

山东墨龙 (002490)

产品种类齐全的石油钻采设备企业

——新股询价定价报告

吕娟
021-38676139
lvjuan@gtjas.com
S0880209110640

本报告导读:

在全球产业转移的大背景下,公司受益稳定增长的石油开采需求和较快增长的天然气、煤层气开采需求,预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.71、1.0、1.35 元。

投资要点:

- 公司 2001 年 12 月在墨龙总公司整体改制的基础上,由 9 名发起人以发起方式设立,于 2004 年 4 月首次公开发行 H 股。
- 公司产品包括套管、油管、管线管、抽油杆、抽油泵、抽油机及相关设备和部件,其中套管和油管是公司收入和利润的主要来源。公司产品主要用于石油钻采,也可用于天然气、煤层气钻采。2003-2009 年公司营业收入、净利润的年复合增长率分别为 37.87%、34.55%。
- 套管和油管是石油钻采过程中用量最大的产品,套管使用寿命与油井生命周期基本吻合,油管、抽油泵、抽油杆和抽油机等则属于损耗品,损耗周期几个月至几年不等。
- 相比石油价格的大幅波动而言,石油钻采的资本支出一直保持稳定较快增长;由于消费特性,全球油套管需求增速一直高于石油产量增速。结合历史数据,预计未来全球油套管需求年均增速在 8% 左右。
- 我国石油钻采专用设备全球市场占有率已经超过 30%,其中油套管出口量保持快速增长,出口量相当于总销量 30% 左右。预计中国油套管将进一步走向世界。
- 公司石油钻采设备的产品种类、系列在国内同行中处于领先地位,目前油套管年产能 35 万吨,国内份额 8.75%,全球份额 2.5%。
- 此次 A 股 IPO,计划使用 7.2 亿募集资金投向 Φ180mm 石油专用管改造工程项目,预计 2013 年达产,达成后新增油套管年产能 30 万吨。
- 近期石油价格明显回升,石油钻采活动日益活跃,我国石油钻采设备行业收入增速也开始回升,预计公司产品销量将明确进入上升通道,2010-2012 年 EPS 分别为 0.71、1.01、1.35 元。目前石油钻采设备行业 2010 年 PE 在 30 倍附近,建议询价区间 (19,23) 元,上市首日定价区间 (22.5,27.5) 元。
- 主要风险:原材料价格上涨的风险、汇率变动的风险。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,810	2,076	2,703	3,633	4,106
(+/-)%	55%	-26%	30%	34%	13%
经营利润 (EBIT)	389	281	310	447	606
(+/-)%	65%	-28%	-20%	44%	35%
净利润	306	268	284	402	538
(+/-)%	53%	-12%	6%	41%	34%
每股净收益 (元)	0.77	0.67	0.71	1.01	1.35
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

注:每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

建议询价区间

19.00-23.00

上市首日定价区间

22.50-27.50

2010.09.30

发行上市资料

总股本 (万股)	32,892
发行量 (万股)	7,000
发行日期	2010.10.08
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	招商证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产 (元)	4.05
净资产收益率 (%)	9.1%
资产负债率 (%)	63.6%

主要股东和持股比例 (发行前)

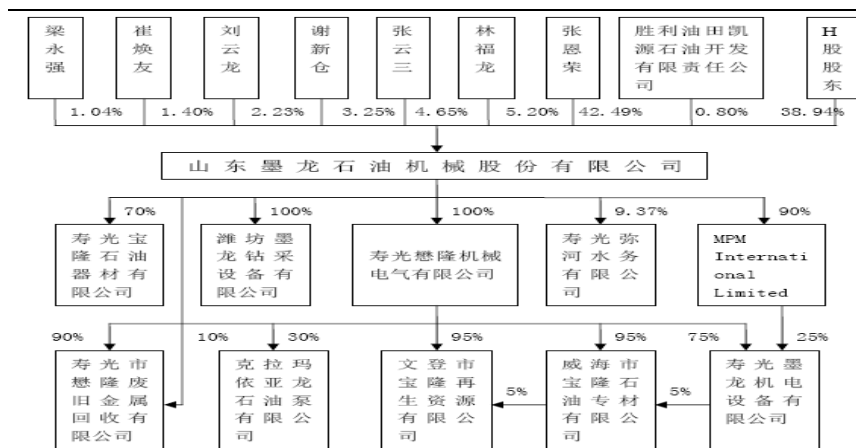
张恩荣	42.49%
林福龙	5.20%
张云三	4.65%
谢新仓	3.25%
刘云龙	2.23%
崔焕友	1.40%
梁永强	1.04%
凯源石油	0.80%
H 股	38.94%

1. 公司基本情况

1.1. 历史沿革

公司 2001 年 12 月在墨龙总公司整体改制的基础上，由 9 名发起人以发起方式设立，于 2004 年 4 月首次公开发行 H 股并于香港联交所创业板上市，2007 年 2 月公司由香港联交所创业板转到主板上市，港股股票代码 HK 568。

图 1：本次 A 股发行前股权结构图



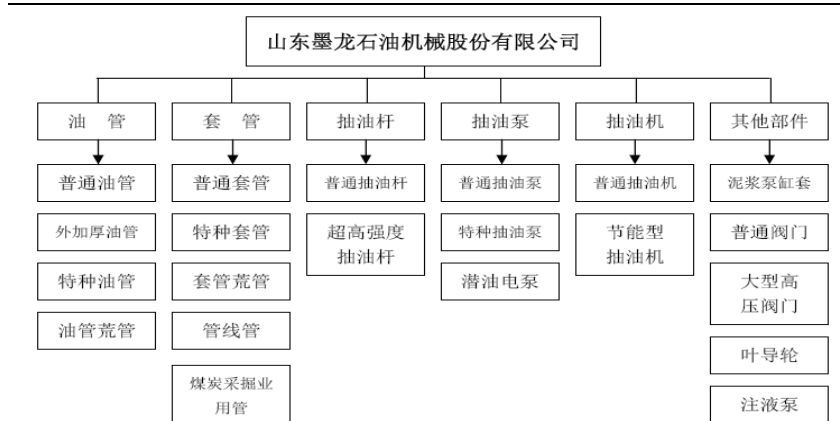
数据来源：招股书、国泰君安证券研究

1.2. 主营业务分析

1.2.1. 主要产品及用途

公司产品包括套管、油管、管线管、抽油杆、抽油泵、抽油机及相关设备和部件（涉及减速箱、潜油电泵、注液泵、叶导轮及各种阀体、缸套和其它井下工具）。目前公司产品主要用于石油钻采工程，也可用于天然气、煤层气钻采工程。

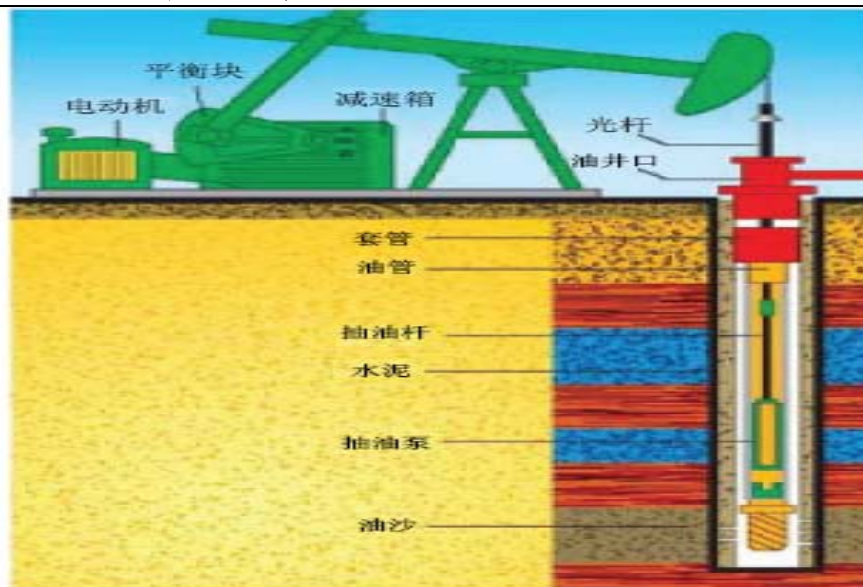
图 2：公司及附属公司的产品结构



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

除电动机之外，公司产品基本涵盖了石油钻采成套机械设备的各关键组件。在石油钻探过程中，用套管作为井壁固定油井；在开采石油时，把油管至于套管之中作为石油输送的通道；抽油机前端通过抽油杆连接着抽油泵，抽油泵依靠抽油机的运动提供动力将石油采出。

图 3：石油钻采设备工作示意图



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

1.2.2. 收入与利润分析

公司在 H 股上市后，依托资本市场的推动和自身努力，营业收入、净利润的复合增长率分别为 37.87%、34.55%。尽管受危机影响，2009 年收入利润有所下滑，但是从 2010 年中期来看，开始重拾增长之势。

2010 年上半年综合毛利率与净利率出现一定程度下滑，主要原因在于：1、公司新增销售共计 3.45 万吨煤炭采掘业用管和套管荒管，其毛利率分别为 14.17%和 14.30%，拉低了综合毛利率；2、产品销售价格的提高幅度小于成本上升幅度。

图 4：公司整体收入与盈利规模

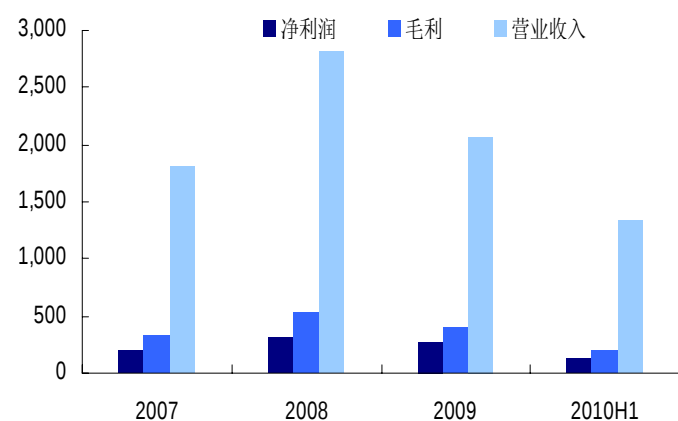
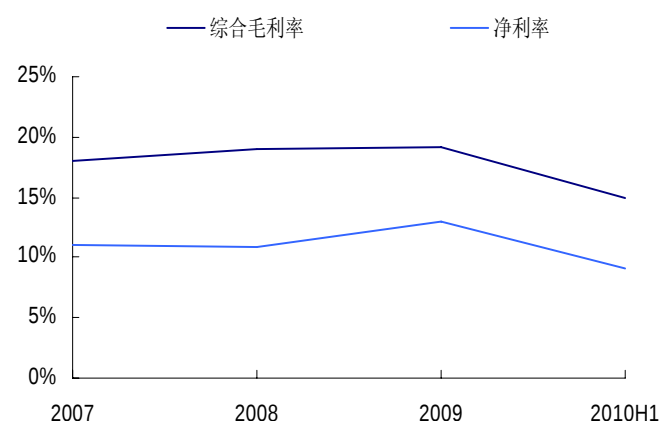


图 5：公司整体盈利能力



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

分产品看，套管和油管是公司主营业务收入和利润的主要来源。各个产品中，抽油泵的毛利率明显较高，抽油机的毛利率明显较低，其他产品毛利率基本在 20%左右。分地区看，国内是主营业务收入的主要来源，但是国外占比也不小。

图 6: 公司主营业务收入分产品构成

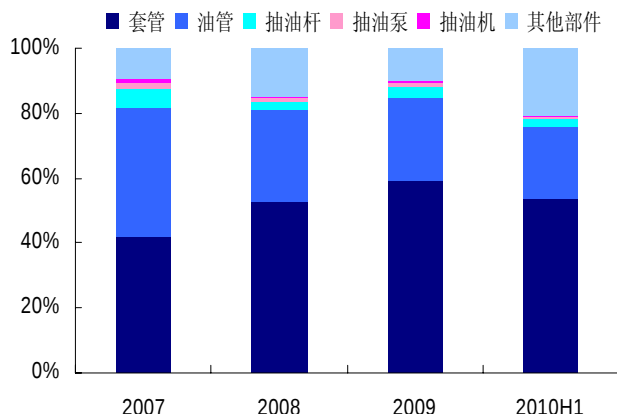


图 7: 公司主营业务毛利分产品构成

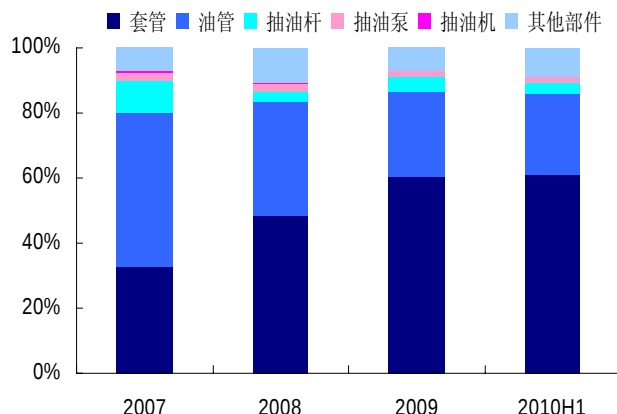


图 8: 公司主营业务分产品毛利率比较

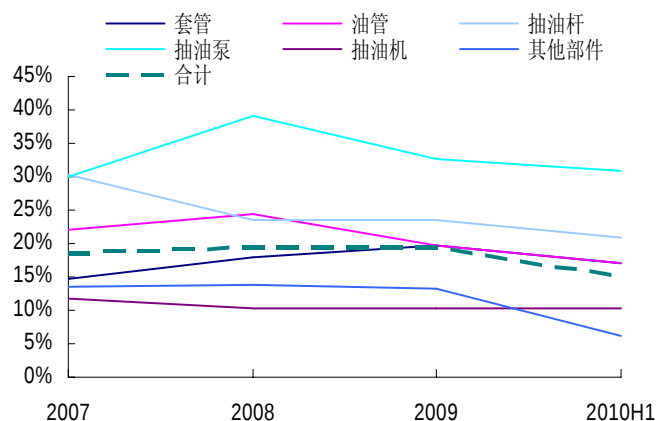
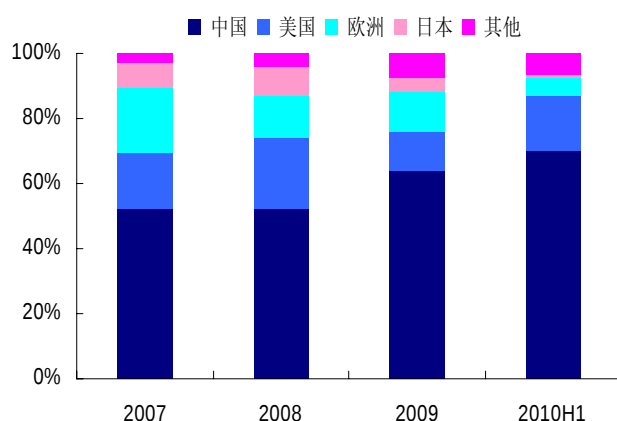


图 9: 公司主营业务收入分地区构成



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

1.2.3. 客户分析

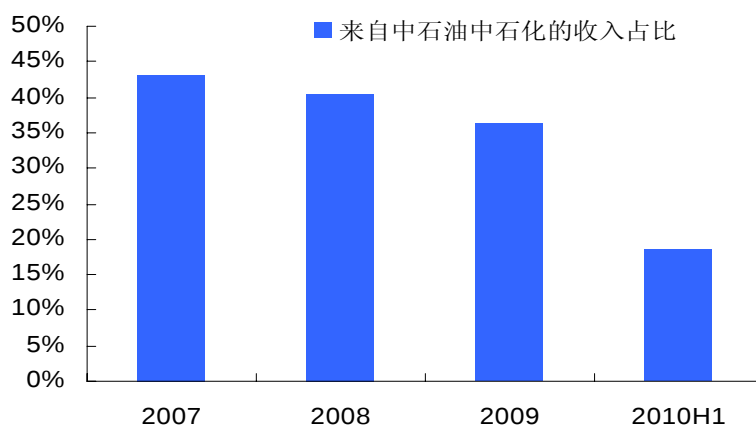
随着公司的发展，客户群体发生巨大变化，国内客户由中石油拓展至中石化、中海油、延长石油、晋煤集团等，而且公司产品还销往美国、俄罗斯、中东、东南亚、南美洲、非洲、澳大利亚等国家与地区。随着客户群体的扩大，公司客户集中的风险不断降低。

表 1: 公司客户群体由中石油不断扩大，由国内走向国外

年度	主要客户及产品最终销售地区
2009年	中石油集团、中石化集团、中海油总公司、延长石油、晋煤集团、中裕能源、美国、俄罗斯、中东、东南亚、南美洲、非洲、澳大利亚
2008年	中石油集团、中石化集团、中海油总公司、延长石油、晋煤集团、中裕能源、美国、俄罗斯、中亚、中东、东南亚、加拿大、南美洲
2007年	中石油集团、中石化集团、延长石油、晋煤集团、中裕能源、美国、俄罗斯、中亚、中东、东南亚、加拿大、南美洲
2006年	中石油集团、中石化集团、美国、俄罗斯、中亚、中东、东南亚、加拿大
2005年	中石油集团、中石化集团、美国、俄罗斯、中亚
2004年	中石油集团、中石化集团、美国、俄罗斯
2003年	中石油集团、中石化集团、美国
2002年	中石油集团、中石化集团
2001年	中石油集团

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

图 10: 客户集中的风险在降低



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

2. 需求分析

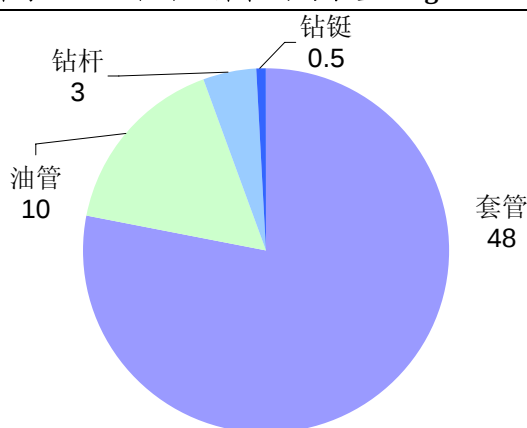
2.1. 石油钻采设备的需求特性

石油钻采设备工作环境恶劣, 油管 and 套管形成的油管柱和套管柱通常要承受几百甚至上千个大气压的内压或外压, 几百吨的拉伸载荷, 还有高温及严酷的腐蚀介质的作用。除套管使用寿命与油井生命周期基本吻合外, 油管、抽油泵、抽油杆和抽油机等属于损耗品, 损耗周期在几个月至几年, 具体与地质条件复杂程度有很大关系。

2.2. 油套管在石油钻采过程中用量最大

根据我国统计数据, 实际钻井每钻进 1m, 约需油井管 62kg, 其中套管 48kg、油管 10kg、钻杆 3kg、钻铤 0.5kg, 套管和油管是石油钻采过程中用量最大的产品。

图 11: 钻井每钻进 1 米对油井管的需求量 (kg)



数据来源: 国泰君安证券研究

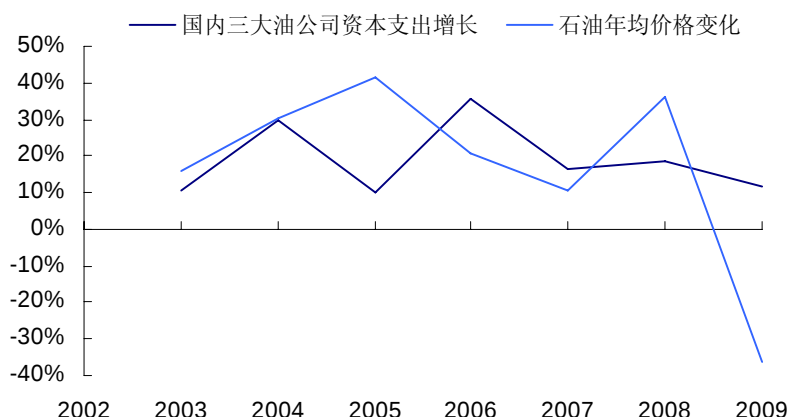
2.3. 全球油套管需求将保持稳定的较快增长

2.3.1. 相比石油价格的波动, 油公司资本支出的变动较为平稳

数据显示, 相比于石油价格的大幅波动而言, 石油钻采公司的资本

支出一直保持稳定的较快增长。

图 12: 石油钻采资本支出的增长相比油价更加稳定



数据来源: 国泰君安证券研究

2.3.2. 预计全球油套管需求将保持 8% 左右的增长

由于油套管的消费特性, 全球油套管需求增速一直高于全球石油产量增速, 预计将来这一特征也不会改变。

表 2: 过去数年全球油套管需求增速一直高于石油产量增速

年份	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	平均增速
全球石油产量增速 (%)	4.0	4.1	1.3	0.4	-0.4	1.1	1.75
全球油套管需求量增速 (%)	18.4	10.3	14.1	12.3	9.2	8.0	12.05
油套管需求量增速/石油产量增速(倍)	4.60	2.51	10.85	30.75	--	7.27	

数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

1、目前全球 90% 的油田进入成熟期, 勘探开采难度加大。根据美国能源部对国际上井深趋势进行的统计, 自 1978 年以来, 全球石油、天然气平均井深增加了一倍, 并且继续呈现增长趋势。预计同样产量所需的钻采设备将更多。

2、全球天然气尚处在大规模开采的初期, 新增开采量和消费量增速快于石油行业的发展, 预计未来 10 年, 全球天然气需求年均增长率将达到 3.9%, 我国对天然气需求年均增长率将保持在 12% 以上, 预计天然气开采对钻采设备需求的贡献将越来越大。

3、随着全球能源供应日趋紧张, 部分煤层气储量相对丰富的国家开采力度不断加强, 以我国为例, 煤层气储量位居全球第三, 在国家政策的扶持下, 作为高效清洁能源, 煤层气的市场需求将得到快速提升。预计煤层气开采对钻采设备需求的贡献也将越来越大。

综合上述三方面因素, 结合过去的历史数据, 预计未来全球油套管需求年均增速在 8% 左右。

表 3: 全球油套管需求预测

年份	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
全球油套管需求量 (万吨)	1400	1,540	1,660	1,800	1,940	2,090	2,260

数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

2.4. 中国油套管将进一步走向世界

1949~1994 年间,我国共消耗油井管 1,270 万吨,其中进口 1,150 万吨,国产 120 万吨,总自给率不到 10%。而至 2008 年,我国石油钻采专用设备制造商在全球范围内的市场占有率已经超过 30%。目前油套管出口量保持快速增长,出口量相当于总销量 30%左右。预计随着生产技术进步,中国油套管将进一步走向世界。

图 13: 中国石油钻采设备已占全球超过 30%的份额

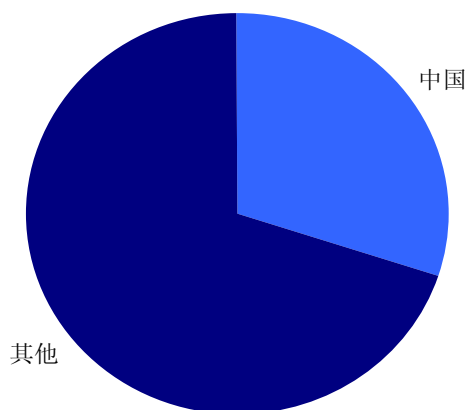
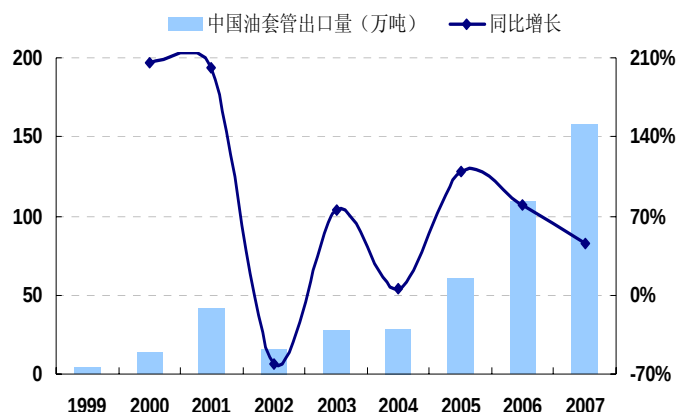


图 14: 中国油套管出口量快速增长



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

3. 公司的行业地位分析

3.1. 国内外竞争对手及比较

公司国内竞争对手主要包括无锡西姆莱斯石油专用管制造有限公司、天津钢管集团股份有限公司、宝山钢铁股份有限公司、江苏常宝钢管股份有限公司、湖南华菱钢铁股份有限公司、攀钢集团成都钢铁有限责任公司和安徽天大石油管材股份有限公司。

公司国外竞争对手包括阿根廷 Tenaris 公司、V&M Tubes、日本住友金属集团、美国钢铁公司 (USS, 简称美钢联)、日本 JEF 钢铁株式会社、TR 公司。

相比竞争对手,公司一个较为显著的特点是公司专注于石油钻采设备,很多竞争对手是钢铁企业,石油钻采设备是其业务之一,收入占比不高。

表 4: 公司国内外竞争对手情况

地区	名称	备注
国内 (总产能 400 万吨左右)	无锡西姆莱斯	09 年油套管销量 42.21 万吨, 市场份额 10.6%
	天津钢管	
	宝山钢铁	08 年油套管销量约 45 万吨, 市场份额 11.25%
	江苏常宝	
	湖南华菱	
	攀钢集团成都钢铁公司	

国外	安徽天大	
	公司	09 年产能 35 万吨，市场份额 8.75%
	阿根廷 Tenaris 公司	油井管产能 132 万吨
	V&M Tubes	油井管产能约 145 万吨
	日本住友金属集团	油井管产能约 120 万吨
	美国钢铁公司	美国本土主要公司的油井管年产能约 90 万吨
	日本 JEF 钢铁株式会社	
	TR 公司	

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

3.2. 公司的行业地位

公司是国内专业的石油钻采专用设备生产商之一，可以提供全系列的石油钻采相关产品，产品种类、系列在国内石油钻采设备领域处于领先地位。公司油套管目前在国内的市场份额为 8.75%，全球市场份额为 2.5%。

表 5：公司油套管的行业地位

项目	数值
山东墨龙	35 万吨
中国	400 万吨
全球	1400 万吨
山东墨龙国内份额	8.75%
山东墨龙全球份额	2.50%

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

此外，公司在抽油泵、杆领域也有较强的竞争实力，抽油泵国内市场份额在 10% 以上，2007 年抽油杆出口 171.54 万米，居全国首位。

4. 募投项目分析

公司此次 A 股 IPO，计划发行不超过 7000 万股，使用 7.2 亿募集资金投向 $\Phi 180\text{mm}$ 石油专用管改造工程项目，项目产品主要为石油套管、油管和管线管。

表 6：募集资金投向

项目名称	总投资额	建设期第一年	第二年
$\Phi 180\text{mm}$ 石油专用管改造工程项目	72,000	36,000.00	36,000.00

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

项目建设期为 2 年，原预计 2010 年 7 月建成投产，但由于部分关键设备尚未到位，项目尚未建成投产。预计投产第一年达到设计产量的 60%，投产第二年达到设计产量的 80%，2013 年达产。

达成后，将新增油套管年产能 30 万吨，考虑现有 35 万产能，届时公司总产能将达到 65 万吨，相当于 2013 年全球预测油套管需求量的 3.35%。考虑全球油套管产业向中国倾斜，以及公司管线管等新产品也会消化部

分 A 股募投项目产能，我们认为公司产能释放不会遇到需求不足的问题。

表 7：公司 A 股募投项目达成前后产能及全球份额变化

	2009 年	2013 年
山东墨龙	35 万吨	65 万吨
全球	1400 万吨	1940 万吨
山东墨龙全球份额	2.50%	3.35%

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

由于 A 股募投项目新增的产能将主要用于生产高等级的 API 标准和非 API 标准石油专用管，这些产品的毛利率较高，将有助于提升综合毛利率水平。公司预计项目达产后，正常年份可实现新增销售收入 191,400 万元，毛利 34,498 万元。

5. 盈利预测与投资建议

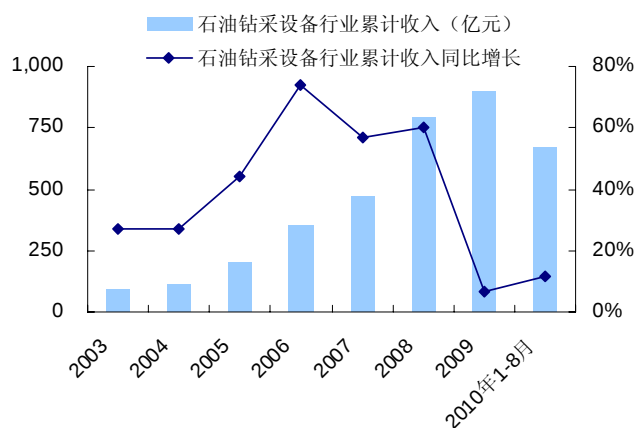
人类每年对于石油的需求量呈稳步增长态势，加上近期石油价格明显回升，石油钻采活动日益活跃，我国石油钻采设备行业收入增速也开始回升。

预计公司产品销量将明确进入上升通道，公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.71、1.01、1.35 元。目前石油钻采设备行业 2010 年 PE 在 30 倍附近，建议询价区间（19,23）元，上市首日定价区间（22.5,27.5）元。

图 15：石油价格明显回升



图 16：我国石油钻采设备行业收入增速回升



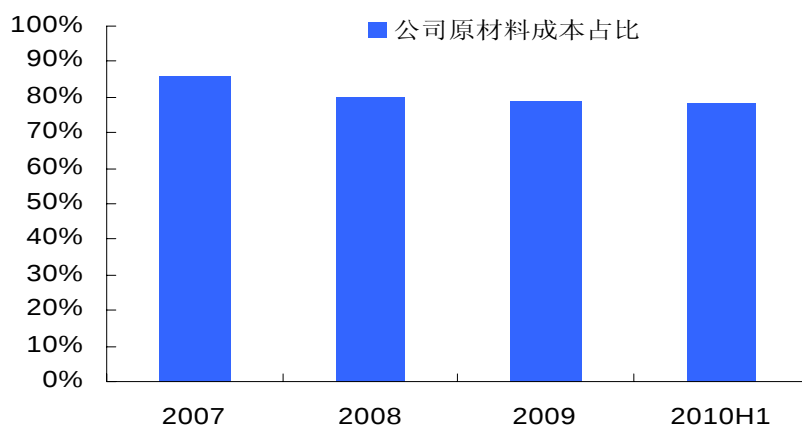
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

6. 风险因素

6.1. 原材料价格上涨的风险

公司所需的原材料主要是石油专用管坯、石油专用荒管、杆坯、钢铁及铸件原料等，原材料成本占比在 80% 左右。若原材料价格明显波动，会影响公司毛利率水平。对此，公司根据市场状况与国内客户约定原材料与产成品的价格适当联动，可以部分抵消原材料价格剧烈变化带来的风险。

图 17: 公司原材料成本占比高



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

6.2. 汇率变动的风险

出口是公司收入和利润的重要来源, 在公司的出口业务中, 美元是公司 and 客户的主要结算货币。若人民币与美元汇率发生较大波动, 将会影响公司的出口竞争力。

图 18: 公司出口收入占比较高

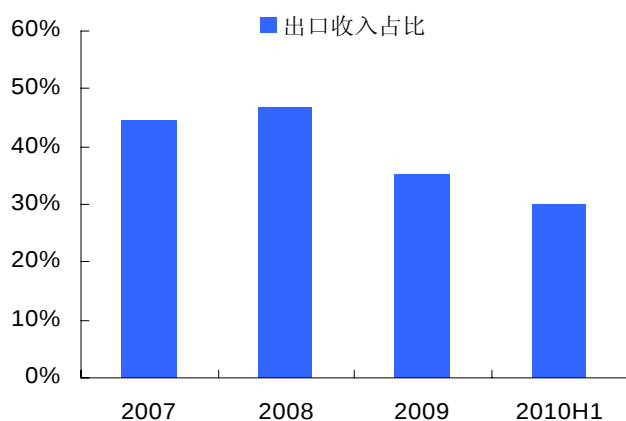
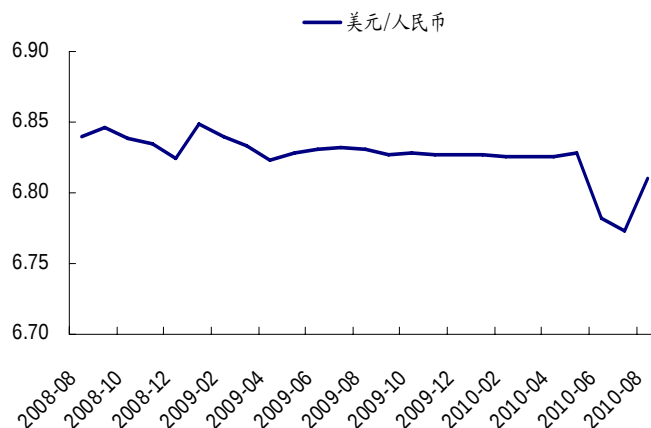


图 19: 近期人民币汇率变化



数据来源: 招股书、CEIC、国泰君安证券研究

作者简介:**吕娟:**

河海大学机械电子工程专业学士，法国 EDHEC 商学院 MSc.Finance 交流学生，复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券，从事机械行业研究。

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		