公司的控股权未发生变化

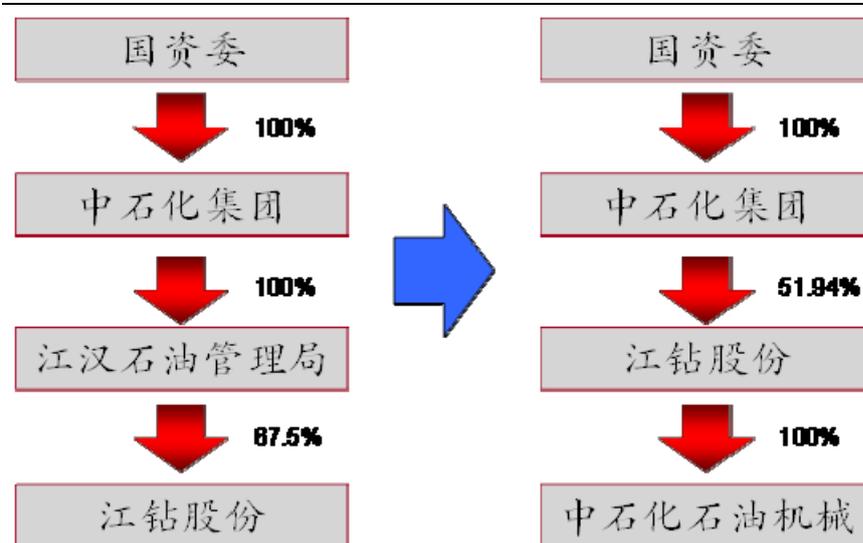
石油机械板块重组完成后，中石化集团持有上市公司股权比例为 51.94%，仍是控股股东。

中石化石油工程机械公司注入江钻股份之前，中石化集团通过下属单位江汉石油管理局间接持有上市公司江钻股份 67.5%的股权，同时直接持有中石化石油工程机械公司 100%的股权。

中石化石油工程机械公司注入江钻股份之后，中石化集团将直接持有上市公司江钻股份 51.94%的股权，而江钻股份直接持有中石化石油工程机械公司 100%的股权。

未来不排除上市公司名称由江钻股份更改“石化机械”，代码 000852。

图表 1. 上市平台的控股股东不变化



资料来源：公司公告、中银国际研究

石化石油机械板块实现整体上市，上市公司经营范围从单一的钻头业务扩展至海洋和陆上钻完井一体化设备业务

中石化石油工程机械公司注入到上市公司，既是兑现股改承诺，也是中石化混合所有制改革中包括销售、装备、油服在内的一个重要环节。

近年来，石化集团积极推动专业化整合和资本化运作，着力打造油气勘探开发、炼油化工、油品销售、石油工程技术、石油机械制造等产业板块，围绕各业务板块相关上市企业对主营业务进行资源整合。

油气装备制造与服务行业对专业化技术能力要求高，资金投入大，由单一产品优势企业成长为全面领先的油气装备制造与服务一体化企业是行业企业成长的必由之路。

图表 2. 中石化集团主业业务板块

业务类型	经营实体	经营规模 收入/利润	集团控股比例(%)
勘探开发	中石化股份公司		73.39
工程技术服务	中石化油服公司	900 亿元/24 亿元	100
石油机械	中石化机械公司	83 亿元/2.3 亿元	51.94
销售	中石化销售公司	1.5 万亿元/251 亿元	70.10

资料来源：公司公告、中银国际研究

上市公司的经营范围也从单一的钻头业务拓宽至陆地钻井设备、固压增产设备、井下工具、海上钻完井设备、天然气管道等业务板块。

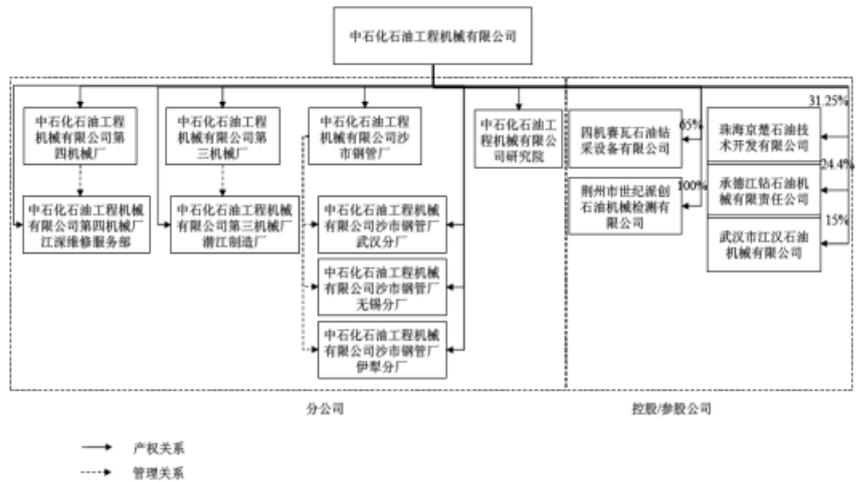
图表 3. 中石化机械板块主导产品

产品	经营实体	经营规模
钻头与钻具	江钻	11 亿元
钻机、修井机	四机厂	8.3 亿元
固压设备、连续油管	四机厂	25 亿元
井下工具	四机赛瓦（控股 65%）	11 亿元
海上钻完井	四机厂	
天然气管道	沙市钢管厂	13 亿元
天然气压缩机	三机厂	0.26 亿元

资料来源：公司公告、中银国际研究

中石化石油工程机械公司的主导产品包括井下工具、钻机、修井机、固井压裂成套设备、连续管作业设备、带压作业设备、高压流体控制产品、压缩机、抽油机、水处理设备、油气输送钢管，主要由所属第四机械厂、第三机械厂(主营业务已由江钻股份租赁经营)、四机赛瓦、沙市钢管厂、世纪派创、石油机械研究院等单位负责研发、检测、生产。

图表 4. 中石化机械板块的主要子公司

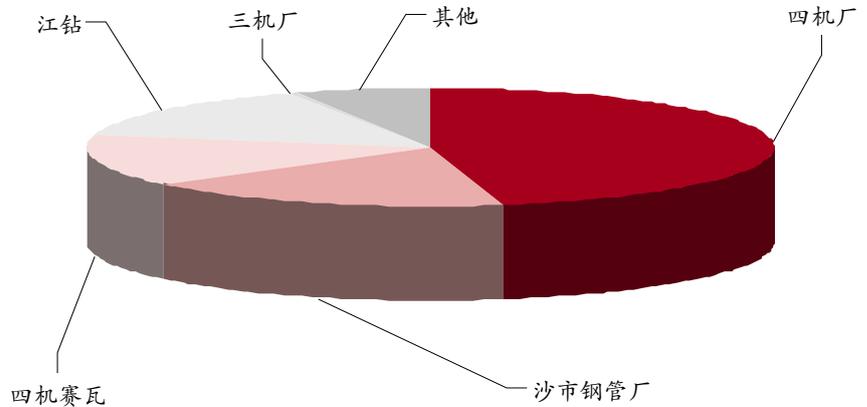


资料来源：公司公告、中银国际研究

根据备考数据，上市公司 2013、2014、2015 年合并报表的经营收入规模估计值为 75、83、94 亿元。按结构分类：

(1) 按经营实体分，2013 年，四机厂收入 35 亿元，四机赛瓦 11 亿元，三机厂 0.26 亿元，江钻股份 11 亿元，沙市钢管厂 13 亿元。

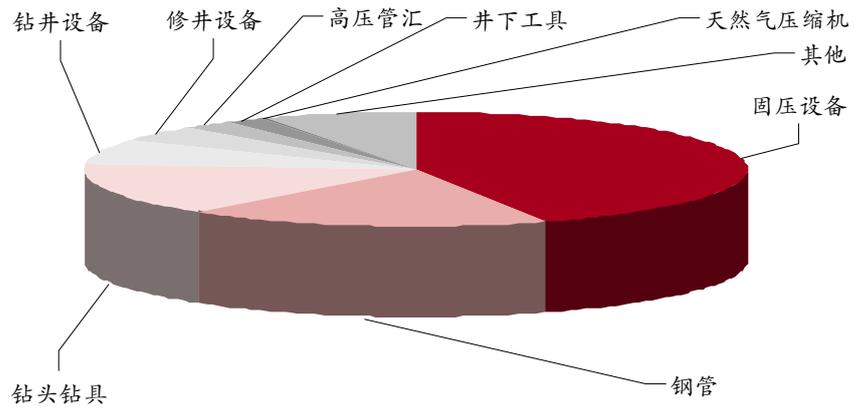
图表 5. 中石化机械板块的子公司收入占比



资料来源：公司公告、中银国际研究

(2) 按主导产品分类，2013 年收入结构中，压裂车占比 27%，油气管道占比 23%，钻头钻具占比 12%。

图表 6. 中石化机械板块的产品结构



资料来源：公司公告、中银国际研究

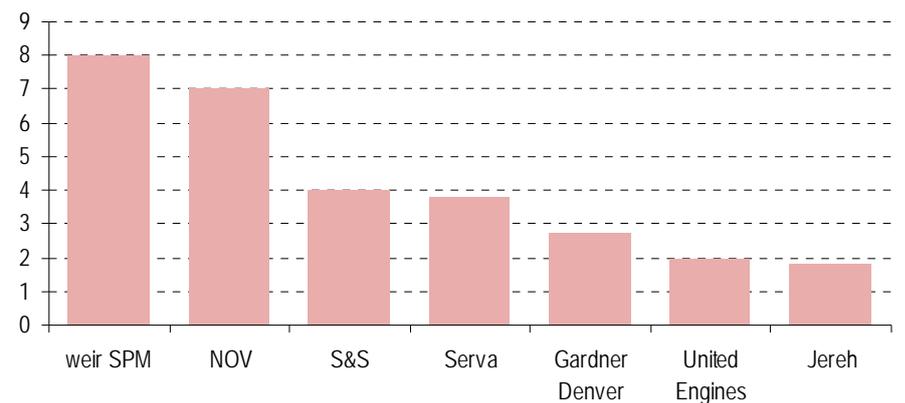
中石化石油机械板块内的固压设备和井下工具等完井增产设备具备竞争优势

此次注入上市公司的中石化石油工程机械公司旗下，包括 3 个全资子公司四机厂、三机厂和沙市钢管厂，石油机械研究院，以及持股 65% 的四机赛瓦等资产，其中四机厂的压裂车组经营规模约 20 亿元，2013 年国内压裂设备市场份额在 45%-50%，位居国内压裂设备市场首位，四机厂的连续油管设备与中石油江汉所、杰瑞股份齐名，四机赛瓦的固压设备控制系统和井下工具产品得到客户较高评价。

中石化固压设备位居全球前列

根据各子公司财务数据，2013 年中石化集团内的固压设备销售规模达到 40 亿元，折合 6-7 亿美元，我们估计其经营规模与 NOV 的固压设备基本相当，位居全球前三的市场地位。

图表 7. 全球固压设备供应商经营规模排名

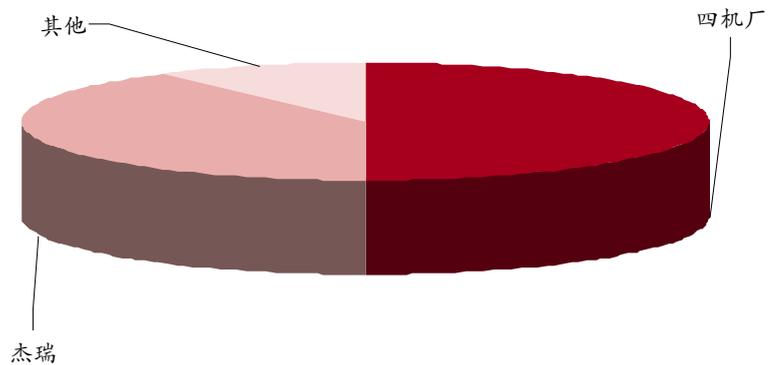


资料来源：市场调研，中银国际研究

四机厂的固压设备国际领先，国内第一

四机厂压裂设备稳居国内市场第一。我们估计 2013 年国内压裂车市场中，四机厂占 45%-50%，杰瑞占 40%-45%，剩余 10% 左右的市场份额由中油科昊等少数公司占有。预计未来 3 年内压裂设备市场仍由四机厂与杰瑞股份双寡头垄断，四机厂压裂设备稳居国内龙头地位。

图表 8. 国内压裂车组 2013 年市场竞争格局



资料来源：公司调研、中银国际研究

四机厂在压裂车领域的龙头地位，主要是固压设备领域内沉淀了数十年的核心技术：

- (1) 第四机械厂始建于 1941 年；
- (2) 自 20 世纪 80 年代初起，第四机械厂开始研制和开发大型石油钻采装备，并先后从美国引进了修井机、水泥车、压裂机组等七项石油钻采设备核心设计制造技术，试制出国产首台修井机、自动混浆水泥车、首套大功率压裂机组；
- (3) 经过多年技术积累与发展，第四机械厂逐步建立了品种规格较为齐全的产品结构体系和完善的技术创新体系，形成了具备自主知识产权的固井压裂设备、钻机、修井机、海洋石油设备和高压管汇元件五大类产品群，拥有世界最大的固井压裂设备综合性能测试实验基地和水压测试中心，具备年生产钻修井机 230 台、固压设备 400 台、高压管汇 18 万件、泵总成 700 台套的能力，制造水平、试验能力及生产能力在国内同行处于领先地位；
- (4) 在快移快装钻机、低温石油装备、自动混浆水泥车、大功率压裂机组领域的研制能力已经达到国际领先水平，曾生产出世界首套车载式 2500 型压裂机组（国家“863 计划”项目），并承担了国家“十二五”科技重大专项“3000 型成套压裂装备研制及应用示范工程”的科研任务，于 2013 年研制完成世界首台 3000 型压裂车，是目前国际上最大功率的车载压裂装备；
- (5) 主导产品包括固井压裂设备、钻机、修井机、海洋石油设备和高压管汇元件五大类产品群，远销北美地区、中东地区、非洲、俄罗斯等重要石油输出区域，目前已经在海内外形成了极具竞争力的企业声誉和领先的行业地位。

图表 9. 江汉四机厂核心产品


资料来源：公司公告、中银国际研究

压裂车新进入者很难打破已有格局。除四机厂、杰瑞股份以外，中油科昊、南阳二机、北方重工、三一重工、山东科瑞、宝石等近 10 家装备企业 2014 年展出压裂车或成套产品。与四机厂、杰瑞长达数十年的技术沉淀与丰富的井场施工业绩相比，新进入者的压裂设备整体缺乏竞争优势，尽管三一重工可能通过灵活的付款方式分享部分民营市场，宝石可能受益中石油内部采购优先权，但短期内均很难做到与四机厂和杰瑞的成套设备媲美，中油科昊则作为市场跟随着分享低端市场。

图表 10. 国内压裂车组供应商及市场地位

公司名称	主营业务	压裂车产品	市场定位
宝石机械	钻机、泥浆泵、井口装置等	2300 型压裂车	新进入者
中油科昊	固压设备、柱塞泵、高压管汇	700 型、1000 型、1400 型、1800 型、2000 型、2500 型	市场跟随者
南阳二机	钻机、修井机等	2000 型	新进入者
北方重工	隧道工程装备、电力装备、建材装备、冶金装备、矿山装备、煤炭机械等	2500 型	新进入者
山东科瑞	钻井设备、固压设备、天然气压缩	2000 型、2250 型、2500 型	新进入者
江汉四机厂	固压设备、连续油管、钻机	2000、2500、3000 型，系列齐全	市场领导者
杰瑞集团	固压设备、天然气压缩机等	2000、2500、3100 型，系列齐全	市场领导者

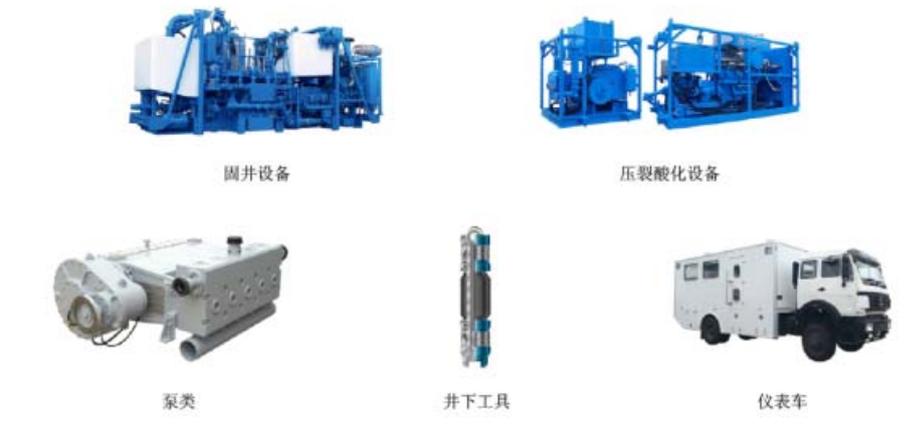
资料来源：公司公告、中银国际研究

四机赛瓦的井下工具存在进口替代空间

四机赛瓦成立于 1992 年，是江汉石油管理局和美国赛瓦公司共同投资组建的中美合资企业（机械公司持有四机赛瓦 65% 股权，美国赛瓦公司持有 35% 股权），专注于石油钻采设备研究和生产制造，主要产品包括固井设备、压裂成套设备、柱塞泵与离心泵、油田井下工具、仪表车、离合器和制动器等。

经过多年发展，四机赛瓦已经发展成为国内石油钻采装备制造领域中具有持续自主创新能力和核心竞争能力的骨干企业，并在油田固井、压裂成套设备自动控制技术领域已经达到世界领先水平。另外，四机赛瓦还是被业界认可的专业泵厂，生产高压柱塞泵和离心泵并销售全球各地。四机赛瓦具备年生产泵 800 台、井下工具 3 万套、固压成套设备 400 台/套的能力。

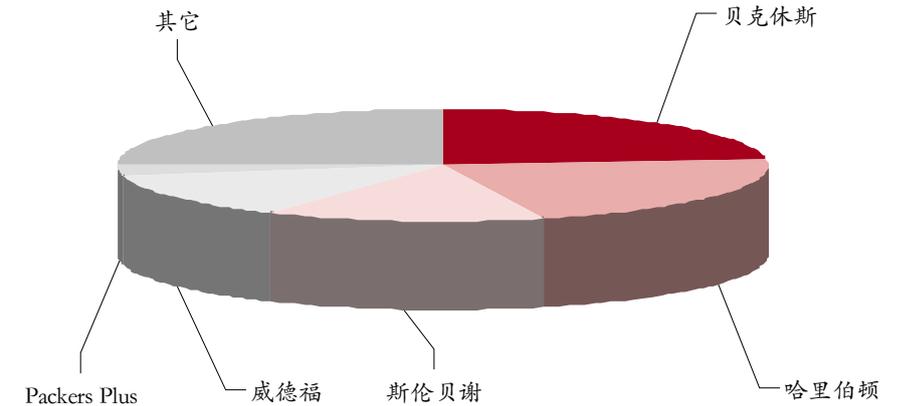
图表 11. 四机赛瓦的主导产品



资料来源：公司公告、中银国际研究

尽管四机赛瓦井下工具销售额仅为 1.24 亿元，但目前中石化页岩气水平井采用的井下工具从原来由四大国际油服公司供应，逐渐转变为由中石化系统内的井下工具生产商供应，四机赛瓦就是井下工具国产化的主要受益者之一。

图表 12. 全球完井工具市场结构



资料来源：Spear&Associates、中银国际研究

*全球完井工具与服务市场主要由前 4 家油服企业占有 72% 市场份额，其中 Schlumberger 占 14%，Halliburton 占 22%，Baker Hughes 占 23%，威德福占 13%。

将四机赛瓦纳入上市公司平台，形成更加完整的石油机械产业链，实现公司对油气“勘探开发”全部环节的一体化产业布局，并能与第四机械厂形成良好的协同效应，从而打造公司固井、压裂装备行业领先地位，把握国内非常规油气资源大规模开发的契机，强化公司盈利能力。

中石化石油机械板块的盈利能力具备上升空间

相比国际石油机械设备制造企业 NOV、FMC，以及国内杰瑞股份、宏华集团和海隆控股，中石化石油机械板块 2012、2013 年净利率仅为 1.1%、2.3%，公司预计 2014、2015 年净利率分别为 2.4%和 2.7%。其中四机厂 2012、2013 年毛利率仅 11%，远低于可比公司杰瑞股份 43%的毛利率水平。

根据已披露信息，中石化机械板块盈利能力远低于国内外同业的盈利水平：

(1) 中石化机械板块 2013-2015 年的毛利率分别为 15.7%、14.8%和 15.0%；国际可比公司 NOV、FMC 2013 年的毛利率分别为 24%、22%，国内可比公司杰瑞、宏华和海隆控股的毛利率分别为 49%、24%、40%；

(2) 中石化机械板块 2013-2015 年的净利率分别为 2.3%、2.4%和 2.7%；国际可比公司 NOV、FMC 2013 年的净利率分别为 10%、7%，国内可比公司杰瑞、宏华和海隆控股的净利率分别为 30%、7%、14%；

我们认为，中石化机械板块盈利能力远低于国内外同业的盈利水平的主要原因包括：

(1) 产品结构的差异。中石化机械板块内，四机厂毛利率 12%左右，沙市钢管厂毛利率 7%，四机赛瓦毛利率 20%左右（净利率 8%），江钻股份的毛利率 20-25%（净利率 5%上下波动）。

(2) 企业管理的效益。

(3) 采购渠道的优化。

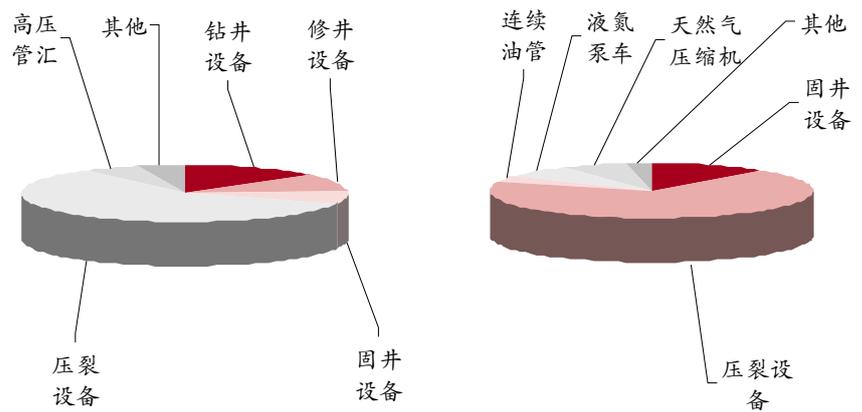
与四机厂业务结构 90%类似的是杰瑞股份。与杰瑞毛利率 40-50%、净利率 25%-30%相比，四机厂历年的毛利率处于 12%左右的水平，净利率处于 10%以内。

图表 13. 四机厂和杰瑞设备板块毛利率比较



资料来源：公司公告、中银国际研究

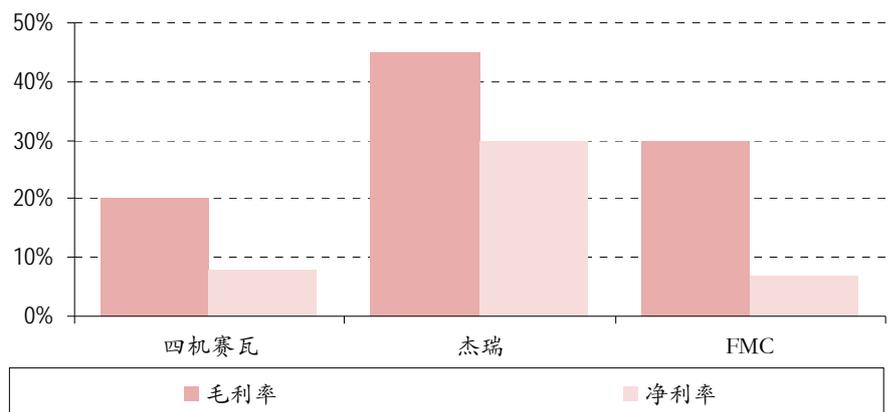
图表 14. 四机厂和杰瑞设备板块收入结构比较



资料来源：公司公告、中银国际研究

与四机赛瓦类似的企业是杰瑞和 FMC 等企业，与杰瑞毛利率 40-50%、净利率 25%-30%相比；FMC 的毛利率位于 30-35%，净利率位于 5-10%；四机赛瓦历年毛利率为 20%左右，净利率处于 8%左右。

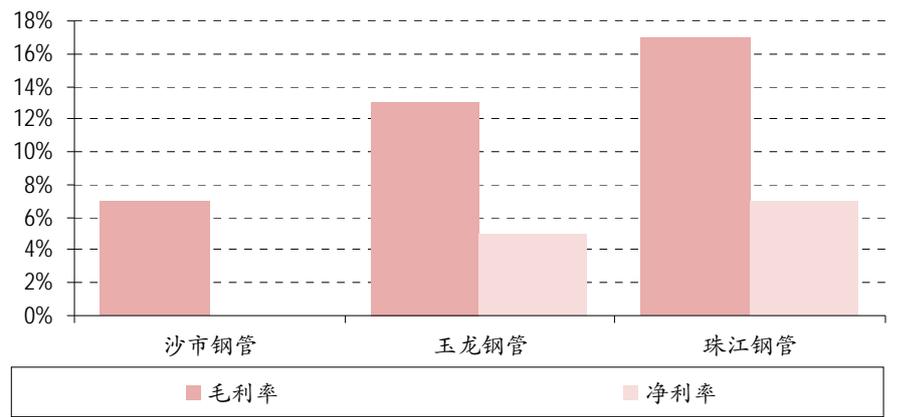
图表 15. 四机厂、杰瑞、FMC 的盈利能力对比



资料来源：公司公告、中银国际研究

与沙市钢管厂类似的是玉龙股份、珠江钢管。珠江钢管毛利率位于 15%-20% 之间，净利率位于 5%-10%，玉龙股份的毛利率位于 10-15%之间，净利稳定在 5%左右，而沙市钢管厂 2012、2013 和 2014 年上半年的毛利率分别为 6.5%、7.5% 和 6.4%。

图表 16. 沙市钢管厂与同业盈利能力比较



资料来源：公司公告、中银国际研究

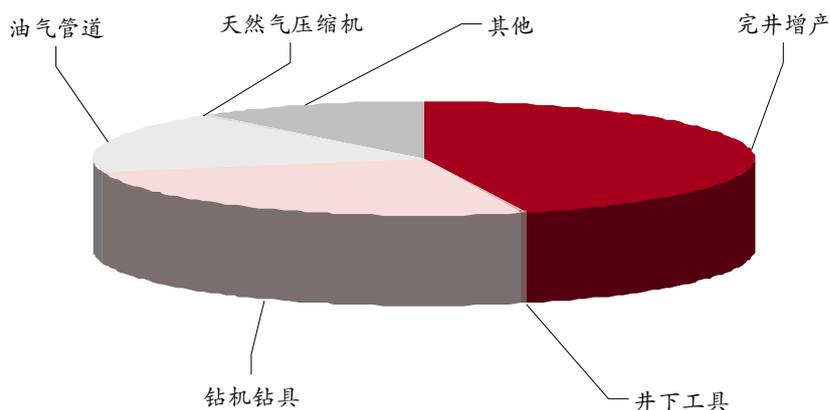
国内外非常规油气开发有利于石油机械板块收入增长

我们重点关注中石化石油机械板块内的压裂机组和连续油管等增产设备和四机赛瓦的井下工具，这些产品有望在两桶油国内页岩气开发和海外非常规油气开发中继 11-13 年后再度呈爆发式增长。

我们重新按产品类别统计，中石化机械板块的业务结构如下：

- (1) 把固井设备、压裂设备合计为完井增产设备，中石化机械板块 2013 年完井增产设备销售额 35 亿元，占机械板块总收入的 45%-50%。
- (2) 完井工具与服务仅有 1.24 亿元，占机械板块总收入的 2%。
- (3) 钻修井设备合计 19.3 亿元，占机械板块总收入的 26%。
- (4) 油气管道 13 亿元，占比 17%。
- (5) 天然气压缩机 0.26 亿元，占比非常小。

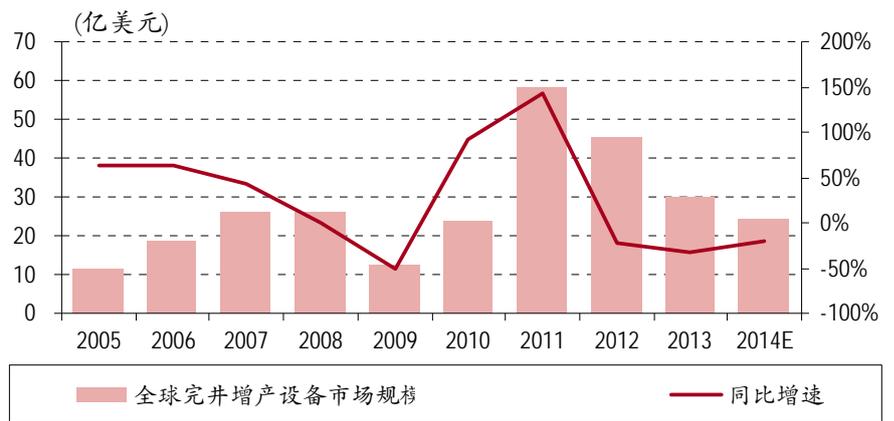
图表 17. 中石化机械板块产品分类及收入结构



资料来源：公司公告、中银国际研究

目前，公司钻完井设备主导产品中，完井增产设备产品的全球市场规模在 2011 年达到 58 亿美元，由于美国压裂服务市场景气度下滑，2013 年降至 30 亿美元，预计 2014 年进一步下滑至 24 亿美元。

图表 18.全球完井增产设备规模及增速

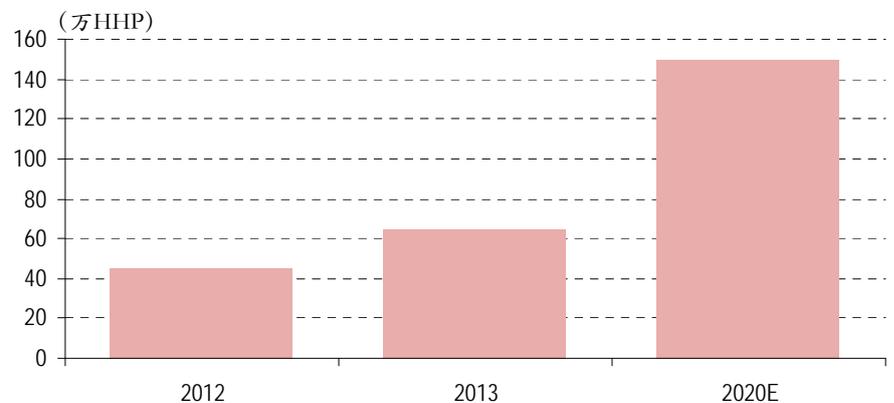


资料来源: Spear&Associates、中银国际研究

国内压裂设备需求远未触顶, 预计最高需求量达到 150-200 万 HHP:

- (1) 根据国内年钻完水平井数量 30%左右增速, 及天然气产量 10%-15%增速预计。2015 年前年均压裂设备需求 40-50 万 HHP。
- (2) 按 2020 年实现页岩气产量 600-1,000 亿方推算, 我国压裂设备年需求量可以达到 150-200 万 HHP, 相比 2012 年交付 40-50 万 HHP、2013 年交付 60-70 万 HHP, 仍有数倍增长空间。

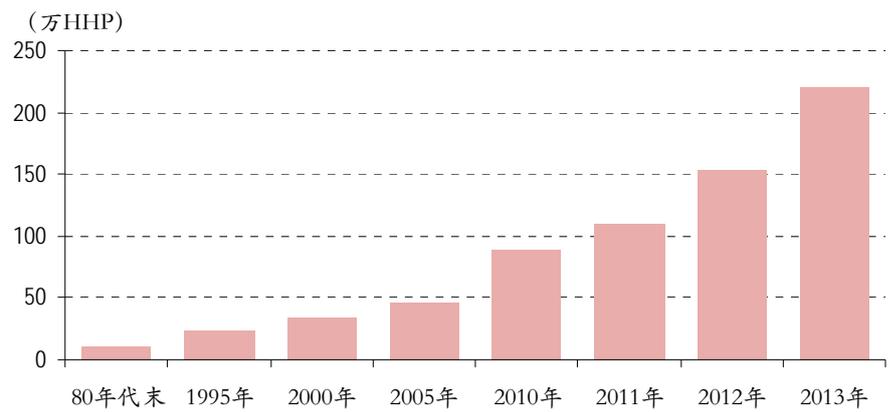
图表 19. 国内压裂车组的新增需求



资料来源: 公司数据、中银国际研究

与美国相比, 国内压裂车设备市场潜力巨大。根据客户采购量, 我们估算 2011-2013 年底, 国内压裂设备存量依次为 110、150、210-220 万 HHP, 远低于美国 1,500 万 HHP 以上的压裂能力, 同时国内年钻水平井占比 15%左右, 低于美国 30%左右的水平井比例, 国内非常规天然气产量占比 1/3 且以致密气为主, 低于美国非常规天然气产量 3/4 的比例。

图表 20. 国内压裂车组存量规模



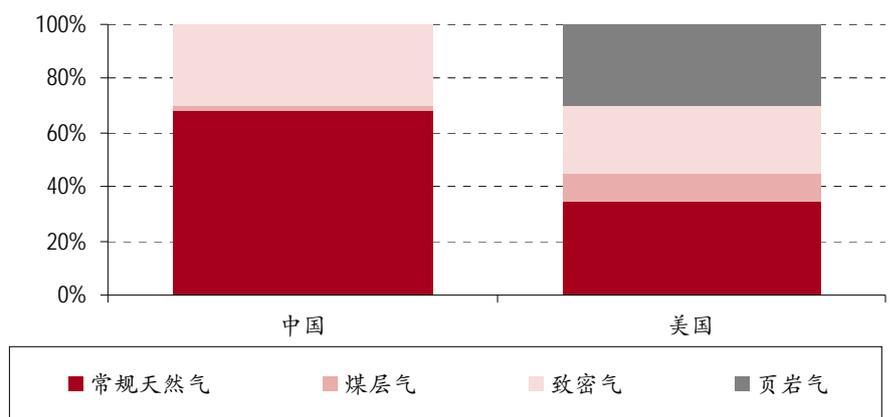
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 21. 中国与美国的水平井比重比较



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 22. 中国与美国的非常规天然气比重比较



资料来源：公司数据、中银国际研究

投资建议

公司合理估值在 150 亿元以上，按增发后股本计算最新市值 122 亿元，上涨空间在 20% 以上，目标价 32.00 元

- (1) 按备考利润预测表，公司估计 13、14、15 年收入分别为 75、83 和 94 亿元，净利润分别为 1.7、2.3 和 2.9 亿元；
- (2) 综合考虑石油机械板块内四机厂和四机赛瓦等竞争实力，我们认为机械板块的净利率具备从 2% 提升至 7-10% 的改善空间，2014 年合理的净利润在 6-8 亿元；
- (3) 参考杰瑞目前估值倍数为 25 倍，中石化机械板块估值 150-200 亿元。

分部估值法推算，我们判断公司保守的合理估值在 145 亿元
(=100+10+15+30*65%+0.5)

- (1) 四机厂：我们认为杰瑞 400 亿元市值中包含了 1/2 的工程技术服务期权、1/2 的机械板块估值。2013 年四机厂的收入规模与杰瑞 2013 年相当，合理的估值在 1/4-1/3 的杰瑞市值，即 100-130 亿元之间。
- (2) 江钻股份：收入规模 11 亿元，但正常盈利在 0.5 亿元，按 20 倍估值合理市值 10-15 亿元。
- (3) 沙市钢管：收入规模 13 亿元，盈利能力一般，对应珠江钢管和玉龙股份的估值水平，我们判断沙市钢管的估值在 15 亿元。
- (4) 四机赛瓦：2013 年收入 11 亿元，净利润率在 8%，净利润接近 1 亿元，公司实力强烈，同样在中石化页岩气开发中受益，给予 30 倍估值，整体合理估值为 30 亿元。

图表 23. 中石化机械分部估值

子公司	2013 年收入(亿元)	合理市值(亿元)	可比公司	2013 年收入(亿元)	市值(亿元)
1、四机厂	35	100-130	杰瑞	37	400
2、江钻股份	11	10	宏华	80	50
3、沙市钢管	13	15	玉龙股份 珠江钢管	27 20	49 21.6
4、四机赛瓦	11	30	杰瑞	37	400
5、三机厂	0.26	0.5			

资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 24. 备考利润表的主营业务预测

	主营业务	2013	2014E	2015E
营业收入(万元)				
	石油机械装备	455,783	478,207	479,000
	油气管道	127,269	189,234	292,340
	钻头钻具	113,203	97,702	102,100
	其他	32,714	46,324	47,900
	合计	728,969	811,467	921,340
毛利率(%)				
	石油机械装备	14.6	15.7	16.4
	油气管道	7.4	7.7	8.5
	钻头钻具	30.6	26.0	28.9
	其他	7.4	7.4	9.4
	公司平均	15.5	14.6	14.9

资料来源：公司公告、中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	1,841	7,476	8,336	9,409	10,378
销售成本	(1,372)	(6,292)	(7,084)	(7,994)	(8,730)
经营费用	(243)	(820)	(849)	(917)	(1,118)
息税折旧前利润	225	364	403	498	530
折旧及摊销	(58)	(91)	(91)	(97)	0
经营利润(息税前利润)	167	273	312	401	530
净利息收入/(费用)	(21)	(63)	(71)	(71)	(71)
其他收益/(损失)	4	26	32	3	4
税前利润	150	236	272	333	462
所得税	(21)	(39)	(31)	(41)	(69)
少数股东权益	1	(26)	(32)	(37)	(40)
净利润	131	171	209	255	353
核心净利润	127	152	196	258	356
每股收益(人民币)	0.251	0.328	0.401	0.489	0.679
核心每股收益(人民币)	0.244	0.292	0.377	0.496	0.683
每股股息(人民币)	0.063	0.063	0.100	0.122	0.170
收入增长(%)	16	306	12	13	10
息税前利润增长(%)	25	64	14	29	32
息税折旧前利润增长(%)	21	62	11	23	6
每股收益增长(%)	25	31	22	22	39
核心每股收益增长(%)	46	20	29	31	38

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	150	236	272	333	462
折旧与摊销	58	91	91	97	0
净利息费用	21	63	71	71	71
运营资本变动	(85)	(188)	(102)	(91)	71
税金	(21)	(39)	(31)	(41)	(69)
其他经营现金流	42	(129)	(92)	(100)	(4)
经营活动产生的现金流	165	34	210	269	531
购买固定资产净值	(123)	(33)	(60)	(50)	(50)
投资减少/增加	0	1	0	0	0
其他投资现金流	0	(4)	18	7	7
投资活动产生的现金流	(122)	(35)	(42)	(43)	(43)
净增权益	0	4	0	0	0
净增债务	72	110	0	0	0
支付股息	(32)	(33)	(33)	(52)	(64)
其他融资现金流	(66)	(72)	(71)	(71)	(71)
融资活动产生的现金流	(26)	9	(104)	(124)	(135)
现金变动	17	7	64	103	353
期初现金	50	65	72	136	238
公司自由现金流	44	36	171	230	493
权益自由现金流	95	83	97	155	417

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	65	72	136	238	591
应收帐款	2,559	2,381	2,654	2,995	3,302
库存	2,894	3,334	3,754	4,236	4,626
其他流动资产	383	1,211	1,253	1,302	1,342
流动资产总计	5,900	6,998	7,797	8,772	9,862
固定资产	1,857	1,724	1,767	1,813	1,860
无形资产	112	107	107	107	107
其他长期资产	21	27	27	27	27
长期资产总计	2,031	1,920	1,962	2,009	2,056
总资产	7,931	8,918	9,760	10,781	11,918
应付帐款	3,563	4,535	5,092	5,746	6,293
短期债务	1,336	1,280	1,280	1,280	1,280
其他流动负债	356	510	587	714	974
流动负债总计	5,256	6,325	6,959	7,740	8,548
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	19	6	6	6	6
股本	520	520	520	520	520
储备	1,972	1,899	2,075	2,277	2,567
股东权益	2,493	2,420	2,595	2,798	3,087
少数股东权益	164	167	199	237	277
总负债及权益	7,931	8,918	9,760	10,781	11,918
每股帐面价值(人民币)	4.79	4.65	4.99	5.38	5.93
每股有形资产(人民币)	4.57	4.44	4.78	5.17	5.73
每股净负债(现金)(人民币)	2.44	2.32	2.20	2.00	1.32

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.2	4.9	4.8	5.3	5.1
息税前利润率(%)	9.1	3.7	3.7	4.3	5.1
税前利润率(%)	8.2	3.2	3.3	3.5	4.5
净利率(%)	7.1	2.3	2.5	2.7	3.4
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	8.1	4.3	4.4	5.6	7.4
净权益负债率(%)	47.8	46.7	41.0	34.3	20.5
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	104.1	79.5	65.2	53.4	38.5
核心业务市盈率(倍)	107.1	89.6	69.2	52.7	38.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	164.0	137.1	106.0	80.7	58.5
市净率(倍)	5.5	5.6	5.2	4.9	4.4
价格/现金流(倍)	82.2	402.1	64.6	50.5	25.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.1	32.0	28.8	23.1	21.0
周转率					
存货周转天数	452.1	180.7	182.6	182.4	185.3
应收帐款周转天数	299.9	120.6	110.2	109.6	110.7
应付帐款周转天数	392.3	197.7	210.8	210.2	211.7
回报率					
股息支付率(%)	25.1	19.2	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	7.3	7.0	8.3	9.4	12.0
资产收益率(%)	2.9	2.7	3.0	3.4	4.0
已运用资本收益率(%)	6.2	6.9	7.9	9.6	11.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

杰瑞股份 (002353.CH/人民币 38.94, 买入)

玉龙股份 (601028.CH/人民币 16.04, 谨慎买入)

珠江钢管 (1938.HK/港币 2.52, 未有评级)

以 2014 年 9 月 29 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

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内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。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。所有本报告期内使用的商标、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