

分析师： 黄振、李兴 (8621) 63215451 huangzhen@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

石油济柴调研简报

事件描述： 我们于近日赴济南调研了石油济柴

事件评论

- 一、考虑到公司的股权投资收益超出我们之前的预期、2009-2010 年的业绩将明显受益于国家重点油气管道工程，我们将公司 2009-2010 年的 EPS 分别由 0.5 及 0.64 元/股上调至 0.63 及 0.77 元/股，并将公司的投资评级由“谨慎推荐”上调至“推荐”。
- 二、公司 2009 年主营业务利润有望与 2008 年持平：从公司的主业来看，下游需求包括二类客户群体，中石油及中石化（40%）、民用客户（60%，其中约有 20% 来自于民营石油开采），尽管中石油及中石化的装备需求变化不大，但民用市场出现了明显的下滑（原油价格及国内经济增速下滑的影响），公司将在今年采取降价的竞争策略来扩大市场份额，我们预计公司主业收入略有上升，但盈利水平将出现下滑，整体来看，主营业务实现的净利润将与 2008 年持平。
- 三、2009-2010 年油气管道建设将进入高峰期：2009 年开工的大型油气管道工程包括西气东输二期东线（5890km）、陕京三线（900km）、中俄原油输送管道（960km）及中缅油气输送管道（1000km），整体来看，2009 年中石油承建的大型油气管道工程规模远超 2008 年，考虑到上述大型工程均在 2010-2011 年完工，我们预计 2009-2010 年油气管道建设将进入高峰期，而管道采购有望持续大幅上升。
- 四、公司 2009 年业绩增长亮点来自于宝鸡钢管公司的投资收益：在中石油承建的油气管道建设工程中，管道采购均采取内部消化的方式，其中宝鸡钢管公司所占的市场份额约为 40%，受益于西气东输二期西线工程的开工，宝鸡钢管 2008 年的净利润增长了 76%，考虑到 2009 年新开工项目规模远超 2008 年，我们预计宝鸡钢管 2009 年的销售收入将达到 65 亿元，实现净利润 5.5 亿元，同比增长 120%，对宝鸡钢管的投资收益将成为公司 2009 年利润的主要来源。
- 五、公司 2010 年的业绩增长将来自于主业与股权投资收益的双动力：公司的主导产品中，发电机组主要应用于工业发电，工业用电与宏观经济的相关度较高，民用钻机需求与原油价格相关度较高，国内经济的复苏以及原油价格的反弹将带来公司主业收入及毛利率的回升；考虑到西气东输二期进入支线建设高峰期以及其他重点工程进入结算高峰期，我们预计公司在 2010 年的股权投资收益仍有望实现 23% 的增长。

公司 2009-2010 年的业绩将明显受益于国家重点油气输送工程，业绩增长的确性较强，我们预计公司 2009-2010 年的净利润分别为 1.49 及 1.85 亿元，业绩增幅分别为 43.12% 及 23.37%。

一、一季度业绩高增长源自股权投资收益

根据一季报的披露，公司销售收入与净利润同比增长 6.9% 及 478%，仅仅考虑主营业务成本及三项费用的话，营业利润同比增长 25%，净利润高增长的主要原因在于股权投资收益由去年同期的 499 万上升至今年一季度 2958 万，股权投资收益中约有 2500 万来自于宝鸡石油钢管有限责任公司，另外的 300-400 万股权投资收益来自于咸阳宝石钢管钢绳有限责任公司。

表 1：石油济柴一季度业绩高增长来自于股权投资收益

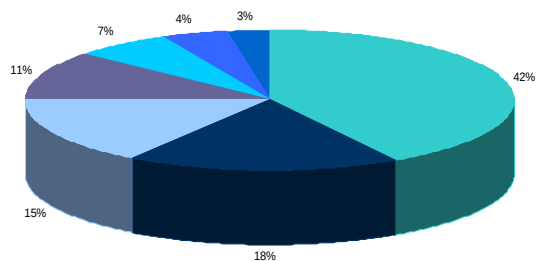
万元	2008Q1	2009Q1
营业收入	25,732.44	27,509.15
营业利润	5,028.47	4,927.71
毛利率	19.54%	17.91%
期间费用率	20.99%	18.93%
营业利润	-373.14	-278.62
投资净收益	499.5	2,958.59
利润总额	556.85	3,147.95
净利润	531.04	3,071.46

数据来源：公司公告、长江证券研究部

二、公司 2009 年主营业务利润有望与 2008 年持平

公司的主导产品包括石油开采用柴油机、气体机及发电机组、柴油发电机组、船用发动机及相关配套件，其中石油开采用柴油机、气体机及发电机组为收入及利润的主要来源，下游客户构成中，30-40% 来自于中石油及中石化，60% 来自于民用市场（其中 20% 约为民营石油开采客户）。

图 1：公司主营业务收入构成



■ V 型柴油机 ■ 柴油发电机组 ■ 船用发动机 ■ 气体机及气体发电机组 ■ 柴油发电机组 ■ 柴油发电机组 ■ 柴油发电机组

图 2：公司下游客户构成



■ 中石油及中石化 ■ 民用市场

数据来源：公司公告、长江证券研究部

从下游客户来看，中石油及中石化的需求较为稳定，他们对于石油钻探用柴油机的需求不会随着油价的变化大幅波动，民用市场方面，发电机组与经济增速高度正相关，经济的高增长往往带来工业用电量的上升，而民营石油开采装备会受到原油价格波动的影响。

公司一季度主营业务收入增速为 6.9%，公司的主营业务收入具有明显的季节性，我们预计全年的销售收入增速约为 15%，公司将在今年通过降价的方式来参与民用市场竞争，降价同时导致公司主营业务毛利率在一季度同比及环比均出现了下滑，我们预计公司全年的主营业务毛利率约为 18%，考虑到主营业务收入的增长及毛利率的下滑，我们预计公

司 2009 年主营业务利润将与 2008 年持平。

三、公司 2009 年业绩增长亮点来自于宝鸡钢管公司的投资收益

公司对宝鸡石油钢管有限责任公司及咸阳宝石钢管钢绳有限责任公司的股权投资占比分别为 21%及 29%，从 2004-2008 年公司的净利润构成来看，股权投资收益成为公司重要的利润来源。

表 2: 股权投资收益成为石油济柴重要的利润来源

	2004	2005	2006	2007	2008
宝鸡钢管	7,761	6,279	14,333	14,276	25,121
Yoy		-19.10%	128.27%	-0.40%	75.97%
股权占比	38%	38%	38%	38%	21%
咸阳钢绳	-66	1,000	3,494	3,316	3,095
Yoy		1615.15%	249.40%	-5.09%	-6.66%
股权占比	45%	45%	45%	45%	29%
股权投资收益	2,919	2,840	6,959	6,917	6,163
石油济柴净利润	12,153	12,411	11,828	9,804	10,471
投资收益占比	24.02%	22.89%	58.83%	70.55%	58.86%

数据来源：公司公告、长江证券研究部

根据我们的了解，宝鸡钢管在 2003、2006 及 2008 年经营业绩大幅增长的主要原因有以下几点：1) 2002-2004 年受益于西气东输一期工程的开工；2) 2006 年中标印度东气西输工程；3) 2008 年受益于西气东输二期西线工程的开工，而宝鸡钢管在 2009 年一季度业绩持续高增长的主要原因在于西气东输二期东线工程在今年 2 月份开工。

公司 2009 年一季度共实现 2958 万元的投资收益，其中约有 2500 万来自于宝鸡钢管，对于 2009 年投资收益的预测，我们将重点分析 2009 年重大油气管道开工情况以及宝鸡钢管在一期工程中的受益程度。

➤ 2009 年重大油气管道开工项目

宝鸡钢管业绩高增长的主要原因在于受益于国家重点油气管道的建设，如西气东输一期及二期工程，因此我们需要跟踪分析国家重大油气管道开工项目。

西气东输二期工程主干线长度与一期工程接近（均超过 4000 公里），但与一期工程不同的是，二期工程还包括 8 条支线，合计长度达到 9102 公里，大约是一期工程的一倍，由于投资规模较大，二期工程采取“先西线后东线，先主先后支线”的规划进行建设，西干线与东干线的长度分别为 2441 及 2477 公里，东西支线的长度分别为 4184 及 771 公里，东西支线相差较大的主要原因在于西线工程仅仅只有一条支线，而东线工程涵盖了七条支线。

从施工进度来看，西线工程于 2008 年 2 月份正式开工，预计将在 2009 年底完成主干线建设，东线工程已于 2009 年 2 月份正式动工，预计将在 2010 年正式完工，考虑到二期工程支线建设落后于主干线建设，我们预计西气东输二期工程的钢管采购高峰期将延续至 2010 年底。

表 3：西气东输二期工程建设规划

主干线	长度/公里	开工时间	完工时间
西干线	2441	2008.2	2009 年底
东干线	2477	2009.2	2010 年底
合计	4918		
支线	长度/公里	开工时间	完工时间
西支线	771	2008	2009 年底
东支线	3413	2009	2010 年底
合计	4184		

数据来源：长江证券研究部

除了西气东输二期工程之外，中石油还承担了六项大型原油及天然气管道建设工程，从工程长度来看，2009 年新开工项目的规划长度已接近西气东输主干线长度，而从工程的开工及完工时间来看，2009 年下半年至 2010 年将是钢管的采购高峰期。

表 4：中石油 2009-2010 年新开工项目规划

	全长/km	管径/mm	设计压力/兆帕	开工时间	管材	完工时间
陕京三线	900	1016	10	2009Q2	X-70	2010
陕京四线	950	1016	10	2010	X-70	2011
秦皇岛—沈阳	425	1016	10	2009Q2	X-70	2010-2011
山东天然气管网	800			2009		2011
中俄原油输送管道	960			2009Q2		2010
中缅原油天然气管道	1000			2009		2011
合计	5035					

数据来源：长江证券研究部

➤ 宝鸡钢管的受益程度

中石油下属的油气管道制造类公司包括四家：宝鸡石油钢管有限责任公司、华北石油一机厂、辽阳钢管厂及资阳钢管厂，在中石油承建的油气管道建设工程中，管道采购均采取内部消化的方式，四家企业的市场份额分别为 40%、40%、10%及 10%。

宝鸡石油钢管厂（宝鸡石油钢管有限责任公司大股东）于 2008 年吸收合并了辽阳钢管厂及资阳钢管厂，合计市场份额已超过 60%，其中宝鸡石油钢管有限责任公司为宝鸡石油钢管厂的核心企业，我们预计在中石油承建的重点工程中，宝鸡石油钢管有限责任公司的市场份额将达到 40%。

对于 2009 年投资收益的预测，我们重点对比了宝鸡钢管在西气东输一期工程中的受益程度，西气东输一期于 2002 年下半年开工，2004 年底结束，历时两年半，从石油济柴的季度股权投资收益来看，2002 年下半年股权投资收益大幅上升，并且一季度并非股权投资收益的最低点（2004 年为一期工程的最后一年），考虑到二线工程东线在今年二月份刚刚开工，我们预计宝鸡钢管 2009 年的销售收入将达到 65 亿元，实现净利润 5.5 亿元，同比增长 120%，咸阳钢绳受西气东输二期工程的影响较小，我们预计公司 2009 年的净利润与 2008 年持平。

结论：我们预计公司 2009 年实现的股权投资收益约为 1.2 亿元，其中来自宝鸡钢管的投资收益约为 1.1 亿元。

图 3: 中石油油气管道工程市场份额分布 (管道采购)

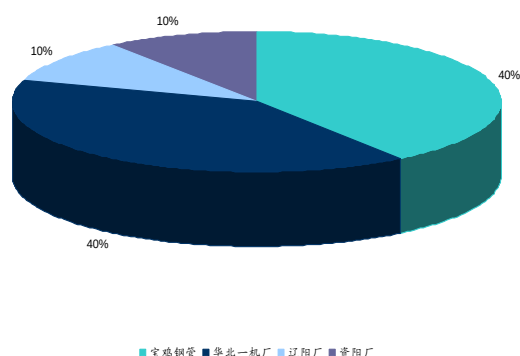
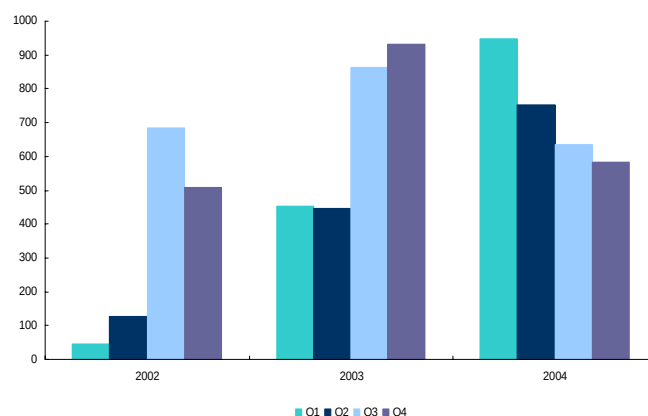


图 4: 2002-2004 年石油济柴单季度股权投资收益对比



数据来源: 公司公告、长江证券研究部

四、公司 2010 年的业绩增长将来自于主业与股权投资收益的双动力

公司的主导产品中,发电机组与宏观经济高度相关,根据长江证券宏观策略部的研究,国内经济有望在 2009 年下半年逐步复苏,我们预计随着经济的好转,工业用电量的上升将带来发电机组需求的上升;对于石油钻探用柴油机而言,原油价格的复苏将带来民用及出口市场需求的好转,整体来看,中国经济的复苏及原油价格的反弹将带来公司主业 2010 年实现 19% 左右的增长。

股权投资收益: 基于两点原因,我们预计公司在 2010 年的股权投资收益仍有望实现 23% 的增长, 1) 西气东输二期将在 2010 年完工,而支线建设将在 2009 年下半年至 2010 年步入高峰期; 2) 中石油承建的其他油气管道建设也将在 2010 年进入第一个结算高峰期 (2009 年下半年开工,类似于 2003 年西气东输一期工程)。

表 5: 宝鸡钢管及咸阳钢绳 2009-2010 年盈利预测

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
宝鸡钢管	7,761	6,279	14,333	14,276	25,121	55,266	69,083
Yoy		-19.10%	128.27%	-0.40%	75.97%	120%	25%
股权占比	38%	38%	38%	38%	21%	21%	21%
咸阳钢绳	-66	1,000	3,494	3,316	3,095	3,095	3,095
Yoy		1615.15%	249.40%	-5.09%	-6.66%	0.00%	0.00%
股权占比	45%	45%	45%	45%	29%	29%	29%
股权投资收益	2,919	2,840	6,959	6,917	6,163	12,493	15,395

数据来源: 公司公告、长江证券研究部

五、上调公司的投资评级至“推荐”

公司在 2009 年采取了降价的竞争策略,我们预计公司主营业务收入将实现 14% 左右的增长,销售毛利率同比下滑至 17.89%,整体来看,主营业务收入的增长弥补了毛利率的下滑,主业实现的净利润基本与 2008 年持平,2009 年净利润的增长主要来自于股权投资收益,2010 年随着经济的复苏及油价的反弹,公司主营业务收入增长有望实现 19% 的增长,主营业务毛利率将小幅上升至 18.50%,净利润的增长将来自于主业及股权投资收益的双动力。

公司 2009-2010 年的业绩将明显受益于国家重点油气输送工程,业绩增长的确定性较强,我们预计公司 2009-2010 年的业绩增幅分别为 43.12% 及 23.37%, EPS 分别为 0.63 及 0.77 元,上调公司的投资评级至“推荐”。

表 6：公司分项产品盈利预测

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
V 型柴油机	39,705.39	33,689.56	43,625.88	52,536.79	58,841.20	68,255.80
Yoy		-15.15%	29.49%	20.43%	12%	16%
毛利率	29.27%	28.88%	23.70%	24.36%	23.00%	24.00%
柴油机配件及其他	10,968.40	12,364.60	13,201.31	23,091.15	26,554.82	31,865.79
Yoy		12.73%	6.77%	74.92%	15%	20%
毛利率	25.23%	23.43%	19.85%	11.57%	11.00%	12.00%
气体机及气体发电机组	8,057.54	14,694.07	15,482.54	19,495.49	23,394.59	29,243.24
Yoy		82.36%	5.37%	25.92%	20%	25%
毛利率	32.11%	26.88%	25.89%	22.20%	20%	19%
柴油发电机组	5,623.21	8,789.71	13,178.57	14,445.53	16,612.36	20,765.45
Yoy		56.31%	49.93%	9.61%	15%	25%
毛利率	28.60%	22.85%	25.49%	27.15%	25%	24%
直列型柴油机	11,469.83	7,084.69	8,727.73	8,403.80	8,823.99	9,706.39
Yoy		-38.23%	23.19%	-3.71%	5%	10%
毛利率	6.34%	1.40%	-5.18%	-9.07%	-10%	-5%
机组配套	3,000.22	4,064.10	4,975.47	5,538.52	6,369.30	7,961.62
Yoy		35.46%	22.42%	11.32%	15%	25%
毛利率	17.08%	24.47%	7.26%	13.13%	11%	10%
柴油机大修	1,506.67	2,050.47	2,575.57	3,455.64	3,973.99	4,371.38
Yoy		36.09%	25.61%	34.17%	15%	10%
毛利率	41.99%	35.03%	34.32%	21.61%	19%	18%

数据来源：公司公告、长江证券研究部

表 7：公司损益表预测

万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	101,767	126,967	144,570	172,170
营业总成本	97,708	125,450	143,287	170,302
其中营业成本	80,647	102,536	118,710	140,327
营业税金及附加	468	495	578	706
销售费用	5,943	8,100	8,385	10,330
管理费用	8,620	12,328	12,722	15,495
财务费用	2,015	2,539	2,891	3,443
股权投资收益	6,454	6,254	12,493	15,395
营业外收入	1,130	2,533	2,000	2,200
净利润	9,804	10,472	14,987	18,490
股本	23,962	23,962	23,962	23,962
EPS（元/股）	0.41	0.44	0.63	0.77

数据来源：长江证券研究部

分析师介绍

黄振，武汉大学金融学硕士，从事机械行业研究，重点覆盖公司包括：三一重工、中联重科、柳工、方圆支承、山河智能、中国船舶、广船国际、振华港机、石油济柴、威海广泰、天马股份、秦川发展、昆明机床。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。