

湘财证券研究所
石油和化工研究小组

王 强

Tel: 021-68634518-8221

 Email: wq2835@xcsc.com

高 为

Tel: 021-68634518-8608

 Email: gw2603@xcsc.com
相关研究报告:

《石化双雄估值优势显现，战略建仓时机到来》(2010.05.13)

《公司季报点评-中国石化(600028): 油气量价齐升、化工毛利恢复，1季增长符合预期》(2010.04.29)

《公司季报点评-中国石油(601857): 一季度业绩同比大幅增长主要是低基数效应》(2010.04.28)

《公司年报点评-杰瑞股份(002353): 专用设备和工程服务板块两驱动，续推高速增长》(2010.04.27)

《杰瑞股份(002353): 高成长油服公司获批高新企业，目标价上调至 115 元》(2010.03.25)

《调研深度报告-杰瑞股份(002353): 高速迈向综合性油服公司，所得税或获惊喜》(2010.03.12)

《调研快报-杰瑞股份(002353): 高速迈向综合性油田服务公司》(2010.03.11)

《调研深度报告-东华能源(002221.SZ): LPG 问鼎区域龙头，化工仓储迎来新元年》(2010.01.29)

《天然气价格改革专题一: 进口气价倒逼 VS 社会承受能力，“综合价格”改革方案将胜出?》(2009.11.17)

□ 行业景气回升，专用设备和工程服务两板块将继续高速增长

公司凭借成功的产业链延伸和产品、服务线扩展，在国内外油服企业普遍业绩大幅下滑的背景下，利用细分领域的优势，实现了净利润翻番的骄人成绩，得益于毛利率分别高达40%和65%的专用设备板块和工程技术服务板块的业务持续扩大，综合毛利率从2006年的25.3%提升至2009年的37.8%，提升幅度达50%。

公司1季度业绩继续高速增长，同比增长约63%；随着整个油服行业从2季度开始行业景气指数的复苏，公司全年业绩增速保持50%以上的问题不大。公司截至2009年末存量订单达6.2亿元，比上年末增加1.6亿元，专用设备和工程服务板块分别增加1.2亿元和0.8亿元，预计此两板块将保持高速增长；由于2009年固压设备等作业量减少较大而需求锐减，配件销售板块的订单减少0.9亿元，今年增速将放缓，有所压力；我们预计公司截至2010年1季度末存量订单在8-9亿元之间。

□ 设备板块的产品系列化和新产品推出加快，工程服务板块拓展新的钻井平台

专用设备板块：公司逐步实现了固井水泥车和压裂车的系列化，液氮泵车和连续油管车等新产品的推出国内唯一，未来成长空间堪比固井设备和压裂设备；公司新研制成功的热油车、多功能混配供液车等新产品，将在今年贡献业绩。

工程服务板块：公司作为国内唯一1家为海上油田钻采平台提供整套岩屑回注服务的企业，2009年公司已在渤海为康菲石油服务2个平台，今年上半年增加到5个平台、预计下半年还将增加1个平台，另外有3个左右平台有望签订，每个平台一般需要周期为5年。除岩屑回注外，公司已组建3个项目组拓展固井服务，已开始在哈萨克斯坦作业。公司刚又在阿联酋成立合资公司，有利于岩屑回注、压裂、增产、酸化等业务在海外油田服务市场的发展。

维修及配件销售板块：尽管短期有些压力，但未来空间仍很大，代理轴承业务铁姆肯今年就有5000万的订单；公司是艾立逊变速箱在国内的第二家一级代理商，与第一家一级代理深圳通达实业公司1年10亿元销售额相比，未来潜力巨大。

投资建议：我们预计公司2010-2012年EPS分别为2.41元、3.40和4.23元，对应PE分别为33倍、23倍和19倍（5月13日股价79.29元）；考虑到公司高成长性，我们认为公司2010-2011年合理估值分别为40倍和35倍，对应股价分别为96元和119元，维持“买入”评级和115元目标价。

利润表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	308.73	439.42	680.48	1,008.65	1,396.58	1,738.88
YoY (%)	67.63%	42.33%	54.86%	42.78%	37.33%	24.36%
营业利润	65.38	107.15	205.55	325.74	461.66	576.03
YoY (%)	117.47%	63.88%	91.84%	58.47%	41.73%	24.77%
归属于母公司净利润	40.73	87.89	179.61	277.01	390.50	485.57
EPS	0.35	0.77	1.56	2.41	3.40	4.23
PE	227	103	51	33	23	19

表 1：盈利预测主要假设（各板块）

油田专用设备板块	单位	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营收入	万元	1,363	9,360	11,416	25,634	44,083	61,786	79,589
收入增速	%	/	586.9%	22.0%	124.5%	72.0%	40.2%	28.8%
VS 营业总收入	%	7.4%	30.3%	26.0%	37.7%	43.8%	44.6%	46.3%
营业成本	万元	834	6,097	6,835	14,775	18,074	24,759	31,503
营业毛利	万元	528	3,263	4,581	10,859	26,009	37,027	48,087
毛利率	%	38.8%	34.9%	40.1%	42.4%	41.0%	40.1%	39.6%
油田矿山维修及配件板块								
经营收入	万元	16,293	19,895	27,531	33,974	37,372	42,977	49,424
收入增速	%	/	22.1%	38.4%	23.4%	10.0%	15.0%	15.0%
VS 营业总收入	%	88.5%	64.4%	62.7%	49.9%	38.5%	32.2%	29.8%
营业成本	万元	12,572	14,956	20,618	24,885	27,655	32,233	37,068
营业毛利	万元	3,720	4,939	6,914	9,089	9,717	10,744	12,356
毛利率	%	22.8%	24.8%	25.1%	26.8%	26.0%	25.0%	25.0%
海上钻采平台作业服务板块								
经营收入	万元	144	887	3,879	7,113	14,226	27,029	35,138
收入增速	%	/	514.4%	337.3%	83.4%	100.0%	90.0%	30.0%
VS 营业总收入	%	0.8%	2.9%	8.8%	10.5%	14.1%	19.5%	20.4%
营业成本	万元	106	289	1,291	2,193	9,247	17,569	22,840
营业毛利	万元	38	598	2,588	4,920	4,979	9,460	12,298
毛利率	%	26.3%	67.4%	66.7%	69.2%	65.0%	65.0%	65.0%
其他主营业务								
经营收入	万元	64	43	394	623	778	934	1,074
收入增速	%	/	-32.2%	805.4%	58.2%	25.0%	20.0%	15.0%
VS 营业总收入	%	0.3%	0.1%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%
营业成本	万元	246	133	268	347	389	467	537
营业毛利	万元	-182	-90	126	4,920	4,979	9,460	12,298
毛利率	%	-283.3%	-207.0%	32.0%	44.2%	50.0%	50.0%	50.0%
非主营业务								
营业收入	万元	554	599	722	704	700	700	700
营业成本	万元	-0	58	26	96	100	100	100
综合毛利率	%	25.29%	30.25%	33.92%	37.84%	38.80%	40.34%	40.69%

资料来源：公司各期报告，湘财证券研究所

表 2：盈利预测主要假设（油田专用设备板块）

油田专用设备板块	单位	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
固井设备								
经营收入	万元	1,151	5,123	8,080	12,525	17,534	21,918	24,110
收入增速	%	/	345.2%	57.7%	55.0%	40.0%	25.0%	10.0%
VS 专用设备收入	%	84.5%	54.7%	70.8%	48.9%	39.8%	35.5%	30.3%
毛利率	%	37.7%	39.9%	40.2%	43.5%	42.0%	41.0%	40.0%
压裂设备								
经营收入	万元	101	2,749	3,081	12,600	19,530	31,248	43,747
收入增速	%	/	2628.4%	12.1%	308.9%	55.0%	60.0%	40.0%
VS 专用设备收入	%	7.4%	29.4%	27.0%	49.2%	44.3%	50.6%	55.0%
毛利率	%	48.1%	37.6%	42.0%	42.0%	42.0%	41.0%	40.0%
天然气压缩/输送设备								
经营收入	万元	111	1,487	255	509	1,019	1,121	1,233
收入增速	%	/	1238.6%	-82.9%	100.0%	100.0%	10.0%	10.0%
VS 专用设备收入	%	8.2%	15.9%	2.2%	2.0%	2.3%	1.8%	1.5%
毛利率	%	41.5%	12.1%	15.7%	14.0%	25.0%	30.0%	30.0%
连续油管								
经营收入	万元	/	/	/	/	6,000	7,500	10,500
收入增速	%	/	/	/	/	/	25.0%	40.0%
VS 专用设备收入	%	/	/	/	/	13.6%	12.1%	13.2%
毛利率	%	/	/	/	/	38.0%	38.0%	38.0%
油田专用设备板块合计								
经营收入	万元	16,293	19,895	27,531	33,974	40,769	48,107	55,324
收入增速	%	/	22.1%	38.4%	23.4%	20.0%	18.0%	15.0%
VS 营业总收入	%	88.5%	64.4%	62.7%	49.9%	40.5%	34.7%	32.2%
营业成本	万元	12,572	14,956	20,618	24,885	30,169	36,081	41,493
营业毛利	万元	3,720	4,939	6,914	9,089	10,600	12,027	13,831
毛利率	%	22.8%	24.8%	25.1%	26.8%	26.0%	25.0%	25.0%

资料来源：公司各期报告，湘财证券研究所

表 3：盈利预测主要假设（油田矿山维修及配件板块）

油田矿山维修及配件板块	单位	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
设备维修改造业务								
经营收入	万元	358.4	549.5	595.4	679	747	860	988
收入增速	%		53.3%	8.4%	14.1%	10.0%	15.0%	15.0%
VS 专用设备收入	%	2.2%	2.8%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
营业成本	万元	249	358	356	401	441	516	593
营业毛利	万元	109	192	239	279	306	344	395
毛利率	%	30.5%	34.9%	40.1%	41.0%	41.0%	40.0%	40.0%
配件销售业务								
经营收入	万元	15,934.1	19,345.6	26,936.1	33,295	36,624	42,118	48,435
收入增速	%		21.4%	39.2%	23.6%	20.0%	18.0%	15.0%
VS 专用设备收入	%	97.8%	97.2%	97.8%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%
营业成本	万元	12,323	14,626	20,281	24,484	27,214	31,717	36,475
营业毛利	万元	3,611	4,719	6,655	8,810	9,410	10,401	11,961
毛利率	%	22.7%	24.4%	24.7%	26.7%	25.7%	24.7%	24.7%
设备维修改造业务板块合计								
经营收入	万元	16,293	19,895	27,531	33,974	37,372	42,977	49,424
收入增速	%		22.1%	38.4%	23.4%	10.0%	15.0%	15.0%
VS 营业总收入	%	88.5%	64.4%	62.7%	49.9%	38.5%	32.2%	29.8%
营业成本	万元	12,572	14,956	20,618	24,885	27,655	32,233	37,068
营业毛利	万元	3,720	4,939	6,914	9,089	9,717	10,744	12,356
毛利率	%	22.8%	24.8%	25.1%	26.8%	26.0%	25.0%	25.0%

资料来源：公司各期报告，湘财证券研究所

表 4：利润表预测

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	308.73	439.42	680.48	971.59	1,334.27	1,659.25
营业成本	215.34	290.37	422.97	591.32	792.88	980.90
营业税金及附加	2.92	2.48	6.94	10.20	14.01	17.42
销售费用	12.86	19.47	23.66	33.52	46.03	57.24
管理费用	7.27	14.34	17.07	24.29	33.36	41.48
财务费用	2.96	5.54	4.21	-12.00	-12.00	-12.00
资产减值损失	2.21	1.39	1.61	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.21	1.32	1.54	1.00	1.00	1.00
营业利润	65.38	107.15	205.55	325.26	461.00	575.20
营业外净收入	1.99	5.81	9.10	9.00	9.00	9.00
利润总额	67.37	112.96	214.65	334.26	470.00	584.20
所得税	21.24	22.74	31.84	50.14	70.50	87.63
净利润	46.13	90.22	182.81	284.12	399.50	496.57
少数股东损益	5.40	2.33	3.20	7.10	9.00	11.00
归属于母公司净利润	40.73	87.89	179.61	277.01	390.50	485.57
每股基本收益（元）	0.35	0.77	1.56	2.41	3.40	4.23

资料来源：公司各期报告，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。