

2010年3月11日

江钻股份

上游勘探开发投资增长将使订单超预期

A
买入

000852.SZ - 人民币 12.10

目标价格: 人民币 14.00

刘志成, CFA*

(852) 2905 2130

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(4)	4	(1)	86
相对新华富时	6	3	8	47
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	400
流通股 (%)	33
流通股市值 (人民币 百万)	1,591
3个月日均交易额 (人民币 百万)	59
净负债比率 (%)	14
主要股东 (%)	
江汉石油管理局	68

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*罗丹为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

中石油集团公司旗下的中石油天然气股份有限公司四川分公司计划 2010 年投资人民币 160 亿元 (合 23 亿美元) 进行油气勘探及开发, 重点放在龙岗、须家河和川东北地区。该资本支出水平已回到 2008 年的水平, 我们判断该 160 亿元的投资将比 2009 年有所增长, 因为 2009 年中石油股份有限公司勘探生产板块整体资本支出比 08 年下降了 15.6%。江钻股份 2009 年前五大客户中的两大客户集中在四川地区, 且营业收入贡献占比为 9.66%。预计公司今年的油用钻头订单可能会有超预期表现。

支撑评级的要点

- 公司收入增长即将加快。新产品金刚石钻头收入占比将逐年上升, 传统主打产品将稳中有升。考虑到四川地区油藏一般在 5,000 米以上且极易面临恶劣打井条件, 预计公司的新产品金刚石钻头 2010 年将会有不俗表现。
- 适当将 2010 和 11 年的每股收益预测由 0.35 元和 0.48 元下调至 0.30 元、0.36 元。前提是公司的新项目井下工具制造 2010 年可能未开始贡献收入。
- 全行业来看, 中国石油天然气机械与油田服务企业将逐渐进入重组时期。优质企业的并购将有利于扩大产品出口和产品服务的配套一体化发展。

评级面临的主要风险

- 公司的新项目井下钻具延迟生产。

估值

- 仍然维持**买入**评级和目标价格 14.00 元不变。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	1,333	1,214	1,375	1,638	1,941
变动 (%)	16	(9)	13	19	18
核心净利润 (人民币 百万)	102	109	122	144	167
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.331	0.272	0.304	0.359	0.416
变动 (%)	9.8	(17.9)	12.0	18.1	15.9
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.317	0.360	-
先前预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.353	0.484	-
调整幅度 (%)	-	-	(13.7)	(25.7)	-
全面摊薄市盈率 (倍)	37.0	45.0	40.2	34.0	29.4
每股现金流量 (人民币)	0.37	0.14	0.38	0.30	0.37
价格/每股现金流量 (倍)	33.3	87.5	32.3	40.2	32.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	18.5	27.8	23.4	20.5	18.6
每股股息 (人民币)	0.400	0.077	0.100	0.100	0.200
股息率 (%)	3.3	0.6	0.8	0.8	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

公司近年增长与上游勘探开发增速基本一致

江钻股份的主打产品为牙轮钻头，该产品的生产技术已经非常成熟，国内市场占有率一直保持高位且稳定。由于出口到国外的收入占比相对较小，因此公司的盈利增速基本体现的是国内陆地上游勘探开发的增速。

若全球 2010 年石油天然气上游资本支出达到市场一致预期的 11%，则中国陆地上游勘探开发的投资会高于这个水平。我们预测公司 2010 年的净利润增长率为 11.9%。

图表 2. 江钻股份近年来增速与上游投资增速一致



资料来源：中石油

注：由于统计口径不同，2008 年和 2009 年采用上游资本支出数据

未来将突破原有增长模式

以 2010 年为起点，我们认为江钻股份在后续的年份将慢慢步入快速增长的阶段。在原有产品技术成熟和市场份额一直保持稳定的情况下，公司后续的增长空间在于产品延伸和出口。

公司的新产品金刚石钻头订单将会逐渐增多。公司的两个大客户四川石油管理局物资总公司和中石油化工有限公司川东北物资供应储备中心可能是公司金刚石钻头的潜在用户。因为西部及西南地区的油藏通常在 5,000 米或以上的深层岩层中发现，极易面临更恶劣、高压、高温的油井条件，因此该地区不仅要用到牙轮钻头，金刚石钻头的需求也会很大。

2010 年产品出口将慢慢好转。出口收入占公司营收的 18.5% 左右,公司 2009 年的海外营收同比下降了约 35%,预计 2010 年收入海外收入将逐步回升。另外,在俄罗斯和南美洲,以全井段油用钻头承包服务为主。这意味着,公司的金刚石钻头出口销售会带动更多的牙轮钻头销量,两种产品相互补充。

公司的新项目螺杆钻具今年可能不会贡献收入。但此工具若批量化生产,公司的营收增长将加快。该产品将在未来打水平井和定向井(提高生产率)过程中频繁使用。有数据为证,中石油 2005 年水平数目大约为 200 口,2006 年和 2007 年分别上升到 522 口、674 口。而美国 2006 年就钻了 4,837 口水平井。我国在陆地总面积及地质特点方面与美国相似。粗略测算,一口 7,000 米的井,大概要用到 200 多根螺杆钻具。

行业并购重组为大势所趋

2 月底,全球最大油服公司斯伦贝谢(SLB.US/美元 64.20, 未有评级)花 110 亿美元收购全球第二大钻头供应商史密斯(SII.US/美元 43.39, 未有评级),以拓宽服务范围并加强其在石油钻井技术和天然气生产方面的优势。此收购是全球近十年来油服公司最大的并购案。

斯伦贝谢是不涉及产品制造业务的油服公司,而史密斯主要从事钻头的制造,2009 年受金融危机影响,两个公司都承受了不同程度的业绩下滑。无论是油服公司还是油田装备制造公司,如果服务或者产品结构太单一,都将避免不了承担油价下跌的风险。随着该行业对产品配套或产品与服务一体化的要求越来越高,行业重组与并购将是大势所趋,尤其是相应的龙头企业。

目前我国油服及装备公司与国际同类公司仍存在较大差距,而且公司规模往往比较小,且不集中。虽然油服公司与装备公司的并购是未来的方向,但目前来说,同类公司重组的可能性似乎更大。

综合以上观点,我们仍然维持对该公司的**买入**评级,目标价格不变。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,333	1,214	1,375	1,638	1,941
销售成本	(905)	(823)	(916)	(1,093)	(1,302)
经营费用	(217)	(207)	(241)	(297)	(364)
息税折旧前利润	211	184	218	248	275
折旧及摊销	53	52	48	48	51
经营利润(息税前利润)	158	131	170	201	224
净利息收入/(费用)	(8)	(10)	(5)	(7)	(7)
其他收益/(损失)	(21)	13	(11)	(11)	(11)
税前利润	129	134	154	182	206
所得税	(21)	(21)	(25)	(29)	(32)
少数股东权益	(7)	(5)	(8)	(9)	(7)
净利润	102	109	122	144	167
核心净利润	102	109	122	144	167
每股收益(人民币)	0.331	0.272	0.304	0.359	0.416
核心每股收益(人民币)	0.331	0.272	0.304	0.359	0.416
每股股息(人民币)	0.400	0.077	0.100	0.100	0.200
收入增长(%)	16	(9)	13	19	18
息税前利润增长(%)	3	(17)	29	18	12
息税折旧前利润增长(%)	6	(13)	18	14	11
每股收益增长(%)	10	(18)	12	18	16
核心每股收益增长(%)	10	(18)	12	18	16

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	100	70	99	108	104
应收帐款	205	264	260	282	334
库存	498	440	505	602	713
其他流动资产	110	108	112	135	126
流动资产总计	912	882	976	1,127	1,277
固定资产	587	655	692	712	732
无形资产	12	33	30	28	22
其他长期资产	30	25	25	25	25
长期资产总计	629	713	747	765	779
总资产	1,542	1,595	1,724	1,892	2,057
应付帐款	230	178	198	237	281
短期债务	189	245	250	250	250
其他流动负债	188	155	171	186	210
流动负债总计	606	577	619	672	741
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	7	7	7	7
股本	308	400	400	400	400
储备	583	568	652	757	846
股东权益	891	969	1,052	1,158	1,246
少数股东权益	35	38	46	55	63
总负债及权益	1,542	1,591	1,724	1,892	2,057
每股帐面价值(人民币)	2.89	2.42	2.63	2.89	3.11
每股有形资产(人民币)	2.85	2.34	2.55	2.82	3.06
每股净负债/(现金)(人民币)	0.29	0.44	0.38	0.35	0.36

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	129	134	154	182	206
折旧与摊销	53	52	48	48	51
净利息费用	8	10	5	7	7
运营资本变动	(81)	(125)	(42)	(97)	(94)
支付税金	(21)	(21)	(25)	(29)	(32)
其他经营现金流	25	5	11	11	11
经营活动产生的现金流	113	56	152	122	149
购买固定资产净值	(131)	(95)	(82)	(65)	(65)
投资减少/增加	35	1	0	0	0
其他投资现金流	(1)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(97)	(94)	(82)	(65)	(65)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	34	51	5	0	0
支付股息	(114)	(45)	(45)	(48)	(88)
其他融资现金流	(2)	1	0	0	0
融资活动产生的现金流	(83)	8	(40)	(48)	(88)
现金变动	(67)	(31)	29	9	(4)
期初现金	167	100	70	99	108
公司自由现金流	16	(38)	70	57	84
权益自由现金流	48	13	75	57	84

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	15.8	15.1	15.8	15.1	14.2
息税前利润率	11.8	10.8	12.4	12.2	11.6
税前利润率	9.7	11.1	11.2	11.1	10.6
净利率(%)	7.6	9.0	8.9	8.8	8.6
流动性(倍)					
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7
利息覆盖率	16.1	12.1	32.7	25.7	28.7
净权益负债率(%)	9.6	17.4	13.7	11.7	11.1
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
估值(倍)					
市盈率	37.0	45.0	40.2	34.0	29.4
核心业务市盈率	37.0	45.0	40.2	34.0	29.4
目标价对应核心业务市盈率	42.3	51.5	46.0	39.0	33.6
市净率	4.2	5.1	4.7	4.2	3.9
价格/现金流	33.3	87.5	32.3	40.2	32.9
企业价值/息税折旧前利润	18.5	27.8	23.4	20.5	18.6
周转率					
存货周转天数	123.1	140.9	125.5	123.4	123.7
应收帐款周转天数	55.8	70.5	69.5	60.4	57.9
应付帐款周转天数	58.8	61.2	49.9	48.5	48.7
回报率(%)					
股息支付率	120.9	28.3	32.9	27.8	48.0
净资产收益率	11.3	11.7	12.1	13.0	13.9
资产收益率	8.6	7.1	8.6	9.3	9.6
已运用资本收益率	14.5	11.2	13.1	14.3	14.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的1%的财务权益；(ii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iii)他们与有关上市法团之间在过去12个月内不存在投资银行业务关系。中银国际集团涉及以下上市法团证券的做市活动：中国移动。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照2010年3月9日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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) 2867 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) 2867 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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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