

进军径向钻井服务，油服产业链拓展 翻开新的一页

杰瑞股份（002353.SZ）

推荐 维持评级

分析师：袁孝锋 ✉: qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511050001

分析师：王 强 ✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn

1. 事件

（1）公司发布公告，其全资子公司杰瑞能源服务公司与美国径向钻井公司（Radial Drilling Services）各持股 50% 合资设立艾迪士径向钻井（烟台）有限公司，第一期投资 150 万美元，并于 5 月 17 日取得营业执照。

（2）公司以超募资金约 1.38 亿元增资的德州联合机械公司完成工商变更登记。

2. 我们的分析与判断

（一）、联手美国径向钻井服务龙头，拓展油服产业链翻开新的一页

美国径向钻井有限公司（Radial Drilling Services Inc.）是美国径向钻井服务龙头，主营小半径钻井技术服务和小半径技术咨询。小半径钻井技术服务是一种水平井钻井技术，可用在低渗透、天然裂缝性、碳酸盐岩油藏等致密油藏开发，可以开发薄层、裂缝性油藏、水气锥进、注水油藏、稠油油藏和气藏；和压裂酸化一起，是油田增产的 2 大重要手段。公司设立的合资公司经营范围是在中国提供小半径钻井技术服务和小半径技术咨询及相关的其他油田服务，在油田增产、稳产意义重大的我国，空间很大。

公司之前收购 35% 股份的德州联合机械是国内知名的螺杆钻具制造商，其前身是地质部第一普查勘探大队修配厂，自 2007 年连续三年被评为中国石油石化装备制造业“五十强企业”，短期内将增厚公司 2011 年 EPS 约 0.11 元，我们认为更重要的是公司开始涉足钻具子行业；从水平钻井技术国外的发展来看，随钻测井（LWD）、随钻测量（MWD）和地质导向工具等是非常重要的，因此从合资径向钻井和参股钻具 2 个行为来看，我们认为公司进军水平井钻测井领域的思路是清晰的、步伐是扎实的。

（二）、公司服务板块开始全面开花，增长将提速

2 年来，公司油田工程服务板块的服务项目已经从单一的岩屑回注拓展到固井服务、压裂服务、酸化服务、陆地环保服务、径向钻井服务。

（1）海上岩屑回注尽管近期没有大量的新增钻井平台，但考虑到每个平台是 4-5 年的长期协议，其存量业务量仍然很可观，预计将超过 1.5 亿；接下去有望拓展到印尼等海外地区。（2）陆地环保服务则是岩屑回注上岸和深化，是包括固液分离、调剖堵水等油田综合环保处理，目前已经开始试验。（3）固井服务是公司最成熟的固井设备的孵化项目，起步于哈萨克斯坦，已拓展到巴布亚新几内亚，接下去将主要拓展中东地区，今年将实现盈利。（4）压裂服务目前主要开拓煤层气，未来将在页岩气开发的大舞台中发挥重要作用。（5）酸化服务也将于今年启动，主要开拓中东地区。（6）此次公告的径向钻井服务则是公司又一新的油服进军项目。

我们预计公司今年服务板块收入规模将突破 2.5 亿元，该板块的增长开始进入快车道。

(三)、公司专用设备板块高增长得益于产品系列化和新产品推出加快

公司第一类设备固井设备从推出到成熟用了近3年，第二类设备压裂设备的成熟则晚了2年，但近2年公司产品系列化和新产品推出的节奏明显加快。短短2年间，公司不但系列化了固井水泥车、压裂车，新推出并系列化了连续油管车和液氮泵车，还推出了不压井设备、抓管器、热油车等新设备；并在一系列关键部件上获得了突破。

公司在2010年年报中披露截至2010年底的在手订单为8.6亿元（我们预计设备板块订单超过5亿元），再加上公司3月底披露的4亿元的重大合同，我们认为公司管理层预计的今年收入规模达到13.7亿元略显保守；我们预计公司2011年收入规模将达到15亿左右，其中设备板块收入预计将达到8亿元。

3. 投资建议

由于受金融危机的滞后影响，2010年上半年公司业绩增长略低于历史同期，而2010年下半年则叠加了恢复性增长；因此我们预计公司今年增长将前高后低，上半年同比增长或达70%左右，全年同比增长50%以上。

我们预计公司2011-2013年EPS分别为1.91元、2.75和3.85元，我们长期看好公司成长，给予公司2012年30倍PE，维持“买入”评级，目标区间80-85元。

表 1: 分业务盈利预测及主要假设

油田专用设备板块	单位	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营收入	万元	9,449	11,416	25,634	41,821	79,289	109,267
收入增速	%	593.4%	20.8%	124.5%	63.1%	89.6%	37.8%
VS 营业总收入	%	31.2%	26.4%	38.1%	44.6%	54.1%	54.5%
营业成本	万元	6,155	6,835	14,776	25,422	49,407	65,677
营业毛利	万元	3,294	4,581	10,859	16,398	29,882	43,590
毛利率	%	34.9%	40.1%	42.4%	39.2%	37.7%	39.9%
油田矿山维修及配件板块							
经营收入	万元	19,895	27,531	33,974	34,212	39,344	45,245
收入增速	%	22.1%	38.4%	23.4%	0.7%	15.0%	15.0%
VS 营业总收入	%	65.7%	63.7%	50.4%	36.5%	26.8%	22.6%
营业成本	万元	14,956	20,618	24,885	24,120	28,328	32,577
营业毛利	万元	4,939	6,914	9,089	10,092	11,016	12,669
毛利率	%	24.8%	25.1%	26.8%	29.5%	28.0%	28.0%
油田工程服务板块							
经营收入	万元	887	3,879	7,113	17,017	27,284	45,141
收入增速	%	514.5%	337.3%	83.4%	139.2%	60.3%	65.4%
VS 营业总收入	%	2.9%	9.0%	10.6%	18.2%	18.6%	22.5%
营业成本	万元	289	1,291	2,193	5,302	8,185	13,542
营业毛利	万元	598	2,588	4,920	11,715	19,099	31,598
毛利率	%	67.4%	66.7%	69.2%	68.8%	70.0%	70.0%
其他主营业务							
经营收入	万元	43	394	623	649	714	786
收入增速	%	-32.2%	805.4%	58.2%	4.3%	10.0%	10.0%
VS 营业总收入	%	0.1%	0.9%	0.9%	0.7%	0.5%	0.4%
营业成本	万元	133	268	347	224	500	550
营业毛利	万元	-90	126	275	425	214	236
毛利率	%	-207.0%	32.0%	44.2%	65.5%	70.0%	70.0%
非主营业务							
营业收入	万元	599	722	704	846	1,000	1,000
营业成本	万元	0	26	96	100	120	120
综合毛利率	%	30.3%	33.9%	37.8%	41.2%	41.3%	44.1%

资料来源: 中国银河证券研究部

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2265	2841	3406	4213	营业收入	944	1476	2014	2820
现金	1622	2289	2464	3163	营业成本	551	863	1122	1570
应收账款	214	186	361	404	营业税金及附加	9	15	20	28
其他应收款	29	18	24	33	营业费用	40	59	77	102
预付账款	70	129	168	236	管理费用	46	59	81	99
存货	261	170	328	300	财务费用	-26	-20	-10	-5
其他流动资产	69	50	60	76	资产减值损失	5	4	4	4
非流动资产	132	131	132	132	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	4	5	6	投资净收益	0	1	1	1
固定资产	102	106	108	108	营业利润	318	498	723	1024
无形资产	13	13	13	12	营业外收入	18	25	30	30
其他非流动资产	12	8	6	5	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2396	2972	3537	4344	利润总额	336	523	753	1054
流动负债	146	277	313	382	所得税	52	78	113	158
短期借款	8	18	25	30	净利润	284	444	640	896
应付账款	79	129	135	157	少数股东损益	2	5	8	11
其他流动负债	60	130	153	195	归属母公司净利润	282	439	632	885
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	304	486	722	1028
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.46	1.91	2.75	3.85
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	146	277	313	382	主要财务比率				
少数股东权益	5	10	17	28	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	115	115	115	115	成长能力				
资本公积	1665	1665	1665	1665	营业收入	38.7%	56.4%	36.4%	40.0%
留存收益	466	905	1428	2155	营业利润	54.7%	56.5%	45.1%	41.7%
归属母公司股东权益	2246	2685	3207	3934	归属于母公司净利润	57.0%	55.8%	43.9%	40.0%
负债和股东权益	2396	2972	3537	4344	获利能力				
					毛利率(%)	41.6%	41.6%	44.3%	44.3%
					净利率(%)	29.9%	29.8%	31.4%	31.4%
					ROE(%)	12.6%	16.4%	19.7%	22.5%
					ROIC(%)	40.7%	102.8%	80.3%	108.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	6.1%	9.3%	8.8%	8.8%
					净负债比率(%)	5.49%	6.49%	8.00%	7.85%
					流动比率	15.49	10.24	10.89	11.02
					速动比率	13.71	9.63	9.85	10.23
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.55	0.62	0.72
					应收账款周转率	6	7	7	7
					应付账款周转率	7.80	8.30	8.50	10.77
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.46	3.83	5.51	7.71
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.39	5.61	2.41	7.46
					每股净资产(最新摊薄)	19.56	23.38	27.93	34.27
					估值比率				
					P/E	59.01	37.87	26.31	18.80
					P/B	7.41	6.20	5.19	4.23
					EV/EBITDA	49	31	21	15

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-45	645	277	856
净利润	284	444	640	896
折旧摊销	12	8	9	10
财务费用	-26	-20	-10	-5
投资损失	-0	-1	-1	-1
营运资金变动	-345	214	-370	-45
其他经营现金流	30	-1	9	2
投资活动现金流	-62	-8	-10	-10
资本支出	61	9	9	9
长期投资	-4	-1	1	1
其他投资现金流	-5	0	0	0
筹资活动现金流	1592	30	-93	-148
短期借款	-39	10	7	5
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	29	0	0	0
资本公积增加	1663	0	0	0
其他筹资现金流	-62	20	-100	-153
现金净增加额	1485	667	175	699

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁孝锋，证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908