

运营模式与业务结构推动持续发展

杰瑞股份调研报告

报告关键点：

- 公司业务结构和运营模式推动业绩高速增长
- 液氮泵车、岩屑回注的增长可能超过市场预期
- 公司在国内外横向收购存在较大机遇
- 目标价位106元，投资评级“买入-A”

报告摘要：

- 我们认为下游勘探与开采活动将随着全球经济复苏逐步增多，国际油价将随着经济复苏而逐步攀升，石油专用设备市场规模约100亿元，空间较大，油田工程技术服务市场约1700亿元，前景看好。
- 国内固井设备需求主要和新钻井数相关，近年相对稳定，公司技术水平处于国内领先地位，固井设备增长更多来自存量市场，预计未来2年复合增长率36%。
- 压裂工艺是油田增产的必要手段，国际市场上俄罗斯等国压裂设备的需求尤为突出，而国内老油田增产导致压裂设备需求较大，公司技术储备充裕，我们预计压裂设备未来2年的复合增长率57%。
- 液态氮车在国内油田有着广泛的用途，全球有5000台而中国只有50台，公司在国内同行中率先掌握液氮泵车技术，国内市场处于起步阶段，未来3-5年将会达到500台左右，意味着10倍的增长空间。
- 公司维修与配件销售业务显示稳定增长态势。该业务的发展有益于专用设备获取成本优势，同时代理业务也在衍生新兴业务，我们预计募投项目完成将支撑该业务在未来3年保持20%的增速。
- 由于拥有领先的技术优势和成套设备生产能力，公司岩屑回注业务快速发展，我们估计仅渤海区域内市场容量就是现在的4-5倍，而环保政策或将成为国内市场全面启动的催化剂，预计未来3年岩屑回注业务复合增速35%。
- 公司经营模式颇具竞争优势：三大业务良性互动，主营业务构成逐步优化，整体盈利水平呈上升态势，关键配件自给率逐步提高，机制灵活激励有方。
- 国内石油钻采设备企业规模尚小，国际油服公司尚未从金融危机中恢复，公司资金充裕，横向收购机遇有较大机遇。
- 截至09年底公司在手订单约5亿元，我们预测2009-2011年公司主营业务收入分别为7.14、10.29、14.18亿元，净利润分别为1.62、2.47、3.61亿元，按照发行后摊薄计算，相应每股收益分别为1.41、2.15、3.14元。
- 考虑到公司的高成长性，我们认为公司2011年的合理估值区间为30-34倍，对应的股价区间为94—106元。2月11日收盘价为76.3元，尚有26.84%—38.92%的空间，给与“买入-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	308.7	439.4	714.3	1,029.0	1,418.3
Growth(%)	67.6%	42.3%	62.6%	44.1%	37.8%
净利润	40.7	87.9	162.1	246.6	360.9
Growth(%)	101.0%	115.7%	84.4%	52.2%	46.3%
毛利率(%)	30.3%	33.9%	37.1%	38.7%	40.8%
净利润率(%)	13.2%	20.0%	22.7%	24.0%	25.4%
每股收益(元)	0.35	0.77	1.41	2.15	3.14
每股净资产(元)	1.01	1.73	15.81	18.01	21.24
市盈率	215.1	99.7	54.1	35.5	24.3
市净率	75.7	44.2	4.8	4.2	3.6
净资产收益率(%)	39.9%	45.5%	9.2%	12.2%	15.2%
ROIC(%)	91.2%	71.6%	107.3%	179.4%	110.7%
EV/EBITDA	91.8	55.4	33.3	20.8	13.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级：

买入-A

上次评级：

目标价格：106.00 元

期限：3 个月 上次预测：

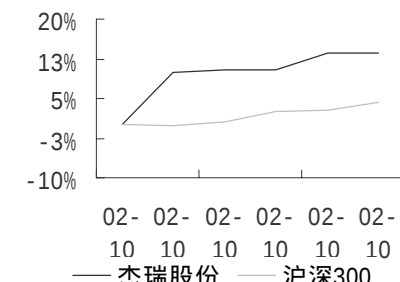
现价：76.33 元

报告日期：2010-02-21

市场数据

总市值(百万元)	8,764.06
流通市值(百万元)	1,770.86
总股本(百万股)	114.82
流通股本(百万股)	23.20
12 个月最高/最低	62.08/77.99 元
十大流通股东(%)	
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	18.23	24.08	(25.07)
绝对收益	13.62	13.62	13.62

研究员

张仲杰

高级行业分析师

021-68767839

zhangzj@essence.com.cn

前期研究成果

杰瑞股份：颇具特色的油田专用设备及服务提供商

2010-01-20

目录

1.	下游需求将随着全球经济复苏逐步增加	4
1.1.	国际油价将随着经济复苏而缓步攀升	4
1.2.	石油专用设备市场规模约 100 亿元，空间较大	4
1.3.	油田工程技术服务市场约 1700 亿元，前景看好	4
2.	公司业务三足鼎立强势发展	5
2.1.	固井设备	5
2.1.1.	国际市场呈垄断格局	5
2.1.2.	国内固井设备需求相对稳定	5
2.1.3.	公司技术水平处于国内领先地位	5
2.1.4.	固井设备未来 2 年复合增长率 36%	6
2.2.	压裂设备：	6
2.2.1.	压裂工艺是油田增产的必要手段	6
2.2.2.	国际市场机会聚集前苏联地区	6
2.2.3.	国内老油田增产导致压裂设备需求较大	6
2.2.4.	四机厂是公司在国内的主要竞争对手	6
2.2.5.	公司技术储备充裕	7
2.2.6.	压裂设备未来 2 年复合增长率 57%	7
2.3.	液态氮车	7
2.3.1.	公司在国内率先掌握液氮泵车技术	7
2.3.2.	国内市场处于起步阶段空间巨大	8
2.4.	油田专用设备收入预测与潜在驱动因素	8
2.5.	维修及配件业务	8
2.5.1.	配件销售带来稳定增长	8
2.5.2.	有益于专用设备获取成本优势	9
2.5.3.	代理业务衍生新兴业务	10
2.5.4.	募投项目支撑 20%的增速	10
2.6.	海上钻井平台工程服务业务	11
2.6.1.	公司拥有领先的技术优势和成套设备生产能力	11
2.6.2.	公司岩屑回注业务快速发展	11
2.6.3.	渤海区域内市场容量预计是现在的 4-5 倍	11
2.6.4.	环保政策或将成为国内市场启动的催化剂	12
2.6.5.	岩屑回注业务复合增速 35%	12
2.6.6.	高毛利率的优势将得以维持	12
2.7.	全球海上钻井平台利用率总体有所好转	13
3.	公司经营模式颇具竞争优势	14
3.1.	主营业务构成逐步优化	14
3.2.	整体盈利水平呈上升态势	14
3.3.	关键配件自给率逐步提高	16
3.4.	机制灵活激励有方	16
4.	横向并购存在机遇	16
5.	市场竞争格局分析	17
6.	风险提示	18
7.	盈利预测与估值	18
7.1.	盈利预测	18
7.2.	合理股价区间 94-106 元	19

图表目录

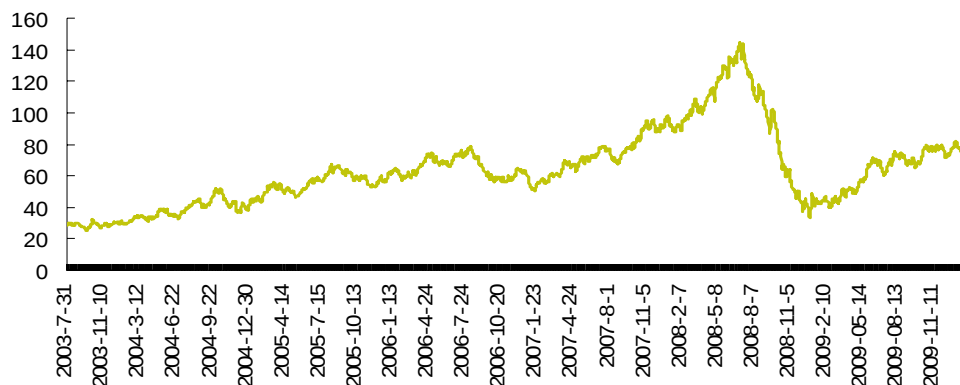
图 1 布伦特原油价格缓步攀升(美元/桶)	4
图 2 国内三大石油公司勘探开发资本性支出持续高位(亿元)	4
图 3 公司 2009 年上半年各项业务收入构成	5
图 4 油田专用设备的收入与增速预测(单位：百万元)	8
图 5 公司油田专用设备制造业务主要原材料采购成本构成比例	10
图 6 维修与配件业务的收入与增速预测(单位：百万元)	11
图 7 公司岩屑回注业务的收入与增速预测(单位：百万元)	13
图 8 全球海上钻井平台利用率环比略降	14
图 9 南美大于 5000 英尺水深平台利用率持平	14
图 10 各种类型钻井平台利用率	14
图 11 全球各主要区域的平台利用率	14
图 12 公司各业务之间存在相互促进的关系	14
图 13 业务模式推动公司收入构成的逐步优化	15
图 14 公司专用设备及油服业务的毛利率高于原有维修及配件业务	15
图 15 主要石油设备类上市公司的毛利率比较	16
图 16 主要是由设备类上市公司的净利率比较	16
图 17 公司关键产品零部件的自给率将上升	错误！未定义书签。 7
图 18 2007 年石油钻采设备行业前 10 名销售产值(单位：万元)	错误！未定义书签。 7
表 1 近年来维修与配件业务的发展情况一览表(单位：万元)	9
表 2 2008 年 16 家主要代理商的业务收入构成情况(单位：百万元)	错误！未定义书签。
表 3 募投项目实施将建成全国维修服务基地	11
表 4 国内主要石油设备公司的业务与产品一览表	17
表 5 2009 年全球大多数油服公司净利下滑(单位：百万美元)	17
表 6 分项业务预测表(单位：百万元)	19
表 7 石油设备类上市公司估值一览表	19

1. 下游需求将随着全球经济复苏逐步增加

1.1. 国际油价将随着经济复苏而缓步攀升

- 布伦特原油价格 09 年 7 月份触底 60 美元/桶，经过 2 个多月的底部盘整，10、11、12 月底的价格分别为 75.2、78.47、77.93 美元/桶，2010 年 1 月一度摸高 81 美元/桶，缓步盘升的趋势明显。1 月份均价为 77 美元/桶，2 月 1 日为 71.46 美元/桶，呈盘整态势。
- 我们认为随着全球经济的逐步恢复，国际油价将随之上扬，油公司的投资热情也将恢复，油服公司的收益状况随之改观。

图 1 布伦特原油价格缓步盘升（美元/桶）

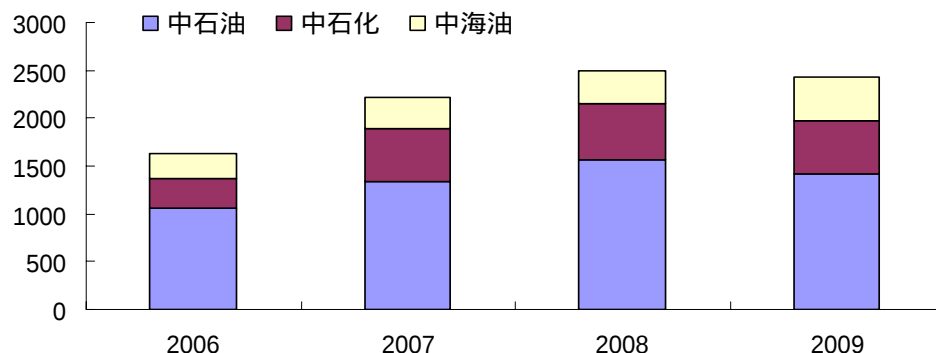


数据来源：WIND 安信证券研究中心

1.2. 石油专用设备市场规模约 100 亿元，空间较大

- 一般情况下，用于购买油田专用设备的支出约占勘探开发总支出的 20%—30%，以我国三大石油生产企业 2009 年的勘探开发支出计划 2421.8 亿元的 20%计算，2009 年国内的油田专用设备的市场容量约为 480 亿元，而针对公司制造的油田专用设备所涉及的国内市场容量约为 100 亿元。若考虑全球市场，公司油田专用设备产品所涉及的市场容量约为 150 亿美元。

图 2 国内三大石油公司勘探开发资本性支出维持高位（亿元）



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

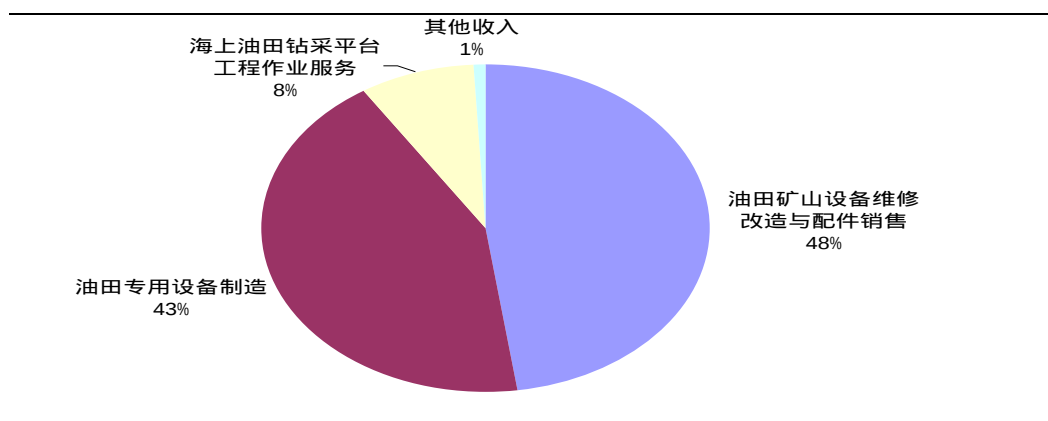
1.3. 油田工程技术服务市场约 1700 亿元，前景看好

- 在油田工程技术服务方面，一般情况下，用于油田工程技术服务的支出约占勘探开发总支出的 70%—80%，以我国三大石油生产企业 2009 年的勘探开发支出计划 2421.8 亿元的 70%计算，2009 年国内的油田工程技术服务的市场容量约为 1700 亿元，前景非常乐观。

2. 公司业务三足鼎立强势发展

- 从收入构成来看，公司目前以油田矿山设备维修改造与配件销售和油田专用设备制造为主，2009 年上半年二项业务的收入占比合计超过 90%。公司这三大主营业务板块相互依托与促进，板块间的联动效应使公司能够控制从原材料/配件采购到生产、销售以及售后服务、油田技术服务这一完整业务链条的各个环节。

图 3 公司 2009 年上半年各项业务收入构成



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

2.1. 固井设备

2.1.1. 国际市场呈垄断格局

- 在油田固井设备制造技术方面，美国企业处于世界领先地位。目前，世界能源设备制造巨头哈里伯顿的固井设备占据了世界 60% 的市场份额。其他如 TEM 公司、BJ 公司和加拿大的皇冠能源公司也在固井设备领域有较大影响。总体上国际市场容量保持稳定，随着公司国际市场不断加大开拓力度，我们认为公司的市场份额会相应扩大。

2.1.2. 国内固井设备需求相对稳定

- 由于对石油的需求持续增加，全球各石油公司石油开采力度加大。如中石油 2006 年新钻勘探开发井数达 12082 口，2007 年新钻勘探开发井数达 14262 口，今后在很长时间内每年新钻井数将维持在上万口的水平。大量的新井需要固井作业，促使油田用户对固井设备的需求快速增长。
- 每口油井需进行 2 次固井作业(表层固井和油层固井)，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。以国内陆地最大的固井公司大庆钻探钻技一公司为例，2008 年该公司固井施工总量突破一万口次，达到 10754 口次。
- 目前，成熟的固井设备生产厂家约有 4-5 家，在固井设备方面，四机厂和四机赛瓦一直以来都是市场的主导生产厂商，其市场占有率约 60% 以上，公司在固井设备的市场占有率持续提高，2008 年约占 20% 的份额。总体来看国内固井车的需求相对稳定，预计 2009 - 2011 年国内客户对固井水泥车(橇)产品的年市场需求将维持在 110 台左右。

2.1.3. 公司技术水平处于国内领先地位

- 公司已自主研发了喷射高能混合器与下灰控制阀、采用串级 PID 控制的单变量自动控制系统、采用 PID 控制的双变量自动控制系统、采用模糊控制的双变量自动控制系统、混浆过程的模拟功能与计算功能、有线及无线的数据采集与处理系统等固井设备关键控制技术。公司掌握的油田固井自动控制系统技术稳定，为系列固井产品提供了质量保障和技术支持，得到广大油田用户的认可。固井水泥车(橇)的自动混浆以及自动控制等关键技术均属自主研发并于 2007 年得到国家发明专利申请的受理。
- 经过数年的发展，公司形成多品种系列化的单机单泵固井水泥车、多品种系列化

的双机双泵固井车和双机双泵固井拖车。随着固井设备系列化程度的提高，公司固井设备的市场范围不断扩大，产品的技术含量不断提高。

2.1.4. 固井设备未来 2 年复合增长率 36%

- 2008 年公司共生产销售 23 台固井水泥车/橇，2009 年 1-6 月公司共生产销售 20 台固井水泥车/橇(以上均不包括批混橇等其他固井设备)，截止 2009 年 6 月末公司正在生产的固井设备订单为 40 台，其中国外订单 24 台。
- 此次募投固井水泥车扩产项目建设期为 1 年，预计项目资金开始投入后第 2 年正式投产，投产率 43%，可年产固井车 6 台、固井橇 3 台；第 3 年 100%达产。项目建成达产后，公司固井水泥车(橇)年生产能力为 44 台，新增产能 21 台(即固井车 14 台和固井橇 7 台)。年新增收入 7770 万元，利润 1780 万元。
- 2008 年公司销售固井车/橇合计 23 台，根据募投项目实际进展并考虑市场需求，预计 2009—2011 年公司固井设备销售收入为 1.26、1.88、2.33 亿元，年复合增长率为 36%。

2.2. 压裂设备：

2.2.1. 压裂工艺是油田增产的必要手段

- 压裂作业的主要设备即为压裂车组或压裂橇组，一般一个区域会有 2-3 套车组。油井压裂之后，单井日产量比压裂以前可以提高 3-5 倍，平均增产有效期大约 6 个月，部分油井甚至可以达到一年以上。当油井产量递减到压裂之前的产量之后，可以进行重复压裂，部分油井可以重复压裂 5-6 次，甚至 7-8 次。由此可见，压裂工作在挖掘油井生产潜力，保持油田稳产方面，起到十分重要的作用。

2.2.2. 国际市场机会聚集前苏联地区

- 从世界范围来看，剩余油气资源量中边、老、低、难资源所占比例越来越大，开采难度日益加大，这决定了世界油气田的开发主要围绕两个基本点：一是降低成本提高效益，二是有效开采边、老、低、难储量，即增加可采储量、提高采收率，延缓存量产能的快速衰减。压裂增产技术是行之有效的增强排油能力、提高油井产量的工艺方法，全球石油天然气勘探开发领域对压裂设备需求将不断扩大。
- 压裂设备的国际市场存在差异化机会。北美、中东和非洲等地区压裂服务市场主要被美国油田服务公司占据。但俄罗斯、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、土库曼斯坦、塔吉克斯坦和阿塞拜疆等国大多采用前苏联的压裂设备，其技术性能已经远远落后于我国，我国制造的压裂设备将在这一区域形成竞争优势，具有良好的出口前景。

2.2.3. 国内老油田增产导致压裂设备需求较大

- 据有关部门预测，到 2020 年，我国石油需求将达 4.5 亿吨以上，国内可能产出 1.8-2 亿吨原油，预计缺口 2.5-2.7 亿吨。有效开采利用、延缓国内石油产能的快速衰减，节约石油资源意义重大。
- 由于大庆油田、玉门油田、辽河油田等老油田开采程度加深，产能自然衰减速度快，原油产量降低较快。新增产能难以弥补存量产能的自然衰减，稳定老油田的产能，提高采收率是国内石油企业的长远目标，压裂增产作业是缓解老油田的开发衰竭、提高油田采收率的主要措施之一，因此国内油田用户对压裂设备的需求将会持续增长。

2.2.4. 四机厂是公司在国内的主要竞争对手

- 近几年国内压裂设备每年的需求都在 10 套车橇组以上，国内生产的压裂设备迅速替代了进口，国产压裂设备占据了 95%的国内市场份额，并进入了国际市场。国内成熟的压裂设备生产厂家约有 3-4 家。其中大部分市场份额被四机厂及其合资的四机赛瓦所占据。这两家企业起步较早、技术积累多、产品知名度高，在国内固井、压裂设备市场的产品数量上占有优势。2008 年公司占据了 6%的市场份

额。

- 国际市场如哈里伯顿和 S&S 公司,前者是世界最大的石油和能源业的产品制造和服务提供商之一,产品覆盖油田工程大部分领域,拥有先进技术及设备;后者是全球最大的油气田其他工业领域专用设备制造供应商之一,产品涉及完井、修井、钻井、连续油管、固井、液氮及动力系统和电控系统。这两家公司历史悠久,产品质量可靠,在油田设备制造领域享有较高的知名度。
- 虽然这些国际公司在海外市场有着良好的销售业绩,但由于同样技术指标下国内产品的性价比明显优于进口产品,加之进口产品的售后服务跟进不够及时,使得这些国际公司在我国的固压设备市场中的竞争优势逐渐被削弱。S&S 公司 2006 年在我国市场压裂设备的销售量约占国内市场的 50%,而 2007 年市场占有率迅速下滑到 5%左右,其丧失的市场份额被四机厂、杰瑞股份等国内企业占据。

2.2.5. 公司技术储备充裕

- 目前公司已成功掌握了自动混砂控制、压裂远程控制等多项压裂设备关键技术,从而在技术上为公司压裂设备的生产提供了保障。公司已成功研制和销售了 2000 型压裂泵车、混砂车、仪表车、管汇车,初步形成了成套化、系列化的压裂设备产品体系,公司已完全具备研发和制造大功率整套压裂车(橇)组的技术能力。目前公司在现有压裂车组用 1000 - 2250 马力柱塞泵的基础上,研制 3000 马力高压柱塞泵,使单台压裂车的功率平均提高 30%,发展空间较大。
- 目前公司正在开发的新技术有压裂酸化服务,主要从事压裂、酸化施工作业和现场技术服务,压裂酸化技术的研究、新工艺的推广应用。预计 2010 年 12 月完成,技术处于国内先进水平。

2.2.6. 压裂设备未来 2 年复合增长率 57%

- 从 2008 年到 2009 年中期,公司已生产并销售了 13 台压裂泵车/橇,2 台仪表车/橇、3 台混砂车/橇(不包括混酸橇等其他压裂设备)。截至 2009 年 6 月末,公司正在组织生产的压裂设备存续订单 9 台,包括 3 台压裂车、1 台压裂橇。
- 此次压裂橇组、压裂车组扩产项目计划投资 1.35 亿元。项目建设期为 1 年,预计项目资金开始投入后第 2 年正式投产,达产率 40%,可年产压裂车(橇)6 台、混砂车(橇)2 台;第 3 年 100%达产。项目完成达产后,将形成年产各类压裂设备 26 台的生产能力,新增产能 21 台,可以形成两个压裂车(橇)组(一个压裂车组一般包括 6 台压裂车(橇)、2 台混砂车(橇)、1 台仪表车(橇)和 1 台管汇车(橇)等)。1 套压裂车组合计大约 1 亿元。年新增收入 13510 万元,利润 3100 万元。
- 根据公司现有产能及募投项目扩产计划,考虑市场需求因素,预计 2009—2011 年固井设备销售收入为 1.7、2.6、4.2 亿元,年复合增长率 57%。

2.3. 液态氮车

- 氮气在油气生产方面的应用可主要概括为:一是利用氮气的稳定性,将空气与易燃易爆的气体隔离开,起到安全生产的作用;二是根据气体密度低的特点,调节入井液的密度,主要用于低压易漏层的作业,如混气冲砂等施工;三是依靠压缩气体卸压后的体积膨胀力,加强进入地层流体的返排,如泡沫压裂、泡沫酸化作业;四是作为驱替介质,用于保持地层压力,提高油气采收率等。
- 国内土哈油田先后开发了氮气气举、氮气置换、混气压裂、混气酸化、氮气正负压射孔、氮气垫测试等多项适用于低渗油田勘探开发的新工艺,形成了一套符合矿场实际的氮气应用技术,在油气生产中推广应用。
- 液氮泵车主要由牵引卡车、动力系统、高压液氮泵系统、液氮蒸发系统、液氮储罐和操作台构成,能够独立进行液氮储运、泵注及转换工作。

2.3.1. 公司在国内率先掌握液氮泵车技术

- 进入液氮泵设备制造领域的技术门槛较高,国内厂商尚无规模化、产业化生产的企业。公司从 2004 年开始研究液氮泵制造技术,在国内液氮设备的制造领域占得先发优势。目前,公司经过消化吸收、自主研发储备了生产液氮泵橇的技术,

在液氮设备生产技术方面已取得 6 项实用新型专利。

- 公司正在研制高端液氮设备等油田特种作业设备,如新产品 YDC800K 液氮泵车是油田压裂作业中泵送高压大排量直燃式液氮的泵送设备,目前正在试制阶段。预计 2010 年 3 月完成,技术水平处于国内领先。这将形成新的业务增长来源。

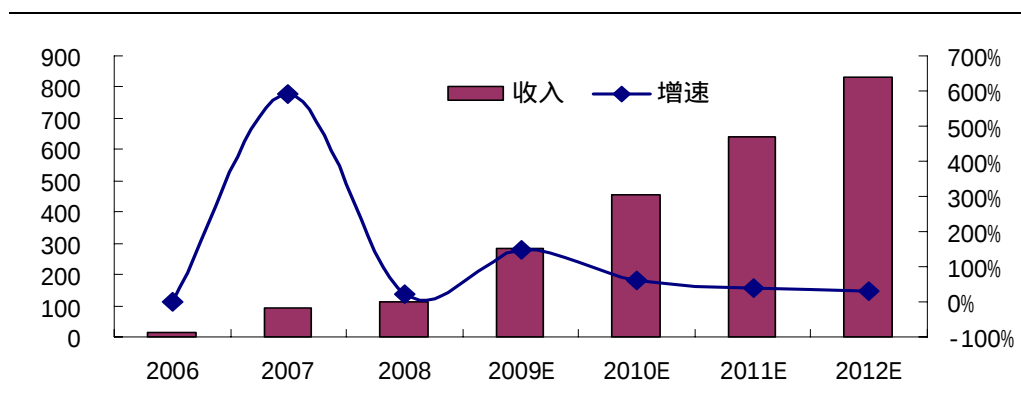
2.3.2. 国内市场处于起步阶段空间巨大

- 液氮泵车(橇)技术主要由美国的哈里伯顿、S&S 公司和加拿大的 Hydra Rig 公司掌握,其他如中东地区、非洲地区、前苏联地区的众多产油国皆不具备生产液氮设备的能力,而对其的需求却日益增长。公司制造的液氮泵设备性价比高,将在竞争中赢得更多的国际市场。
- 目前液氮泵车全球有 5000 台,美国有 30 多个油田利用氮气提高采收率,拥有的液氮泵车(橇)总数达到了 1300 台,且有一半的液氮设备应用于气举以外的领域。我国目前拥有量在 50 台左右,主要应用在气举领域,只有少部分应用在氮气泡沫压裂等领域,实际上这种设备气举、修井、水平钻井均要使用,随着我国液氮设备应用领域的拓展,油田用户对液氮设备的需求将会持续增加,未来 3-5 年国内市场可望达到 400-500 台的规模。
- 此次液氮泵车扩产项目建设期为 1 年;预计项目资金开始投入后第 2 年正式投产,达产率 40%,可年产液氮泵车 2 台;第 3 年 100%达产。项目建成达产后,将形成年产液氮泵车(橇) 8 台的生产能力,新增产能 5 台(即液氮泵车 4 台和液氮泵橇 1 台)。项目年新增收入 5570 万元,利润 1270 万元。
- 截至 2009 年 6 月末,公司已累计生产并销售 6 台液氮泵橇和 1 台液氮泵车;截至 2009 年 6 月末,公司正在按照订单组织生产 3 台液氮设备。我们认为液氮泵车将在压裂设备中的占比快速提升,预计 2009-2011 年的销量分别为 4、6、9 台。

2.4. 油田专用设备收入预测与潜在驱动因素

- 公司正在研发的一批新产品包括:600 型三缸柱塞泵、3ZB70-400 型三缸柱塞泵二者吸收了国外先进技术,为自主研发的产品,排出压力高,作业范围广,处于国内先进水平。连续油管车(橇)和 HPC25 型多功能混配车属于国内领先水平。目前公司新产品研发进展迅速,部分已经开始供应客户。
- 预计 2009 年公司这块业务合计实现销售收入约 2.85 亿元,09 年底公司专用设备在手订单约 5 亿元,一般订单完成大致在 6 个月左右,正常情况下上下半年的收入基本对等,预计 2010 年收入约为 4.56 亿元。考虑到现有业务的增长空间和新兴业务的开拓,预计 2009—2010 年的复合增速大致在 40%左右。油田专用设备的毛利率相对稳定,可望维持在 40%。

图 4 油田专用设备的收入与增速预测(单位:百万元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

2.5. 维修及配件业务

2.5.1. 配件销售带来稳定增长

- 油田所用固井、压裂及液氮等设备属于非公路特种设备，目前国内拥有的压裂设备数量约 950 台；固井设备约 1300 台，连续油管设备约 30 台，液氮泵设备约 50 台。同时，油田专用设备经过 15-20 年的使用相继进入更新换代时期，2005 年以来各油田进口压裂机组就在 500 台以上。油田专用设备的需求增长，设备维修需求也随之大增。
- 油田、矿山设备维修改造及配件销售业务是公司自成立以来一直从事的基础性业务，经过 10 年的发展已经建立起良好的客户基础与供销渠道，公司一方面代理国外专用设备和零配件生产的售后服务，另一方面承接油田、矿山企业在设备维修改造和更换进口设备零配件方面的外包服务，形成良好的互动模式，市场份额约为 20%。该项业务周期性不明显，从而为公司带来稳定收益。

表 1 近年来维修与配件业务的发展情况一览表（单位：万元）

	2006	2007	2008	2009中期
油井矿山配件销售数量	318125.95	568835.15	523595.95	299101.74
油井矿山配件销售收入	15934.09	19345.64	26936.07	15730.44
维修改造工时	357	485	490	246
维修改造工时费收入	358.41	549.46	595.39	320.6
合计收入	16292.5	19895.1	27531.46	16051.04

- 近年来公司抓住市场机遇，逐步整合配件供应渠道，取得了 16 家国外供应商的代理或分销资格，

表 2 2008 年 16 家主要代理商的业务收入构成情况（单位：百万元）

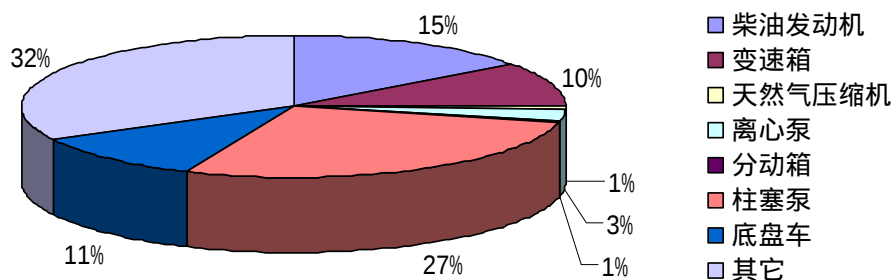
代理品牌	代理产品	收入（万元）	占比
PACCAR	重型底盘车及部件	1265.81	13.96%
Precision	连续油管	368	4.06%
Viatran	高压传感器	174.7	1.93%
National Oilwell	离心泵及部件	202.8	2.24%
Alemite	润滑系统产品	65.2	0.72%
FMC	高压管汇	1163.75	12.83%
MTI	采掘设备及部件	23.1	0.25%
General Cable	高压电缆	430.7	4.75%
博世力士乐	气动产品	130.5	1.44%
Allison	大功率变速箱及部件	3007.6	33.16%
铁姆肯	轴承	700.34	7.72%
Parker	液压产品	420.26	4.63%
Donaldson	过滤器	11	0.12%
ACD	泵	47.3	0.52%
Carlisle	制动产品	787.66	8.68%
Emerson	动力传动产品	270.84	2.99%
Apex	工业清洗产品		0.00%
合计		9069.56	100%

数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

2.5.2. 有益于专用设备获取成本优势

- 公司从事零配件销售代理业务的优势之一就是降低了设备总成所需零配件的采购成本，大致公司在这方面的成本较之竞争对手低 10-15% 左右，这对公司发展油田专用设备业务有着重要意义。

图 5 公司油田专用设备制造业务主要原材料采购成本构成比例



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

2.5.3. 代理业务衍生新兴业务

- 国外专用设备和零配件生产商而为了降低销售和售后服务成本，通常会在国内建立分销或代理机构，并对产品的分销商、代理商进行专业技术培训。公司由此获得了供应商的专业技术培训，充实了专用设备维修改造的技术储备，形成了向国内油田、矿山企业提供专用设备的维修改造服务的能力，公司从中积累了丰富的经验并逐步掌握了油田专用设备的设计与制造能力，使得公司具备向新业务开拓的能力，从这一意义上维修与配件业务成为公司衍生新业务的源泉。

2.5.4. 募投项目支撑 20%的增速

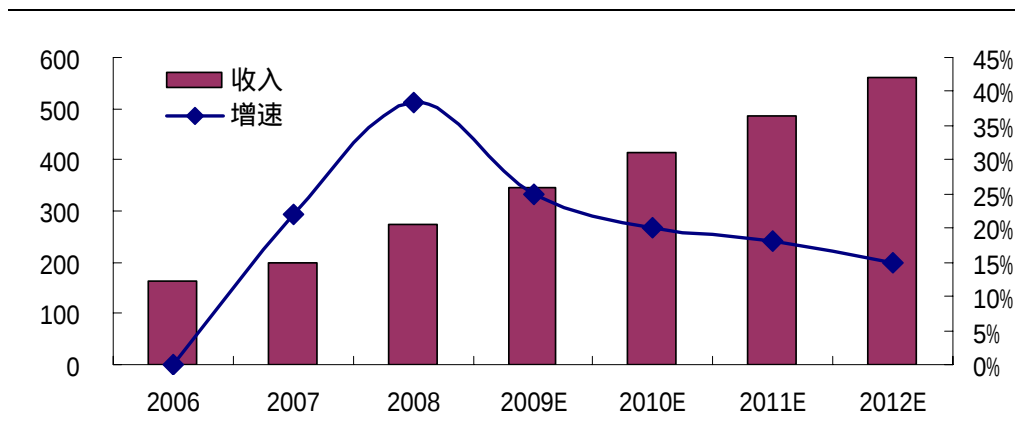
- 近年来油田、矿山设备维修改造及配件销售业务呈稳定发展态势，2006—2008 年的复合增长率为 18.8%，三年来毛利率稳定在 23%-26%左右。
- 此次油田维修服务基地网络建设项目投资额 4770 万元，建设期 1 年，在全国新建 1 处维修服务中心基地和 13 个区域维修基地，区域维修基地每个需要 500 平方米的厂房，投产后第一年可达到服务能力的 40%，第二年可达到设计服务能力，即预计年新增收入 6377 万元，年利润 1100 万元。
- 08 年该项业务的销售收入为 2.75 亿元，我们预计 09 年的收入约为 3.44 亿元，2009—2012 年的复合增长率大约为 20%。该项业务毛利率相对稳定，预计仍将维持在 25%左右的水平。

表 3 募投项目实施将建成全国维修服务基地

序号	设置地点	设置地点
1	烟台维修服务中心基地	山东烟台
2	克拉玛依油田维修服务基地	新疆克拉玛依
3	塔里木油田维修服务基地	新疆库尔勒
4	吐哈油田维修服务基地	新疆鄯善
5	长庆油田维修服务基地	陕西靖边
6	西南油田维修服务基地	四川成都
7	大庆油田维修服务基地	黑龙江大庆
8	吉林油田维修服务基地	吉林松原
9	辽河油田维修服务基地	辽宁盘锦
10	冀东油田维修服务基地	河北唐山
11	河南油田维修服务基地	河南南阳
12	青海油田维修服务基地	青海茫崖
13	中海油塘沽维修服务基地	天津塘沽
14	中海油湛江维修服务基地	广东湛江

数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

图 6 维修与配件业务的收入与增速预测（单位：百万元）



数据来源：WIND，安信证券研究中心

2.6. 海上钻井平台工程服务业务

- 岩屑回注是指将钻井过程中产生的岩屑和钻井废弃物经过破碎、筛选和造浆处理后回注到回注井目的地层的一种工艺。通常一座钻井平台需要配备一套回注作业系统。与其它的岩屑处理方法相比，岩屑回注技术具有岩屑处理彻底、效率高以及不会带来二次污染等优点，既保护了环境，又节约了治理环境污染的支出。
- 在海上油田钻采平台工程作业服务业务方面，岩屑回注业务服务的市场主要被国外大公司所占据，目前公司在技术方面已初步具备与国际大公司相同业务上的竞争实力，而提供服务的性价比优于国外的同行业竞争者，这使得公司该项业务有着良好的发展前景。

2.6.1. 公司拥有领先的技术优势和成套设备生产能力

- 海上油田钻采平台的岩屑回注业务在全球的应用只有十几年历史，公司自主研发相关设备并具备作业能力，目前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，在国内岩屑回注这一细分领域中具有领先优势。
- 岩屑回注的主要设备公司均可生产，其中造浆橇主要用于海洋钻井平台或者陆地油田的岩屑回注作业，可以实现岩屑的研磨、混浆以及传输功能，配有公司自主研发的数据采集系统。高压回注泵也可由公司自行组织生产。

2.6.2. 公司岩屑回注业务快速发展

- 2006 年 5 月，公司利用为蓬莱 19-3 油田南海 1 号自升式钻井平台提供备用泵送服务的机会，获得了为该油田 A 平台提供泥浆泵送服务的机会。2007 年 5 月，康菲石油将其开发的蓬莱 19-3 油田 C 平台岩屑回注的泵送服务承包给公司，标志着公司顺利进入蓬莱 19-3 油田的岩屑回注服务市场。2008 年度，公司大力开拓岩屑回注服务市场，分别中标康菲石油蓬莱 19-3 油田 B、D、E、F 四个平台的岩屑回注服务，在蓬莱 19-3 油田的 6 个钻井平台中取得了 4 个平台的岩屑回注服务合同。
- 2008 年 12 月，公司与 EDC 签订服务协议，为其位于渤海湾胜利油田埕岛西胜利 8 号自升式钻井平台提供岩屑回注服务，成功地将岩屑回注服务业务拓展到其他油田。

2.6.3. 渤海区域内市场容量预计是现在的 4-5 倍

- 渤海是中国最重要的海上石油开采基地，汇聚了几乎所有的海上石油公司，主要有康菲石油、胜利油田、辽河油田、大港油田、中海油天津分公司等。康菲石油的蓬莱 19-3 油田全部采用岩屑回注这一处理技术。胜利油田是中国第 2 大油田。目前，胜利油田海上共有钻井平台 8 座，采油平台 86 座，作业平台 4 座，其位于该油田埕岛西胜利 8 号钻井平台也采用岩屑回注这一废弃物处理技术，并由石

油开发公司为其提供岩屑回注服务。

- 辽河油田年是中国第 3 大陆上油田，大港油田是中国第 9 大油田，中海油天津分公司是中国第 4 大油田。目前胜利油田、辽河油田、大港油田以及中海油天津分公司对钻井岩屑的处理方式主要是直接排海和小部分拉回岸上处理，但随着国家对海洋环境保护力度的加强和钻井废物排放标准的提高，以及胜利油田开采规模的扩大和水深的加深，岩屑回注将成为这几处油田处理钻井废物的可行选择，国内现有海洋钻井平台 38 座。使用使用岩屑回注工艺的仅 7 座，未来的发展空间大约是现在市场的 4-5 倍。

2.6.4. 环保政策或将成为国内市场启动的催化剂

- 国际社会对于海洋污染问题越来越重视，各国对海洋环境保护也日趋严格。自 2009 年 5 月 1 日起，我国开始实行新的《海洋石油勘探开发污染物排放浓度限值》(GB4914-2008)标准，与我国自 1985 年实行的《海洋石油开发工业含油污水排放标准》(GB4914-85)相比，新标准对海洋石油勘探开发污染物排放浓度限制越发严格，基本上接近“零”排放标准。
- 面对越来越严格的环保要求，康菲石油在蓬莱 19-3 油田的开采过程中率先采用岩屑回注工艺处理钻采产生的废弃物。预计未来将有越来越多的海上勘探开发活动采用岩屑回注作为其废弃物的处理手段，以达到“零”排放的环保目标。公司作为国内岩屑回注业务的领跑者，将会凭借自身技术、成本优势以及经验积累获得更多的业务机会，迎来良好发展机遇。随着国内环保标准的日益提高，岩屑回注业务潜力巨大，公司在此领域的业务能力将为潜在市场的开发奠定坚实的基础。

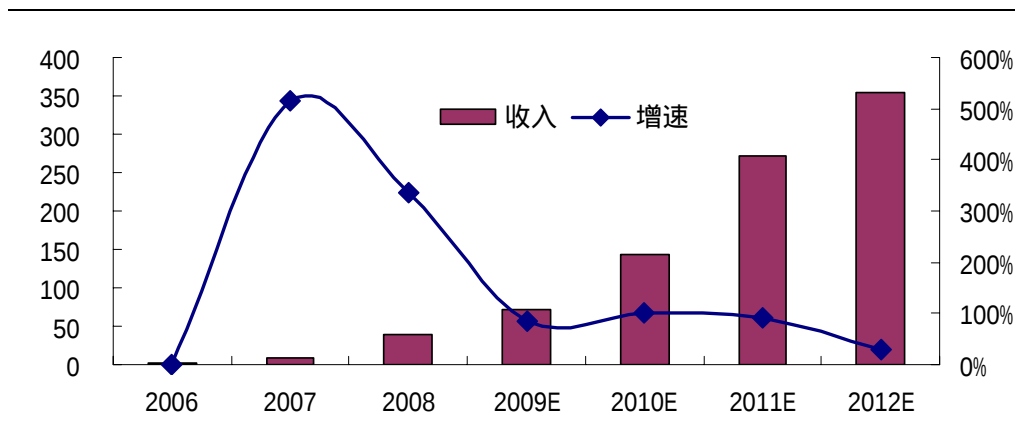
2.6.5. 岩屑回注业务复合增速 35%

- 目前公司服务于康菲石油的有 B,D,E,F 四个平台，均为油价高峰时所签订合同，毛利率较高，采用设备租赁加上服务的模式，一个平台平均一千万收入。09 年公司新接 EBC 订单，加上康菲石油和胜利油田的平台均可能增加，估计可增加 2-3 个平台，预计 2010 年该项业务可望突破 7000 万元。
- 2009 年此项业务在公司的主营业务收入中占比约为 10%，根据上述分析和对未来需求市场的判断，我们认为 2009—2010 年的复合增长率未 35%，2012 年在主营业务中的占比将达到 20%。
- 在设备制造能力提升的基础上，公司的海工业务服务能力也将明显提升，预计项目完成后可有 4 套岩屑回注设备、4 套备用泵系统和 4 个服务团队同时工作。届时公司将业务能力在现有基础上翻番
- 我国海工设备尚处于起步阶段，未来替代进口的发展空间巨大，杰瑞股份在岩屑回注领域的成功一定程度上代表了发展方向，由于岩屑回注工艺的其它应用领域包括：二氧化碳回注井下，固体垃圾处理，核废料处理等。我们认为公司这一技术的横向应用可能衍生出新的业务领域，我们看好公司在海工设备领域的发展前景。

2.6.6. 高毛利率的优势将得以维持

- 2007 年公司开展了岩屑回注服务，作为唯一一家能够提供岩屑回注服务的国内服务商，公司的竞争对手主要为国外知名油田技术服务公司，与之相比公司的人力成本优势明显，服务的性价比高，因此公司的岩屑回注服务的毛利率水平高达 71%；2008 年与 2007 年基本持平为 69.91%，09 年中期为 66.4%。
- 2006 年，公司刚刚开展海上油田钻采平台工程作业服务，内容为作业难度不高的泵送类业务，毛利率水平仅为 26.26%，其后随着泵送类服务的逐步开展，公司的技术水平也随之提高，开始承接作业难度更大、附加值更高的业务，因而该项业务的毛利率水平也随之快速提升至 55.67%。2008 年再度攀升至 61.53%。
- 鉴于公司海上油田钻采平台工程服务作业能力基于自有的核心技术与专用设备之上，我们预计该项业务的毛利率在未来 3 年将维持在 65%左右。

图 7 公司岩屑回注业务的收入与增速预测（单位：百万元）

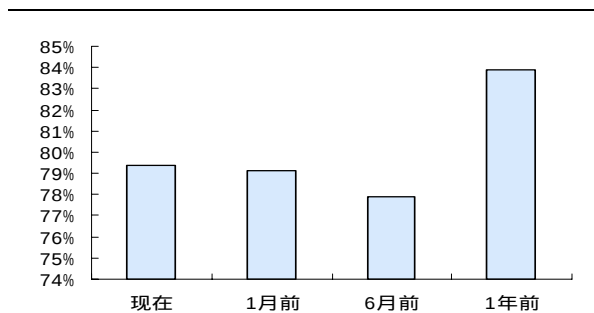


数据来源：WIND，安信证券研究中心

2.7. 全球海上钻井平台利用率总体有所好转

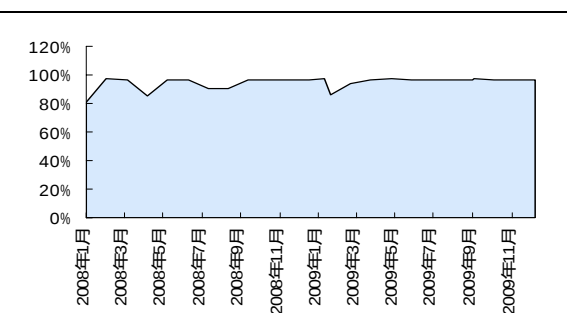
- 2010 年 1 月 29 日，全球海上钻井平台利用率为 79.4%，略高于上个月的 79.1%，也超过了半年前 77.0% 的水平，有所好转。
- 全球主要海上钻井设备的利用率略升：钻井驳船 80%、钻井船 91.1%、自升式 78%、半潜式 79.9%、坐底式 100%、钻井辅助船 75%，和一月前相比，自升式、半潜式略升，钻井船、钻井驳船、坐底式持平，钻井辅助船有所下降。
- 全球主要地区的平台利用率略有好转：西非 83.9%、东南亚 66.7%、欧洲北海 83.3%、地中海 86.7%、波斯湾 78.7%、墨西哥 87.9%、美国 72.3%、巴西 85.2%。其中西非升 1.4 个点，东南亚降 7.4 个点、欧洲北海升 1.6 个点，地中海升 5.4 个点，波斯湾升 4 个点，墨西哥降 3.5 个点，美国降 0.2 个点，巴西升 4.1 个点。

图 8 全球海上钻井平台利用率环比略升



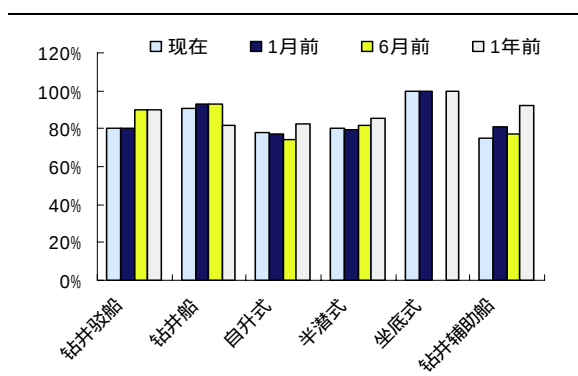
数据来源：RIG 安信证券研究中心

图 9 南美大于 5000 英尺水深平台利用率持平



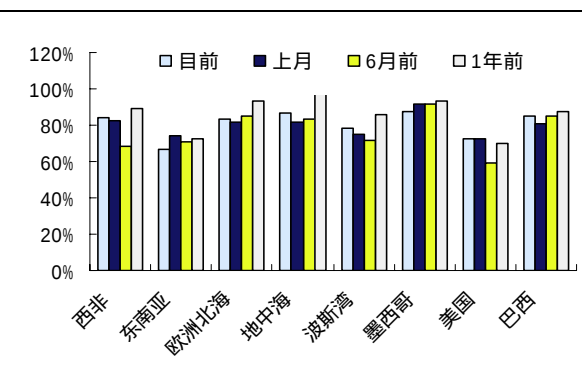
数据来源：RIG 安信证券研究中心

图 10 各种类型钻井平台利用率



数据来源：RIG 安信证券研究中心

图 11 全球各主要区域的平台利用率



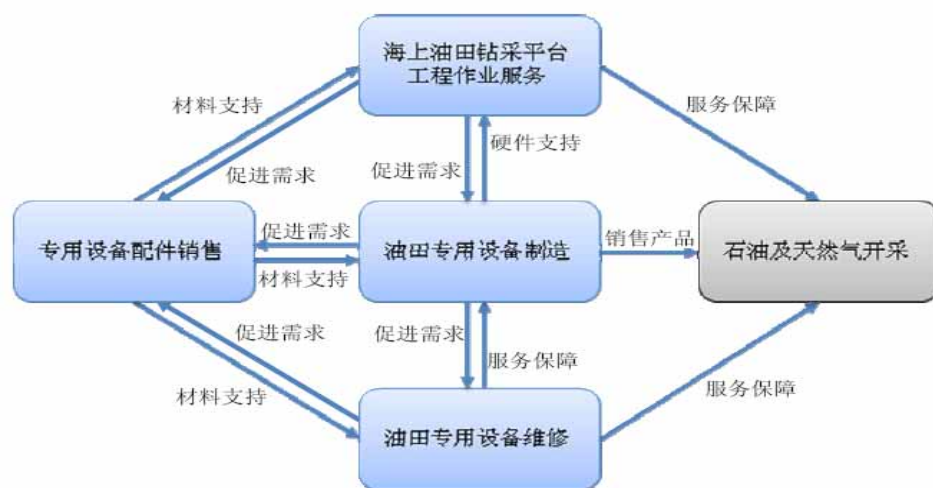
数据来源：RIG 安信证券研究中心

3. 公司经营模式颇具竞争优势

3.1. 主营业务构成逐步优化

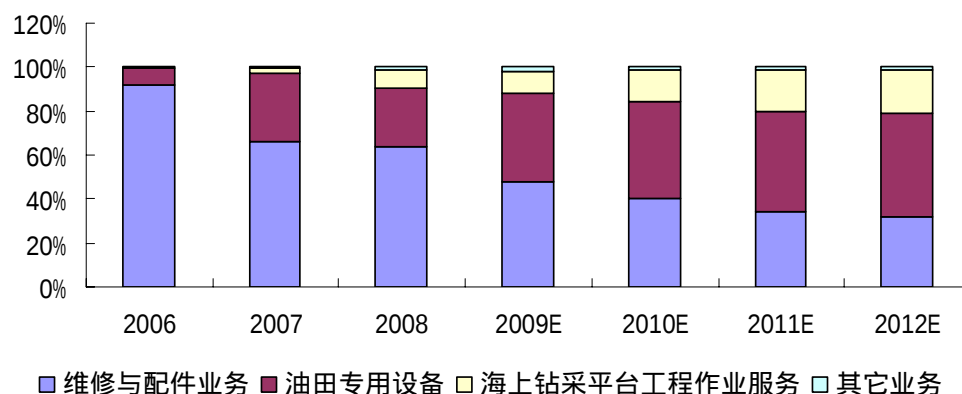
- 从公司发展历程来看，公司最早从事油田、矿山设备维修改造及配件销售业务，在此基础上，于 2004 年开始从事固井设备、压裂设备及天然气压缩输送设备的生产与销售。随后又延伸到泵送、岩屑回注等海上油田钻采平台作业服务领域。
- 考虑到油田专用设备制造以及海上油田钻采平台工程作业服务业务所处行业发展前景良好，公司确立了以油田、矿山设备维修改造服务及配件销售为基础，以油田专用设备制造和海上油田钻采平台工程作业服务为发展重点的战略规划。
- 从收入结构来看，维修及配件业务在 06 年收入占比 91%，而 09 年中期只有 48%，专用设备制造则相应从 8%大幅增长到 43%，油田服务更是从 0.8%上升到 8.29%，公司的业务发展模式初见成效。我们预计到 2010 年维修与配件业务、油田专用设备、海上油田钻采工程服务业务的收入占比将调整到 32%、47%、20%。公司致力于油田专用设备制造以及油服业务的拓展，将推动营业收入的持续增长。

图 12 公司各业务之间存在相互促进的关系



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 13 业务模式推动公司收入构成的逐步优化



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

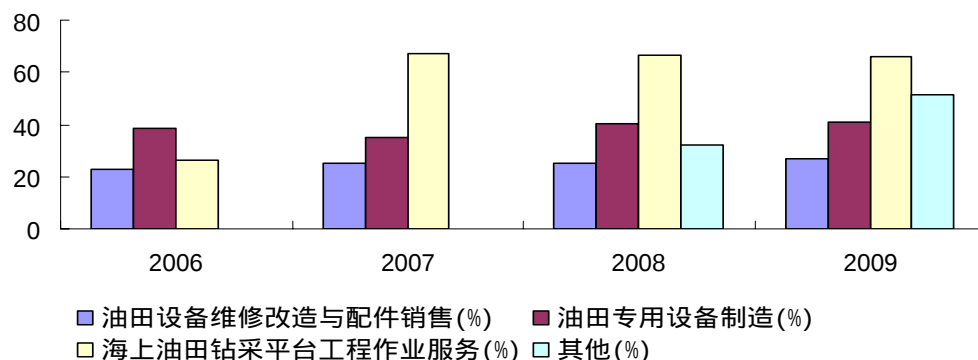
3.2. 整体盈利水平呈上升态势

- 公司维修及配件业务毛利率基本上是稳中略升，大致在 25%左右，油田专用设备近两年则维持在 40%左右，油田服务也则高达 65%，由于毛利率较高的海工服务以及油田专用设备在主营业务收入中占比逐步提高，公司总体毛利率水平呈上升

态势，09 年中期已经达到 36.54%。

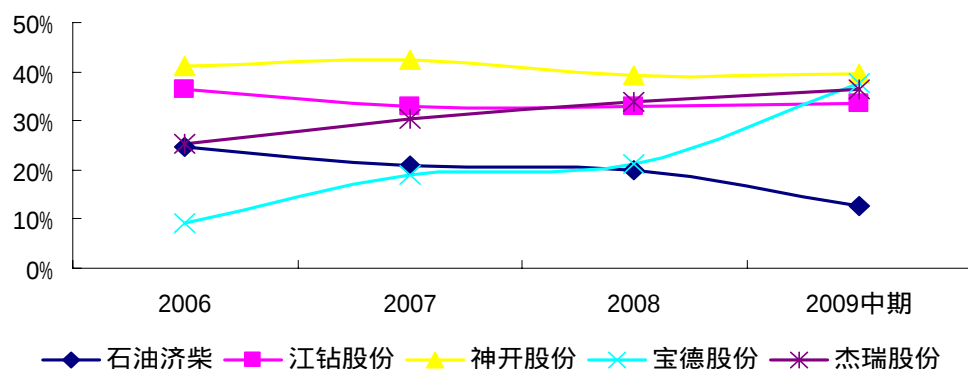
- 与同行业的上市公司毛利率水平比较，石油济柴偏低只有 20%，江钻股份维持在 30%，神开股份略降至 39%，杰瑞股份则从 2006 年的 25% 上升到 2008 年的 34%，09 年中期已经达到 36%。较高的毛利率水平意味着较强的竞争实力。
- 从销售净利率看，石油济柴和江钻股份近两年则维持在 8-9% 的较低水平，神开股份 17% 的水平较为适中，宝德股份最近 3 年则呈大幅递升态势，09 年中期为 22.6%。杰瑞股份从 06 年的 11.31% 到 09 年中期的 24.82%，已经翻番，在上市公司板块中达到最高水平。

图 14 公司专用设备及油服务业务的毛利率高于原有维修及配件业务



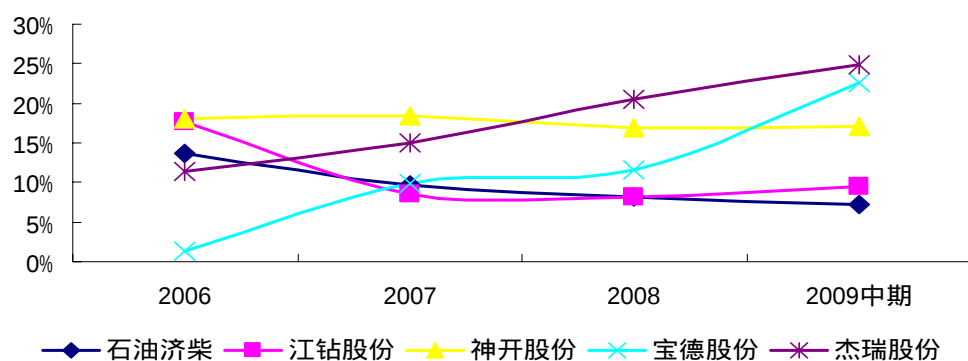
数据来源：WIND 安信证券研究中心

图 15 主要石油设备类上市公司的毛利率比较



数据来源：WIND 安信证券研究中心

图 16 主要石油设备类上市公司的净利率比较

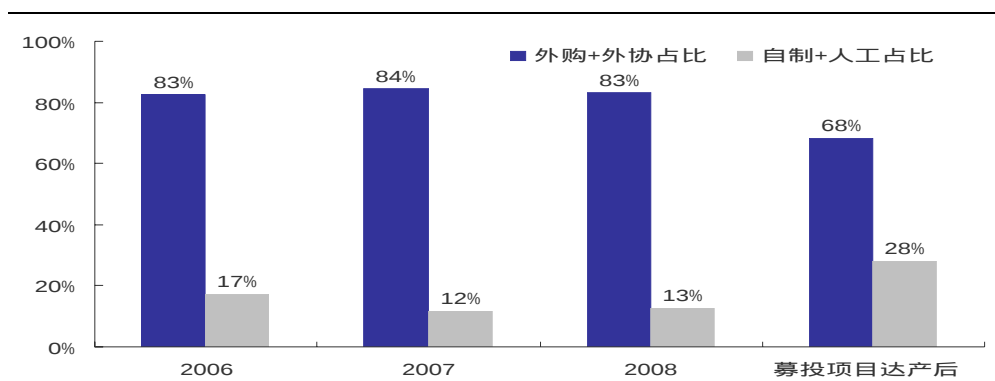


数据来源：WIND 安信证券研究中心

3.3. 关键配件自给率逐步提高

- 目前公司油田专用设备产品外协件、外购件的成本约占生产成本的 83%左右。募投项目实施后，公司将具备关键部件自主生产能力，从而有能力自主加工部分关键部件，降低产品的外协、外购比例，提高产品的供货质量及供货速度。
- 预计本次募投项目实施后，外协件及外购件合计占成本的比例将合理降低 15%左右，即从 08 年的 83%降低到 68%，自制件、直接人工等制造费用占成本的比例将相应从 13%升至 30%以上。这既可以增加经济效益，又可以提高公司对关键部件的控制能力，降低外协外购配套能力瓶颈，增强核心竞争能力。

图 17 公司关键产品零部件的自给率将上升



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

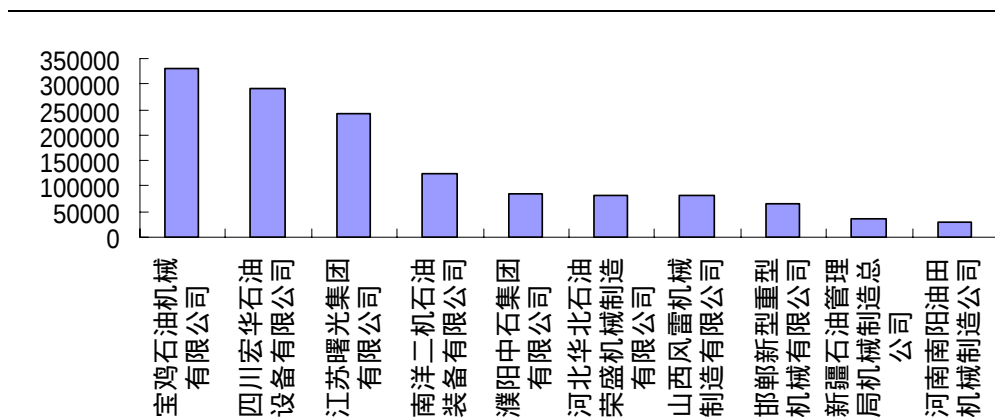
3.4. 机制灵活激励有方

- 作为民营企业，公司经营机制灵活且高效，体现在对人才的吸引、研发平台的建立、管理体制等多个方面。股权激励在公司的发展过程中起到重要作用，上市后我们认为公司仍然会对有突出贡献的员工实施股权激励，这对吸引和保留高技术人才和管理人才至关重要，也是一般国企所难以企及的优势。

4. 横向并购存在机遇

- 此次 IPO 公司计划募集资金 4 亿元，实际募集资金近 17 亿元，超额募集的部分资金公司有意用来收购国内外有技术和市场的小公司。从 2007 年国内的石油钻采设备行业销售产值前 10 名来看，排名靠后的销售产值只有几个亿，国内石油钻采设备企业有 476 家，销售产值 554 亿元，平均只有 1.16 亿元，潜在的收购对象选择余地较大。

图 18 2007 年石油钻采设备行业销售产值前 10 名（单位：万元）



数据来源：工业年鉴，安信证券研究中心

- 从全球油服行业上市公司情况看，受金融危机影响，2009 年业绩普遍下滑，18 家企业中，除了 3 家暂缺 09 年数据，净利润上升的只有 2 家，另有 1 家持平，其余 14 家同比均为下降，其中还有 2 家亏损，平均降幅为 34%，从这个意义上看，国际市场也存在收购的机会。

表 4 2009 年全球大多数油服公司净利下滑（单位：百万美元）

	2007	2008	2009	2009/2008
Aker Solutions ASA	411	258	361	40%
Helix Energy Solutions	320	-631	na	na
FMC Technologies	303	361	362	0%
Fred Olsen	238	376	439	17%
Global Industries	200	160	-117	-173%
Halliburton CO	3499	2224	1145	-49%
SBM Offshore	263	223	na	na
Key Energy Services	169	84	-156	-286%
Oceaneering Intl	180	199	188	-6%
Saipem	1199	1344	1021	-24%
ACERGY SA	127	301	245	-19%
Technip-Cofexip	173	659	238	-64%
John Wood Group	165	252	na	na
Baker Hughes	1514	1635	421	-74%
BJ Services	754	609	150	-75%
Cameron International Corp	501	594	476	-20%
Schlumberger Ltd	5177	5435	3134	-42%
Smith International Inc	647	767	148	-81%
Weatherford International Inc	1071	1354	254	-81%

数据来源：彭博资讯 安信证券研究中心

5. 市场竞争格局分析

- 虽然目前油田专用设备及技术服务行业已经形成市场化的竞争格局，但由于油田专用设备及服务专业化技术程度高，并需要有雄厚的技术积累，多数产品是典型的机、电、液一体化产品，因此技术壁垒相对较高，这使得细分行业的竞争不是很激烈。
- 从石油设备类企业的发展模式分析有三种：最高层次是直接和国际石油公司合作，国际石油巨头的合作门槛较高，产品、技术、管理等均要符合国际惯例，一旦合作形成将会长期维持关系，作为供应商收益率也较高。中间层次是和国内三大石油公司合作，最低层次是与现有油服公司竞争。目前公司的战略应该是在三个层面均有展开。
- 在压裂和固井设备领域，公司主要竞争对手是江汉石油管理局第四机械厂，兰州通用机械有限公司、中油特种车辆有限公司等，其中四机厂是国内油田设备著名企业，拥有固井压裂设备、钻机、修井机、海洋石油设备和高压管汇元件五大类 16 个系列 200 多个规格的产品群，并在快移快装钻机、低温石油装备、自动混浆水泥车、大功率压裂机组研制领域达到国际领先水平，08 年营业收入约 50 亿。
- 在维修和销售代理业务方面，主要竞争对手是北京宏远卡特机械设备有限公司、广州市思特博机电设备有限公司等。前者是一家专业从事进口工程机械设备及配件贸易与维修的公司，主要从事石油勘探开发、石油化工、矿山冶金、港口机械、水电铁道设备及配件的经营，现有员工 180 人，各类库存 5000 余万。后者代理产品包括发动机、发电机(组)、启动马达、滤清器、变速箱、传感器、增压器、各种仪表、皮带等，所涉及的领域有公路、铁路、矿山、油田等诸方面，公司总部现有员工 75 人，固定储量在 3000 万元人民币以上。

表 5 国内主要石油设备公司的业务与产品一览表

公司名称	主要业务与产品
江汉石油管理局第四机械厂	固井压裂设备、钻机、修井机、海洋石油设备和高压管汇元件五大类16个系列200多个规格的产品群，并在快移快装钻机、低温石油装备、自动混浆水泥车、大功率压裂机组研制领域达到国际领先水平，08年营业收入约50亿。
四机赛瓦有限公司	主要生产固井压裂设备自动控制系统、压裂仪表车、动力传递离合器、井下工具及柱塞泵，50%的产品出口国际市场；钢管厂是中国中部最大的钢管制造企业，主要产品为直缝钢管和螺缝钢管。
兰州通用机器制造有限公司	压裂、固井、修井、抽油、压力容器、采油专用锅炉、制冷、建筑机械等各类100多个规格品种。年设计生产能力与各类车装产品300余台，各型抽油机千余台，各种规格抽油杆200万米，各类型压力容器2000吨。
中油特种车辆有限公司	洗井清蜡类特车、钻井修井类特车、固井压裂类特车、工程测试类特车、搬运运输类特车、发电机组等8大系列核心产品，230多个品种。年工业产值5亿元。
江汉石油管理局第三机械厂	RDS 天然气压缩机、API抽油机系列、CNG 天然气汽车加气站用压缩机、单螺杆空气压缩机、水处理设备等系列产品和配件。年产值4-5亿元。
四川石油管理局成都天然气压缩机厂	ZTY系列、FTY系列、DTY系列变工况天然气压缩机组，CNG天然气压缩机组和喷嘴螺杆空气压缩机，以及配套制造，大修柴油机、发电机组。常年制造190系列柴油机钢套，活塞环及轴瓦等柴油机配件。产值2-3亿元。
北京宏远卡特机械设备有限公司	卡特发动机、艾里逊变矩器、底特律发动机、哈里伯顿和道威尔固井压裂设备、肯沃斯设备的维修改造等方面拥有较强的技术实力。
广州市思特博机电设备有限公司	在销售康明斯、唐纳森、德科瑞美、卡特彼勒、底特律、艾里逊、特高、达康、力士乐等国际知名制造商的产品方面经验丰富。

数据来源：各公司网站 安信证券研究中心

6. 风险提示

- 下游周期性波动的风险：油田专用设备制造和油田技术服务的市场需求直接受到油气勘探开发和生产投资规模的影响。如果油气价格持续低迷，将会抑制或延迟油公司的勘探开发和生产投资，从而减少或延缓对油田专用设备及油田技术服务的需求。尽管我们预测全球经济将进入复苏阶段推动油价缓步上升，但仍然可能有一些不确定因素影响这一进程。
- 市场过度竞争的潜在可能：目前油田专用设备及技术服务行业已经形成市场化的竞争格局，但由于油田专用设备及服务专业化技术程度高，并需要有雄厚的技术积累，多数产品是典型的机、电、液一体化产品，因此技术壁垒相对较高，这使得细分行业的竞争不是很激烈。但不排除今后新的进入者涌入这一领域的可能，这将对行业及公司的发展造成不利影响。

7. 盈利预测与估值

7.1. 盈利预测

- 根据公司在手订单情况和业务发展趋势，我们预计公司油田专用设备和油田工程技术服务业务将大幅增长，油田、矿山设备维修改造及配件销售业务将稳步增长，2009-2011年的复合增长率41%。
- 由于毛利率较高的油田专用设备和工程技术服务业务高速增长，总体毛利率水平将逐步提高，预计2011年将达到40%。
- 预计公司2009—2010年期间费用率大致保持在8%左右。
- 参照公司税收情况，假定2009—2011年所得税率为20%。
- 基于上述假设，我们预测2009-2011年公司主营业务收入分别为7.14、10.29、

14.18 亿元，净利润分别为 1.62、2.47、3.61 亿元，按照发行后摊薄计算，相应每股收益分别为 1.41、2.15、3.14 元。

表 6 分项业务预测表（单位：百万元）

	2005	历史年份 2006	2007	2008	2009E	预测年份 2010E	2011E	2012E
产品总收入	-	178.0	302.7	432.2	714.3	1,029.0	1,418.3	1,767.9
产品总成本	-	131.8	208.8	284.5	449.4	631.1	840.3	1,037.3
综合毛利率	-	25.9%	31.0%	34.2%				
油田专用设备收入	-	13.6	94.5	114.2	285.4	456.6	639.3	831.1
收入增速			593.4%	20.8%	150.0%	60.0%	40.0%	30.0%
收入占比		7.7%	31.2%	26.4%	40.0%	44.4%	45.1%	47.0%
成本	-	8.9	56.6	67.4	168.4	269.4	377.2	490.3
成本增速			537.3%	19.1%	149.8%	60.0%	40.0%	30.0%
成本占比		6.7%	27.1%	23.7%	37.5%	42.7%	44.9%	47.3%
产品毛利率		34.9%	40.1%	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%
油田矿山设备维修改造及配件	-	162.9	199.0	275.3	344.1	413.0	487.3	560.4
收入增速			22.1%	38.4%	25.0%	20.0%	18.0%	15.0%
收入占比		91.5%	65.7%	63.7%	48.2%	40.1%	34.4%	31.7%
成本	-	122.5	149.0	201.9	252.9	303.5	358.2	411.9
成本增速			21.6%	35.5%	25.3%	20.0%	18.0%	15.0%
成本占比		92.9%	71.4%	71.0%	56.3%	48.1%	42.6%	39.7%
产品毛利率		24.8%	25.1%	26.7%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
海上钻采平台工程作业服务收	-	1.4	8.9	38.8	71.8	143.5	272.7	354.5
收入增速			514.4%	337.3%	85.0%	100.0%	90.0%	30.0%
收入占比		0.8%	2.9%	9.0%	10.0%	13.9%	19.2%	20.1%
成本	-	0.5	3.0	13.3	22.2	50.2	95.4	124.1
成本增速			527.4%	350.8%	67.2%	125.8%	90.0%	30.0%
成本占比		0.4%	1.4%	4.7%	4.9%	8.0%	11.4%	12.0%
产品毛利率		67.4%	66.7%	65.7%	69.0%	65.0%	65.0%	65.0%
其他收入	-	-	0.4	3.9	13.0	15.8	19.0	21.9
收入增速				805.4%	230.0%	22.0%	20.0%	15.0%
收入占比		0.0%	0.1%	0.9%	1.8%	1.5%	1.3%	1.2%
成本	-	-	0.3	1.9	5.8	7.9	9.5	10.9
成本增速				544.6%	206.8%	35.6%	20.0%	15.0%
成本占比		0.0%	0.1%	0.7%	1.3%	1.3%	1.1%	1.1%
产品毛利率			32.0%	51.6%	55.0%	50.0%	50.0%	50.0%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

7.2. 合理股价区间 94-106 元

- A 股属于石油设备行业上市公司的有石油济柴、江钻股份、神开股份、宝德股份，2010 年的 PE 分别为 34、36、33、44 倍，均值为 37 倍，杰瑞股份为 35 倍，略低于整个市场平均水平。
- 2011 年这 4 家的平均 PE 为 30 倍，杰瑞股份为 24 倍，考虑到公司的高成长性，我们认为公司 2011 年的合理估值区间为 30-34 倍，对应的股价区间为 94—106 元。2 月 11 日收盘价为 76.3 元，尚有 26.84%—38.92%的空间，给与“买入-A”的投资评级。

表 7 石油设备类上市公司估值一览表（单位：百万元）

	每股收益（元）			市盈率			市净率		
公司简称	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2010BPS	2010PB	现价
石油济柴	0.28	0.39	0.46	46.96	33.72	28.59	3.87	3.40	13.15
江钻股份	0.27	0.32	0.38	42.52	35.88	30.21	2.60	4.42	11.48
神开股份	0.53	0.63	0.76	43.21	36.35	30.13	5.84	3.92	22.90
宝德股份	0.58	0.70	0.99	53.64	44.25	31.31	5.42	5.72	31.00
杰瑞股份	1.41	2.15	3.14	54.11	35.49	24.30	19.29	3.96	76.30

数据来源：WIND，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2010-2-12**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	308.7	439.4	714.3	1,029.0	1,418.3	成长性					
减: 营业成本	215.3	290.4	449.4	631.1	840.3	营业收入增长率	67.6%	42.3%	62.6%	44.1%	37.8%
营业税费	2.9	2.5	4.3	6.2	8.5	营业利润增长率	117.4%	63.9%	89.5%	53.5%	47.1%
销售费用	12.9	19.5	30.7	44.2	61.0	净利润增长率	101.0%	115.7%	84.4%	52.2%	46.3%
管理费用	7.3	14.3	22.9	32.9	45.4	EBITDA 增长率	131.0%	66.3%	81.2%	59.4%	45.6%
财务费用	3.0	5.5	5.0	4.0	6.0	EBIT 增长率	133.7%	64.9%	84.6%	51.7%	47.1%
资产减值损失	2.2	1.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	145.6%	95.0%	78.0%	50.5%	46.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	148.3%	18.8%	-10.0%	137.0%	-18.5%
投资和汇兑收益	0.2	1.3	1.0	1.0	1.0	净资产增长率	84.5%	71.3%	815.2%	14.0%	17.9%
营业利润	65.4	107.2	203.0	311.5	458.1	利润率					
加: 营业外净收支	2.0	5.8	5.0	5.0	5.0	毛利率	30.3%	33.9%	37.1%	38.7%	40.8%
利润总额	67.4	113.0	208.0	316.5	463.1	营业利润率	21.2%	24.4%	28.4%	30.3%	32.3%
减: 所得税	21.2	22.7	41.6	63.3	92.6	净利润率	13.2%	20.0%	22.7%	24.0%	25.4%
净利润	40.7	87.9	162.1	246.6	360.9	EBITDA/营业收入	22.9%	26.8%	29.8%	33.0%	34.9%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	22.1%	25.6%	29.1%	30.7%	32.7%
货币资金	38.4	105.2	1,680.7	1,738.0	2,171.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	17	26	31	75	99
应收帐款	80.4	99.3	148.7	214.3	295.3	流动营业资本周转天数	68	71	34	2	-25
应收票据	17.8	16.2	29.4	42.3	58.3	流动资产周转天数	205	235	613	759	656
预付帐款	24.0	22.0	22.0	22.0	22.0	应收帐款周转天数	67	69	57	58	60
存货	44.7	125.1	184.7	259.4	345.3	存货周转天数	55	70	78	78	77
其他流动资产	-	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	249	285	656	842	759
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	109	120	76	84	78
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2.7	3.6	3.5	3.5	3.5	ROE	39.9%	45.5%	9.2%	12.2%	15.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	18.0%	20.5%	7.7%	9.6%	11.1%
固定资产	18.3	46.3	75.1	353.6	424.9	ROIC	91.2%	71.6%	107.3%	179.4%	110.7%
在建工程	15.3	7.8	4.7	2.8	1.7	费用率					
无形资产	10.4	11.1	10.5	9.9	9.3	销售费用率	4.2%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%
其他非流动资产	3.9	3.5	3.5	3.5	3.5	管理费用率	2.4%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%
资产总额	255.8	440.2	2,162.8	2,649.2	3,334.8	财务费用率	1.0%	1.3%	0.7%	0.4%	0.4%
短期债务	57.8	66.9	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	7.5%	9.0%	8.2%	7.9%	7.9%
应付帐款	34.5	41.1	67.7	95.1	126.6	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	54.8%	55.0%	16.1%	21.9%	26.9%
其他流动负债	47.8	133.9	276.3	482.1	765.8	负债权益比	121.0%	122.0%	19.2%	28.1%	36.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.47	1.52	5.93	3.92	3.23
其他非流动负债	0.0	-	-	-	-	速动比率	1.15	1.00	5.40	3.47	2.84
负债总额	140.1	241.9	348.0	581.2	896.4	利息保障倍数	23.06	20.35	41.60	78.88	77.35
少数股东权益	10.2	3.4	7.7	14.3	24.0	分红指标					
股本	84.7	85.8	114.8	114.8	114.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	20.8	109.1	1,692.2	1,938.8	2,299.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	115.8	198.3	1,814.7	2,067.9	2,438.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	46.1	90.2	162.1	246.6	360.9	EPS(元)	0.35	0.77	1.41	2.15	3.14
加: 折旧和摊销	2.9	5.5	5.0	24.1	30.5	BVPS(元)	1.01	1.73	15.81	18.01	21.24
资产减值准备	2.2	1.4	-	-	-	PE(X)	215.1	99.7	54.1	35.5	24.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	75.7	44.2	4.8	4.2	3.6
财务费用	0.7	2.3	7.9	5.0	4.0	P/FCF	1,140.6	122.0	72.4	172.8	20.7
投资收益	-0.2	-1.3	-1.0	-1.0	-1.0	P/S	28.4	19.9	12.3	8.5	6.2
少数股东损益	5.4	2.3	4.3	6.6	9.6	EV/EBITDA	91.8	55.4	33.3	20.8	13.4
营运资金的变动	-55.5	-6.0	46.9	80.1	132.1	CAGR(%)	76.4%	60.1%	44.7%		
经营活动产生现金流量	1.0	97.7	222.4	360.4	538.1	PEG	2.8	1.7	1.2	-0.4	-0.2
投资活动产生现金流量	-20.3	-31.8	-29.0	-299.1	-99.1	ROIC/WACC	9.1	7.2	10.7	17.9	11.1
融资活动产生现金流量	39.6	2.2	1,388.1	-4.0	-6.0	REP	5.3	5.7	4.6	1.2	2.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-59113563	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	李昕 010-59113565	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-59113593	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn	刘欢 0755-82558069	深圳联系人 liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034