

山东墨龙（002490）：油套管即将提价，有助于缓解成本压力

增持（维持）

机械行业

报告日期：2011年5月5日

事件描述：

近期，我们多次与公司管理层就投资普遍关心的产品销售以及公司盈利能力等问题进行了深入的沟通。

评论：

1. 2011年第一季度，伴随着公司产能的逐步释放和良好的订单情况，公司销售实现了20%的增长，但由于外部经营环境有所变化以及公司内部新项目磨合问题，公司第一季的毛利率同比下滑了5个百分点，导致公司在一季度的财务表现上增收但未增利。

总体来看，目前影响公司盈利能力的主要有两大因素：

一，外部：铁水等原材料价格大幅上涨；

二，内部：新项目尚未达到规模效应。

2. 中石油已经提价，将在一定程度上对冲原材料成本压力。

目前公司产品的主要原材料为铁水和废钢铁等。年初至今，相关原材料价格上涨约20%左右，对公司业绩的侵蚀程度大大超出了市场的一致预期。为了应对外部环境的变化，公司已经启动了产品的价格调整策略。根据我们了解的最新情况，中石油将于近期上调公司油套管产品的采购价，上调幅度约为7%。尽管我们认为终端产品提价暂时并不足以完全对冲成本的上升，但中石油的价格水平作为行业的定价基准，其价格调整对于市场积极的标杆意义不言而喻。

3. 新项目扩产进程顺利，预计上半年能达到盈亏平衡点。

由于公司募投项目刚刚扩产，效率并未充分释放，单位产品较大的固定成本在很大程度上影响了公司一季度的毛利率。

根据公司目前的生产情况，我们估计项目将在5.6月份达到盈亏平衡点，预计下半年将会逐步发挥规模效应，毛利水平有望快速回升。

在行业明显复苏以及公司高端产品占比逐渐提升的背景下，在成本压力部分转嫁以及规模效应逐步发挥的条件下，我们综合判断一季度将是公司毛利率的低点，未来公司的业绩情况将逐步回升。

证券分析师：张雷

执业证书编号：A0140511010022

010-66045454 zhanglei002@txsec.com

联系人：张琦

010-66045590 zhangqi@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

4. 盈利预测:

从销量来看,我们预计公司全年实现油套管销售约53万吨,抽油杆400万米,抽油泵及其柱塞2万台,抽油机20台,减速箱320台,其他产品收入约2-3亿元。公司一季度预收款增长超过100%,目前在手订单约为30万吨,生产计划已经安排至7、8月份,按此趋势,我们认为公司全年仍将实现产销的大幅增长,预计公司2011年销售收入增长将超过40%。

从成本角度来看,对于全年的原材料成本走势,我们尚无法精确把握。对此,我们对公司2011年的成本增长进行情景假设分析:

(1),乐观情况:全年成本价格上涨10-15%,则油套管产品成本增长55%左右,公司毛利率18%左右,2011年EPS1.07元/股。

(2),中性情况:全年成本价格上涨20-25%,则油套管产品成本增长60%左右,公司毛利率16%左右,2011年EPS0.94元/股。

(3),悲观情况:全年成本价格上涨30%,则油套管产品成本增长70%左右,公司毛利率13%左右,2011年EPS0.7元/股。

图表: 山东墨龙(002490)盈利情况情景分析

情景分析	情景假设	2011年毛利率	2011年EPS	PE
乐观预期	钢价上涨10-15%	18.4%	1.07	15.7
中性预期	钢价上涨20-25%	16.3%	0.94	17.9
悲观预期	钢价上涨30%	13.4%	0.70	24.0

资料来源:天相投顾

5. 投资评级:

若按照中性情况,以最新收盘价16.82元计算,对应公司2011年的动态PE分别为17.9倍。在行业复苏以及公司产能释放的背景下,从全年的时间纬度来考量,我们认为公司估值仍具有一定的提升空间。

但考虑到原材料成本走势的不确定性以及市场风格转换等因素,我们建议价值投资者更多的密切关注公司下半年盈利能力反弹带来的投资机会。

6. 风险提示:原材料价格继续大幅上涨;扩产进度不达预期。

图表：山东墨龙（002490）盈利预测表（单位：万元）

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	207,555	270,391	399,248	477,488	572,986
营业收入增长率	-26.1%	30.3%	47.7%	19.6%	20.0%
减：营业成本	167,863	223,751	334,041	395,012	469,053
毛利率	19.1%	17.2%	16.3%	17.3%	18.1%
营业税金及附加	371	481	798	955	1,146
资产减值损失	-1,272	-202	1,000	1,000	1,000
销售费用	6,125	5,136	7,186	9,550	11,460
管理费用	6,383	9,138	11,977	14,802	18,909
财务费用	1,066	4,434	2,795	4,775	6,303
期间费用率	6.5%	6.9%	5.5%	6.1%	6.4%
投资净收益	583	19	20	30	30
加：公允价值变动净收益	-527	0	0	0	0
二、营业利润	27,075	27,672	41,470	51,424	65,146
营业利润率	13.0%	10.2%	10.4%	10.8%	11.4%
加：营业外收入	5,415	5,043	3,000	5,000	3,000
减：营业外支出	62	266	300	300	300
其中：非流动资产处置净损失	31	212	0	0	0
三、利润总额	32,428	32,448	44,170	56,124	67,846
减：所得税	5,046	4,750	6,625	8,419	10,177
实际所得税率	15.6%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
四、净利润	27,382	27,698	37,544	47,706	57,669
净利润增长率	-14.3%	1.2%	35.5%	27.1%	20.9%
其中：归属母公司所有者净利润	26,832	27,615	37,394	47,467	57,380
母公司净利润增长率	-12.3%	2.9%	35.4%	26.9%	20.9%
净利率	12.9%	10.2%	9.4%	9.9%	10.0%
少数股东损益	551	83	150	239	288
全面摊薄每股收益(元)	0.67	0.69	0.94	1.19	1.44

资料来源：天相投顾

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

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,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真实性、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: 0755-82709089 邮编: 518041