

2011年6月14日

山东墨龙

调研纪要

A
买入

002490.SZ - 人民币 15.09

目标价格: 人民币 21.00 (▼28.40)

罗丹

(8610) 6622 9107

dan.luo@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210090001

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(34.8)	(11.5)	(36.1)	NA
相对新华富时A50指数(%)	(31.7)	(6.4)	(29.5)	NA

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	399
流通股(%)	50
流通股市值(人民币 百万)	3,005
3个月日均交易额(人民币 百万)	40
净负债比率(%)	8
主要股东(%)	
广东省广晟资产经营有限公司	35

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

公司 1 季度毛利率下滑的主要原因是原材料价格大幅上涨, 另外募集投资的“180mm 石油专用管”项目刚进入达产期时制造成本升高。估计公司在 2011 年 5 月份对其主要产品提价 5-10%, 基本能抵消原材料价格上涨的不利影响。目前, 新项目的制造费用正在逐月下降, 预计 3 季度将回归正常水平。我们将 2011 年综合毛利率预测由原来的 17% 下调至 15%, 目标价格下调至 21.00 元, 仍然维持买入评级。

主要发现

- 公司仍将面临原材料上涨压力。钢材占公司产品成本的 70%, 1 季度钢材价格比 2010 年 4 季度每吨上涨 400-500 元, 同比每吨上涨 700 元, 涨幅 10% 以上。
- 募集投资的新项目制造成本将下降, 预计 3 季度将趋于正常水平。除原材料价格上涨之外, 公司 1 季度毛利率下降至 8.7% 的主要原因是 180 高等级石油专用管的项目折旧成本较高, 工具与工程配置的成本增加。1 季度每吨制造费用比正常水平高出 400 元。1 月该项目制造费用为 1,100 元/吨, 5 月下降至 700 元/吨, 而正常费用为 600 元/吨。
- 公司毛利率未来整体趋稳定的概率大。180 项目生产线为 40 万吨, 油套管及其它专用管皆可生产。该生产线为国内目前最新, 将大幅提高原材料的利用率。新生产线可加工更长管材并且同时间加工的数量增加, 另外, 与以前同时截断管材两端相比, 目前只需从长管材中间截断即可。

估值

- 综合考虑公司 2011 年全年面临的整体毛利率下滑的风险, 我们将 2011-2012 年预测由原来的 1.11、1.39 元调整至 0.80 和 1.23 元。目标价格由 28.40 元下调至 21.00 元。相对 2011-2012 市盈率分别为 26.3 和 17.1 倍。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	2,076	2,704	4,059	4,517	5,222
变动(%)	(26)	30	50	11	16
净利润(人民币 百万)	268	276	317	492	578
全面摊薄每股收益(人民币)	0.816	0.692	0.795	1.232	1.449
变动(%)	(12.3)	(15.1)	14.9	55.0	17.6
市场预期每股收益(人民币)	-	0.711	1.010	1.339	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.110	1.389	-
调整幅度(%)	-	-	(28.4)	(11.3)	NA
全面摊薄市盈率(倍)	18.6	21.9	19.1	12.3	10.5
每股现金流量(人民币)	0.29	0.98	0.87	1.65	1.89
价格/每股现金流量(倍)	52.7	15.6	17.5	9.2	8.0
企业价值/息税前利润(倍)	15.5	14.1	10.7	7.6	6.1
每股股息(人民币)	0.120	0.150	0.200	0.200	0.200
股息率(%)	0.8	1.0	1.3	1.3	1.3

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

2011 年综合毛利面临下降风险

公司 2010 年和 2011 年 1 季度综合毛利率分别为 17.1% 和 8.7%。考虑到新项目对综合毛利率的不利影响将在三季度消退，我们将 2011 年综合毛利率假设由原来的 17% 调整至 15%。我们将 2011-2012 年每股收益由原来的 1.11、1.39 元调整至 0.80、1.23 元，并下调目标价格至 21.00 元，对应 2011-2013 年市盈率分别为 26.3、17.1 和 14.5 倍，维持 **买入** 评级不变。

图表 2. 公司综合毛利率预测

(%)	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率	17.07	15.00	18.50	18.50

资料来源：中银国际研究

图表 3. 估值表

公司	股票代码	单位	收盘价格 2011-6-13	每股收益				市值 (亿)	相对估值- 市盈率(倍)				相对估值- 市净率(倍)			
				2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
Tenaris	TEN.IM	美元	15.87	0.9	1.3	1.7	1.9	187.2	16.8	11.9	9.1	8.3	1.9	1.7	1.5	1.3
Vallourec	VF.FP	欧元	83.02	3.8	5.0	7.7	9.7	97.8	22.1	16.6	10.8	8.6	2.2	2.0	1.7	1.5
常宝股份	002478.SZ	人民币	14.86	0.4	0.7	1.0	1.3	59.5	33.8	22.6	15.0	11.5	2.7	2.3	2.0	1.9
安徽天大	0839.HK	港币	2.61	0.2	0.3	0.4	0.6	26.3	15.1	9.7	6.2	4.1	1.3	1.1	0.9	0.8
山东墨龙	002490.SZ	人民币	15.09	0.7	0.8	1.2	1.4	60.2	21.9	19.1	12.3	10.5	2.2	2.0	1.8	1.5

资料来源：中银国际研究，彭博

损益表 - A 股 (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	2,076	2,704	4,059	4,517	5,222
销售成本	(1,682)	(2,242)	(3,457)	(3,689)	(4,265)
经营费用	(27)	(31)	(7)	9	(15)
息税折旧前利润	367	430	594	837	942
折旧及摊销	98	111	201	241	261
经营利润(息税前利润)	268	319	393	596	681
净利息收入/(费用)	(11)	(44)	(19)	(16)	1
其他收益/(损失)	67	50	0	0	0
税前利润	324	324	374	580	682
所得税	(50)	(48)	(56)	(87)	(102)
少数股东权益	(6)	(1)	(1)	(1)	(2)
净利润	268	276	317	492	578
核心净利润	268	276	317	492	578
每股收益(人民币)	0.816	0.692	0.795	1.232	1.449
核心每股收益(人民币)	0.816	0.692	0.795	1.232	1.449
每股股息(人民币)	0.120	0.150	0.200	0.200	0.200
收入增长(%)	(26)	30	50	11	16
息税前利润增长(%)	(34)	19	23	51	14
息税折旧前利润增长(%)	(22)	17	38	41	13
每股收益增长(%)	(12)	(15)	15	55	18
核心每股收益增长(%)	(12)	(15)	15	55	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - A 股 (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	226	754	157	65	687
应收帐款	569	709	1,025	1,130	1,306
库存	714	744	1,146	1,242	1,414
其他流动资产	79	179	88	71	70
流动资产总计	1,588	2,386	2,416	2,507	3,478
固定资产	1,307	1,780	2,168	2,497	2,286
无形资产	309	393	393	393	393
其他长期资产	53	28	12	12	12
长期资产总计	1,669	2,200	2,574	2,902	2,691
总资产	3,257	4,586	4,990	5,410	6,170
应付帐款	789	1,045	1,570	1,678	1,940
短期债务	275	713	400	300	300
其他流动负债	289	72	20	22	23
流动负债总计	1,353	1,830	1,990	1,999	2,263
长期借款	580	0	0	0	0
其他长期负债	10	13	0	0	0
股本	329	399	399	399	399
储备	923	2,287	2,545	2,957	3,455
股东权益	1,252	2,686	2,944	3,356	3,854
少数股东权益	61	57	56	55	53
总负债及权益	3,257	4,586	4,990	5,410	6,170
每股帐面价值(人民币)	3.81	6.73	7.38	8.41	9.66
每股有形资产(人民币)	2.87	5.75	6.39	7.43	8.68
每股净负债/(现金)(人民币)	1.91	(0.10)	0.61	0.59	(0.97)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - A 股 (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	324	324	374	580	682
折旧与摊销	98	111	201	241	261
净利息费用	11	44	19	16	(1)
运营资本变动	(282)	(43)	(194)	(90)	(86)
税金	(50)	(48)	(56)	(87)	(102)
其他经营现金流	(6)	0	1	(1)	(2)
经营活动产生的现金流	95	389	345	658	753
购买固定资产净值	(482)	(583)	(570)	(570)	(50)
投资减少/增加	69	5	0	0	0
其他投资现金流	(41)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(454)	(578)	(570)	(570)	(50)
净增权益	0	1,260	0	0	0
净增债务	229	(335)	(313)	(100)	0
支付股息	(7)	(32)	(60)	(80)	(80)
其他融资现金流	(53)	(176)	0	0	0
融资活动产生的现金流	169	717	(373)	(180)	(80)
现金变动	(190)	528	(598)	(92)	623
期初现金	416	226	754	157	65
公司自由现金流	(359)	(189)	(244)	72	704
权益自由现金流	(141)	(568)	(557)	(28)	704

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - A 股

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.7	15.9	14.6	18.5	18.0
息税前利润率(%)	12.9	11.8	9.7	13.2	13.0
税前利润率(%)	15.6	12.0	9.2	12.8	13.1
净利率(%)	12.9	10.2	7.8	10.9	11.1
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.2	1.3	1.5
利息覆盖率(倍)	25.2	7.2	20.7	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	47.8	净现金	8.1	6.9	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.9	0.6	0.6	0.9
估值					
市盈率(倍)	18.6	21.9	19.1	12.3	10.5
核心业务市盈率(倍)	18.6	21.9	19.1	12.3	10.5
目标价对应核心业务	25.7	30.3	26.4	17.0	14.5
市盈率(倍)					
市净率(倍)	4.0	2.3	2.1	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	52.7	15.6	17.5	9.2	8.0
企业价值/息税折旧前	15.5	14.1	10.7	7.6	6.1
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	132.7	98.4	85.0	96.5	92.8
应收帐款周转天数	101.0	86.2	78.0	87.1	85.1
应付帐款周转天数	180.5	123.8	117.6	131.2	126.4
回报率					
股息支付率(%)	14.7	21.7	25.2	16.2	13.8
净资产收益率(%)	23.3	14.0	11.3	15.6	16.0
资产收益率(%)	6.9	6.9	7.0	9.7	10.0
已运用资本收益率(%)	13.1	11.3	11.5	16.3	17.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371