

买入 首次

杰瑞股份 (002353)

2010年5月4日

机械行业核心分析师: 龙华  
SAC 执业证书编号: S0850207120499  
longh@htsec.com  
021-23219411

## 配件→整机→油服, 3级跳带来高增长

## 投资要点:

- 1、公司以经营油田、矿山进口专用设备及配件销售为起点, 业务逐步拓展到维修服务及配件销售、油田专用设备制造以及海上油田工程技术服务领域。公司进取精神和市场开拓能力强, 是 A 股石油钻采设备和油田工程技术公司中所处细分市场容量大、成长空间高的优秀公司。按照目前的发展趋势, 我们预计公司 2012 年销售收入将达到 19 亿元, 是公司 2009 年销售收入的 2.8 倍。
- 2、2009 年公司销售收入 6.80 亿元, 在不考虑公司利用超募资金收购兼并和进入新开拓领域的可能, 仅考虑公司将现有产品链及服务完善的情况, 预计 2010-2012 年公司销售收入将分别达到: 9.67 亿元, 14.19 亿元和 19.18 亿元, 归属于母公司的净利润分别达到: 2.78 亿元, 3.99 亿元和 5.29 亿元, EPS 为 2.42 元, 3.47 元和 4.60 元。
- 3、考虑到公司在油田固井、压裂设备等特种设备方面新品和市场开发进展快速, 以及在国内海上油田岩屑回注作业服务细分市场的领先地位, 考虑行业平均估值, 我们认为按 2010 年业绩估计, 应给予公司 2010 年 38-42 倍的动态市盈率, 6 个月目标价为 92 元-102 元, 相对于公司 4 月 30 日收盘价 80.70 元上涨空间为 14%-26%; 按 2011 年业绩估计, 应给予公司 2011 年 30-35 倍的动态市盈率, 12 个月目标价为 105-122 元, 上涨空间为 30-51%, 给予“买入”评级。

## 特别提示:

- 1、2010 年 5 月 5 日为公司 IPO 一般法人配售上市日, 届时共计 580 万股配售股份将解禁。建议投资者关注该时点。

## 1. 公司主营业务分析

## 1.1 公司各类主营业务收入及毛利构成

正如国民经济的三个产业, 杰瑞股份在石油钻采行业所经营的 3 个业务板块为公司带来不同程度的毛利率, 并在公司发展的不同阶段由不同的板块作为主要带动因素, 互为弥补协调发展。近年及未来 3 年各板块业务具体收入和毛利构成情况如下表。2010-2012 年处于公司第二业务板块的油田专用设备制造是带动公司发展的最主要因素。

**表 1 杰瑞股份各板块业务具体收入和毛利构成**

分产品销售收入 (万元)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
油田、矿山设备维修改造与配件销售	16292.50	19895.10	27531.46	33974.19	32369.09	38195.52	42015.07
油田专用设备制造	1362.66	9448.54	11416.11	25633.88	47282.04	75651.26	105911.77
油田工程技术服务	144.34	886.95	3879.04	7112.95	15494.68	26368.35	42189.36
其他	64.12	43.48	393.65	622.63	796.75	876.43	946.54
<b>合计主营业务收入 (万元, 左轴)</b>	<b>17863.62</b>	<b>30274.07</b>	<b>43220.26</b>	<b>67343.65</b>	<b>95942.56</b>	<b>141091.56</b>	<b>191062.75</b>
其他业务收入	553.53	599.04	722.10	704.07	775.98	775.98	775.98
<b>营业收入</b>	<b>18417.15</b>	<b>30873.11</b>	<b>43942.36</b>	<b>68047.72</b>	<b>96718.53</b>	<b>141867.54</b>	<b>191838.72</b>
<b>分产品销售增长率 (%)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
油田、矿山设备维修改造与配件销售		22.11	38.38	23.40	-4.72	18.00	10.00
油田专用设备制造		593.39	20.82	124.54	84.45	60.00	40.00
油田工程技术服务		514.49	337.35	83.37	117.84	70.18	60.00
其他		-32.19	805.36	58.17	27.97	10.00	8.00
<b>合计主营业务收入同比增长 (%)</b>		69.47	42.76	55.82	42.47	47.06	35.42
其他业务收入		8.22	20.54	-2.50	10.21	0.00	0.00
<b>营业收入</b>		67.63	42.33	54.86	42.13	46.68	35.22
<b>分产品销售毛利率 (%)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
油田、矿山设备维修改造与配件销售	22.84	24.82	25.11	26.75	27.50	25.83	25.83
油田专用设备制造	38.77	34.86	40.13	42.36	40.41	39.19	39.19
油田工程技术服务	26.25	67.41	66.72	69.17	62.00	57.49	55.15
其他	100.00	100.00	32.01	44.20	37.12	37.12	37.12
<b>合计主营业务毛利率 (%)</b>	<b>24.36</b>	<b>29.31</b>	<b>32.87</b>	<b>37.33</b>	<b>39.51</b>	<b>38.98</b>	<b>39.77</b>
其他业务收入毛利率	55.47	77.84	96.46	86.35	60.25	60.25	60.25
<b>营业毛利率 (%)</b>	<b>25.29</b>	<b>30.25</b>	<b>33.92</b>	<b>37.84</b>	<b>39.68</b>	<b>39.10</b>	<b>39.85</b>

资料来源: 公司资料、海通证券研究所

## 1.2 第一板块油田、矿山设备维修改造与配件销售: 成长趋缓, 但为设备制造和油田服务提供资源支持

2010 年 1 季度公司整体销售收入增速仅为 15.43%, 一个重要原因是维修改造及配件销售板块收入下降明显特别是受金融危机影响, 我国矿山客户资金支付情况不佳, 拖欠严重, 造成配件销售板块整体下滑。我们估计 2010 年继续 2009 年的下降趋势, 2010 年上半年该板块营业收入同比下降约为 10%, 2010 年下半年与 2009 年下半年持平, 2011 年恢复性增长 18%, 2012 年继续增长约 10%。公司的主要增长点已不在此板块, 主要作用为设备制造和油田服务提供资源支持。

公司于 2007 年取得铁姆肯轴承公司在中国油田、钢铁和电力行业代理商地位, 另外公司也于 2009 年取得通用汽车下属艾里逊变速箱事业部在中国重卡、公路车辆等行业的一级代理商地位, 目前公司共计取得 20 家国际著名生产商的中国区分销商和代理商地位, 其中 5 家为中国独家代理商, 今后将继续为公司的油田专用设备制造和油田工程技术服务提供低成本零配件并拥有快速到货的优势。

## 1.3 第二板块油田专用设备制造: 2010 年新品迭出, 贡献超过 2 亿元新增收入, 销售增长率高达 82.29%

### 1.3.1 新品迭出和石油价格回升带动公司设备销售高速增长

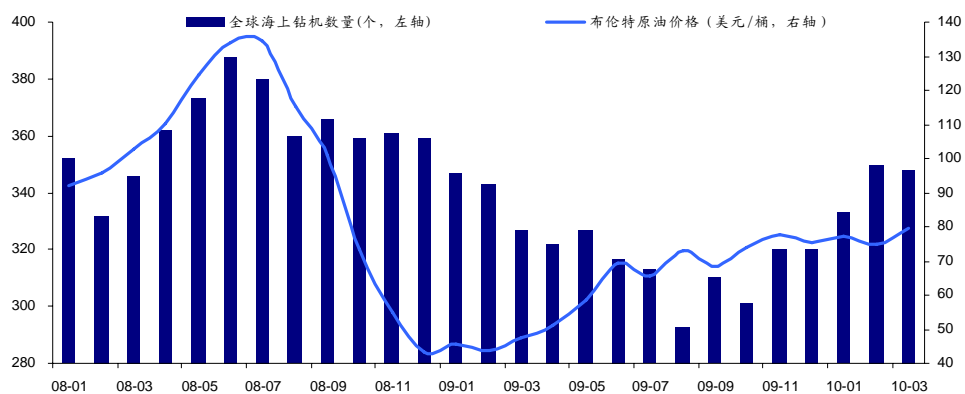
公司目前在第二板块油田专用设备制造领域主要生产销售固井设备、压裂设备和天然气压缩输送设备等, 在设备制造板块收入中的占比分别为 66%、32%和 2%。2010 年 3-4 月, 公司已在工信部注册了 10 项新产品, 至此已在国家工信部公告库中在册 26 种产品。我们认为公司强大的新品推出能力和速度是杰瑞股份相对于行业内其他竞争者的显著优势。快速的新品推出使得杰瑞股份在石油钻采行业非常低迷的 2009 年的专用设备制造板块收入获得了 124.54% 的高速增长。

根据公司的订单和市场开拓情况分析, 我们预计 2010 年公司专用设备制造的销售收入中固井车约占 1/3, 压裂车、连续油管作业车、和液氮泵车等占 2/3。固井工艺的使用频率与钻井口数, 特别是与新钻井口数有直接关系。压裂设备需求来源于提高老油田采收率、保持油田稳产的推动, 与全球在用油井数量密切相关。

我们跟踪到全球开工的石油钻机数量自 2009 年 6 月份创下低点后石油钻机的开工数处于逐步恢复的过程之中。2010 年 3 月国际布伦特原油价格已恢复到 80 美元/桶, 恢复到 2007 年 9-10 月份的价格水准, 美国纽约 NYMEX 原油现货价格已达到 86 美元/桶, 8-9 月期货合约已达到 91 美元以上, 国际上对原油价格的预期良好。2010 年 3 月全球在用石油钻机数量回升到 2879 台, 其中海上在用石油钻机数达到 348 台, 陆上在用石油钻机数达到 2531 台。2010 年以后石油钻采行业出现明显复苏。

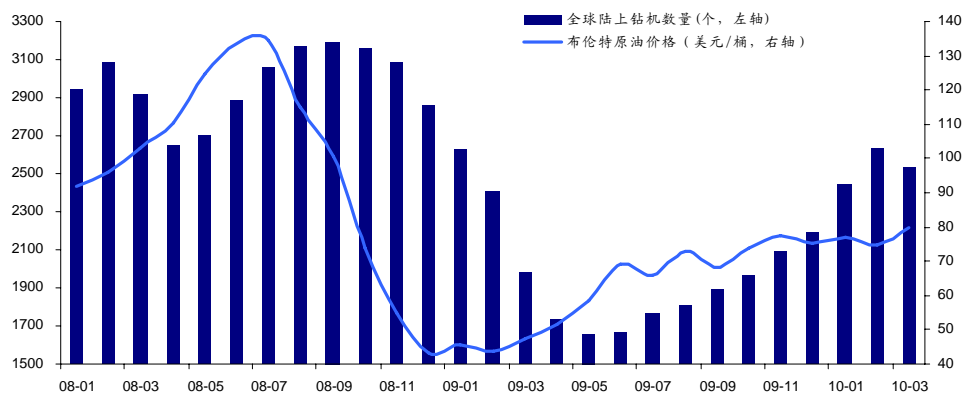
2009 年底公司在手订单为 6.2 亿元, 我们预计在 2010 年 3-4 月以后及下半年随着国际原油价格回升及全球钻采业务回暖情况下, 公司石油专用设备订单金额将明显放出。

图 1 全球海上开工石油钻机数量自 2010 年起出现明显复苏



资料来源: 公司资料、海通证券研究所预估

图 2 全球陆上开工石油钻机数量自 2010 年起出现明显复苏



资料来源: 公司资料、海通证券研究所预估

### 1.3.2 进口成本占比高及原材料成本占比低使公司毛利率稳定

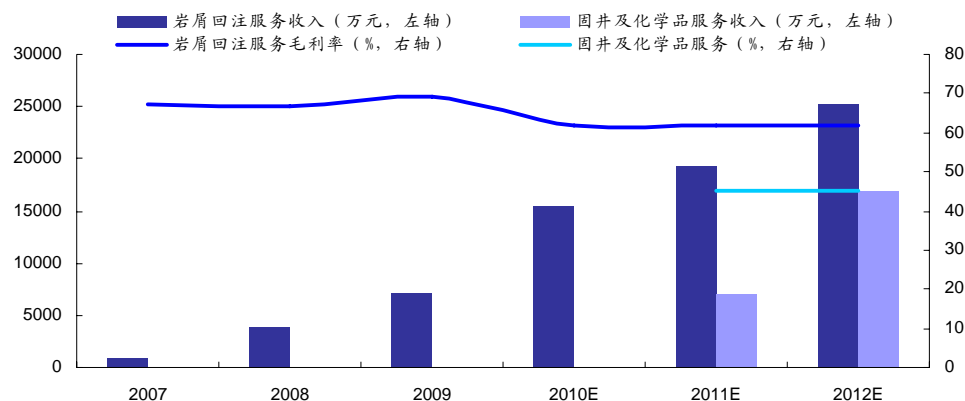
公司生产的固井设备、压裂设备、液氮泵车、连续油管作业车等占设备收入的 98% 左右, 近几年来均保持了 40% 左右的毛利率, 天然气压缩机的毛利率不到 10%, 但其占比仅为设备收入的 2%, 我们认为公司在未来 1-2 年内可保持约 40% 的设备制造板块毛利率。1、公司 70-85% 的成本为外部采购零配件成本, 有较强的消化钢材涨价的能力, 钢材占公司制造成本的比例极低, 因此钢材价格的上涨对公司成本影响非常低。2、公司外购和外协件成本占比为 70-85%, 其中公司以外币方式购买的进口材料占营业成本比例达到 60-70%, 约占营业收入的比例为 36-42%, 高于公司以外币结算出口的比例 25% 左右, 因此人民币升值预期对公司呈正面影响。

公司在油田专用设备制造方面的核心能力为：(1) 集成系统控制技术的研发能力，估计公司自主研发的控制系统及软件可为公司生产的设备提供超过 10-15% 的毛利空间；(2) 整机系统设计及集成装配能力，估计为公司生产的设备提供约 10% 的毛利空间；(3) 高压柱塞泵控制和研发能力，估计约为公司生产的设备提供 10% 的毛利空间。另外，公司第一板块业务代理 20 种石油和矿山设备进口关键零部件在中国的销售，使得公司进口零部件采购成本略低于一般同业制造商，我们认为这也为公司设备制造板块带来了少量的毛利贡献。

### 1.4 第三板块油田工程技术服务

我们预计岩屑回注服务业务 2010 年所服务平台数较 2009 年翻倍，固井服务 2011 年可望获得 7000 万元收入。

图 3 公司油田工程技术服务业务分析



资料来源：公司资料、海通证券研究所预估

#### 1.4.1 海上油田岩屑回注服务

在 2009 年国家出台的相关规定，在 1 级海域排放的岩屑含油量不得超过 1%，会加速对岩屑回注业务的需求。假设自升式平台全部采取岩屑回注，国内一座钻井平台的作业收入约在 3000 万元，国外可能更高。国内市场容量按照 21 座平台计算，预计在 6.30-7.50 亿元，国外按自升式平台与半潜平台保有量以及使用率估算，大致有 340 座平台需要使用岩屑回注业务，国际市场容量为 100 亿元。

中国的海上油田主要分布在渤海和南海，公司已占据渤海钻井平台主要的岩屑回注服务市场，目前南海油田钻井平台未采用岩屑回注技术，而是将岩屑运回大陆处理。公司是国内唯一一家为海上油田钻采平台提供整套岩屑回注服务的企业，2008 年公司已为 1 个平台提供岩屑回注服务，实现销售收入 3879 万元；2009 年服务的平台数达到 2 个，实现销售收入 7113 万元；2010 年初又达到 4 个平台，我们预计当年将实现岩屑回注业务销售收入 1.53 亿元。据我们了解，公司在 2010 年 4 月又将投产 1 个平台，且公司正在与多个油公司进行岩屑回注业务的接触，公司在该业务方面空间很大。为稳健起见，我们保守估计 2011 年公司岩屑回注业务收入将比 2010 年继续增长 25%，达到 1.92 亿元，毛利率保持在 62% 左右。

表 2 杰瑞股份海上油田岩屑回注服务合同情况

钻井平台	甲方	提供的油田服务	合同履行期限	合同签订时间	投产时间
蓬莱 19-3 WHPA	康菲石油	钻井工程中泵送服务	2002.12	不详	2002.12
蓬莱 19-3 WHPB	康菲石油	整套岩屑回注服务(含泵送)	2008.1.8-2011.01.07	2008.01	2008.04
蓬莱 19-3 WHPC	康菲石油	岩屑回注工程中泵送服务	2007.05	2007.05	2007.05
蓬莱 19-3 WHPD	康菲石油	整套岩屑回注服务(含泵送)	2008.9.15-2013.12.31	2008.09	2009.04
蓬莱 19-3 WHPE	康菲石油	整套岩屑回注服务(含泵送)	2008.9.15-2013.12.31	2008.09	2010.04
蓬莱 19-3 WHPF	康菲石油	整套岩屑回注服务(含泵送)	2008.9.15-2013.12.31	2008.09	2009.10
胜利 8 号	EDC 石油	整套岩屑回注服务(含泵送)	2008.12.12-2011.12.31	2008.12	2010 年初

资料来源：公司资料、海通证券研究所整理

### 1.4.2 海外油田固井及化学品服务

除岩屑回注外,公司已组建2个项目组拓展固井及化学品服务,并已派往哈萨克斯坦和巴布亚新几内亚作业。公司2010年4月中旬又在阿联酋成立道-杰瑞油田服务有限公司,双方各出资50万美元占50%股权,重点开拓中东油田(科威特、伊拉克)固井服务市场,并带动石油开发公司其它服务板块,如岩屑回注、压裂、增产、酸化等业务的发展。由于固井是仅次于钻井的油田投资量排名第二的业务,且公司已于中东有实力的机构成立合资公司,集合了市场优势和技术优势,因此我们看好公司未来在固井及化学品方面的业务空间,预计2011年该业务将给公司带来不低于7000万元的销售收入,毛利率约为35-45%左右。长期而言,我们估计油田固井及化学品服务业务空间将明显超出岩屑回注服务业务,且延伸服务链条空间大。

## 2. 期间费用及相关财务指标分析

### 2.1 为储备新品及开拓新客户预计2010年公司营销费用率有所提高

由于2009年上半年受金融危机影响,国内外的石油钻采业展览大幅减少,因此,我们预计公司2010年上半年销售费用中的参展费较2009年上半年将大幅提升,2010年下半年参展会增速相对回落。公司在2010年一季度实现IPO并上市,增加注册资本相应印花税、超前储备管理人才也导致公司管理费用率有所上升。另外公司为开拓新市场及新客户已计划在2010年提高相关费用,因此我们预计公司营销费用率将比2009年同期略有上升。

### 2.2 IPO超募资金将为公司带来可观财务收入

公司于2010年1月25日以59.50元的价格发行2900万股,募集资金17.255亿元,扣除发行费用后实际募集16.896亿元,实际募资投向的项目仅需要资金3.1亿元,IPO超募了13.8亿元。预计2010年可带来约2500万元的财务收益。

### 2.3 2009年杰瑞股份及全资子公司石油开发公司获得高新技术企业资格,所得税税率由25%降低到15%

表3 杰瑞股份近年期间费用及相关税费情况及预测(单位:%)

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业税率	0.55	0.95	0.57	1.02	1.12	1.12	1.12
销售费用率	5.67	4.17	4.43	3.48	4.51	3.88	4.07
管理费用率	3.09	2.35	3.26	2.51	3.45	2.96	2.96
财务费用率	-0.45	0.96	1.26	0.62	-2.60	-1.33	-0.12
所得税率	30.56	31.52	20.13	14.83	12.12	12.19	12.17

资料来源:公司资料、海通证券研究所预估



### 3. 公司盈利预测表及估值分析

表 4 杰瑞股份利润表预测 (万元)

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>一、营业总收入</b>	18417.15	30873.11	43942.36	68047.72	96718.53	141867.54	191838.72
营业收入	18417.15	30873.11	43942.36	68047.72	96718.53	141867.54	191838.72
<b>二、营业总成本</b>	15456.25	24355.87	33359.35	47646.04	64620.77	95802.52	130813.44
营业成本	13758.57	21533.73	29037.27	42297.24	58341.79	86402.88	115394.86
营业税金及附加	100.84	291.92	248.39	694.37	1083.27	1588.95	2148.63
销售费用	1043.79	1286.29	1947.13	2365.60	4366.46	5498.61	7807.20
管理费用	568.93	726.93	1434.39	1707.47	3339.69	4205.62	5687.00
财务费用	-82.68	296.43	553.63	420.63	-2510.43	-1893.53	-224.25
资产减值损失	66.79	220.57	138.54	160.73	0.00	0.00	0.00
<b>三、其他经营收益</b>							
投资净收益	46.26	20.67	132.32	153.74	0.00	0.00	0.00
其中:对联营和合营企业的投资收益	46.26	74.28	89.65	153.74	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	3007.16	6537.90	10715.33	20555.42	32097.76	46065.02	61025.28
加:营业外收入	3.04	219.23	635.14	1039.23	0.00	0.00	0.00
减:营业外支出	11.68	19.93	54.34	129.53	0.00	0.00	0.00
<b>五、利润总额</b>	2998.52	6737.20	11296.13	21465.12	32097.76	46065.02	61025.28
减:所得税	916.35	2123.53	2274.43	3183.84	3891.49	5616.62	7427.29
<b>六、净利润</b>	2082.17	4613.67	9021.70	18281.28	28206.27	40448.41	53598.00
减:少数股东损益	55.55	539.92	233.46	320.22	410.60	563.10	746.16
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	2026.63	4073.75	8788.24	17961.06	27795.68	39885.31	52851.84
<b>七、全面摊薄每股收益 (元)</b>	0.18	0.35	0.77	1.56	2.42	3.47	4.60

资料来源: 公司资料、海通证券研究所预估

在已上市 A 股中, 杰瑞股份 2010-2011 年的动态市盈率分别为 33.34 倍和 23.23 倍, 市净率为 4.49 倍, 增长率明显高于行业其他公司水准, 但市盈率偏低, 市净率与行业均值相近。该公司相对估值出现了明显低估。考虑行业平均估值, 我们认为按 2010 年业绩估计, 应给予公司 2010 年 38-42 倍的动态市盈率, 6 个月目标价为 92 元-102 元, 相对于公司 4 月 30 日收盘价 80.70 元上涨空间为 14%-26%; 按 2011 年业绩估计, 应给予公司 2011 年 30-35 倍的动态市盈率, 12 个月目标价为 105-122 元, 上涨空间为 30-51%, 给予“买入”评级。

表 5 石油钻采设备行业公司估值水平 (以 4 月 30 日收盘价为基准)

代码	名称	上市日期	最新收盘价 (元)	发行价 (元)	最新股价 PE (X)			最新股价 PB (X)
					2009	2010E	2011E	
000852	江钻股份	1998-11-26	11.66	4.75	42.92	38.45	34.09	4.72
000617	石油济柴	1996-10-22	12.06	4.18	65.74	47.86	37.83	4.20
002278	神开股份	2009-08-11	21.55	15.96	50.39	40.29	33.51	3.66
<b>002353</b>	<b>杰瑞股份</b>	<b>2010-02-05</b>	<b>80.70</b>	<b>59.50</b>	<b>51.59</b>	<b>33.34</b>	<b>23.23</b>	<b>4.49</b>
300023	宝德股份	2009-10-30	27.26	19.60	60.96	38.94	27.32	4.88
	平均				54.32	39.78	31.20	4.39

资料来源: 海通证券研究所预估

## 信息披露

### 分析师负责的股票研究范围

龙华：机械行业核心分析师

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、中国北车、天马股份、华东数控、晋西车轴、昆明机床、中联重科、柳工、山推股份、三一重工、中国一重、二重重装。

### 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

#### 公司评级

**买入：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

**增持：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

**中性：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

**减持：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

**卖出：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

#### 行业评级

**增持：**我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

**中性：**我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

**减持：**我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。