

2011年1月31日

江钻股份

2010年业绩大致符合预期

持有 (↓买入)

A

000852.SZ - 人民币 13.85

目标价格: 人民币 14.60 (↑14.00)

公司2010年营业总收入与扣除非经常性损益的净利润分别达到13.64亿元和11.1亿元,同比增速分别为12.37%与15.49%。该增长与我们对该公司增速与全球石油天然气上游投资增速保持一致的判断相符。2010年全球油气上游投资增速约为11%。预计2011年公司业绩仍将延续复苏的趋势,公司新投资的项目将陆续取得进展。尽管公司资本市场运作预期加强,但考虑到公司新投资项目进展缓慢。我们将评级由买入下调为持有,同时上调目标价为14.60元。

罗丹

(8610) 6622 9107

Dan.luo@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210090001

年报要点

- 公司新增控股子公司北京北油江钻井下工具有限公司和湖北江钻天祥化工有限公司,股权比例皆为51%。公司正进入井下工具制造领域。另外,公司为了延伸产业链并发挥中石化集团化工资源优势,2010年下半年开始从事三氯氢硅的生产与销售。
- 主营产品海外销售在恢复过程中。海外销售收入同比增长51.6%。国内销售收入微增。
- 公司主营产品毛利率基本保持稳定。CNG业务毛利率由2009年的13.3%上升至16.3%。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

评级面临的主要风险

- 新项目盈利进展快于预期。

估值

- 我们将2011-2012每股收益预测由原来的0.36和0.42元调整为0.32和0.36元。考虑到公司近一个月平均估值为45.5倍,我们将目标价格由14.00元上调至14.60元。我们将评级下调为持有。

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	20	26	14	22
相对新华富时A50指数(%)	21	26	26	36

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)	1.82
3个月日均交易额(人民币 百万)	92
净负债比率(%)	18
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

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,214	1,364	1,482	1,694	1,955
变动(%)	(9)	12	9	14	15
核心净利润(人民币 百万)	109	108	126	143	161
全面摊薄每股收益(人民币)	0.27	0.271	0.315	0.357	0.402
变动(%)	(17.9)	(0.4)	16.5	13.3	12.4
市场预期每股收益(人民币)-	-	0.313	0.347	0.380	-
先前预测摊薄每股收益(人民币)-	-	-	0.359	0.416	-
调整幅度(%)	-	-	(12.2)	(14.2)	-
核心每股收益(人民币)	0.27	0.271	0.31	0.357	0.402
变动(%)	(17.9)	(0.4)	16.5	13.3	12.4
全面摊薄市盈率(倍)	51.0	51.2	43.9	38.8	34.5
核心市盈率(倍)	51.0	51.2	43.9	38.8	34.5
每股现金流量(人民币)	0.14	0.46	0.23	0.44	0.49
价格/每股现金流量(倍)	99.1	30.2	59.0	31.4	28.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.3	27.8	24.7	22.6	20.0
每股股息(人民币)	0.10	0	0.10	0.10	0.150
股息率(%)	0.7	0.7	0.7	0.7	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

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

公司正拓展产业链，进入井下工具制造

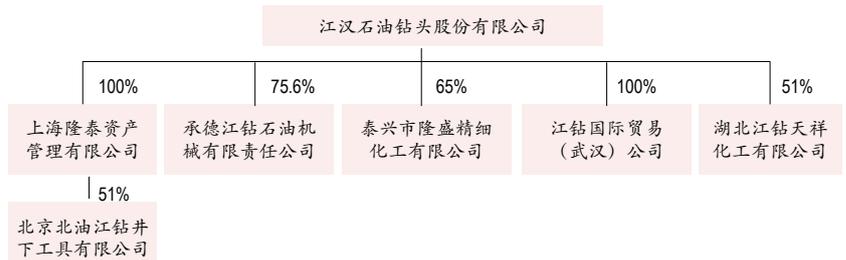
2010年公司新增控股子公司北京北油江钻井下工具有限公司和湖北江钻天祥化工有限公司，股权比例皆为51%。

北京北油江钻井下工具有限公司成立于2009年7月14日，该公司注册资本1,200万元人民币，实收资本734.4万元。2009年末，该公司总资产922.2万元，实现营业收入0.47万元，净利润-100.67万元。2010年末，该公司总资产1,075万元，实现营收64万元，净利润-70万元。

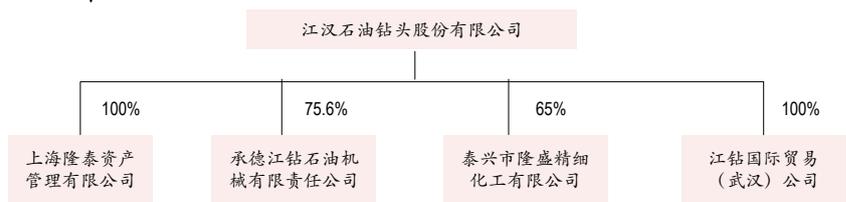
湖北江钻天祥化工有限公司成立于2010年6月6日，该公司注册资本7,000万元，实收资本7,000万元。2010年末，该公司总资产7,053万元，实现营业收入4,722万元人民币，净利润281万元。

图表 2.公司控股子公司控制结构及持股比例变化

2010年:



2009年:



资料来源：公司数据

海外销售收入恢复，并有所提升

2010年公司海外收入实现2.78亿元，同比增长51.57%。因为全球上游投资2010年同比约11%的增长带动钻头销售收入增长，钻头销售收入同比增长16.44%，而2009年同比下降7.78%。我们估计2011年公司的钻头销售收入仍然延续增长势头，增速将稍微放缓。

图表 3.公司国内外销售收入情况

(万元)	2008	同比(%)	2009	同比(%)	2010	同比(%)
国外	283.3	(6.1)	183.9	(35.1)	278.7	51.6
国内	949.0	12.6	973.8	2.6	1,027.7	5.5

资料来源：公司数据

图表 4.公司各产品近年增速及预测

产品(%)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
钻头	4.8	(7.8)	16.4	14.0	14.0	14.0
石油机械配件	(9.7)	(43.6)	0.0	10.0	10.0	0.0
天然气	90.8	2.8	9.4	10.0	15.0	25.0
精细化工	10.8	7.2	69.3	20.0	18.0	18.0

资料来源：中银国际研究

公司钻头产品毛利率略有下降，但保持稳定

2010 年公司钻头系列产品的综合毛利率为 37.79%，同比下降 1%，原因是原材料价格上涨过快。我们估计 2011 年原材料价格上涨的压力会比 2010 年小。因此公司的毛利率水平将在未来有所提升并保持稳定。CNG 天然气毛利率增长的原因是收入的增长使单位成本有所减小，这部分业务的毛利率水平在未来也会陆续提高。

另外，受上海江钻新厂搬迁的影响，公司在机械配件的销售收入在 2010 年有所减少。

图表 5.公司近年毛利率水平及预测

产品(%)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
钻头	38.4	38.8	37.8	38.5	38.5	38.5
石油机械配件	30.7	26.8	25.4	26.8	26.8	26.8
天然气	18.4	13.3	16.3	17.0	17.5	17.5
精细化工	23.5	24.8	19.5	20.0	20.0	20.0
总体	32.8	33.1	32.7	33.5	33.5	33.3

资料来源：中银国际研究

估值

考虑到公司新投资的项目进展较为缓慢，我们将公司的 2011-2012 年的每股收益由以前的 0.36 和 0.42 元下调为 0.32 和 0.36 元，2013 年每股收益为 0.40 元。基于公司资本市场融资预期逐渐加强及近一个月公司的平均估值为 45.5 倍，给予公司相对 2011 年 45.5 倍的估值，目标价格上调至 14.60 元。评级由买入下调为**持有**。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,214	1,364	1,482	1,694	1,955
销售成本	(823)	(933)	(996)	(1,141)	(1,320)
经营费用	(207)	(224)	(248)	(293)	(343)
息税折旧前利润	184	207	238	260	292
折旧及摊销 52		58	63	69	74
经营利润 (息税前利润)	131	149	174	191	218
净利息收入(费用)	(10)	(14)	(15)	(15)	(14)
其他收益/(损失) 13		2	0	0	0
税前利润	134	137	160	177	203
所得税	(21)	(27)	(25)	(27)	(40)
少数股东权益	(5)	(1)	(8)	(6)	(2)
净利润	109	108	126	143	161
核心净利润	109	108	126	143	161
每股收益(人民币) 0.27	2	0.271	0.315	0.357	0.402
核心每股收益(人民币) 0.27	2	0.271	0.315	0.357	0.402
每股股息(人民币) 0.10	0	0.100	0.100	0.100	0.150
收入增长(%)	(9)	12	9	14	15
息税前利润增长(%)	(17)	13	17	10	14
息税折旧前利润增长(%)	(13)	13	15	9	12
每股收益增长(%)	(18)	0	17	13	12
核心每股收益增长(%)	(18)	0	17	13	12

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物 70		35	29	31	61
应收帐款 264		231	271	310	331
库存 440		495	545	623	701
其他流动资产 108		128	168	145	152
流动资产总计	882	889	1,013	1,109	1,245
固定资产 651		715	804	887	957
无形资产 33		40	44	44	44
其他长期资产 25		13	16	0	0
长期资产总计	710	767	864	931	1,001
总资产	1,591	1,656	1,877	2,040	2,246
应付帐款 178		233	250	285	330
短期债务 245		175	250	250	250
其他流动负债 155		117	155	174	212
流动负债总计	577	526	655	709	792
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	11	8	8	8
股本 400		400	400	400	400
储备 568		637	723	826	947
股东权益	969	1,037	1,123	1,226	1,347
少数股东权益 38		82	90	96	98
总负债及权益	1,591	1,656	1,877	2,040	2,246
每股帐面价值(人民币) 2.42		2.59	2.81	3.06	3.36
每股有形资产(人民币) 2.34		2.49	2.70	2.95	3.25
每股净负债/(现金)(人民币) 0.44		0.35	0.55	0.55	0.47

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 134		137	160	177	203
折旧与摊销 52		58	63	69	74
净利息费用 10		14	15	15	14
运营资本变动	(125)	7	(128)	(56)	(57)
支付税金	(21)	(27)	(25)	(27)	(40)
其他经营现金流	5	(5)	10	0	0
经营活动产生的现金流	56	183	94	177	195
购买固定资产净值	(95)	(118)	(120)	(120)	(110)
投资减少/增加	1	20	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(94)	(98)	(120)	(120)	(110)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务 51		(70)	75	0	0
支付股息	(45)	(55)	(55)	(55)	(55)
其他融资现金流	1	25	0	0	0
融资活动产生的现金流	8	(101)	20	(55)	(55)
现金变动	(31)	(15)	(6)	2	30
期初现金 100		51	35	29	31
公司自由现金流	(38)	85	(26)	57	85
权益自由现金流 13		15	49	57	85

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率 15.1		15.2	16.0	15.3	14.9
息税前利润率 10.8		10.9	11.8	11.3	11.1
税前利润率 11.1		10.0	10.8	10.4	10.4
净利率 9.0		7.9	8.5	8.4	8.2
流动性(倍)					
流动比率	1.5	1.7	1.5	1.6	1.6
利息覆盖率 12.1		10.5	11.9	13.1	14.9
净权益负债率(%) 17.4		12.5	18.2	16.5	13.1
速动比率 0.8		0.7	0.7	0.7	0.7
估值(倍)					
市盈率 51.0		51.2	43.9	38.8	34.5
核心业务市盈率 51.0		51.2	43.9	38.8	34.5
目标价对应核心业务市盈率 53.0	53.0	53.2	45.7	40.3	35.8
市净率 5.7		5.3	4.9	4.5	4.1
价格/现金流 99.1		30.2	59.0	31.4	28.5
企业价值/息税折旧前利润 31.3		27.8	24.7	22.6	20.0
周转率					
存货周转天数 140.	9	125.1	128.	125.8	123.6
应收帐款周转天数 70.5		66.2	61.8	62.5	59.8
应付帐款周转天数 61.2		55.0	59.5	57.6	57.5
回报率(%)					
股息支付率 36.8		36.9	31.7	28.0	37.3
净资产收益率 11.7		10.8	11.7	12.2	12.5
资产收益率	7.1	7.3	8.3	8.2	8.1
已运用资本收益率 11.2		11.7	12.7	12.6	13.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都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其本人或其关联人士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声明，其员工均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；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；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中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

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客户发布。

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，或将此报告全部或部分内容发表。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中银国际集团成员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 2011 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