

江钻股份（000852） 石油机械

—世界先进的石油钻头制造商

投资评 推荐 公司评 A 收盘 18.84 元

投资要点:

- 国内油用钻头行业的领跑者，公司是世界领先的油用钻头制造商之一，亚洲最大钻头制造研发基地，国内份额超60%，国际份额达10%，主营业务为油用牙轮钻头和金刚石钻头，其它经营范围涉及石油器械装备，CNG天然气，精细化工等。
- 原油价格震荡走高将有利于石油钻采设备行业保持较高景气度，钻头产品主要用于原油及天然气的勘探，2010年以来，随着全球经济的复苏，石油需求量迅速增长，原油产量及价格也呈现稳步上升的趋势，油价的上涨将促进原油的勘探，油用钻头等石油钻采设备行业前景依旧看好。
- 公司产品性能高，在钻头市场公司有着较高的服务水平和营销网络，服务范围遍及中国各大油田以及国外30余个国家和地区。公司主导产品毛利率稳定，连续多年维持在40%左右，由于公司具有较高的市场份额，议价能力较强。
- 资产注入值得期待，公司大股东江汉石油管理局曾承诺，将通过增发等方式把江汉局旗下相关石油机械优质资产注入上市公司中，将江钻股份打造成为中石化下石油钻采机械制造基地。2008年6月公司资产注入方案被股东否决，但管理局承诺将继续修改方案兑现股改承诺，我们认为相关资产注入只是时间问题。
- 投资评级为“推荐”，预计公司2011-2013年每股收益分别为0.33、0.36和0.41元，估值较高，但考虑到行业景气度向好且公司具有较高的技术壁垒，同时具有大股东优质资产注入预期，给予公司“推荐”的投资评级。

发布时间：2011年3月16日

主要数据

52周最高/最低价(元)	18.84/8.07
上证指数/深圳成指	2896.26/12705.32
50日均成交额(百万元)	208.32
市净率(倍)	7.27
股息率	1.06%

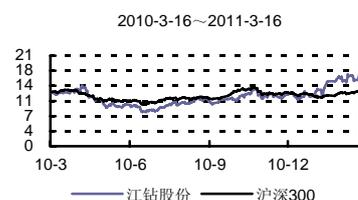
基础数据

流通股(百万股)	130.09
总股本(百万股)	400.40
流通市值(百万元)	2450.99
总市值(百万元)	7543.54
每股净资产(元)	2.59
净资产负债率	51.79%

股东信息

大股东名称	中国石化集团江汉石油管理局
持股比例	67.50%
国元持仓情况	

52周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：何鹏程
 执业证书编号：S0020210070004
 电话：021-51097188-1921
 电邮：hepengcheng@gyzq.com.cn

联系人：赵喜娟
 电话：(86-21) 51097188-1952
 电邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn
 地址：中国安徽省合肥市寿春路179号
 (230001)

盈利预测	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	1214.15	1364.34	1462.15	1638.06	1836.87
同比增长率	-8.89%	12.37%	7.17%	12.03%	12.14%
净利润(百万)	108.77	108.37	131.29	146.10	163.05
同比增长率	6.78%	-0.37%	21.15%	11.28%	11.60%
每股收益(元)	0.27	0.27	0.33	0.36	0.41

目 录

第 1 部分 公司概况	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司主要产品	5
第 2 部分 石油钻采设备前景看好	6
2.1 油价上涨利好石油钻采设备	6
2.2 开采难度加大将提升钻头需求量	7
2.3 海洋石油迎来黄金期，新增市场可观	7
第 3 部分 公司分析	9
3.1 立足国内，积极拓展海外市场	9
3.2 产品钻头产品毛利率稳定	10
3.3 资产注入值得期待	11
第 4 部分 盈利预测和投资评级	12
4.1 盈利预测	12
4.2 投资评级	13

图表目录

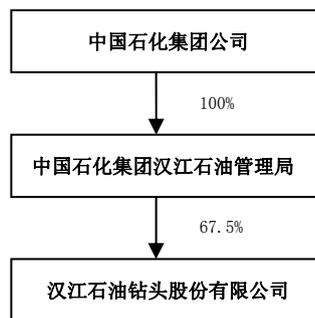
图 1. 公司股权结构图	4
图 2. 公司营业收入构成	4
图 3. 金属密封钻头	5
图 4. 金刚石钻头	5
图 5. 原油产量稳步上升	6
图 6. 原油价格震荡走高将有利于石油钻采设备保持较高景气度	6
图 7. 中石油中石化勘探成本逐年上涨	7
图 8. 世界油气资源生产量变化	8
图 9. 江钻股份近年销售收入结构占比	9
图 10. 近年江钻股份出口收入及增长情况	9
图 11. 江钻股份钻头生产的成本比例	10
图 12. 公司钻头产品毛利率稳定	10
表 1. 公司营业收入预测	12
表 2. 利润表预测	13

第 1 部分 公司概况

1.1 公司简介

江汉石油钻头股份有限公司是国家一级企业，国家重点高新技术企业，亚洲最大、世界先进的石油钻头制造商。公司前身江汉钻头厂始建于 1973 年，80 年代成功引进国外石油钻头先进技术，1998 年改制上市，公司隶属于中石化。

图1. 公司股权结构图

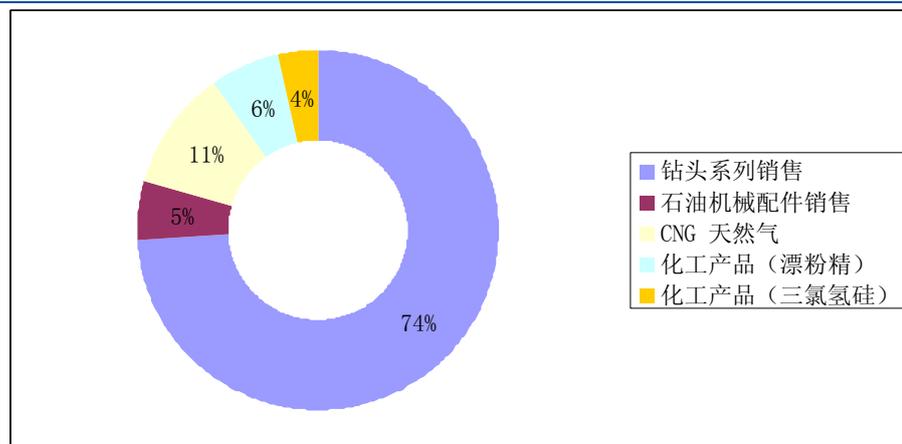


数据来源：公司公告

公司主营为油用牙轮钻头，油用金刚石钻头，其它油用设备，以及 CNG 天然气等，在油用牙轮钻头方面，公司一直处于国内领先地位，占有率高达 60%以上，在国际市场上占有率为 10%，产品远销欧美，东欧及其他 30 余个国家和地区。

公司主导产品牙轮钻头是国内石油行业各油田钻井作业的重要工具。石油钻头是石油开采、勘探打井的钻井作业中必备的、不可重复使用的钻井工具之一。

图2. 公司营业收入构成



数据来源：公司公告

1.2 公司主要产品

油用牙轮钻头与油用金刚石钻头，是在石油钻井开采中最重要，也是使用最广泛的，占全部矿井使用钻头的90%以上。油用牙轮钻头，储油密封滑动轴承，布齿合理，保经性好，加工精密，抗咬合，承载能力高，寿命长。油用金刚石钻头由金刚石、胎体、水槽、钢体和接头等组成。

图3.金属密封钻头



数据来源：公司网站

图4. 金刚石钻头



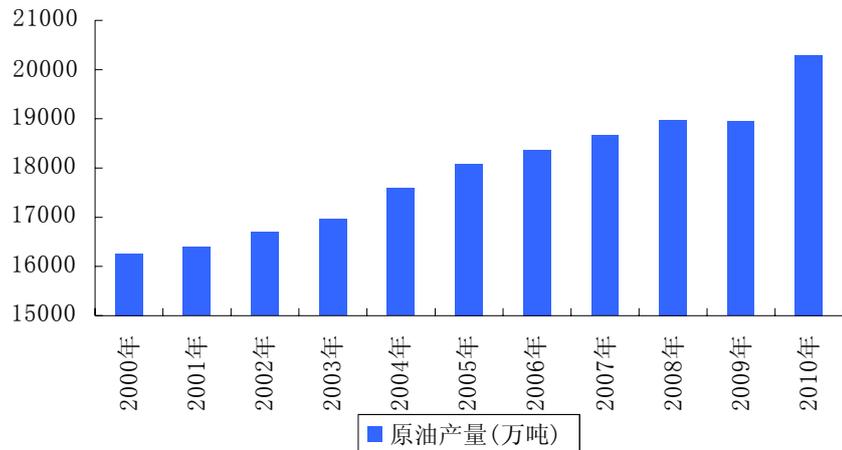
数据来源：公司网站

第 2 部分 石油钻采设备前景看好

2.1 油价上涨利好石油钻采设备

钻头产品主要用于原油勘探开采，与原油产量紧密正相关，2009 全球陷入经济衰退时期，对石油天然气需求有所下降，2010 年以来，随着全球经济的复苏，石油需求量迅速增长，原油产量也呈现稳步上升的趋势。放眼未来，石油依然是不可或缺的能源，虽然随着新型能源的开发与利用正不断深入与推广，但短时间内无法改变对石油的依赖与消费结构。

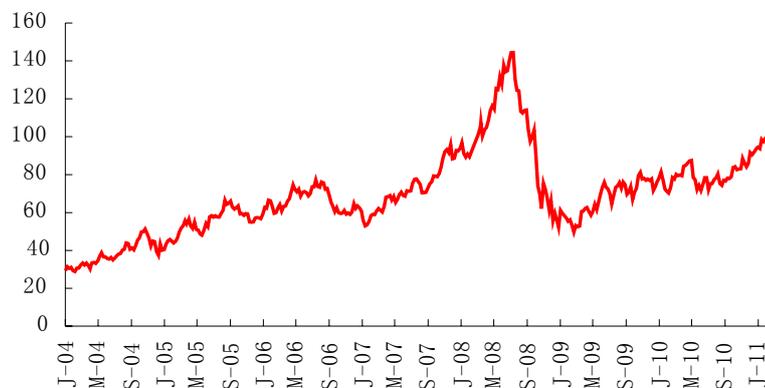
图5. 原油产量稳步上升



数据来源: wind

原油价格震荡走高将有利于石油钻采设备保持较高景气度，油价在经历 08-09 年的下跌之后，继续保持了震荡走高的趋势。我们认为，油价的上涨将促进原油的勘测与开采，油用钻头 etc 石油钻采设备行业前景依旧看好。

图6. 原油价格震荡走高将有利于石油钻采设备保持较高景气度

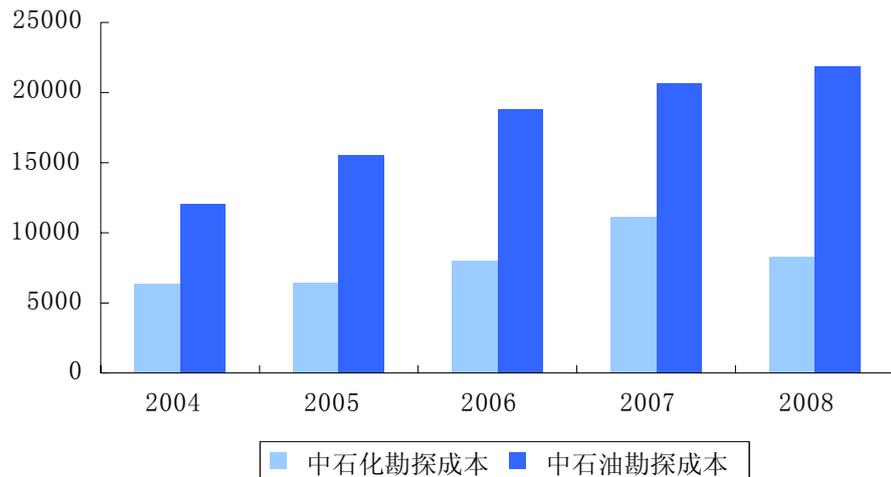


数据来源: wind

2.2 开采难度加大将提升钻头需求量

从我国本土油田的现状分析，主力油田大庆油田和胜利油田，开采时间较长，出油综合含水量高达百分之八九十，已经无法达到高速出油率，现在已知的其它油井也已进入中期开采阶段，其中还有部分油气田无法保证稳定和高质量的出油。这种油井的高衰退率，不得不让石油的开采更加的艰难，转而转向更为西部，地质条件更为复杂的地域去勘测钻探。石油公司上游勘探成本逐年上涨，石油勘探及开采难度的加大将提升钻头的市场需求。

图7. 中石油中石化勘探成本逐年上涨



数据来源：公司数据

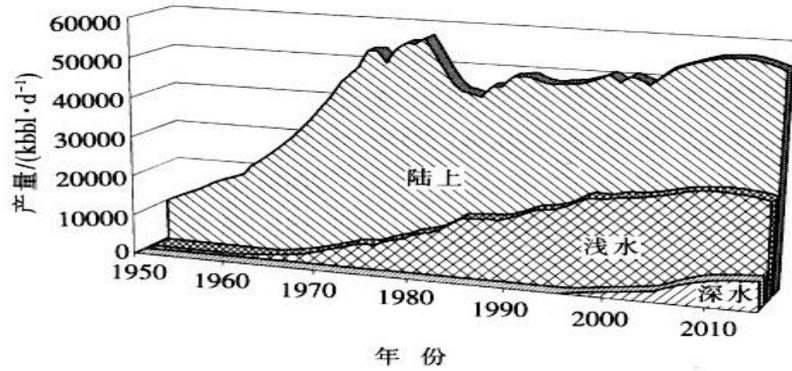
勘探难度的不断加深，对钻头的工艺与性能方面提出了更高的挑战，公司在这方面严把质量关，攻克技术关，尤其公司的高端产品上，世界上也仅有美国休斯顿，史密斯等几家少数公司能够生产。

2.3 海洋石油迎来黄金期，新增市场可观

海上油气产量继续保持增长势头，在世界石油产量中，海上石油产量占 35%，其中 2002 年深水地区的产量占全部产量的 2%，2007 年达到 7%，预计 2012 年将继续增加到 10%。而到 2012 年后，只有深水地区石油的产量将会继续增加，其他地区的石油产量将可能达到顶峰。现有陆上油气产量已处于下降之中，不断上升的深水油气产量是补充现有产量不足的重要来源之一。

2005 年到 2009 年，大油田的发现绝大多数都来自于海洋，大约占比 60%。而且海洋中的油田规模也大大超过了陆地发现的油田规模。比如说浅海和深海地区的油田规模其潜力一般在 4000 万桶到 1.6 亿桶，而陆地油田规模有 50% 以上处于 4000 万桶以下。

图8. 世界油气资源生产量变化



数据来源: Douglas-Westwood

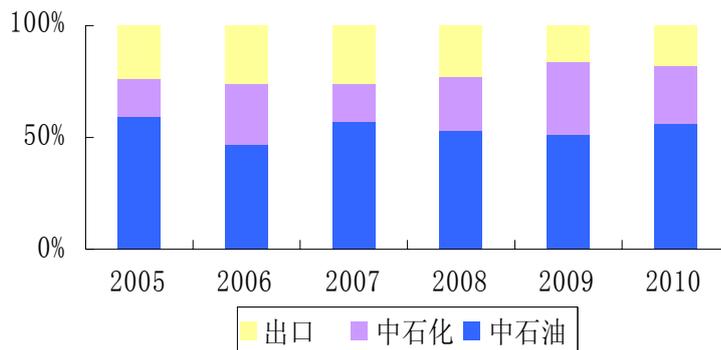
针对深水勘探开发,中海油已经制定了“深水大庆”的战略目标,预计2020年前,在深水投资2000亿元,打800口探井,2015年南海深水区总产量达到2500万吨油当量,2020年总产量5000万吨油当量。而中海油2010年总产量也不过5000万吨左右,中海油深海油气开发增量巨大。

第 3 部分 公司分析

3.1 立足国内，积极拓展海外市场

公司在国内油用钻头销售市场拥有极高的市场份额，连续多年在 60%以上，公司主要竞争对手是成都石油总机械厂，但截至目前，成都石油总机械厂的市场占有率却远低于江钻股份。尤其是三千米以下的深地质结构钻探方面有着绝对的优势。公司是全亚洲最大，世界前列的油用钻头研发生产基地。

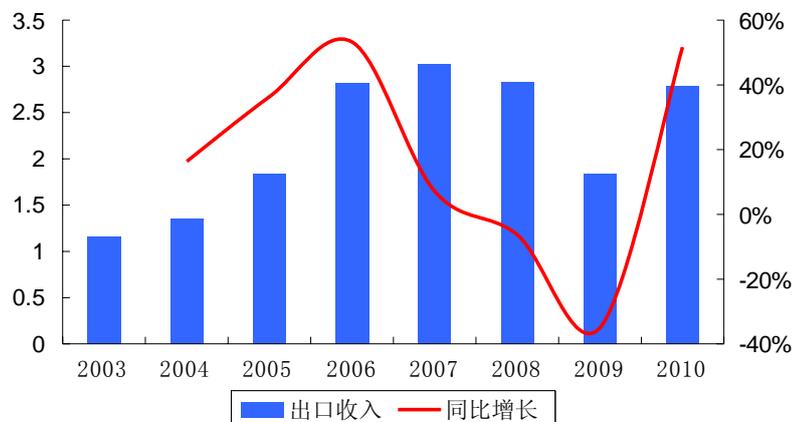
图9. 江钻股份近年销售收入结构占比



数据来源：公司定期报告

目前公司占有国际油用钻头约 10%的份额，2010 年公司出口实现收入 2.8 亿元，产品远销美国、加拿大、伊朗、俄罗斯、哈萨克斯坦和苏丹等 31 个国家和地区。公司建立了覆盖世界五大洲的营销服务网络，目前已建立国外办事处 6 个，同时公司目前已取得美国、俄罗斯、伊朗等国外专利 11 项，专有技术 115 项。

图10. 近年江钻股份出口收入及增长情况

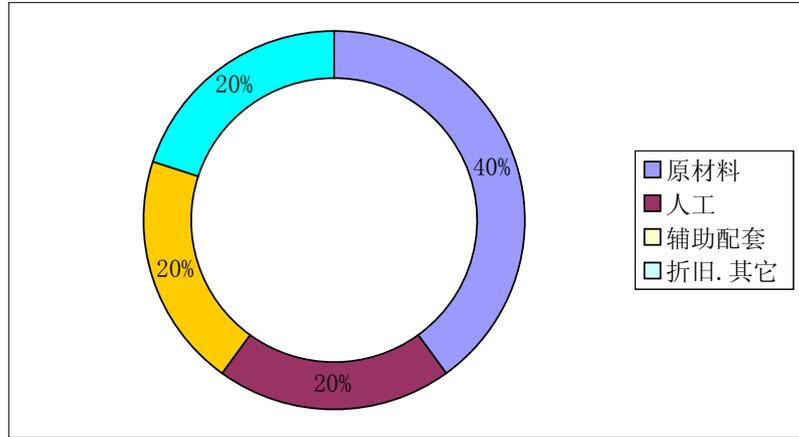


数据来源：公司定期报告

3.2 产品钻头产品毛利率稳定

油用牙轮钻头的成本大至分为以下几点，原材料成本 40%左右，人工 20%左右，辅助配套 20%，其它 20%。原材料中大部分是钢材，小部分是制作钻齿的钨钴合金。

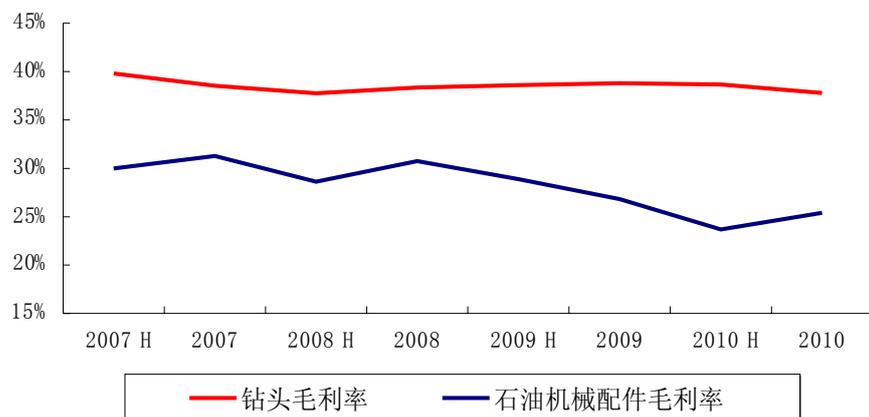
图11. 江钻股份钻头生产的成本比例



数据来源：公司资料

由于公司在国内市场上占有约 60%以上的份额，所以在原材料有所波动的同时有较强的议价能力。同时，相对于中石油、中石化每年大量的资本性开支及生产成本，钻头总开采成本中所占比例很小，因此买方压价动力不大，公司能保持稳定的毛利率。

图12. 公司钻头产品毛利率稳定



数据来源：公司定期报告

3.3 资产注入值得期待

公司大股东江汉石油管理局曾承诺，将通过增发等方式把江汉局旗下相关石油机械优质资产注入上市公司中，将江钻股份打造成为中石化下石油钻采机械制造基地。2008年6月公司资产注入方案被股东否决，但管理局承诺将继续修改方案兑现股改承诺，我们认为相关资产注入只是时间问题。

江汉石油管理局所属的石油机械相关资产有：江钻股份、中国石化第四机械厂、四机赛瓦、第三机械厂及沙市钢管厂。三机厂主要生产天然气压缩机，盈利能力较弱；四机厂主要生产固井压裂设备、高压管汇件、柱塞泵等，是江汉油田最大的机械制造企业，是较为优质的资产。从营业收入规模来看，2009年四机厂营业收入约25亿元、三机厂约20亿，公司11亿。江汉石油管理局资产注入的第一方案是注入三机厂，08年6月该方案被否，江汉石油管理局表示会修改方案，遵守承诺。

第 4 部分 盈利预测和投资评级

4.1 盈利预测

我们对公司的盈利预测主要是基于如下的假设前提：

1. 石油需求仍保持稳步增长，公司海外业务保持稳定，随着经济回暖，石油消费及开采量将呈现小幅上行；
2. 公司钻头产品市场占有率保持目前 60%左右的市场份额；
3. 原材料价格不出现大幅的上涨，公司产品价格稳定，毛利率不出现大的波动；
4. 公司经营管理继续保持稳健，期间费用率稳定。

基于上述的基本假设前提，我们对公司的营业收入情况预测如下：

表1. 公司营业收入预测

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
钻头	收入	833.37	970.34	1086.78	1217.19	1363.26
	收入增长率	-7.76%	16.44%	12.00%	12.00%	12.00%
	成本	510.14	603.66	673.80	754.66	845.22
	毛利率	38.79%	37.79%	38.00%	38.00%	38.00%
CNG天然气	收入	128.18	140.22	147.23	154.59	162.32
	收入增长率	2.79%	9.39%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	111.18	117.4	123.67	129.86	136.35
	毛利率	13.26%	16.27%	16.00%	16.00%	16.00%
化工产品	收入	75.39	127.68	153.22	183.86	220.63
	增长率	7.18%	69.36%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	56.71	102.9	122.57	147.09	176.50
	毛利率	24.78%	19.41%	20.00%	20.00%	20.00%
石油配件	收入	120.75	68.11	74.92	82.41	90.65
	增长率	-9.73%	-43.59%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	88.37	50.8	56.19	61.81	67.99
	毛利率	26.82%	25.41%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	1157.69	1306.35	1462.15	1638.06	1836.87
	增长率	-6.05%	12.84%	11.93%	12.03%	12.14%
	成本	766.40	874.76	976.24	1093.42	1226.07
	毛利率	33.80%	33.04%	33.23%	33.25%	33.25%

数据来源：公司公告，国元证券研究中心

表2. 利润表预测

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1214.15	1364.34	1462.15	1638.06	1836.87
营业收入	1214.15	1364.34	1462.15	1638.06	1836.87
二、营业总成本	1093.94	1224.87	1305.95	1467.15	1643.44
营业成本	812.35	921.04	976.24	1093.42	1226.07
营业税金	11.06	11.65	12.07	14.14	15.57
销售费用	57.89	68.52	69.31	79.34	89.43
管理费用	201.38	214.33	234.55	263.93	293.06
财务费用	10.11	16.57	13.78	16.32	19.31
资产减值	1.15	-7.24	0	0	0
三、其他经营收					
公允价值	0		0	0	0
投资净收	-0.22	-0.02	0	0	0
其中：对	-0.22	-0.02	0	0	0
四、营业利润	119.99	139.45	156.19	170.91	193.43
加：营业外	18.3	3.67	8.99	10.32	7.66
减：营业外	4.05	6.26	5.82	5.38	5.82
五、利润总额	134.23	136.85	159.37	175.85	195.27
减：所得税	20.76	27.23	23.91	26.38	29.29
六、净利润	113.47	109.62	135.46	149.47	165.98
减：少数股	4.7	1.25	4.17	3.37	2.93
归属于母	108.77	108.37	131.29	146.10	163.05
七、每股收益：	0.27	0.27	0.33	0.36	0.41

数据来源：公司公告，国元证券研究中心

经过模型测算，2011-2013 年公司将实现归属母公司净利润 1.31、1.46 和 1.63 亿元，分别对应每股盈利 0.33、0.36 和 0.41 元。

4.2 投资评级

预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.33、0.36 和 0.41 元，估值较高，但考虑到行业景气度向好且公司具有较高的技术壁垒，同时具有大股东优质资产注入预期，给予公司“推荐”的投资评级。

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn