

### 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](mailto:wq2835@xcsc.com)

田 蓓

Tel: 021-68634518-8221

Email: [tb2848@xcsc.com](mailto:tb2848@xcsc.com)

冯 舜

Tel: 021-68634518-8020

Email: [fs2855@xcsc.com](mailto:fs2855@xcsc.com)

#### 相关研究报告：

《公司动态研究-杰瑞股份（002353）：行业景气回升，产品更新加快，业绩或超预期》（2010.05.19）

《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）

《公司动态研究-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）

《新股定价报告-杰瑞股份（002353）：勘探设备和工程服务双轮驱动、海陆并进、进军海外的综合性油服新锐》（2010.01.19）

#### 事件：

杰瑞股份（002353.SZ）公司发布2010年中报：（1）2010年上半年实现营业收入3.938亿元，同比增长16.51%；归属于母公司净利润1.145亿元，同比增长38.14%；每股收益为1.04元，基本符合我们预期。

#### 点评：

##### □ 专用设备保持高增长，得益于公司拳头产品的系列化和新产品的不断推出

公司油田专用设备制造板块同比增长约40%，我们认为主要得益于公司成功的产业链延伸和产品、服务线扩展。公司拳头产品固井水泥车和压裂车快速实现系列化，去年推出的连续油管车和液氮泵车也在开始系列化，与此同时不断扩展新产品，公司上半年推出12个新车型，新推出了热油车；下半年还将推出不压井设备、抓管器等新产品。板块毛利率相比之前的约40%略有下滑是由于毛利率较低的天然气压缩设备的快速增长，下半年估计将略有回升。

##### □ 工程技术服务暴增来源于岩屑回注服务平台增加，业务开始向固井、酸化拓展

工程技术服务板块增长1.5倍，近70%的毛利率小幅提升，主要是由于岩屑回注服务平台增加3个至5个，固井及固井泥浆新服务处于进入和布局阶段，贡献尚小。预计下半年岩屑回注服务平台还将增加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。公司继哈萨克斯坦开展固井服务、阿联酋成立合资公司开拓海外油服市场之后，使用超募资金实施油田井下作业服务项目，计划购置6套固井作业服务设备，1套酸化压裂作业服务设备，使工程服务板块从单纯岩屑回注到固井服务、酸化服务和其他泵送服务等，开始迈开以点带面的拓展之路。

##### □ 维修配件板块受金融危机滞后影响而下滑，下半年增速将受益行业回暖而恢复

因受金融危机的滞后影响，公司2009年下半年在维修改造及配件销售和油田专用设备海外销售方面的新增订单下滑，导致今年上半年配件销售板块收入同比下降三成左右，海外油田专用设备收入也有所下降。由于金融危机滞后影响的最困难期已经过去，整个油服行业2季度景气度环比1季度已经明显回升，预计配件销售板块下半年营收增速将恢复；特别是自4月份开始铁姆肯轴承和艾立逊变速箱2大产品的一级代理的销售额大幅增加，使我们对该板块全年保持增长信心大增。

##### □ 营收结构得到持续优化，高毛利率业务占比进一步提高，综合毛利率稳步上涨

公司维修配件、专用设备、工程服务3大板块收入占比将由2009年的5:4:1转变为今年的接近3.5:4.5:2.0，将向2015年实现50亿营收、板块比1:4:5迈出坚实的一步，由此，公司综合毛利率稳步提升，由2009年的37.8%提升至39.8%。

##### □ 公司新获订单和存量订单的增长，尤其是配件板块恢复增长，为业绩奠定保障

公司上半年获取新订单4.7亿元，较上年同期增加0.8亿元。截至上半年，存续尚未完成的订单约7.0亿元，比09年末增加0.8亿元，三板块新增订单同比均有增加，其中配件板块订单同期相比增加较多。

**投资建议：**我们预计公司2010-2012年EPS分别为2.55元、3.58和4.52元；考虑到公司高成长性，可以给予公司2011年35倍PE，维持“买入”评级和115元目标价。

表 1：盈利预测主要假设（各板块）

|                     |    |         |         |        |        |        |        |        |
|---------------------|----|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>油田专用设备板块</b>     | 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%  | 44.2%  | 45.0%  | 46.1%  |
| 营业成本                | 万元 | 834     | 6,097   | 6,835  | 14,775 | 16,752 | 23,479 | 30,244 |
| 营业毛利                | 万元 | 528     | 3,263   | 4,581  | 10,859 | 27,332 | 38,308 | 49,345 |
| 毛利率                 | %  | 38.8%   | 34.9%   | 40.1%  | 42.4%  | 38.0%  | 38.0%  | 38.0%  |
|                     |    |         |         |        |        |        |        |        |
| <b>油田矿山维修及配件板块</b>  |    |         |         |        |        |        |        |        |
| 经营收入                | 万元 | 16,293  | 19,895  | 27,531 | 33,974 | 35,673 | 42,807 | 49,229 |
| 收入增速                | %  | /       | 22.1%   | 38.4%  | 23.4%  | 5.0%   | 20.0%  | 15.0%  |
| VS 营业总收入            | %  | 88.5%   | 64.4%   | 62.7%  | 49.9%  | 35.8%  | 31.1%  | 28.5%  |
| 营业成本                | 万元 | 12,572  | 14,956  | 20,618 | 24,885 | 26,398 | 32,106 | 36,921 |
| 营业毛利                | 万元 | 3,720   | 4,939   | 6,914  | 9,089  | 9,275  | 10,702 | 12,307 |
| 毛利率                 | %  | 22.8%   | 24.8%   | 25.1%  | 26.8%  | 26.0%  | 25.0%  | 25.0%  |
|                     |    |         |         |        |        |        |        |        |
| <b>海上钻采平台作业服务板块</b> |    |         |         |        |        |        |        |        |
| 经营收入                | 万元 | 144     | 887     | 3,879  | 7,113  | 18,138 | 30,835 | 41,627 |
| 收入增速                | %  | /       | 514.4%  | 337.3% | 83.4%  | 155.0% | 70.0%  | 35.0%  |
| VS 营业总收入            | %  | 0.8%    | 2.9%    | 8.8%   | 10.5%  | 18.2%  | 22.4%  | 24.1%  |
| 营业成本                | 万元 | 106     | 289     | 1,291  | 2,193  | 5,804  | 10,175 | 14,153 |
| 营业毛利                | 万元 | 38      | 598     | 2,588  | 4,920  | 12,334 | 20,659 | 27,474 |
| 毛利率                 | %  | 26.3%   | 67.4%   | 66.7%  | 69.2%  | 68.0%  | 67.0%  | 66.0%  |
|                     |    |         |         |        |        |        |        |        |
| <b>其他主营业务</b>       |    |         |         |        |        |        |        |        |
| 经营收入                | 万元 | 64      | 43      | 394    | 623    | 685    | 822    | 945    |
| 收入增速                | %  | /       | -32.2%  | 805.4% | 58.2%  | 10.0%  | 20.0%  | 15.0%  |
| VS 营业总收入            | %  | 0.3%    | 0.1%    | 0.9%   | 0.9%   | 0.7%   | 0.6%   | 0.5%   |
| 营业成本                | 万元 | 246     | 133     | 268    | 347    | 479    | 575    | 662    |
| 营业毛利                | 万元 | -182    | -90     | 126    | 4,920  | 205    | 247    | 284    |
| 毛利率                 | %  | -283.3% | -207.0% | 32.0%  | 44.2%  | 70.0%  | 70.0%  | 70.0%  |
|                     |    |         |         |        |        |        |        |        |
| <b>非主营业务</b>        |    |         |         |        |        |        |        |        |
| 营业收入                | 万元 | 554     | 599     | 722    | 704    | 1200   | 1200   | 1200   |
| 营业成本                | 万元 | 0       | 58      | 26     | 96     | 150    | 150    | 150    |
| 综合毛利率               | %  | 25.29%  | 30.25%  | 33.92% | 37.84% | 39.40% | 40.67% | 41.24% |

资料来源：公司各期报告，湘财证券研究所

**表 2：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 | 997.79 | 1,374.50 | 1,725.90 |
| 营业成本             | 215.34 | 290.37 | 422.97 | 598.89 | 809.85   | 1008.54  |
| 营业税金及附加          | 2.92   | 2.48   | 6.94   | 10.48  | 14.43    | 18.12    |
| 销售费用             | 12.86  | 19.47  | 23.66  | 37.92  | 49.48    | 60.41    |
| 管理费用             | 7.27   | 14.34  | 17.07  | 27.94  | 37.11    | 44.87    |
| 财务费用             | 2.96   | 5.54   | 4.21   | -18.00 | -18.00   | -18.00   |
| 资产减值损失           | 2.21   | 1.39   | 1.61   | 6.00   | 3.00     | 3.00     |
| 投资净收益            | 0.21   | 1.32   | 1.54   | 1.00   | 1.00     | 1.00     |
|                  |        |        |        |        |          |          |
| <b>营业利润</b>      | 65.38  | 107.15 | 205.55 | 335.57 | 479.63   | 609.96   |
| 营业外净收入           | 1.99   | 5.81   | 9.10   | 14.00  | 14.00    | 14.00    |
|                  |        |        |        |        |          |          |
| <b>利润总额</b>      | 67.37  | 112.96 | 214.65 | 349.57 | 493.63   | 623.96   |
| 所得税              | 21.24  | 22.74  | 31.84  | 52.44  | 74.04    | 93.59    |
| 净利润              | 46.13  | 90.22  | 182.81 | 297.13 | 419.58   | 530.37   |
| 少数股东损益           | 5.40   | 2.33   | 3.20   | 4.46   | 9.00     | 11.00    |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 40.73  | 87.89  | 179.61 | 292.68 | 410.58   | 519.37   |
| 每股基本收益（元）        | 0.35   | 0.77   | 1.56   | 2.55   | 3.58     | 4.52     |

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。