

证券研究报告

杰瑞股份 (002353)

强烈推荐 (维持)

漏油事件接近尾声，装备延续景气有望超预期

证券分析师

叶国际

S1060209050127
0755-22624437
Liuhaibo106@pingan.com

相关报告：

《压裂设备持续繁荣，杰瑞股份受益明显》

行业深度报告《寻找挖掘黑金的利刃——压裂服务设备步入黄金时代》

《延长石油草根调研纪要——油服设备优选压裂、修井设备》

《国际石油石化装备产业发展论坛纪要》

事项：我们调研了杰瑞股份，就近期经营状况和发展战略与公司进行了深入沟通。

- **漏油事件接近尾声，预计 8-9 月份除 B 平台外其余海上平台有望复工，我们估算该事件降低公司全年 EPS 约 0.1 元。**国家海洋局对此次渤海蓬莱 19-3 漏油的处理结果将于 8 月 7 日公布，除去漏油事故发生的 B、C 作业平台将在 8 月底或 9 月初恢复作业生产，按照原先假设测算，受漏油事件影响停工的平台为渤海蓬莱 19-3 的 7 个平台估计 2011 年收入在 1.5 亿，估算毛利率为 70%，全面停工单月影响净利润在 600-700 万，B 平台预计停工至年底，降低净利润 600-700 万，其余平台假设停工 3 个月至 9 月中旬全部复工，降低净利润在 1500-1800 万(剔除 B 平台影响)。我们预计全年公司净利润漏油事件影响为 2100-2500 万，降低公司 EPS 为 0.09-0.11 元。
- **受益于北美页岩气大规模开发带来压裂设备需求的激增以及全球柱塞泵的产能瓶颈，装备业务有望延续上半年高速发展成为业绩增长的最主要动力。**公司 2011 年上半年正在执行订单 13.1 亿元，估计装备订单 8 亿左右，零部件订单 3 亿左右，油服订单 2 亿左右。受海外市场压裂服务景气高升影响以及国内煤层气开采压裂的推进，预计压裂设备、连续油管设备和液氮泵车均成为公司高速成长的助推剂。
- **油服业务实现多项前瞻性布局，预计煤层气压裂和径向钻井服务三季度有望实现收入。**公司哈萨克斯坦的固井业务已经由中国合作方拓展至当地石油公司，成功打开国际市场，成为 11 年稳定增长点。预计山西晋城煤层气压裂和径向钻井服务将于三季度陆续开展，为 12 年油服业务增长打下良好基础。
- **公司产业国际化扩张稳步实施，海外市场销售占比加速提升。**杰瑞在美国休斯顿成立综合性的研发、营销和投资运营中心，以中东子公司为依托建立中东非洲运营中心；国际市场收入增速超过 84%，海外布局进入收获期，尤其北美和南美市场，预计国外收入比例有望提升至 50%以上。
- **预计 2011、2012 年 EPS 分别为 2.00 元和 3.01 元，维持“强烈推荐”评级。**鉴于公司所处行业前景和布局，结合公司优秀的管理团队，我们认为公司的高成长是可持续的，给予 2012 年 35 市盈率，目标价为 105 元，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**油气价格下跌的风险、油服业务进展缓慢

资产负债表					单位:百万元		利润表					单位:百万元	
会计年度	2010A	2011E	2012	2013		会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E			
流动资产	2265	1908	1651	1926		营业收入	944	1510	2284	3205			
现金	1622	1094	415	200		营业成本	551	842	1283	1785			
应收账款	214	286	433	607		营业税金及附	9	15	23	32			
其他应收款	29	30	45	63		营业费用	40	63	91	131			
预付账款	70	84	128	178		管理费用	46	71	91	144			
存货	261	337	513	714		财务费用	-26	-20	-11	6			
其他流动资	69	77	117	164		资产减值损失	5	6	5	15			
非流动资产	132	1060	1985	3001		公允价值变动	0	0	0	0			
长期投资	5	700	1400	2100		投资净收益	0	1	1	1			
固定资产	102	309	503	774		营业利润	318	534	803	1093			
无形资产	13	18	38	78		营业外收入	18	12	13	14			
其他非流动	12	33	44	49		营业外支出	0	1	1	1			
资产总计	2396	2968	3636	4927		利润总额	336	545	816	1107			
流动负债	146	232	344	902		所得税	52	82	122	166			
短期借款	8	0	0	427		净利润	284	463	693	941			
应付账款	79	118	180	250		少数股东损益	2	3	3	3			
其他流动负	60	114	165	225		归属母公司净	282	460	690	938			
非流动负债	0	0	0	0		EBITDA	304	535	837	1173			
长期借款	0	0	0	0		EPS (元)	2.46	2.00	3.01	4.08			
其他非流动	0	0	0	0									
负债合计	146	232	344	902		主要财务比率							
少数股东权益	5	8	11	14		会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E			
股本	115	230	230	230		成长能力							
资本公积	1665	1665	1665	1665		营业收入	38.7%	59.9%	51.3%	40.3%			
留存收益	466	834	1386	2117		营业利润	54.7%	67.8%	50.5%	36.1%			
归属母公司股	2246	2728	3281	4011		归属于母公司	57.0%	63.0%	50.2%	35.8%			
负债和股东权	2396	2968	3636	4927		获利能力							
						毛利率(%)	41.6%	44.2%	43.8%	44.3%			
						净利率(%)	13.1%	29.9	30.4	30.2			
						ROE(%)	12.6%	16.8%	21.0%	23.4%			
						ROIC(%)	40.7%	46.6%	45.7%	43.5%			
						偿债能力							
						资产负债率(%)	6.1%	7.8%	9.5%	18.3%			
						净负债比率(%)	5.49%	0.00%	0.00%	47.33%			
						流动比率	15.49	8.22	4.79	2.14			
						速动比率	13.71	6.77	3.30	1.34			
						营运能力							
						总资产周转率	0.65	0.56	0.69	0.75			
						应收账款周转	6	6	6	6			
						应付账款周转	7.80	8.57	8.63	8.31			
						每股指标 (元)							
						每股收益(最新	1.23	2.00	3.01	4.08			
						每股经营现金	-0.19	1.59	1.81	2.88			
						每股净资产(最	9.78	11.88	14.29	17.47			
						估值比率							
						P/E	106.71	65.46	43.57	32.08			
						P/B	13.40	11.03	9.17	7.50			
						EV/EBITDA	44	25	16	11			

现金流量表					单位:百万元	
会计年度	2010A	2011E	2012	2013		
经营活动现金	-45	366	416	660		
净利润	284	463	693	941		
折旧摊销	12	22	45	74		
财务费用	-26	-20	-11	6		
投资损失	-0	-1	-1	-1		
营运资金变动	-345	-101	-318	-370		
其他经营现	30	4	8	10		
投资活动现金	-62	-929	-969	-1089		
资本支出	61	250	250	350		
长期投资	-4	695	700	700		
其他投资现	-5	17	-19	-39		
筹资活动现金	1592	35	-127	214		
短期借款	-39	-8	0	427		
长期借款	0	0	0	0		
普通股增加	29	115	0	0		
资本公积增	1663	0	0	0		
其他筹资现	-62	-72	-127	-213		
现金净增加额	1485	-528	-679	-215		

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257