



石油济柴 (000617.SZ)

谨慎推荐 (维持)

所属行业: 机械行业

行业评级: 中性 (维持)

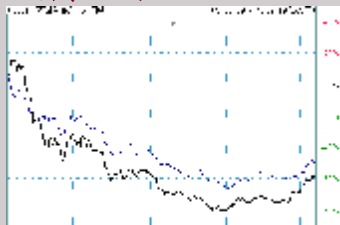
股价数据

12 个月区间 (元)	5.19-33.50
最新收盘价 (元)	12.2-05

股本结构

总市值 (亿元)	333.33
流通市值 (亿元)	52.50
总股本 (亿股)	2.40
流通 A 股 (亿股)	1.08
流通 B 股 (亿股)	0

股价表现图



齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师
孙绍冰

Tel: (0531) 81283788
Fax: (0531) 81283791
Email: sunsb@qlzq.com.cn

“弱周期”是公司投资价值所在

——石油济柴 (000617) 调研简报

投资要点:

- ◇ 石油领域业务是公司业绩增长的“稳定器”：公司是国内非道路用中高速大功率柴油机和气体发动机的主要制造商和服务商，国内石油领域占据 90% 的市场份额。08 年中期，公司 V 型柴油机（陆用）占公司销售收入 50%，如果考虑到柴油机大修、配件、气体发电机等业务，公司多数收入来源于石油领域。
- ◇ 气体机业务或依赖于政策的继续跟进：气体机及气体发动机符合国家节能减排政策；发电上网、市场有待进一步培育是困扰该业务发展的重要因素，但国家正在启动新能源“十二五”规划编制工作，其中对煤层气利用等有所涉及，我们认为，一旦政策到位，公司气体机有望得到进一步促进。
- ◇ 放弃对参股公司的增资无碍公司继续获得稳定的投资收益：出于发展主业的考虑，公司放弃对宝鸡石油钢管厂和咸阳石油钢管厂的增资，公司持有的股份比例相应减少，但通过这两家参股公司，公司可继续受益于西气东输二线工程以及中俄、中哈石油管道工程。
- ◇ “弱周期”是公司投资价值所在：石油作为战略物资，是国家的重点保障领域，公司业务范围多集中于石油领域，几乎置身于经济危机之外，08 年下半年，公司生产正常，存货维持在可接受领域，虽然 08 年上半年表现不佳，但由于公司业绩确认多集中于三、四季度，我们预计公司 08 年净利润仍有望保持增长。
- ◇ 估值及投资建议：厂址搬迁后，公司生产已经步入正轨，我们预计公司 08、09 年 EPS 分别为 0.45 元和 0.49 元，对应 PE 分别为 27 倍和 25 倍，置身于经济危机之外，是公司的投资价值所在，我们维持对公司“谨慎推荐”投资评级。



1、石油领域业务仍然是公司业绩增长的“稳定器”

公司是我国石油系唯一的动力制造企业，国内非道路用中高速大功率柴油机和气体发动机的主要制造商和服务商，国内石油领域市场占有率高达 90%，市场地位无人撼动。对公司能够构成竞争的只有卡特彼勒，但凭借公司在业内良好的口碑、于客户形成的长期稳定关系、价格便宜对方 30% 以上，我们认为，公司的垄断地位可以保持。公司 V 型柴油机（陆用）是公司收入的重要来源，08 年中期占公司销售收入 50%。

石油钻探作为公司业务的传统领域，未来仍然是公司业绩增长的稳定器，但由于国内石油钻探已经进入平稳期，业绩增长速度不会太快。

2、气动机及气体发动机或依赖于政策的继续跟进

公司的气体机及气体发动机符合我国节能减排的发展趋势，公司气动机利用的气源广泛来源于天然气、煤层气、沼气等。

目前公司国内的主要竞争对手是胜动集团，胜动原是公司的一个分厂，由于公司本部没有气源，因而气动机主要在该厂进行试车，后来行政区划转归中石化所有，从而成为公司的竞争对手。业务开展初期，胜动凭借在销售、攻关等方面的优势，市场占有率遥遥领先，但公司凭借较强的研发技术实力，再加上公司产品示范效应逐步显现，公司缩小了与胜动的差距，目前，两家公司的市场占有率基本是“五五开”，我们认为，凭借公司技术、制造等方面的优势，公司将在长期竞争中胜出。

气动机符合国家的产业政策，具有非常好的经济效益，基本是“一次投入，永久受益”，2 年就可收回投资。但缺点是一次投入过大、市场培育仍需要时间、发电上网存在障碍。我们认为，在政策得不到根本解决之前，公司的气动机业务增长将比较平稳。

在有关国家将启动新能源“十二五”规划编制工作中，国家能源局局长张国宝提出“……要加快研究出台石油天然气、电力、可再生能源、煤层气等产业政策，要通过产业政策，引导能源行业和企业健康发展”。我们认为，随着国家政策的逐步到位，公司的气动机业务依然充满期待。

公司气体发电机组主要应用于西气东输工程支线（干线采用进口设备），公司将继续受益于西气东输一期的支线工程，而西气东输二期目前主要是干线，支线工程尚未开始。

3、参股公司为公司提供了稳定的投资收益

公司投资收益主要来自于参股公司：咸阳石油钢管钢绳有限责任公司（公司持有 45% 的股份）和宝鸡石油钢管有限责任公司（公司持有 38% 的股份）。

由于公司主业与钢管制造业务没有相关度，公司未来投资重点致力于做大做强目前主业，因而公司放弃向宝鸡石油钢管和咸阳石油钢管钢绳增资。增资扩股后，公司持有宝鸡石油钢管 21.01% 股份，咸阳石油钢



管 28.67% 的股份。

宝鸡石油钢管厂和咸阳石油钢管厂实际控制人均是中石油，背靠中石油这个“大树”，这两家厂商将继续受益西气东输二期工程以及中俄、中哈石油管道工程。

虽然公司持有两家参股公司的股份比例相应减少，但公司仍将从中获得稳定的投资收益。

08 年中期来自于宝鸡、咸阳两家参股公司的投资收益 2114 万元，占公司中期净利润的 62.94%，同比下降 45.80%；08 年 7-9 月份，公司投资收益为 800 万，同比下降 25.35%；08 年前三个季度累计投资收益 2914 万元，同比下降 41.39%。

跟公司一样，由于结算时间等方面的因素，宝鸡石油钢管和咸阳石油钢管营业收入计算可能会集中于 3、4 季度，因而，单纯从中期表现推测全年可能并不合适。我们预计公司 08 年来自于参股公司的投资收益同比下降幅度不会太大，预计下降 10% 左右。

4、“弱周期性”是公司投资价值所在

公司主营业务为柴油机、柴油发电机组、气体发动机、气体发电机组的制造、销售、租赁、修理。

08 年前三个季度，公司实现营业收入 89058 万元，同比增长 18.36%；净利润 6510 万元，同比下降 18.98%。前三个季度的指标较 08 年中期有了明显的改善，这也部分证明了，由于销售、结算的季度性，公司三、四季度业绩明显好于上半年。

公司中期业绩表现不佳，除了上述公司业绩的季度性因素，上半年，钢材成本对公司毛利率的拖累也是重要因素，而目前成本拖累因素已经不存在。

自 08 年中期，次贷危机触及实体经济，我国经济发生逆转，整个机械行业景气周期开始下行：企业销售滑坡，很多企业开始减产，存货增加……。石油作为战略物资，在国民经济中占有重要地位，石油领域是国家重点保障对象，因而受经济危机的影响较小。公司业务范围是石油领域，因而受经济危机的影响不大，事实上，公司 08 年下半年也一直正常经营，存货也维持在可接受范围。

如果说业绩增长平稳在景气周期中可能是投资的弱点，那么在经济危机中，公司依然能够保证稳定增长则是公司的投资价值所在。

5、盈利预测及投资建议

预计公司 08 年销售收入增长仍有望超过 20%，但由于 08 年钢材价格对公司毛利率形成一定的拖累，公司净利润增长幅度要低于销售收入增长幅度，但可以维持在 10% 左右。

公司 07 年实现净利润 9775 万元，如果按照 08、09 年均保持 10% 的



增长速度，公司 08、09 年净利润相应为 10752 万元和 11828 万元，EPS 分别为 0.45 元和 0.49 元，对应 PE 分别为 27 倍和 25 倍，公司迁入新厂址后，经过长时间的磨合，公司生产已经步入正轨，而钢材价格已经回落，对公司毛利率的负面影响已经消除，置身于经济危机之外，业绩增长比较确定，我们维持对公司“谨慎推荐”投资评级。


投资评级说明

类别	级别	定义
公 司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为 -10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行 业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791