

2010年5月25日

杰瑞股份

非常规油气资源开采的极大受益者

A
买入

002353.SZ – 人民币 88.01

目标价格: 人民币 116.00

刘志成, CFA*

(852) 2905 2130

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

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(%)	n.a	(5)	10	n.a
相对新华富时A50指数(%)	n.a	3	22	n.a

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	115
流通股 (%)	25
流通股市值 (人民币 百万)	2,553
3个月日均交易额 (人民币 百万)	140
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
孙伟杰	26

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*罗丹为本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

我们预测杰瑞股份短期的盈利增长点是由油田专用设备制造。顺应石油天然气行业提高油田采收率和增产以及全球加大非常规天然气开采的行业大趋势, 公司的油田专用设备制造仍将延续快速增长的势头。我们预计未来三年油田专用设备制造收入复合增长率将达 63%, 油田工程技术服务、配件销售与维修每年分别保持约 20% 的增长。我们给予该公司买入的首次评级。

支撑评级的要点

- 公司的油田专用设备下游需求旺盛。全球传统的石油天然气开采将趋于通过技术提高油田采收率达到油气增产。固井和压裂设备市场占有率已分别提升至 40% 和 15%。
- 强劲的油田专用设备 (特种作业设备) 增长将延续数年。我们预计未来全球非常规油气资源的开采将迎来重大上升期, 压裂设备的制造公司将是极大的行业潜在受益者。国内压裂设备的需求未来 10 年将可能翻 10 倍。
- 依托并且受益于中国政府与非洲、中东、南美、中亚地区的能源外交。同时, 国家鼓励石油装备与油田服务行业充分竞争。

评级面临的主要风险

- 中国的能源外交地区政局不稳, 营商环境恶化。

估值

- 我们采用市盈率的估值方法, 2010-2011 年每股收益分别为 2.44、3.5 元。未来 6 个月目标价 116.00 元, 相对 2010-2011 年市盈率为 47.5、33.1 倍。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	439	680	964	1,427	1,893
变动 (%)	42	55	42	48	33
净利润 (人民币 百万)	88	180	280	403	505
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.024	2.093	2.442	3.513	4.396
变动 (%)	112.9	104.4	16.7	43.9	25.1
全面摊薄市盈率 (倍)	85.9	42.1	36.0	25.1	20.0
每股现金流量 (人民币)	1.14	1.70	2.00	2.95	4.05
价格/每股现金流量 (倍)	77.3	51.9	44.0	29.8	21.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	63.6	34.1	24.3	15.8	12.2
每股股息 (人民币)	0.000	0.400	0.600	0.977	1.756
股息率 (%)	0.0	0.5	0.7	1.1	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

目录

利润高速增长点：油田专用设备	3
非常规能源开发的极大受益者	10
公司的长期发展：得益于国家的能源外交	13
风险分析	16
估值	17
附件	19
研究报告中所提及的有关上市公司	23

利润高速增长点：油田专用设备

油田专用设备下游需求旺盛

公司的油田专用设备产品主要有：系列固井设备：固井橇、固井水泥车、批量混浆橇、自动混浆橇等；压裂成套设备：压裂泵车（橇）、混砂车（橇）、酸化泵车（橇）和液氮泵车（橇）等；其他特种作业设备：连续油管作业设备、热油车等；天然气压缩、输送设备。

固井作业是在石油开采过程中，将套管下入井中，将水泥浆注入并填满井壁和套管之间的环形空间，从而将套管和地层岩石固结起来，其目的是封隔疏松、易塌漏的复杂地层，封隔油、气水层以防止互相窜漏。

压裂作业是未来提高油田采收率和实现精细开发的必要工序。压裂作业是利用压裂车（橇）组，将携带化学添加剂和石英砂的液体通过高压泵注入到地层，使油层岩石破裂产生裂缝并使得裂缝长期处于开启状态，形成原油渗出通道，提高原油产量。

公司目前的压裂产品有水力压裂设备和氮气泡沫压裂设备（液氮泵车（橇））。液氮泵车单价高于普通压裂设备，平均每台 1,100 万元左右，更适合于气井的压裂。它的优势在于适合低压、低渗透的水敏地层。一般来说，压裂液中的化学品容易造成油层污染，而氮气泡沫压裂不仅避免了该问题，还能增强返排能量，增产效果更佳。

专用设备为油田带来的经济效益非常可观

我们将从两方面来说明固井压裂设备的广阔前景：一、油田固压作业带来的可观经济效益；二、微观层面上，考查具代表性的中国陆上油田服务公司固压服务的收入增长趋势。

从 2002 年至 2006 年底，中石油对长庆 316 口老井实施重复压裂改造，平均单井日增油在 1.45 吨以上，产量提高幅度在 80% 以上，累计增油 121,253 吨。

图表 2. 2002-2006 年压裂效果对比

油田	井数 (口)	压前 日产油(吨/日)	压后 日产油(吨/日)	日增油量 (吨/日)	累计增油 (吨)	措施有效率 (%)
安塞	265	1.4	2.85	1.45	101,136	96
陇东	51	0.55	3.22	2.05	20,117	88.2
	316				121,253	

资料来源：中石油

中国陆上油田压裂作业仍处于早期，压裂设备需求空间仍然很大

国产设备替代进口设备是必然趋势

在长庆姬源油田耿 114-耿 19 井区长 2 储层 8 口井的现场应用中，至 2006 年底，平均单井日产增油保持在 5.92 吨以上，8 口井累计增油达到 6,600 吨以上，施工成功率 100%。这 8 口井中，实验有效期最长 201 天，最短 61 天。假设每桶油有 10 美元的利润，则能增加近 48 万美元的利润，而如果不采用压裂技术，这笔利润只能留在地下被白白浪费。

酸化、压裂设备在美国和加拿大使用普遍，起步较早。以泡沫压裂为例，最早的泡沫压裂施工始于 1968 年。上世纪 70 年代开始，泡沫压裂以迅猛之势在美国和加拿大得到广泛运用。目前为止，泡沫压裂使用井深已经超过 3,000 米以上。而在国内，由于设备限制和其它的原因，1988 年以前，泡沫压裂基本处于空白状态，近年来，仅在大庆、辽河、长庆等大油田开展了泡沫压裂的研究和应用工作。1997 年吉林油田引进美国的泡沫压裂设备进行试验。

2005 年以前，国内大部分的压裂酸化设备都靠进口，而现在，国产设备正在逐渐取代进口设备。国内的油田用户对酸化、压裂设备正在经历一个从不熟悉到熟悉的过程。目前国内拥有压裂设备 950 台左右，固井设备约 1,300 台，连续油管设备约 30 台，液氮泵设备 50 台。而在美国，仅液氮泵车的总数就已经达到了 1,300 台，并且有一半以上用于气举以外的领域。值得一提的是，目前国内的液氮泵车主要应用在气举领域，气举严格的说并不算压裂，它的功能只是当地层供给的能量不足时，把原油从井底举升到地面。尽管油田专用设备的大约需要 15-20 年的淘汰时间，但是国内市场需求目前远没有达到饱和的状态，并且每年将有 10% 的存量设备需要更新。

固压设备在边际油田的使用上具有广阔的前景。当然这还牵扯到总体的经济效益评价，毫无疑问，当油价高企时，油公司更愿意推广酸化、压裂作业，毕竟和丰厚的采油利润比起来，一套几千万的压裂车组只是小菜一碟而已。

国内固压设备 2005 年前后才规模使用

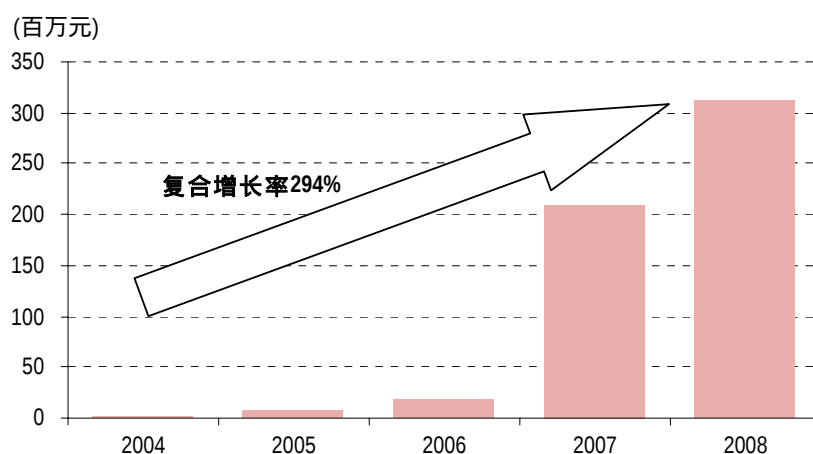
我们判断杰瑞股份油田专用设备板块高增长势头仍将延续。因为国内固井压裂作业在 2005 年前后才逐渐大规模使用。我们可以考察有代表性的油田服务公司从事固压作业的收入状况。香港上市公司安东石油成立于 1998 年，国际公司总部位于迪拜，是专业的油田技术服务公司，不做任何设备制造。该公司在行业内颇具口碑，并有非常好的技术储备和经验积累。安东石油的主营业务分为三大块：油井服务、钻井服务和采油服务。油井服务的内容主要是固井、酸化、压裂作业服务。

国内固压设备需求仍将保持
高增速

由下图可看出，安东石油的油井服务从 2005 年开始才略微增长，而 2007 年呈爆发之势。安东石油从事固压服务的收入增长趋势与同时间段内国内开始呈规模使用固压设备的大趋势相吻合。而尽管 09 年油公司上游投资在削减，但 2009 年安东石油的营收状况与 2008 年比，并没有显著减少。

我们预计国内陆地油田的固井压裂作业仍将继续普及。因为油价长期在一个上升趋势中，油公司将更愿意采用固压作业；中国陆地上寻找新的油气发现已经越来越难，油公司开始更加注重资源的采收率。

图表 3. 安东石油油井服务收入



注：2009 年数据位粗略估计，由于公司分项统计改变

资料来源：公司数据

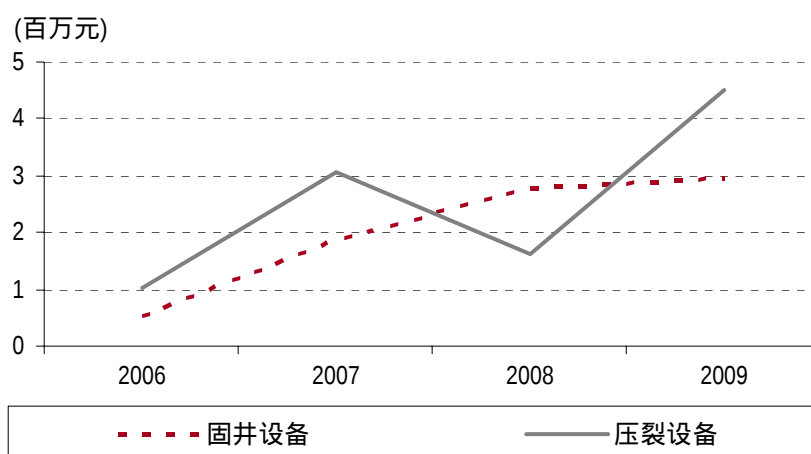
海外市场容量很大，俄罗斯
市场渐渐复苏

海外市场的潜在市场容量很大。俄罗斯及中亚其它地区的很多设备仍然在用 10 年前前苏联的设备，有大批量的老化设备需要淘汰。一旦俄罗斯的信贷趋于缓解，便会刺激对设备的采购更新。

油田专用设备持续高增长的策略：推陈出新

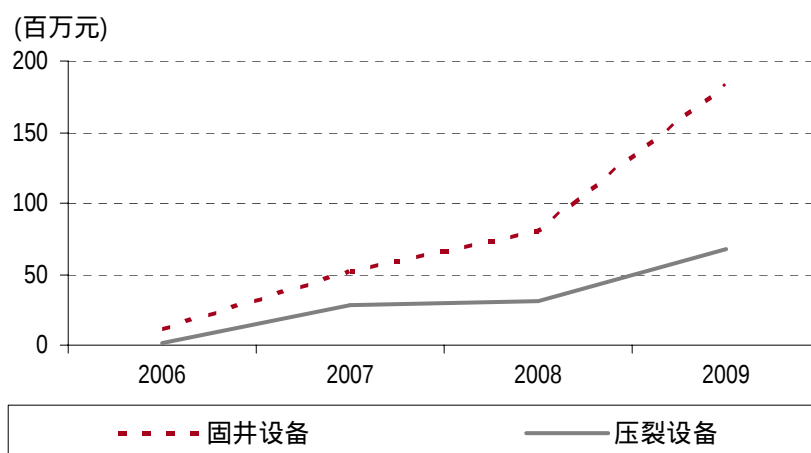
压裂设备将保持高增长，很多新型产品待推出。从杰瑞股份2006年到2009年的油田专用设备产品销售来看，公司的产品规格不断提高，型号日益增多。固井设备09年的销量翻番。尽管压裂设备销量绝对数仍然很小，但新产品，如液氮泵车销量呈逐渐上升的趋势。公司的连续油管车目前已有海外订单，实现了零突破。另外，公司目前的压裂设备产品仍然没有齐全，公司还会延伸发展新的产品，前景非常乐观。

图表 4. 产品均价不断提高，高端产品增多



资料来源：公司数据

图表 5. 杰瑞股份固压设备分项销售



资料来源：公司数据

图表 6. 杰瑞股份固压设备产量

具体产品	产量 (台/套)			
	2006	2007	2008	2009E
系列固井设备				
固井水泥车(撬)	5	14	23	
批量混浆撬	12	9	3	
自动混浆撬	1	1	1	
固井供液撬	4	4		
电动混合罐				
岩屑回注系统		2		
总计	22	28	29	62
压裂成套设备				
压裂泵撬(车)	1	3	4	
混砂撬(车)	1			
酸化泵撬(车)	2	3		
液氮泵撬(车)	2	3		
管汇撬(车)		3		
仪表撬(车)		1		
自动混酸撬	1	1		
供酸车				
酸化罐			4	
总计	1	9	19	15

资料来源：公司数据、中银国际预测

公司一季度专用设备新增订单 1.5-2.5 亿元

同业公司少，推新产品机会大

提前完成募投项目，目前产能尚无瓶颈

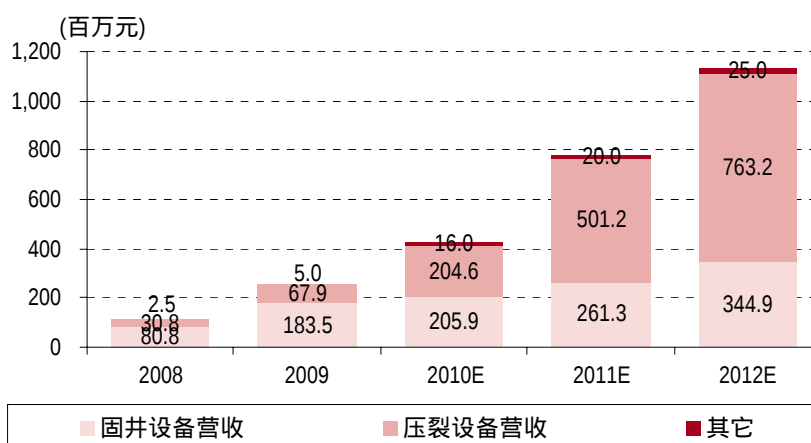
从现有在手订单情况看，新产品的订单不断增多，主要是海外订单，例如液氮泵车和连续油管车。2010 年一季度又新增订单 1.5-2.5 亿元，年初所有存量订单为 6.2 亿元。目前来看，不考虑 2010 年其它季度的新增订单，2010 年在手合同存量 8-9 亿元已有保证。

我们判断公司会利用近期休斯顿的 OTC 展销机会获得进一步延伸新产品的可能。理由是：各个国家的钻井技术存在差异化，很多在美国普遍使用的特种设备在中国仍属空白，因此这部分需求下一步又将逐渐转移到国内。而且，业内生产油田特种设备的知名公司很少，国内的企业有 2-3 家（主要是四机厂），美国的公司主要有双 S 公司和哈里伯顿公司等。

预计公司今年就能提前完成募投项目，投产 50% 以上。产能瓶颈的忧虑将减小，因为特种设备的好处在于：产品个性化较强，交货周期短，不需要流水线规模化生产。因此，只要人员培训较快，有足够的场地，就可以安排生产。

我们预测公司 2010-2012 年油田专用设备的销售收入分别为：4.26、7.82 和 11.33 亿元。固井设备的营收增速分别为 12%、27% 和 32%；压裂设备的营收增速分别为 200%、145% 和 52.3%。

图表 7. 油田专用设备销售收入预测



资料来源：公司数据、中银国际研究

油田专用设备市场竞争分析

1. 市场份额不断提高

2009 年，公司固井设备在国内占约 40% 的市场份额，压裂设备约占 15% 的市场份额，而 2008 年市场份额分别为 20% 和 5%。固井设备的质量和四机厂相当，压裂设备在数量和质量上仍然与中石化下属公司四机厂、四机赛瓦存在差距。四机厂目前的收入规模有 20 亿，固压设备大概 5-8 亿元左右。

2. 技术优势、成本优势、客户优势

公司自成立以来，先后有 17 项技术获得国家实用新型专利，3 项技术获国家外观设计专利，5 项专利申请已被受理。

公司自主研发储备了生产液氮泵橇的技术，公司的液氮设备生产技术已取得 6 项实用新型专利。专用设备的关键部件三缸柱塞泵与美国 OFM 公司签订有战略合作协议，保证了公司产品所使用的柱塞泵性价比最优，整机产品具有价格竞争力。

油田服务类的公司的制造业务有别于一般制造业务的特点在于：不在于企业会做什么，而在于企业曾经做过什么。因此，如果企业在市场上占有比较稳固的地位，新的竞争者将比较难介入。杰瑞股份在从 2002 年就开始了专用设备研究积累，2004 年开始制造，2007 年开始得到中石油的认可。

图表 8. 公司已取得的专利

序号	专利名称	专利类型	专利号	专利申请日
1	发动机紧急熄火装置	实用新型	ZL200520124443.8	06-8-15
2	喷射混合器	实用新型	ZL200520124442.3	06-8-15
3	一种方罐批量混浆橇	实用新型	ZL200620085447.4	06-6-10
4	分体式批混橇	实用新型	ZL200420112685.0	04-11-11
5	一种带有涡轮蜗杆减速器的油井作业用三缸柱塞泵	实用新型	ZL200620146067.0	06-10-24
6	热回收式液氮泵橇	实用新型	ZL200820300225.9	08-2-14
7	液氮泵橇超压超低温自动保护系统	实用新型	ZL200820300236.7	08-2-19
8	直燃式液氮泵橇	实用新型	ZL200820300233.3	08-2-19
9	液氮饱和度测量装置	实用新型	ZL200830301503.2	08-7-11
10	固井水泥车	实用新型	ZL200820300088.4	08-2-13
11	热回收式液氮蒸发器	实用新型	ZL200820301505.1	08-7-11
12	泥浆罐	实用新型	ZL200820301758.9	08-8-6
13	微米级岩屑回注研磨造浆设备	实用新型	ZL200820301994.0	08-9-1
14	单罐批量混浆设备	实用新型	ZL200820302559.X	08-10-28
15	喷油器	实用新型	ZL200820302835.2	08-11-19
16	单室直燃式液氮蒸发器	实用新型	ZL200820302836.7	08-11-19
17	固井水泥车控制箱面板	实用新型	2008303011200	08-7-31
18	固井水泥车控制箱面板	实用新型	2008303011450	08-8-6
19	多功能高校配胶橇	实用新型	2008203036344	08-12-24
20	抓管机械手	实用新型	200920305586	09-2-11

数据来源：公司数据

美国的双 S 公司已经逐渐淡出了中国市场，一方面是国内企业的产品价格更便宜，质量可靠；另一方面，双 S 公司是军工背景企业，他们将会花更多的时间和精力集中在更精细的基础研究和创新上面。与双 S 公司一样，四机厂也是业内的龙头企业，但它可能要承担国家一些基础的项目研究。因此，和民营企业相比，四机厂推新产品的速度慢，在市场营销和开拓上也略欠灵活。

公司的核心竞争优势：市场开拓更灵活、新的竞争者较难介入

杰瑞股份做油田矿山设备代理起家。公司拥有近 10 年的设备维修技术经验，与国外石油和矿山行业设备厂家有良好和长期合作，能在服务和市场开拓上获得支持。此背景的优势在于：一、配件的代理业务可以较低的价格采购原材料，从而降低企业的制造成本；二、开拓新的客户更快，更灵活；三、公司设备的销售又可以带动配件的销售。

非常规能源开发的极大受益者

目前，对于中国陆地油田市场而言，许多普通的石油机械制造已经慢慢趋于饱和状态，比如钻机。我们判断未来专用设备的需求仍将持续高速增长，因为非常规能源的大力开发离不开压裂设备。

非常规能源，尤其是非常规能源气主要是指：致密气藏天然气、页岩气、煤层气、天然气水合物。在国内，非常规天然气仍然没有形成大规模的开采。由于可观的商业开发价值和先进的开采技术，美国和加拿大对非常规气体的开采，早就走在了世界的前沿。80年代中期，美国的非常规天然气产量从持续多年的平缓开始加速直线上升。目前来看，全球范围内加大非常规能源开发的时机已日渐成熟。

低碳经济将助推非常规能源开采

哥本哈根会议的召开，全球对于降低低碳排放的要求变得越来越发强烈。尽管会议达成的《哥本哈根协议》被认为不具法律约束力，但该协议确立的将全球升温幅度控制在2摄氏度内等内容对全球减排形成了强大压力。

尽管两年以来，天然气的价格让人倍感沮丧（相对08年最高峰跌去了一半）。影响天然气价格的负面因素依然存在：美国天然气库存继续保持高位，非常规油气田的产出继续保持在高位，勘探开发成本上升。

但是，非常规天然气的应用可以降低碳排放量的特点以及国家（甚至全球）加大力度调整能源结构（美国近海钻井平台的爆炸事故）的决心将使政府出台相应的扶持政策和法律法规，这将极大的促进该产业的发展。

政策扶持和法律法规是极大促进非常规能源产业发展的一个因素

企业层面的并购潮是刺激非常规能源投资的又一重要因素

大型油公司瞄准非常规能源

石油天然气行业已经出现的新型资产有：深水油气、重油、非常规油气和 LNG。我们注意到更大企业已经开始将扩张的触角延伸到了这些新型资产的争夺上：

中石油决心大力发展非常规天然气资源，2009 年集团非常规天然气产量是 1 亿立方米，2010 年的目标将是 15 亿立方米，发展的重点是煤层气资源。煤层气开采企业能享受 0.2 元\立方米的财政补贴。恐怕急于分享这块大蛋糕的还有中石化和其它煤炭企业。

国际石油巨头更不会错过争夺新型油气资产的大好时机：2009 年 12 月，石油巨头埃克森美孚（Exxon Mobil Corp）大笔收购 XTO 能源公司，该收购被业内认为是油公司积极扩张新型油气资产策略的最佳体现。交易金额高达 410 亿美元，近年少见。XTO 的资产有：页岩气、页岩油和煤层气等。此举将使埃克森美孚在页岩气开发领域占有一席之地，将对美国天然气产业产生重大影响。

甚至，页岩气日产量占主导地位的 Devon 能源公司也剥离了墨西哥湾的业务，专注于它的老本行非常规天然气开采了。

公司的煤层气设备订单前景看好

煤层气设备订单实现零突破

杰瑞股份目前已经开拓煤层气压裂设备市场，单台设备约 700-800 万人民币，将快速延伸压裂设备产品线，填补国内空白。与油用设备相比，煤层气压裂设备排量大、压力小。预计公司海外煤层气订单也会相继出现，公司在澳洲的客户之前由于金融危机的影响而临时中止了订单。

非常规天然气开采离不开压裂设备

一般来说，非常规天然气在开采的过程中都需要压裂作业。非常规天然气通常附着在固体颗粒上，开采难度大，技术要求高。比如，煤层气一般附在煤炭颗粒上，而页岩油气在致密页岩层中。

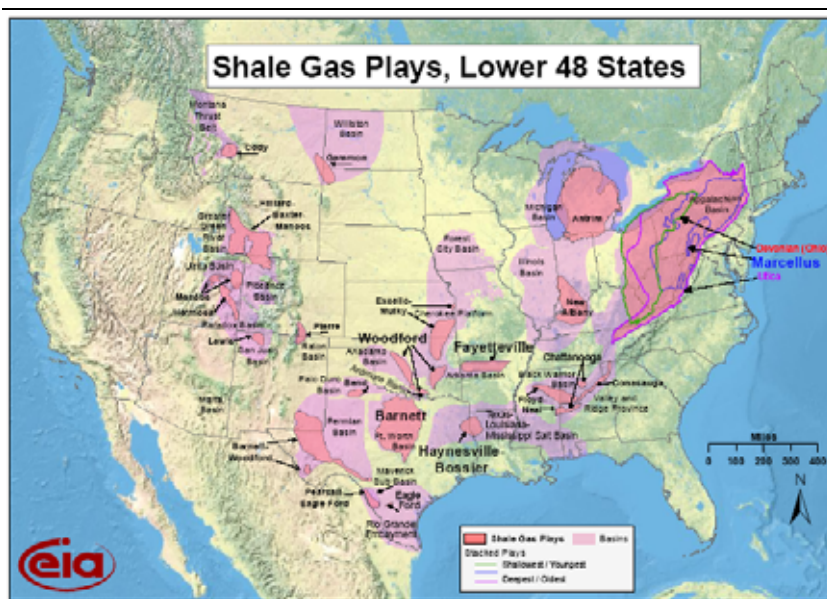
最大的驱动力是成本

事实为证：最为著名的北德克萨斯 Barnett 页岩开采中，水力压裂使一口井的成本降低了 25%。另外，对像 Barnett 这样的富油气藏，如果重复压裂，或许能带出另外 4%-6% 的天然气，一个 300-500ft 厚的产气带会产出大量的天然气。

压裂设备需求：未来 10 年可能翻 10 倍

中国对页岩气的开发目标是：在 2020 年实现年产能 150-300 亿立方米。该产能是中石油目前所有非常规能源产量的 150-300 倍，2010 年目标的 10-20 倍。如果加上开发煤层气的增长，那么粗略的测算一下，压裂设备的需求在未来 10 年也可能相应翻至少 10 倍。研究表明，中国的地质结构与美国类似，我国页岩气储量最丰富的地方在四川盆地。

图表 9. 美国的页岩气（红）散布在各大盆地（粉红）

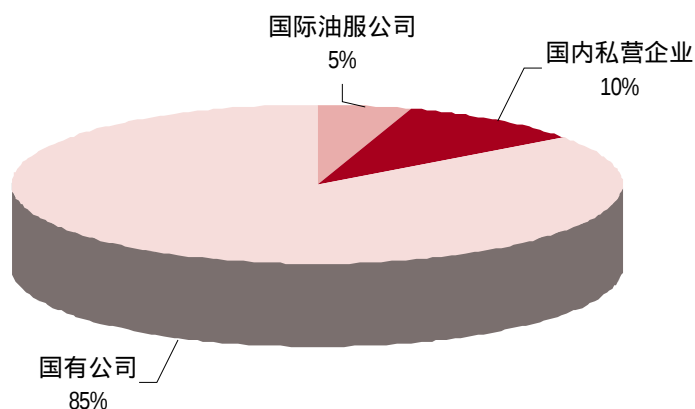


资料来源：EIA

公司的长期发展：得益于国家的能源外交

公司的远期目标是把油田服务业务做到总收入的 50%。公司已在哈萨克斯坦设立全资子公司从事固井及固井化学品服务，在中东合资成立了合营油田服务子公司，以拓展海外固井及延伸服务市场。我们认为公司若想在油田服务板块做到 25 亿的规模，仅仅立足于国内的油田服务市场是很难达到目标的：目前，在国内油田服市场占主导地位的是国有公司。另外，中石油的员工队伍太庞大，未来将会有不少钻井队的人员转而从事油田服务业务。因此，公司双管齐下发展国内海上岩屑回注技术，并拓展海外固井工程技术服务的策略较有前瞻性。公司是国内目前唯一从事海上岩屑回注技术的油田服务企业。中海油服也拥有海上岩屑回注技术，但它的油田服务范围广而全，更倾向于把一些小项目分包给小型专业油田服务公司。

图表 10. 国内油田服务市场竞争格局



资料来源：公司数据

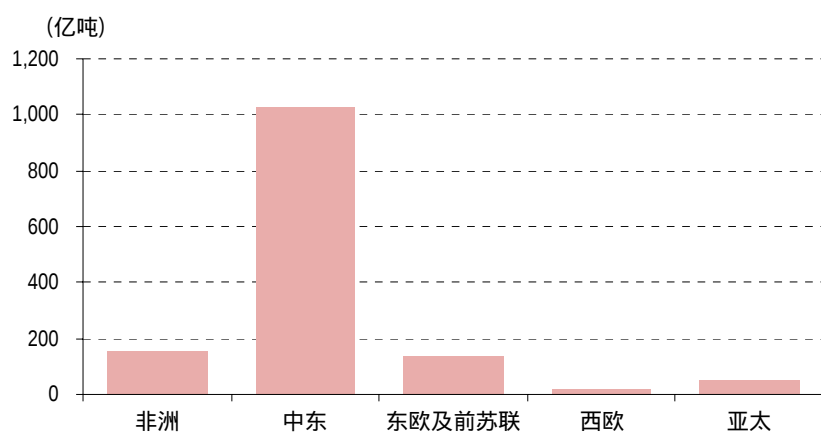
装备及油田服务将逐步输送到海外

从行业来说，近两年大量的设备制造产品输送到了海外：中亚、非洲、南美、中东等地区，而油田服务仍然比较滞后。

比较五大地区 2007 年的石油储量，国家近两年来的能源外交意图已经非常明晰，有利的条件是：非洲、中东、中亚地区趋向于摆脱对美国政府的资金和技术依赖。因此，未来几年可能是中国企业开展石油相关贸易的好时期。

目前是开展石油相关贸易最佳时期

图表 11. 2007 年世界石油储量分布



资料来源：中国产业竞争情报

图表 12. 三大油公司重大海外扩张事件

地区	事件
非洲	1. 2009 年西非赤道几内亚的 Sao Tome e Principe 公司首次开放专属经济区，中国三大石油公司捷足先登。
	2. 2009 年中石油在苏丹拥有油田主要股权，握有 Greater Nile 石油作业公司 40% 股权，而该公司控制着苏丹石油生产的中心。
	3. 中石化在安哥拉拥有规模资产，在刚果、加蓬、苏丹和阿尔及利亚也持有股份。
	4. 2009 年中石化通过收购瑞士 Addax 石油公司，在尼日利亚、喀麦隆和加蓬取得了第一个立足点。
	5. 中海油在赤道几内亚湾拥有海上特许权，而该湾是世界上三大重要的石油深水区之一。
	6. 中海油表示和加纳国家石油公司加强油气生产作业，并延长向该公司提供的财政和技术援助。
南美和拉美	1. 2009 年 7 月，中石油与厄瓜多尔签约石油进口合同，截止此时，中石油在厄瓜多尔有两个作业项目，并提供油田服务。
	2. 2005 年，中石油、中石化联合购买 Encana 公司在厄瓜多尔的油气资产，成立 Andes 石油厄瓜多尔公司，中石油持股 55%。
	3. 2009 年 11 月，厄瓜多尔宣布与中国组建石油合资企业以开采石油区块。厄瓜多尔国家石油公司 Petroecuador 与中石化各持股 60% 和 40%。
	4. 2009 年 12 月，中石油与委内瑞拉国家石油公司 PDVSA 共同开发奥利诺柯盆地重油带。
中东	1. 2010 年，在伊拉克，中石油与其他几个国家石油公司 (包括伊拉克南方石油公司) 与伊拉克签署为期 20 年的《哈法亚油田开发生产服务合同》。中石油担任作业者。
	2. 2009 年 6 月，中石油与英国 BP 联合中标伊拉克最大油田——鲁迈拉油田。
	3. 在伊朗，2009 年中石油获得两个世界级大油气项目开发权：
	4. 一、从道达尔手中接管伊朗南帕萨气田的股权；二、以 17.6 亿美元购得伊朗南阿扎德甘油田 70% 股权。

资料来源：中银国际研究

**提升油田工程技术收入规模
需要耐心**

我们认为杰瑞的战略思路是颇具远见的：跟随国家石油公司的海外路线是明智的选择。因为央企下属的大型油服公司通常做总包项目，会把一些小的油田服务外包给像杰瑞这样的公司。

战略上说，国家石油公司将是未来争夺油气资源的主导力量，国际油公司的力量将慢慢被削弱。对于油田服务公司来说，与国家石油公司建立业务合作关系是很现实的选择。杰瑞股份与委内瑞拉国家石油公司的建立业务联系可能是一个不错的开端。

我们判断公司的油田工程技术服务收入规模达到 25 亿元仍然需要一些耐心，2010 年的岩屑回注技术服务订单约 1.5 亿元。预计油田工程技术服务的营收在未来 2-3 年内将保持 20% 的增速。海外市场的油田服务近两年可能不会贡献太多的收入。

风险分析

油公司单位操作成本在上升

几乎对于所有的油田服务类公司，最大的系统风险在于石油价格。我们认为油价 70-80 美元对于全球经济来说是一个比较平衡的价格。由于最近几年油公司的单位操作成本在上升，因此我们判断油价进一步下行的风险不会很大。杰瑞股份目前处于高速成长期，受油价的影响略小于成熟的周期型同业公司。

并购存风险

杰瑞股份 IPO 获得超募资金约 13 亿元。预计公司有可能在近两年内收购其它的企业。事实上，收购并不是坏事，从西方大型油田服务公司的发展轨迹来看，业务的扩张都是通过收购兼并业内其它的相关业务来实现。但并购的风险在于收购来的业务有可能短期内不会给企业带来效益，或者在经营管理上需要磨合一段时间。举例来说，香港的上市公司 TSC 海洋集团收购了英国上市公司 GME，但该公司金融危机之前签了很多不挣钱的订单，导致并购后 TSC 的业绩受拖累。

油田工程技术服务订单存在不确定性

公司的海上岩屑回注技术倍受大家关注。杰瑞股份目前是国内唯一一家能提供整套设备和岩屑回注服务的公司。岩屑回注技术为公司总收入的贡献仍然比较小，尽管占比在不断提高，从 2006 年的 0.8% 上升到 2009 年的 10.6%。除了最早签订了 6 个平台服务合同，本年公司会增加 1-3 个新平台的订单。2010 年油田工程技术服务收入会有大幅增长，为总收入贡献约 1.4 亿元，会维持 20% 以上增长。公司也正在积极储备的海外固井及固井化学品服务，短期内尚不会为公司带来可观的收入。

有传闻说洛克石油公司在南海部分区块的权益将被中海油收回。该传闻如果属实可能会影响公司进入南海油田服务业务的进程，洛克石油公司和杰瑞股份是在金融危机之前建立业务联系的。

估值

我们预测公司 2010 年至 2012 年的每股收益分别为 2.44、3.5 和 4.4 元，净利润增速分别为 56%、44%和 25%。

盈利预测及假设：

1. 我们预计未来三年油田矿山设备的维修改造 2010-2012 年的收入增速为 17%、20%和 20%。
2. 油田工程技术服务，2010 年收入 1.4 亿元。2011-2012 年保持 20%的增速。毛利率在 65%-67%之间。
3. 专用设备销售收入未来三年总体复合增长率 63% ,分项收入如前文所述。综合高端产品比例提升但预计原材料成本将增加等因素，我们判断毛利率将维持在 42%左右。

图表 13. 公司各业务分项收入及预测 (单位：百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
油田矿山设备维修改造与配件销售	275.3	339.7	397.5	477.0	558.1
油田服务	38.8	71.1	140.0	168.0	201.6
油田专用设备	114.2	256.3	426.4	782.4	1133.1
其它	11.2	13.3	0.0	0.0	0.0
总计	439.4	680.5	963.9	1427.4	1,892.8

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 14. 公司各业务毛利率及预测

(%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
油田矿山设备维修改造与配件销售	25.1	26.8	25.5	26.0	26.0
油田服务	66.7	69.2	67.0	65.0	65.0
油田专用设备	40.1	42.4	42.0	42.0	42.0
综合	33.4	36.8	37.8	38.4	38.7

资料来源：公司数据、中银国际研究

我们认为应该给予杰瑞股份较高的估值：一、目前公司正处于高速增长时期，周期性质略低于其它同业公司，属成长型公司。公司过去三年净利润保持了 100%以上的增长，尤其是 2009 年，油公司勘探开发支出减少的情况下，大部分公司净利润下滑，而杰瑞股份仍然保持快速的增长 (如下图)。我们判断公司的收入规模达到一定规模之后，例如，油田工程技术服务收入占比 50%，杰瑞股份将成为一个周期型的油田服务公司；二、公司在 IPO 前即实施了股权激励机制，杰瑞公司是个善于给予的公司，值得期待。公司以后的激励重点将偏向于有贡献的技术骨干。；三、我们 2011-2012 年的盈利预测没有考虑公司并购业务将带来的收入，预测是基于现有的业务板块。做个简单的算术，如果公司从超募资金中拿出 10 亿做并购，考虑净资产收益率为 10%，每股收益将增厚约 0.9 元。

我们给予杰瑞股份**买入**的首次评级。24日收盘时，公司2011年市盈率为25.1倍，高于同日行业平均市盈率22.1(剔除准油股份)约18.4%。我们认为杰瑞股份与海油工程、中海油服不太具有可比性，因为这两家公司的市值和业务规模都比较大，并与杰瑞股份处于不同的发展阶段。考虑到公司比行业内其它公司具有更高的成长性，我们给予杰瑞股份相对2011年每股收益33.1倍的估值，相对江钻股份、延长化建、神开股份24日的2011年市盈率28.3倍有17%的溢价。目标价格116元。

图表 15. 杰瑞股份逆势而行

(%)	2005	2006	2007	2008	2009
中石油勘探开发费用同比变化	32.8	20.9	9.7	14.8	(15.6)
上市公司净利润同比变化					
江钻股份	27.1	19.4	2.1	15.8	(8.6)
石油济柴	19.2	(0.3)	2.5	21.1	(50.0)
神开股份	n.a	n.a	64.0	16.9	(15.0)
准油股份	13.0	(2.5)	17.3	(11.3)	(50.0)
杰瑞股份			100.0	115.0	104.0

资料来源：公司数据

图表 16. 行业估值表

排名	代码	简称	最新日期	最新收盘价 (元)	涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB
								2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
1	601808.SS	中海油服	2010-5-24	12.5	3.7	560.1	62.3	0.7	0.8	1.0	18.1	14.7	12.3	2.4
2	600583.SS	海油工程	2010-5-24	6.2	3.5	239.6	230.9	0.3	0.4	0.5	20.3	17.1	13.4	2.7
3	000852.SZ	江钻股份	2010-5-24	9.9	8.1	39.8	12.9	0.3	0.3	0.3	36.5	32.8	29.0	4.0
4	002278.SZ	神开股份	2010-5-24	17.8	4.7	32.3	8.2	0.4	0.5	0.6	41.6	33.3	27.5	3.0
5	600248.SS	延长化建	2010-5-24	7.0	5.4	29.7	8.9	0.3	0.2	0.2	24.2	32.3	28.3	4.9
6	002207.SZ	准油股份	2010-5-24	27.0	4.1	26.9	6.8	0.1	0.3	0.3	238.1	91.0	105.7	9.3
7	300023.SZ	宝德股份	2010-5-24	16.6	7.3	14.9	3.7	0.4	-	-	37.1	-	-	4.5
行业平均**				11.6	5.4	152.7	54.5	0.4	0.5	0.5	29.6	26.0	22.1	3.6
行业平均				13.8	5.2	134.8	47.7	0.4	0.4	0.5	38.1	36.9	36.1	4.4
8	002353.SZ	杰瑞股份	2010-5-24	88.0	6.4	101.1	25.5	2.1	2.4	3.5	42.1	36.1	25.1	4.9

资料来源：wind, 中银国际研究

注：除杰瑞股份，其它公司为市场一致预测，

**：为剔除准油股份之后的行业平均值

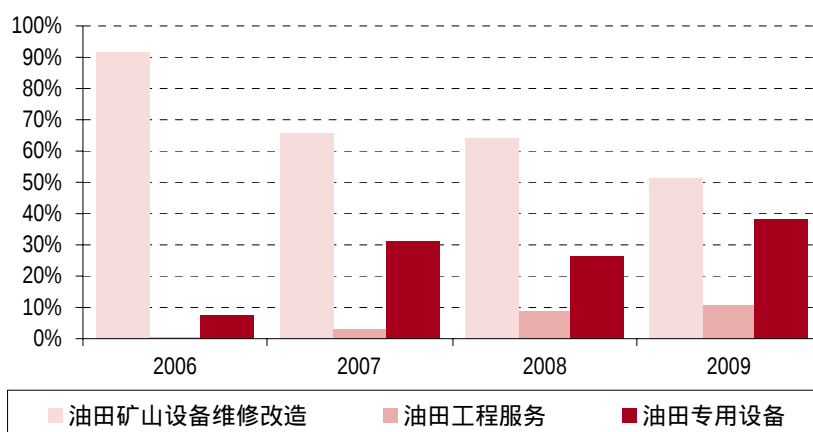
附件

公司简介

杰瑞股份是一家油田服务企业，主营油田专用设备制造，油田、矿山设备维修改造及配件销售和油田工程技术服务。公司目前是 16 家国外厂家的中国代理和分销商。公司 2009 年的以上三个板块的收入占比是 4:5:1。公司的远期目标是把油田工程技术服务收入占比做到 50%，即上述各板块收入占比做到 4:1:5。

2009 年公司三大业务板块（油田矿山设备维修及配件销售、油田工程技术服务、油田专用设备制造）对毛利的贡献比例为 1:1:2。油田工程技术虽然收入占比不大，但毛利率最高，近三年维持在 67% 左右。油田矿山设备代理维修及配件销售的毛利率 25% 左右浮动，由于该板块业务含有配件维修服务附加值，因此毛利率高于一般的代理销售业务（10% 左右）。专用设备板块 2009 年的毛利率提高到了 42.4%，主要是高端产品增多，产品均价提高了。我们认为该板块的毛利率短期内会维持稳定，因为未来一段时间原材料价格将有所上升，但是公司的核心部件产品三缸柱塞泵已经可以实现自己生产，不用和外方利润分成。

图表 17. 公司各业务收入占比变化



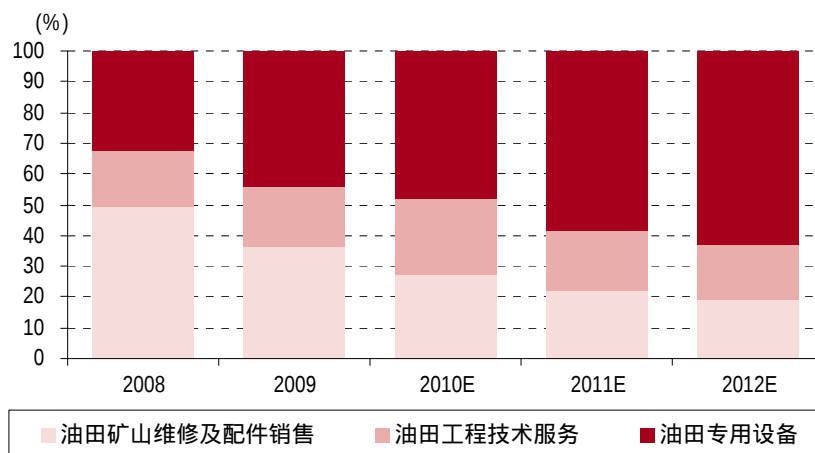
资料来源：公司数据

图表 18. 各板块毛利率水平

(%)	2006	2007	2008	2009
油田矿山设备维修改造与配件销售	22.8	24.8	25.1	26.8
油田服务	26.3	67.4	66.7	69.2
油田专用设备	38.8	34.9	40.1	42.4

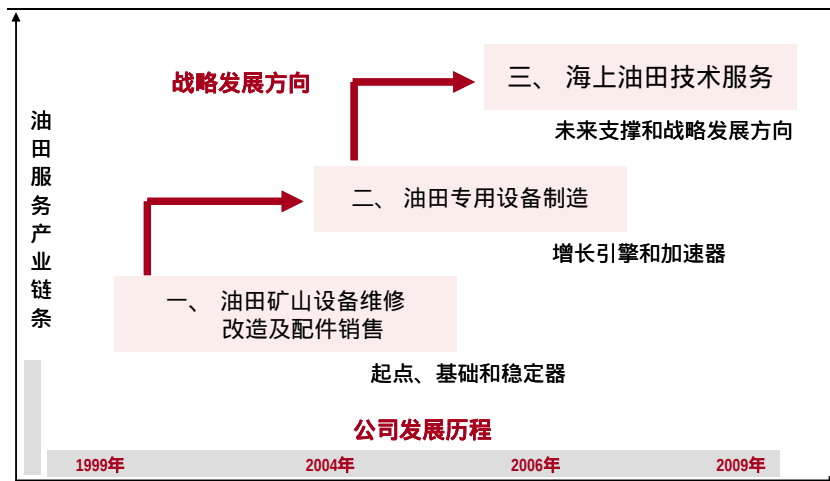
资料来源：公司数据

图表 19. 公司各板块业务毛利贡献比例



资料来源：公司数据

图表 20. 公司发展历程



资料来源：公司数据

1. 油田专用设备制造板块

油田固压设备生产综合了液压系统设计与制造、电气自动化系统控制、车辆设计与制造等多项专业技术，是典型的机、电、液一体化产品。集成系统控制技术是该类产品的关键技术之一。

公司自行研究成功了固井设备“自动混配水泥浆系统及控制方法”、压裂设备“油田压裂泵橇远程控制系统”这两项先进的自动化控制方法。

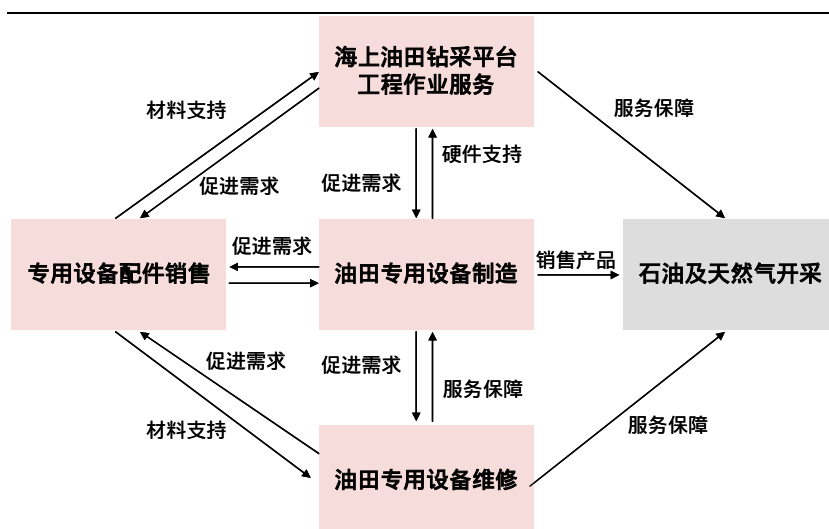
2. 油田、矿山设备维修改造及配件销售板块

油田专用设备的维修内容包括：压裂设备自动控制系统、仪表车自动控制及数据采集系统、自动混浆控制系统、连续油管作业控制系统等。

3. 海上油田钻采平台工程作业

公司目前的油田工程技术服务内容主要是海上岩屑回注技术。国际范围内，岩屑回注技术起步较晚，在全球的应用只有十几年的历史，与其他海上钻采技术相比，改技术水平尚待发展完善，专业化程度有待深化。

图表 21. 公司个板块业务的联动效应



资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	439	680	964	1,427	1,893
销售成本	(287.3)	(420.7)	(569.9)	(819.2)	(1,077.5)
经营费用	(33.8)	(40.7)	(51.1)	(75.6)	(132.5)
息税折旧前利润	118	219	343	533	683
折旧及摊销	(6)	(9)	(29)	(61)	(82)
经营利润 (息税前利润)	113	210	314	472	601
净利息收入/(费用)	(6)	(4)	39	38	39
其他收益/(损失)	6	9	1	(1)	(3)
税前利润	113	215	353	508	636
所得税	(23)	(32)	(68)	(98)	(122)
少数股东权益	(2)	(3)	(5)	(7)	(9)
净利润	88	180	280	403	505
核心净利润	88	180	280	403	505
每股收益(人民币)	1.024	2.093	2.442	3.513	4.396
核心每股收益(人民币)	1.024	2.093	2.442	3.513	4.396
每股股息(人民币)	0.000	0.400	0.600	0.977	1.756
收入增长(%)	42	55	42	48	33
息税前利润增长(%)	60	86	49	51	27
息税折旧前利润增长(%)	61	85	57	55	28
每股收益增长(%)	113	104	17	44	25
核心每股收益增长(%)	113	104	17	44	25

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	105	128	1,821	1,766	1,846
应收帐款	137	153	206	304	403
库存	125	123	171	251	331
其他流动资产	0	17	15	33	56
流动资产总计	368	422	2,213	2,354	2,636
固定资产	54	85	250	509	657
无形资产	12	11	11	11	11
其他长期资产	7	8	5	5	5
长期资产总计	72	104	266	526	673
总资产	440	526	2,479	2,879	3,309
应付帐款	166	122	169	247	324
短期债务	67	47	40	40	50
其他流动负债	10	10	0	0	0
流动负债总计	242	179	209	287	374
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	86	86	115	115	115
储备	109	254	2,143	2,459	2,793
股东权益	195	340	2,258	2,574	2,907
少数股东权益	3	7	12	19	28
总负债及权益	440	526	2,479	2,879	3,309
每股帐面价值(人民币)	2.27	3.96	19.67	22.42	25.32
每股有形资产(人民币)	2.13	3.84	19.57	22.32	25.23
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.45)	(0.95)	(15.51)	(15.03)	(15.64)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	113	215	353	508	636
折旧与摊销	6	9	29	61	82
净利息费用	6	4	(39)	(38)	(39)
运营资本变动	(6)	(49)	(54)	(101)	(101)
税金	(23)	(32)	(68)	(98)	(122)
其他经营现金流	2	(2)	8	7	9
经营活动产生的现金流	98	145	230	339	465
购买固定资产净值	(24)	(33)	(194)	(320)	(230)
投资减少/增加	(8)	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(32)	(32)	(194)	(320)	(230)
净增权益	2	2	1,701	0	0
净增债务	7	(35)	38	38	47
支付股息	(7)	(40)	(69)	(112)	(202)
其他融资现金流	0	(17)	(13)	0	0
融资活动产生的现金流	2	(90)	1,657	(74)	(154)
现金变动	68	23	1,692	(55)	80
期初现金	38	105	128	1,821	1,766
公司自由现金流	66	113	35	19	235
权益自由现金流	73	78	73	57	282

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	26.9	32.2	35.6	37.3	36.1
息税前利润率(%)	25.7	30.8	32.5	33.1	31.7
税前利润率(%)	25.7	31.5	36.7	35.6	33.6
净利率(%)	20.0	26.4	29.1	28.3	26.7
流动性					
流动比率(倍)	1.5	2.4	10.6	8.2	7.0
利息覆盖率(倍)	18.5	49.9	145.2	218.5	222.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.7	9.8	7.3	6.2
估值					
市盈率(倍)	85.9	42.1	36.0	25.1	20.0
核心业务市盈率(倍)	85.9	42.1	36.0	25.1	20.0
目标价对应核心业务	113.3	55.4	47.5	33.0	26.4
市盈率(倍)					
市净率(倍)	38.8	22.2	4.5	3.9	3.5
价格/现金流(倍)	77.3	51.9	44.0	29.8	21.7
企业价值/息税折旧前	63.6	34.1	24.3	15.8	12.2
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	70.5	66.5	55.6	54.0	56.1
应收帐款周转天数	107.8	78.0	68.0	65.2	68.2
应付帐款周转天数	96.7	77.2	55.3	53.2	55.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	19.1	24.6	27.8	40.0
净资产收益率(%)	58.5	67.1	21.6	16.7	18.4
资产收益率(%)	25.9	37.0	16.9	14.2	15.7
已运用资本收益率(%)	51.5	63.7	26.2	20.7	22.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

杰瑞股份 (002353.SZ/人民币 88.01 , 买入)

安东石油 (3337.HK/港币 0.69, 未有评级)

TSC 海洋集团 (0206.HK/港币 1.31 , 未有评级)

中海油服 (601808.SS/人民币 12.46 , 买入)

海油工程 (600583.SS/人民币 6.16 , 买入)

江钻股份 (000852.SZ/人民币 9.93 , 买入)

神开股份 (002278.SZ/人民币 17.78 , 未有评级)

延长化建 (600248.SS/人民币 6.98 , 未有评级)

准油股份 (002207.SZ/人民币 27.00 , 未有评级)

宝德股份 (300023.SZ/人民币 16.58 , 未有评级)

石油济柴 (000617.SZ/人民币 10.66 , 持有)

以 2010 年 5 月 24 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10% ;
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述
指数在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 5 月 21 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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) 2867 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