

分析师: 刘元瑞 (8621)68751765 doujh@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

联系人: 窦金虎 (8621)68751765 doujh@cjsc.com.cn

渤海湾漏油影响有限，订单充足成长确定

事件描述

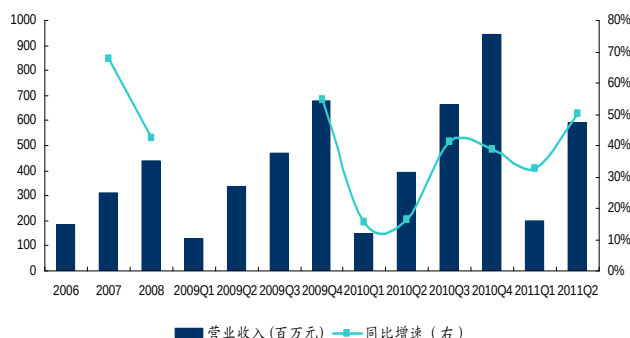
杰瑞股份今日发布 2011 年中报，公司在 2011 年上半年实现营业收入 5.92 亿元，归属于上市公司股东的净利润 1.76 亿元，分别同比增长 50.39% 和 54.13%，摊薄后每股收益 0.77 元，基本符合预期。

事件评论

第一，受益油田专用设备海外市场快速增长，公司收入、净利润同比增幅超过 50%

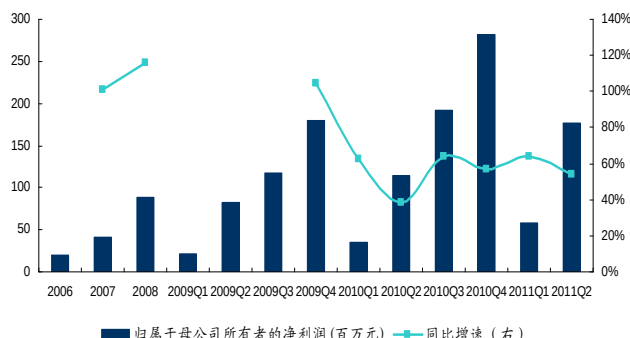
行业景气维持高位，收入净利润快速增长。11 年上半年，国际原油期货价格一度摸高 120 美元每桶后稳定在 90-100 美元左右。油价维持高位和美国页岩气的迅猛发展拉动油公司设备需求，上半年，公司油田专用设备增长最为迅猛，增速达到 54.06%，占主营业务收入比重提升 1.01% 达到 53.62%，油田服务、维修改造和配件销售占比则略有下滑。上半年收入和净利润分别同比增长 50.39% 和 54.13%。

图 1: 公司收入同比增长 50.39%

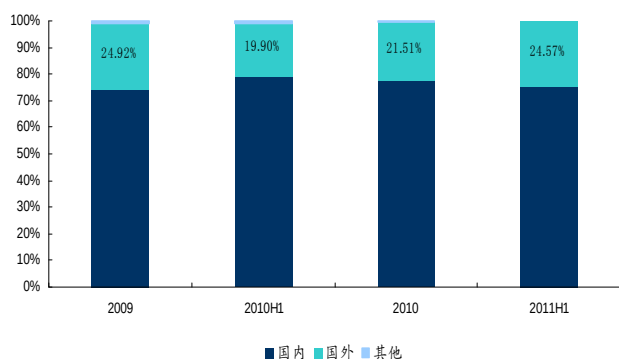


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

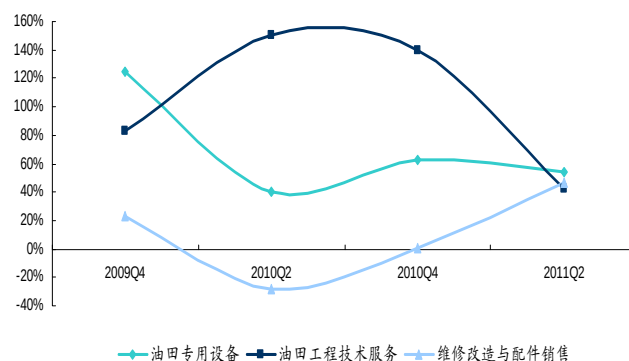
图 2: 公司归属于母公司净利润同比增长 54.13%



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 3：公司出口收入占比提升 4.48%


资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 4：油田专用设备同比增速最快


资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司上半年实现每股收益 0.77 元，营业收入和净利润完成全年计划的 43%。国内油装行业有一定季节性因素，订单一般在每年 3 月以后陆续签订，合同执行期在 3-6 个月且设备、配件交付后才确认收入，公司上半年 43% 的计划完成率符合我们预期。

第二，综合毛利率略有提升，期间费用率稳定

受益专用设备毛利率大幅提高 6.36%，2011 年上半年公司综合毛利率同比上升 2.31% 达到 42.13%。分产品看，除油田专用设备外，油田工程服务和我配件维修业务毛利率略有下降，但基本稳定，仍维持高位。

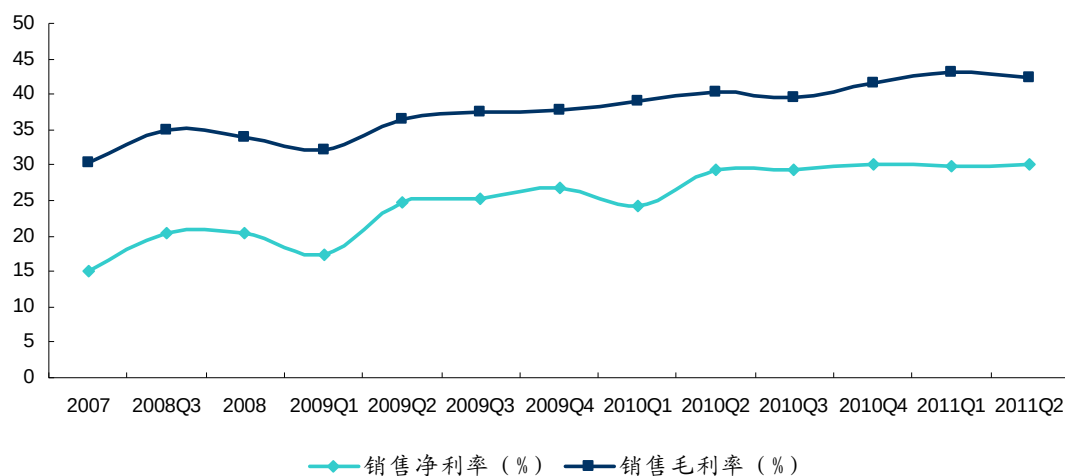
- 油田专用设备：上半年毛利率 41.93%，较去年同期提高了 6.36%，主要原因包括研发费用口径发生变化和产品结构优化带来的毛利率提升；
- 油田工程服务：受储备新项目团队增大、服务板块成本上升而尚未带来收入影响，公司油田工程服务板块毛利率较去年同期下降了 1.9% 至 65.75%；
- 维修改造与配件：低毛利配件产品收入占比提升，毛利率较去年同期下降 2.15% 至 27.85%；

表 1：公司分业务收入和毛利率变动

分产品	营业收入 YOY	毛利率	毛利率同期增减
油田专用设备	53.62%	41.39%	6.36%
油田工程技术服务	42.47%	65.75%	-1.90%
维修改造与配件销售	46.48%	27.85%	-2.15%
其他	313.41%	59.76%	-13.77%
合计	21.49%	39.82%	2.31%

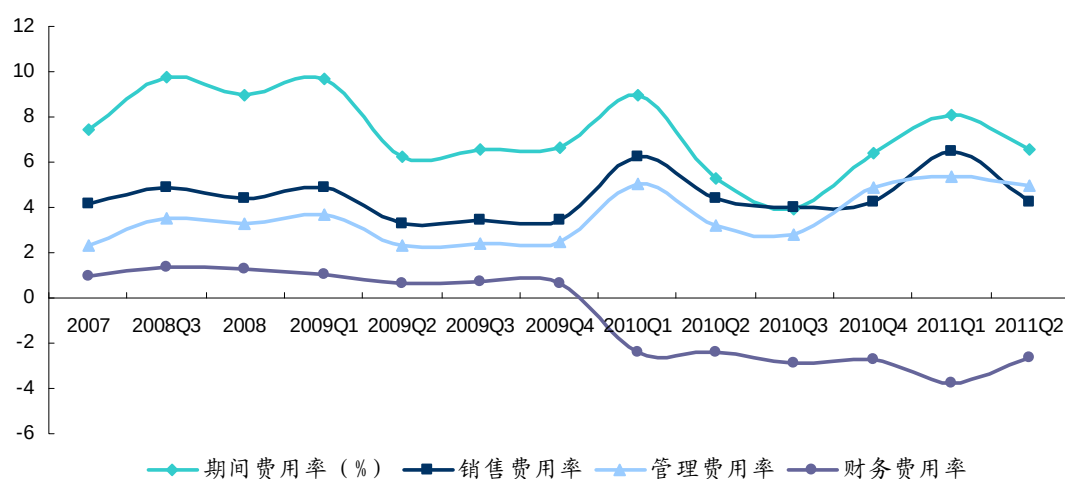
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5: 公司综合毛利率和净利率变动



资料来源: 公司公告 长江证券研究部

图 6: 公司期间费用率变动



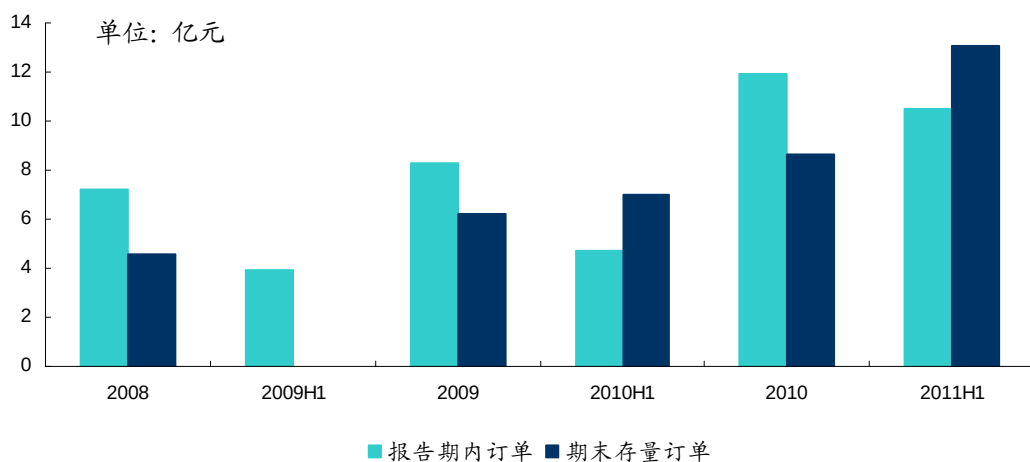
资料来源: 公司公告 长江证券研究部

公司销售费用率和财务费用率与同期基本持平,但由于研发费用口径调整使管理费用同比上升高达 130.16%,占收入比例由 3.24%显著增加致 4.96%,导致销售净利率仅同比增加 0.74%。

第三,在手订单充足,未来增长有保障

公司 2011 年上半年已获取新订单 10.5 亿元,接近 2010 年全年水平;存量订单则高达 13.1 亿元,随着公司产能逐步释放未来业绩增长得到坚实保障。

图 7：公司在手订单大幅增长

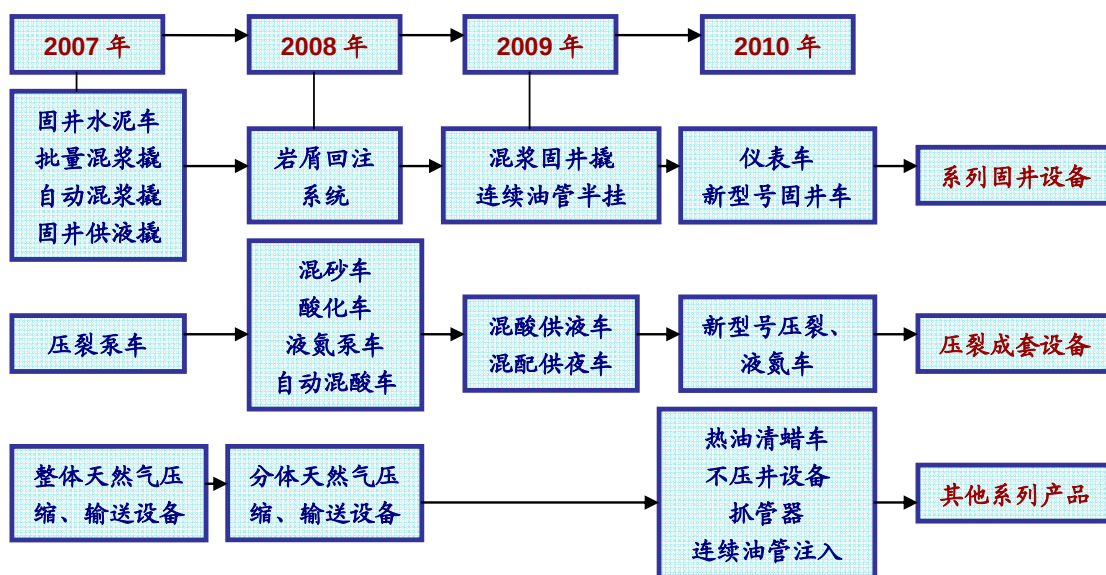


资料来源：公司公告 长江证券研究部

新产品新设备历来是公司收入增长的主要动力，11 年重点开展的新产品新业务包括：

- 专用设备新产品：液氮泵车的系列化，连续油管车、热油车、抓管器和不压井设备；其中不压井设备和抓管器均为引进北美技术；11 年连续油管车订单良好，预计全年可以销售十几天，单台单价超过 1000 万；

图 8：公司不断推出新产品



资料来源：长江证券研究部

➤ 持续不断的新服务开拓：

- 固井服务：主要针对中东地区，公司从中石油挖人紧贴三大油在中东地区的开拓，去年固井服务收入有 2000 万来自哈萨克斯坦；
- 径向钻井服务：目前国内还无径向钻井服务企业预计下半年开始贡献业绩；
- 压裂服务：主要是针对晋城的煤层气，已经有压裂经验；
- 酸化服务：主要针对中东地区，当地地址条件好不需要压裂，只要酸化即可；
- 环保服务：包括海上钻井平台的岩屑回注、陆地的固液分离以及调剖堵水；

表 2: 公司主要服务项目

类别	服务	起始年份	主要地区	功能
钻完井服务	固井服务	2010	巴布亚新几内亚 哈萨克、中东地区	固定和保护套管，保护高压油气层以防止井喷事故，分隔严重漏失层
	压裂服务	2011	国内煤层气 页岩气开采	利用高压大排量具有一定粘度的液体挤入油层，使油层形成裂缝后加入支撑剂填充裂缝，增加油层渗透率
增产服务	酸化服务	2011	中东地区	利用酸液扩大油层孔隙空间，溶解空间内的颗粒堵塞物，消除井筒附近使地层渗透率降低的不良影响，达到增产效果
	径向井服务	2011	国内成熟油田	利用高压水力喷射钻取水平井段从而提高油气井的产量，改善老井的生产状况
	岩屑回注	2007	海洋油田	用于海上油气勘探开发钻探过程中产生的岩屑的研磨以及回注
环保服务	固液分离	2007	国内陆地油田	将钻井产生的废弃泥浆和岩屑进行处理，分离后固体可用作道路或建筑的基础材料，液体满足排放标准排放或回收
	调剖堵水	2011	国内	补救油井的固井技术状况和降低水淹层的渗透率（调整流动剖面），提高油层的采收率

资料来源：长江证券研究部

第四，渤海湾漏油事件影响有限，长期前景依然看好

预计拖累公司 11 年 EPS 0.1 元左右。2011 年 6 月，公司提供供岩屑回注服务的蓬莱 19-3 油田 B、C 平台附近发生溢油现象并处于停产状态，月收入减少 700 万元，由于人工成本、设备折旧等均未明显减少，收入减少全部转化为净利润减少，月影响每股收益 0.03 元。乐观估计 8 月该事件将处理完毕且油田复产，因此对全年业绩影响在 0.1 元左右。而下半年，公司引进、储备的服务项目团队将逐步发挥作用拓展径向钻井、压裂、连续油管等服务收入，再加充足的在手订单陆续交付，公司全年业绩无忧。

第五，给予公司“推荐”评级

预计 2011、12 年完全摊薄 EPS 分别为 1.91、2.67，对应 11 年 PE 为 35.7 倍，渤海湾漏油事件影响短期业绩，但公司管理水平高，研发能力强，高成长确定性强，给予“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	944	1507	2159	3000	货币资金	1622	887	969	1286
营业成本	551	876	1256	1706	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	392	630	903	1294	应收账款	244	389	557	774
% 营业收入	41.6%	41.8%	41.8%	43.1%	存货	261	415	594	807
营业税金及附加	9	15	21	30	预付账款	70	111	159	215
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	20	33	47	65
销售费用	40	64	92	127	流动资产合计	2265	1911	2437	3302
% 营业收入	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	46	74	106	147	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	长期股权投资	5	39	55	77
财务费用	-26	-12	-9	-11	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-2.7%	-0.8%	-0.4%	-0.4%	固定资产合计	109	792	874	857
资产减值损失	5	0	0	0	无形资产	13	13	12	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	0	13	17	22	递延所得税资产	4	0	0	0
营业利润	318	503	710	1023	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	33.7%	33.4%	32.9%	34.1%	资产总计	2396	2755	3378	4247
营业外收支	18	18	18	18	短期贷款	8	0	0	0
利润总额	336	521	728	1041	应付款项	79	125	179	243
% 营业收入	35.6%	34.6%	33.7%	34.7%	预收账款	51	82	118	163
所得税费用	52	78	109	156	应付职工薪酬	10	17	24	32
净利润	284	443	619	885	应交税费	-7	-11	-16	-23
归属于母公司所有者					其他流动负债	5	8	12	16
的净利润	281.9	438.9	613.9	877.4	流动负债合计	146	220	316	432
少数股东损益	2	4	5	7	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	1.23	1.91	2.67	3.82	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-45	158	315	506	负债合计	146	220	316	432
取得投资收益	3	0	0	0	归属于母公司	2246	2527	3049	3795
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	-21	0	0	少数股东权益	5	8	13	20
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2250	2535	3062	3815
固定资产投资	-61	-718	-150	-69	负债及股东权益	2396	2755	3378	4247
其他	-1	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-62	-739	-150	-69		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.228	1.911	2.673	3.821
股权融资	1701	-92	0	0	BVPS	19.56	22.01	13.28	16.52
银行贷款增加（减少）	-26	-8	0	0	PE	52.38	33.64	24.05	16.83
筹资成本	72	-53	-83	-120	PEG	1.14	0.73	0.52	0.37
其他	-156	0	0	0	PB	3.29	2.92	4.84	3.89
筹资活动现金流净额	1592	-153	-83	-120	EV/EBITDA	43.22	26.40	17.90	12.27
现金净流量	1485	-735	82	317	ROE	12.6%	17.4%	20.1%	23.1%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。