

山东墨龙（002490）：EPS 高增长+PE 修复，双轮驱动潜力股 买入（首次）

机械行业

2010 年 12 月 27 日

联系人：张琦 010-66045590 zhangqi@txsec.com

事件描述：

近期，我们对山东墨龙（002490）进行了实地调研，与公司高管就公司经营情况以及未来的发展战略等方面进行了深入的沟通，并参观了公司的新项目生产线。

评论：

公司是国内较早从事石油钻采专用设备制造和服务的优质企业，主要产品包括套管、油管、管线管、抽油杆、抽油泵、抽油机及相关设备和部件，产品线涵盖了石油钻采产业链的全套油套管设备。目前，油管和套管产品是公司营业收入的主要来源。

一，管理层给我们留下了深刻的良好印象。在实地调研以及相互沟通的过程中，管理层在如下几个方面让我们印象深刻：

- 1，对待企业，踏实、务实的经营态度；
- 2，对待投资者不浮夸、不忽悠、认真负责的实事求是精神；
- 3，坦诚、耐心的优秀人格。

二，募投项目如期进展+毛利率强力回升，助推公司EPS超预期。

1，量的方面：增幅超过40%。

公司目前油套管产能为35万吨左右，此次募投项目将对现有两条油管生产线进行技术改造和升级，建成投产后，将新增各类高等级石油专用管30万吨/年。按照公司计划，项目将于2011年达产60%，2012年达产80%，2013年完全达产。

结合我们的调研考察情况以及对公司的相关研究，我们认为公司实现上述达产进度可能性较大，并且销量将与达产进度基本同步。具体理由如下：

（1），行业需求稳步增长。能源需求刚性、油田开采难度增加、产品更新换代频率加快以及天然气和煤层气带来的新增需求等因素支撑油气开采设备行业的需求稳步增长；

（2），需求空间广阔，公司市场份额提升潜力较大。目前，国内油套管的需求空间为300-400万吨/年，国际需求为1400万吨/年。公司受制于产能限制，国内市场占有率8-10%左右，国际市场占有率为2.45%左右，比重较低。

随着公司产能逐步释放以及产品竞争力不断提升，公司市场份额的提升潜力巨大。另外公司新项目新增了管线管等产品的生产销售，也为消化和利用新增产能提供了新的途径；

(3)，公司竞争优势明显，中石油等下游客户对其认同度较高。

首先，目前该领域主要的供货厂商有7家，由于拿到API认证和进入三大石油集团采购名录的难度较大、耗时较长，从目前来看，行业格局相对稳定，并无明显的新进入者。

其次，从行业内部来看，公司主要的竞争对手为一些钢铁集团下属的子公司，大部分具有国企背景，经营效率不高，设备情况也比较老化。而且其油套管业务大多是集团的非主要业务，重视程度相对较低。

与竞争对手相比，公司目前的主要劣势是产能相对较小。

而作为一家定位于专业化的石油机械装备制造服务商的民营企业，公司在专业化、产业链、生产装备、产品开发和经营效率等方面竞争优势非常明显，也更能获得下游客户的认同度。

另外，根据我们了解，国内三大石油集团往往是根据供货商实际产能情况和供货能力来安排每年的采购量，考虑到公司产能的扩张和产品的竞争优势，我们预计明年三大石油集团对公司产品的采购量将有所增加。

(4)，曾经的扩张带来了业绩的辉煌增长，成功实现了“资本融资-实体扩张-增收增效”的发展路径。

公司是国内最早在境外上市的石油钻采专用设备制造企业，自2004年在香港上市以来，共进行过三次H股发行融资，资金主要用于抽油杆、油管、25万吨石油套管等项目的建设。

从公司产能变化来看，油管的年产能由H股上市前的3万吨增加至目前的10万吨，而25万吨套管的年产能则全部为新增产能。

从公司的销量来看，2009年，公司油管和套管的产量分别为10.26万吨、24.34万吨、产能利用率接近100%，产销基本保持一致。

从公司的经营业绩来看，公司营业收入由上市前2003年的3.02亿元增长至2009年的20.76亿元，复合增长率为37.87%，净利润由2003年的0.46亿元增长至2009年的2.74亿元复合增长率为34.55%。若剔除2009年金融危机对行业的影响，则公司收入和利润的复合增长率超过60%。

从公司过往的几次资本运作与实体扩张的配合效果来看，公司成功的实现了“资本融资-实体扩张-增收增效”的发展路径。公司优秀的募集资金运用能力也比较好的体现了公司把握行业时点和制定公司战略的卓越能力。

时间	事件	发行股数 (亿股)	募集资金 (亿元)	募投项目	收入(亿元)	利润(亿元)
2003					3.02	0.46
2004	H股IPO	1.38	0.81	1. 油管产能由3万吨增至10万吨; 2. 新增25万吨套管产能。		
2005	H股增发	1.08	1.00			
2007	H股增发	0.49	0.78		18.13	2.00
2008					28.10	3.06
2009					20.76	2.68
2010	A股IPO	0.70	11.97	新增30万吨油套管产能。		

另外，根据我们了解，此项目也是公司综合下游行业发展前景，准备多年的一项战略规划。结合我们上述分析，我们认为在市场保持持续平稳发展的情况下，公司实现上述产销目标的可能性较大。

2, 质的方面: 产品高端比例增加, 经营效率提升。

公司募投项目将于将用于建设Φ 180mm石油专用管改造工程项目。在调研过程中, 我们也细致的参观新生产线, 并与原有生产线进行了对比。

(1), **高端产品销售比例将有所上升。**与原有的生产线相比, 新项目采用了更先进的工艺和设备, 其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。由于新产品毛利率较原有产品的毛利率高, 因此, 随着募集资金投资项目的达产, 高端产品销售比例将有所扩大, 预计将对公司的综合毛利率产生积极影响。

(2), **生产效率大幅提升。**通过调研我们了解到, 公司原有生产线只能生产油管, 而经过改造升级后的生产线可以顺畅的在油管产品和套管产品之间切换, 非常便于企业根据下游需求的变化来调剂产品结构。

另外, 由于新生产线采用了最先进的生产设备, 使其对钢材等原材料的使用效率有了大幅的提升, 从而在很大程度上提升了企业的生产效率。

三, 超募资金项目锦上添花。

公司准备将2.2亿元的超募资金向控股子公司威海宝隆进行增资, 用于实施石油管材加工项目, 项目建成后, 将形成年产15万吨Φ 60.3~139.7mm的新型耐腐蚀油套管材料的生产能力。

在项目实施之前, 威海宝隆的主业为生产和加工钢坯, 然后将其钢坯再运到山东墨龙的总部进行加工成油套管。

项目实施后, 新的石油管材加工生产线将在威海当地建成。

我们认为, 项目建成后, 公司将至少从两个方面受益:

1, 虽然公司此前没有开展过此规格产品的生产和销售, 但根据该项目的可行性分析来看, 该产品潜在的市场前景很好。

根据项目的进展, 预计明年一季度开始试生产, 下半年开始贡献利润。但考虑到新产品的开发试产周期和初期推广因素, 以及新产品的实际需求仍有一定的不确定性, **我们预计该项目明年的业绩贡献有限, 2012年将有5000万元左右的业绩贡献。**

2, 由于该项目实施地在威海, 一方面可以利用威海宝隆现有产能方便、快捷的为该项目提供原材料管体。另一方面将节省大量原先由威海至公司总部的钢材运输成本。

以当前的钢材运价为例, 山东威海至山东寿光的钢材运输成本为100元/吨, 目前威海宝隆的钢坯产量为20万吨左右, 即便是在当地消化一半, 运到总部10万吨, 则也能够节省运费1000万元。

因此, 综合来看, 该项目将使公司产品结构更合理, 产品线将延伸至高附加值的产品, 同时亦可节省大量的生产成本, 从而提高公司的盈利能力。

四，盈利预测。

主要的测算逻辑：

- 1, 公司2010-2012年的销量分别为35、50、60万吨，考虑到新产品相对高端，预计产品的综合价格有所提升，再考虑到超募资金项目2012年的收入贡献，我们预计公司未来两年收入分别增长45%和25%。
- 2, 结合公司今年单季度毛利率变化趋势以及未来产品结构的转变（今年前三季度单季度毛利率分别为：13%左右、16%左右和20.8%，反弹迹象明显），我们预计公司未来毛利率将有显著提升。
公司超募资金项目每年给公司节省运费2000万元左右，能够部分抵消每年新增的5700万元的折旧。
综合以上因素，我们预计公司未来两年毛利率分别为19.5%和20.5%。
- 3, 公司管理费用率和销售费用率保持平稳，考虑到仍有超募资金以及公司偿还贷款力度加大，我们预计公司财务费用率将有所降低。

结合上述分析，我们预计公司2010-2012年的EPS分别为0.70元、1.21元和1.62元，复合增长率超过50%。

图表：山东墨龙（002490）盈利预测表（单位：万元）

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	280,963	207,555	273,973	397,261	496,576
营业收入增长率	55.0%	-26.1%	32.0%	45.0%	25.0%
减：营业成本	227,385	167,863	226,849	319,795	394,778
毛利率	19.1%	19.1%	17.2%	19.5%	20.5%
营业税金及附加	504	371	548	795	993
资产减值损失	2,022	-1,272	-100	0	0
销售费用	5,989	6,125	4,932	7,945	9,435
管理费用	6,748	6,383	9,041	13,110	15,890
财务费用	4,325	1,066	4,384	3,178	3,476
期间费用	17,062	13,574	18,356	24,233	28,801
期间费用率	6.1%	6.5%	6.7%	6.1%	5.8%
投资净收益	33	583	0	0	0
加：公允价值变动净收益	527	-527	0	0	0
二、营业利润	34,550	27,075	28,319	52,438	72,003
营业利润率	12.3%	13.0%	10.3%	13.2%	14.5%
加：营业外收入	893	5,415	5,000	5,000	5,000
减：营业外支出	118	62	100	100	100
三、利润总额	35,326	32,428	33,219	57,338	76,903
减：所得税	3,386	5,046	4,983	8,601	11,536
实际所得税率	9.6%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
四、净利润	31,940	27,382	28,236	48,738	65,368
净利润增长率	58.9%	-14.3%	3.1%	72.6%	34.1%
归属母公司所有者的净利润	30,581	26,832	27,954	48,250	64,714
净利率	10.9%	12.9%	10.2%	12.1%	13.0%
少数股东损益	1,359	551	282	487	654
每股收益(元)	0.77	0.67	0.70	1.21	1.62

资料来源：天相投顾

五，估值及投资建议。

1，可比公司横向比较。

上市公司中，我们选择石油钻采专用设备制造以及专用管道设备上市公司进行比较，目前可比公司2011年平均估值水平为32.44倍，公司2011年的PE仅为18.4倍，具有非常明显的估值修复空间。

图表：可比上市公司主要估值指标比较

公司代码	公司简称	股价	EPS		PE		PB	投资建议
			2010E	2011E	2010E	2011E	2010	
002478	常宝股份	17.50	0.43	0.61	40.70	28.69	3.06	增持
002318	久立特材	21.54	0.44	0.77	48.95	27.97	3.14	增持
002443	金洲管道	24.13	0.84	1.24	28.73	19.46	2.68	增持
002423	中原特钢	9.64	0.29	0.36	33.24	26.78	2.55	增持
002445	中南重工	23.99	0.63	0.87	38.08	27.57	3.43	增持
000852	江钻股份	11.84	0.30	0.35	39.47	33.83	4.33	中性
300084	海默科技	33.34	0.25	0.90	133.36	37.04	3.51	中性
300023	宝德股份	17.89	0.37	0.46	48.35	38.89	4.77	中性
000617	石油济柴	19.30	0.30	0.42	64.33	45.95	6.58	中性
002353	杰瑞股份	141.70	2.45	3.62	57.84	39.14	7.55	中性
002278	神开股份	16.69	0.40	0.53	41.73	31.49	3.37	增持
平均					52.25	32.44	4.09	
002490	山东墨龙	22.28	0.70	1.21	31.83	18.41	3.80	买入

资料来源：天相投顾

2，从公司的增长来看。

公司过去六年的收入和净利润复合增长率达到了35%左右，若剔除金融危机影响最严重的2009年，则公司收入和利润的复合增长率超过60%。

目前行业已经逐渐整体走出了金融危机的影响，在外部环境逐步复苏的情况下，根据们对公司未来业绩预测，公司2010-2012年的EPS分别为0.70、1.21和1.62元，复合增长率超过50%。

总体来看，无论是从可比公司的横向比较的角度来看，还是从公司自身的业绩增长速度的角度来看，我们认为公司理应享有30倍左右的估值水平，对应12个月合理股价36元，股价较目前有60%以上的上涨空间，我们首次给予公司“买入”的投资评级。

六，风险提示。

- 1，原材料大幅波动风险；
- 2，贸易摩擦风险；
- 3，我国出口退税率下调的风险。



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040