

页岩气煤层气双向拉动，国内外需求同步上扬

杰瑞股份公司调研报告

报告关键点:

- 北美页岩气市场快速发展拉动公司压裂设备出口强势上扬
- 十二五中后期国内市场将呈现页岩气和煤层气双向需求拉动
- 合理股价88.66元，维持“买入-A”投资评级

报告摘要:

- 有别于常规油气资源的垄断性经营，在国土资源部的主导下，页岩气开采按照市场化规则运作，国土资源部创新页岩气矿业权管理制度，首次中标结果显示合理市场运作的端倪，第二轮年内启动。另一方面，我国页岩气勘探工作正在加速推进，政策优惠正在研究制定，中国具备发展页岩气的优势条件，设备制造与服务商十二五中后期将迎来大发展机遇。
- 北美页岩气市场方兴未艾。美国页岩气储量丰富，可开采百年，页岩气对能源相关产业发展带来积极影响，美国页岩气的技术创新和商业化主要由中小公司推动，美国在开采技术上已实现全球领先，开始向全球输出。另一方面，专业化分工与协作结合，政府对页岩气开发进行了有力支持，逐步加强对环境的监管。总体上我们认为美国页岩气市场将保持快速发展态势，杰瑞股份的设备出口与技术合作均有较好的机会。
- 国内煤层气正在进入商业化开采阶段。国内煤层气行业稳步发展，煤层气勘探开发快速推进。煤层气产能规模扩大，产销量同步上升。两大产业化基地产业化程度显著提高。煤层气长输管道建设初步发展，液化与压缩项目均已建成。总体上我们认为煤层气产业具有较好的发展前景，对设备与服务需求有明显拉动效应，公司也有望取得更多煤层气压裂作业项目。
- 一方面北美对压裂车的需求将持续增长，另一方面目前国内压裂作业能力不足，相关公司纷纷储备能力。公司参与了中国第一口页岩气水平井大规模分段压裂施工，逐步树立公司的品牌效应，预计十二五期间公司压裂车销量将受到国外和国内页岩气和煤层气的双向拉动而保持快速增长。
- 预计全球油服行业泵送市场规模为270亿美元，盈利丰厚。近来公司在中东市场竞标取得突破；通过合资，公司径向钻井在国内开展业务将具有技术优势；即使考虑到下半年的不确定因素，渤海漏油事件对公司2011年业绩影响有限。
- 预计2011年每股收益为1.87元，较之先前预测值下调3%。维持2012-2013年每股收益2.86、4.07元预测值不变。按照2012年31倍PE估值，合理价格为88.66元，维持“买入-A”的投资评级。
- 风险提示：全球经济下滑导致油价回落。外贸摩擦导致出口受阻。行业及公司基本面因素变化超出预期导致业绩的不确定性。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	680.5	944.0	1,474.6	2,219.0	3,141.6
Growth(%)	54.9%	38.7%	56.2%	50.5%	41.6%
净利润	179.6	281.9	429.8	656.5	934.9
Growth(%)	104.4%	57.0%	52.5%	52.7%	42.4%
毛利率(%)	37.8%	41.6%	42.1%	43.5%	43.6%
净利润率(%)	26.4%	29.9%	29.1%	29.6%	29.8%
每股收益(元)	0.78	1.23	1.87	2.86	4.07
每股净资产(元)	1.51	9.80	11.22	13.40	16.49
市盈率	82.5	52.5	34.5	22.6	15.8
市净率	42.7	6.6	5.7	4.8	3.9
净资产收益率(%)	52.7%	12.6%	16.8%	21.6%	24.9%
ROIC(%)	117.7%	104.2%	66.0%	63.3%	59.7%
EV/EBITDA	25.0	19.1	27.1	16.9	11.8
股息收益率	0.2%	0.5%	0.7%	1.1%	1.6%

敬请阅读本报告正文后各项声明

石油天然气设备与服务/石油与天然气

评级: 买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格: 88.66 元

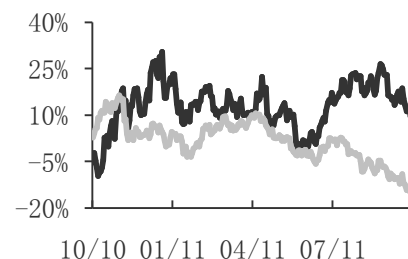
期限: 6 个月 上次预测: 88.66 元

现价(2011 年 09 月 30 日): 64.50 元

报告日期: 2011-10-10

总市值(百万元)	14,811.52
流通市值(百万元)	4,965.82
总股本(百万股)	229.64
流通股本(百万股)	76.99
12 个月最低/最高	56.12/155.15 元
十大流通股东(%)	26.90%
股东户数	10,142

12 个月股价表现



—— 杰瑞股份 —— 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.86	14.34	25.98
绝对收益	(4.31)	(2.64)	10.77

张仲杰
021-68767839
执业证书编号

高级行业分析师
zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

前期研究成果

杰瑞股份: 预计下半年设备订单进一步向好

2011-07-26

杰瑞股份: 国内页岩气开采大幕徐徐拉开

2011-06-29

杰瑞股份: 设备出口强劲，油田服务蓄势待发

2011-06-07

目录

1. 页岩气开采按照市场化规则运作, 令人瞩目.....	3
1.1. 我国页岩气勘探工作正在加速推进.....	3
1.2. 国土资源部创新页岩气矿业权管理制度, 值得期待.....	3
1.3. 首次中标结果显示合理市场运作的端倪, 第二轮年内启动.....	3
1.4. 中国发展页岩气具备的优势条件, 政策优惠正在研究制定.....	4
2. 北美页岩气市场方兴未艾, 中小企业引领技术前沿.....	4
2.1. 美国页岩气储量丰富, 可开采百年.....	4
2.2. 页岩气对能源相关产业发展带来积极影响.....	4
2.3. 美国在开采技术上已实现全球领先, 开始向全球输出.....	4
2.4. 美国页岩气的技术创新和商业化主要由中小公司推动.....	5
2.5. 专业化分工与协作结合.....	5
2.6. 政府对页岩气开发进行了有力支持.....	5
2.7. 逐步加强对环境的监管.....	5
3. 煤层气进入商业化开采阶段.....	5
3.1. 国内煤层气行业正在稳步发展.....	5
3.2. 煤层气勘探开发快速推进.....	5
3.3. 煤层气产能规模扩大, 产销量同步上升.....	5
3.4. 两大产业化基地产业化程度显著提高.....	6
3.5. 煤层气长输管道建设初步发展, 液化与压缩项目均已建成.....	6
3.6. 煤层气产业具有较好的发展前景.....	6
3.7. 公司有望取得更多煤层气压裂作业项目.....	6
4. 压裂车需求将受到国外与国内、页岩气与煤层气双向拉动.....	6
4.1. 北美对压裂车的需求将持续增长.....	6
4.2. 国内压裂作业能力不足.....	6
4.3. 安东石油完成中国第一口页岩气水平井大规模分段压裂施工.....	7
4.4. 公司压裂车销量将受到国外和国内, 页岩气和煤层气的双向拉动.....	7
5. 油田服务市场需求广阔.....	7
5.1. 全球油服行业泵送市场空间可观.....	7
5.2. 公司在中东市场竞标取得突破.....	7
5.3. 通过合资, 公司径向钻井业务具有技术优势.....	7
5.4. 渤海漏油事件对 2011 年业绩影响有限.....	7
6. 预计 2011 年每股收益为 1.87 元, 维持 2012-2013 年盈利预测不变.....	8
7. 风险提示	8

1. 页岩气开采按照市场化规则运作，令人瞩目

1.1. 我国页岩气勘探工作正在加速推进

2004 年-2008 年，国土资源部开始对我国页岩气资源进行跟踪研究。

2009 年，启动“中国重点地区页岩气资源潜力及有利区优选”项目。在以“川渝黔鄂”为主，兼顾中下扬子和北方地区，开展页岩气远景区优选。

2010 年，“中国重点地区页岩气资源潜力及有利区优选”项目扩大研究规模。在“川渝黔鄂”开展先导调查，在下扬子开展区域调查，在北方地区进行系统调研摸底。

2011 年，启动“全国页岩气资源潜力调查评价及有利区优选”项目：调查先导区深化研究，摸索页岩气资源评价方法和有利区优选标准。分五个页岩气资源潜力调查评价大区开展全国页岩气资源潜力调查评价。开展页岩气资源调查评价及勘探开发技术方法规范标准研究。

1.2. 国土资源部创新页岩气矿业权管理制度，值得期待

2010 年国土资源部提出：“调查先行、规划调控、竞争出让、合同管理”的工作思路。“竞争出让，合同管理”不同于目前常规油气资源的垄断经营，为我国页岩气的发展带来新的希望。

独立矿种、一级发证

按照规定程序确定页岩气新矿种，明确其作为独立矿种的法律地位，由国土资源部负责页岩气矿业权登记，颁发勘查许可证和采矿许可证，省级国土资源主管部门对页岩气勘查开采进行监管。

市场准入、竞争出让

制定页岩气勘查开采市场准入条件，鼓励多种投资主体进入页岩气勘探开发领域：资金实力雄厚、具有气体勘查资质的企业可独立进入，资金实力雄厚、无气体勘查资质的可与有资质的单位组成合资企业进入，也可与具有资质的单位合作进入。

合同管理、区块退出

国土资源部与中标企业签订行政出让合同，按中标人竞标承诺约定勘查投入和实物工作量。未完成合同约定工作量、未提交预期成果的，按未完成比例退出区块面积。对现有油气探矿权区块内的页岩气有利区，年检未达到法定最低勘查投入的，按规定退出区块面积，重新设定页岩气矿业权，进行招标出让。

有效监督、规范管理

制定页岩气储量分级标准、评审认定办法，实行动态管理。完善页岩气勘查开采监督管理制度，明确监管职责。加强页岩气勘查开采监管机构和督察员队伍建设。加强对页岩气资源勘查开采全程监管。建立页岩气资源数据库，搭建资料信息共享服务平台。建立页岩气勘查开采技术标准、规范。

1.3. 首次中标结果显示合理市场运作的端倪，第二轮年内启动

2011 年 5 月 19 日：发出投标邀请，5 月 25 日：完成招标文件发放，6 月 27 日上午收标，中石油、中石化、中海油各投一个区块，延长、中联煤、河南煤层气各投两个区块，共收到 9 包投标文件，其中，南川和秀山招标区块符合开标条件。6 月 27 日下午开始评标，中石化、河南煤层气公司中标。从投标结果看，小公司的兴趣更高，这与美国页岩气起步阶段相似。

第一次页岩气招标的改革是引进其他企业进入页岩气勘探开发领域，是一次“革命性尝试和探索”。随着第一次试验性招标成功后，国土资源部年内可能会进行第二轮页岩气招标。届时招标区块和参与企业的数量可能会比第一次将明显增加。第二轮招标计划扩大到 15 到 20 家。

1.4. 中国发展页岩气具备的优势条件，政策优惠正在研究制定

总体来看，中国页岩气市场发展具备自身优势。首先，政府高度重视、政策支持到位；其次，资源潜力巨大、基础工作扎实；再者专业公司庞大、技术实力雄厚；另外工程装备齐全、国产化程度高。最后土地成本较低、人工成本较低。

国土资源部在研究制定相应的监管办法。有关部门正在研究制定有关政策，包括税费减免、财政补贴等优惠措施，促进页岩气勘探开采利用。

2. 北美页岩气市场方兴未艾，中小企业引领技术前沿

2.1. 美国页岩气储量丰富，可开采百年

页岩气勘探开发始于美国。20 世纪 90 年代以来，在其国内政策、技术进步和世界天然气价格等因素的联合助推下，美国的页岩气作为重要的清洁能源得以重点开发。据预测，美国页岩气资源量超过 28 万亿立方米，探明可采资源量约 14 万亿立方米。

近年来随着页岩气等非传统资源的出现，美国油气产量出现回升。在美国有 6000 家公司从事天然气的勘探开发，充分的竞争带来不断的技术创新，一种社会化的开采服务体系已经建立，而这一体系为美国找到了巨额的非常规天然气资源，足以支撑美国经济的清洁持续发展。

据美国能源信息署估算，美国有超过 49.38 万亿立方米的可开采天然气储量，其中页岩气、致密型砂岩气和煤层气等非常规天然气占 60%。能源信息署认为，未来美国天然气可开采储量的增长，将主要来自非常规天然气藏，预计页岩气产量占天然气总产量的比例将从 2007 年的 12% 上升到 2013 年的 35%，2030 年这一比例将进一步上升到 55%。

页岩气的异军突起使美国天然气储量显著增加，目前美国已取代俄罗斯成为世界最大的天然气生产国，不仅实现了自给自足，且足以连续开采上百年。

2.2. 页岩气对能源相关产业发展带来积极影响

近年来，随着美国得克萨斯州巴涅特页岩层实验室融合水平钻井技术和水力压裂技术的成功应用，美国页岩气开采技术有了历史性的突破，单位开采成本得以大幅降低，从而促使美国页岩气生产快速增长，并对能源以及相关产业产生了明显影响。比如，在美国发电行业，许多即将退役的煤炭发电机组因为页岩气产量的快速增长而改用天然气发电；以往一直向海外转移业务的美国高耗能行业如化工制造业公司，看到美国天然气供应价格相对便宜，现在重新选择留在本土发展。

2.3. 美国在开采技术上已实现全球领先，开始向全球输出

页岩气开采的关键技术包括水平钻井、水力压裂、随钻测井、地质导向钻井、微地震检测等，其中大部分技术的突破与率先应用都来自美国。目前美国已掌握了从气藏分析、数据收集和地层评价、钻井、压裂到完井和生产的系统集成技术，也产生了一批国际领先的专业服务公司，如哈里伯顿、斯伦贝谢、贝克休斯等。围绕页岩气开采，美国形成了一个技术创新特征明显的新兴产业，带动了就业和税收，并已开始向全球进行技术和装备输出。

2.4. 美国页岩气的技术创新和商业化主要由中小公司推动

美国主要页岩气开采技术都源自中小能源和技术公司，一项技术从研发到商业化甚至会经历数个公司间的更替。中小公司实现技术突破和商业化后，大公司在长期性和投资能力上更有优势，其后期介入能够将页岩气市场迅速规模化。美国大型油气公司主要是通过并购拥有页岩区块或开采技术的中小公司，或通过与中小公司合资合作等方式介入页岩气开发。

2.5. 专业化分工与协作结合

美国矿业权人对页岩气矿业权可以采取自主经营或通过市场交易进行出让。在页岩气开发产业链的各个环节会有不同的专业公司，如地震公司、钻井公司等介入作业。某专业公司在完成本环节相应服务后即可退出，开采工作由下一环节的服务公司接替。由于高度分工，页岩气开采的单个环节投入小、效率高、作业周期短、资金回收快、资本效率高，很多项目内部收益率超过 10%。

2.6. 政府对页岩气开发进行了有力支持

美国能源部及其以后的能源研究与开发署联合国家地质调查局、州级地质调查所、大学及工业团体，发起并实施了针对页岩气研究与开发的东部页岩气工程。该项目产生了大批科研成果，对页岩气能进入实质性开采起到了关键性作用。1980 年美国通过《能源意外获利法》对 1979 年—1993 年期间钻探与 2003 年之前生产和销售的页岩气均实施税收减免。同时，美国将传统油气上游开发的税收优惠政策也移植到页岩气开发领域，对油气行业实施的五种税收优惠也适用于页岩气。

2.7. 逐步加强对环境的监管

在页岩气发展初期，美国并未对页岩气采取特殊的环境监管，对之适用常规天然气的相关要求。适用的法律包括《美国联邦环境法》、《清洁水法案》、《安全饮用水法》、《资源保护和恢复法》、《清洁空气法》等。

3. 煤层气进入商业化开采阶段

3.1. 国内煤层气行业正在稳步发展

总体而言，经过近十多年的煤层气勘探开发试验，国内煤层气产业发展，取得了重大突破；基本摸清了各个含煤盆地的地质情况，并指出了几个煤层气高产富集区；近年来，煤层气勘探开发快速推进，探明储量显著增长；煤层气产能规模扩大，产销量同步上升。

我国煤层气地质资源量约 36.81 万亿立方米、可采资源量约 10 万亿立方米，主要分布在华北和西北地区。其中，鄂尔多斯盆地可采资源量为 1.79 万亿立方米、沁水盆地可采资源量为 1.12 万亿立方米。

“十一五”期间，国家出台了若干项煤层气优惠扶持政策，主要包括煤层气增值税先征后退、销售利用煤层气给予 0.20 元/立方米的补贴、煤层气发电上网给予 0.25 元/千瓦时的财政补贴等。

3.2. 煤层气勘探开发快速推进

截止到 2011 年 6 月底，全国煤层气钻井总数 5942 口，其中生产井 2800 口。

截止 2010 年底，全国煤层气探明储量为 2902.75 亿 m³，新增探明储量近 1121.55 亿 m³ 主要分布在沁水盆地、鄂尔多斯盆地东缘。

3.3. 煤层气产能规模扩大，产销量同步上升

2010 年：地面煤层气产能达到 25 亿 m³，产量 15.7 亿 m³，利用量 11.8 亿 m³，利用率 78%。井下煤层气抽采量 69.6 亿 m³，利用量 21.9 亿 m³，利用率相对较低，31.5%。

地面煤层气产量在近五年呈数量级增长，2005 年不足 1 亿 m³，2010 年达到 15.67 亿 m³，预计 2015 年将达到 100 亿 m³。

3.4. 两大产业化基地产业化程度显著提高

在“沁水盆地国家沁南煤层气开发利用高技术产业化示范工程”的成功带动下，沁水盆地、鄂尔多斯盆地掀起了煤层气开发热潮。中联公司、中石油、中石化、晋煤集团等几家主要煤层气开采企业集中力量、加速开发，形成了煤层气勘探、开发、生产、输送、销售、利用等上下游一体化格局，产业化程度显著提高。

产销一体化优势明显，通过上下游生产自行调节，降低了市场风险，增强了抵御市场波动和参与市场竞争的能力，形成了市场经济条件下较为成熟的煤层气市场价格机制。

3.5. 煤层气长输管道建设初步发展，液化与压缩项目均已建成

截至 2010 年，建设长输管道 2 条，集中在沁水盆地南部煤层气田及附近地区，管道总长度 187 公里，年输气能力 15 亿立方米；正在建设的韩城-渭南-西安管道、昔阳-太原管道。

除了通过管道供应市场外，在产气区及附近建立了 5 亿立方米/年生产规模的液化煤层气 (LNG)、2 亿立方米/年生产规模的压缩煤层气 (CNG) 项目，煤层气对两湖 (湖北、湖南地区) 市场调峰作用逐渐显现。

3.6. 煤层气产业具有较好的发展前景

煤层气行业发展具备的驱动因素：中央政府高度重视和关心煤层气产业的发展；能源、环境、煤矿安全生产迫切需要加快煤层气开发利用；“十一五”期间，煤层气探明储量、产能、产量方面均有较快速度的增长；中石油、中海油、中石化、中煤等大公司的积极投入，勘探和开发资金有了根本保证；煤层气开发技术日臻完善，一些关键技术已有所突破；清洁发展机制 (CDM) 推动煤矿区煤层气开发利用；基础管网设施不断完善；国家科技重大专项的实施，将在煤层气关键技术方面，带来一次新的突破。综上所述，我们认为中国煤层气行业具有较好的发展前景。

3.7. 公司有望取得更多煤层气压裂作业项目

公司压裂作业已经与中联煤层气公司合作，中联煤现在有 7-8 台车，今年还需要造更多的车，需求较大，现场有 2 组，公司这组品牌不错。后续可望接到更多的煤层气压裂项目。

4. 压裂车需求将受到国外与国内、页岩气与煤层气双向拉动

4.1. 北美对压裂车的需求将持续增长

综合我们对美国页岩气市场的发展态势分析，美国页岩气市场还处于快速发展的初期阶段，未来两三年对压裂设备需求保持旺盛态势时可以预期的。美国 Frac Tech Service 公司一家就拥有 40 个车组，80 万马力，在北美做压裂服务。我们预计未来 3-5 年内公司对美国的压裂和连续油管车的出口仍将保持快速增长态势。

4.2. 国内压裂作业能力不足

就国内压裂车组市场需求而言，一年大约十几个车组，今年招标多一些。随着“十二五”中后期国内页岩气市场的全面启动，预计 2015 年国内页岩气产量为 65 亿立方米，

投资需求大致 400 亿元，形成大约 100 个井场，按照 3 年完井，目前国内压裂作业能力明显不足，国内安东石油、长城钻探等均在储备压裂能力。

4.3. 安东石油完成中国第一口页岩气水平井大规模分段压裂施工

由安东石油负责组织实施的中国第一口页岩气水平井（中石油西南油气田分公司威 X 井）在 6 月 25 日开始主体压裂施工，经过 7 个昼夜的奋战，于 7 月 2 日晚完成大规模分段压裂施工任务。

威 X 井是中国乃至亚洲第 1 口页岩气水平井压裂改造井，其在液体设计思路、分段压裂工艺等方面采用最新最先进的理念及方法，其水源供给规模之大、压裂设备使用之多、主体压裂施工时间之长都创造了新纪录。此次安东石油主导的压裂施工在中国页岩气开发史上具有里程碑式的意义。

4.4. 公司压裂车销量将受到国外和国内，页岩气和煤层气的双向拉动

安东此次施工作业段位于 1604—2750 米区域，杰瑞股份有 3 台压裂车参与了施工，在作业过程中杰瑞的压裂车运行平稳，控制稳定，总体表现优异。有了此次业绩，我们估计公司在国内后续压裂作业招标中可望有新的收获。

目前公司压裂车出口量已经大于国内销量。包括煤层气市场孕育可能会更快一些，国内需求将叠加页岩气与煤层气双向拉动效应，我们预计届时公司在国内市场的压裂和连续油管车销量将会高速增长。

5. 油田服务市场需求广阔

5.1. 2011 年全球油服行业泵送服务市场规模 270 亿美元

据相关机构预测，2011 年全球压力泵送服务市场规模将达到 270 亿美元。目前公司的一年压裂服务业务收入大约是 2000—3000 万元。未来发展空间很大。

5.2. 公司在中东市场竞标取得突破，态势较好

公司在中东的公司，最近中标壳牌连续油管项目，时间为 3+1 年。目前公司在投标的项目有十几个，估计有一定的中标率。由于引进了熟悉当地市场的管理人员，公司在当地的业务进展态势不错。

5.3. 通过合资，公司径向钻井业务具有技术优势

公司全资子公司杰瑞能源服务有限公司与美国径向钻井有限公司（Radial Drilling Services Inc.）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。其中，能服公司出资 75 万美元，占注册资本的 50%；美国径向钻井有限公司出资等值于 75 万美元的设备和专有技术，占注册资本的 50%。

艾迪士公司将进一步延伸公司油田生产服务板块的产业链，服务业务由现有的环保废弃物处理（含岩屑回注服务）、固井服务、酸化压裂服务、连续油管服务扩展至径向钻井服务。公司径向钻井正在在大庆、胜利油田开展业务，估计三季度开始实行收入。

5.4. 渤海漏油事件对 2011 年业绩影响有限

目前来看，康菲石油公司渤海蓬莱油田漏油事件的彻底解决尚需时日，复产或许从原先估计的三季度末再有延后，我们假定为四季度，则平台收入相应削减 2100 万元。

综合上述因素，我们将服务业务收入预测从原来的 2.21 亿元调降到 1.95 亿元，考虑

到国际国内油服行业整体趋于旺盛,煤层气业务也即将蓬勃兴起,我们维持 2012、2013 年该项业务收入分别为 3.4、4.8 亿元的预测值不变。

6. 预计 2011 年每股收益为 1.87 元,维持 2012-2013 年盈利预测不变

上半年公司获取新订单 10.5 亿元,较上年同期增加 5.8 亿元。截至 2010 年 6 月末,在手订单约 13 亿元。我们估计北美页岩气市场形势依然红火,新接订单量将超过上半年,这将为明年业绩增长奠定坚实基础。

□

我们预测 2011-2013 年公司主营业务收入分别为 14.7、22.2、31.4 亿元,净利润分别为 4.29、6.56、9.35 亿元,每股收益分别为 1.87、2.86、4.07 元,2011 年每股收益较之先前预测值下调 3%。9 月 30 日收盘价为 64.5 元,按照 2012 年 31 倍 PE 估值,合理价格为 88.66 元,维持“买入-A”的投资评级。

□

7. 风险提示

全球经济下滑导致油价回落。

外贸摩擦导致出口受阻。

行业及公司基本面因素变化超出预期导致业绩的不确定性。

表 1: 分项业务预测表 (单位: 百万元)

	2007	历史年份 2008	2009	2010	预测年份 2011E	2012E	2013E	2014E
产品总收入	302.7	432.2	673.4	937.0	1,474.6	2,219.0	3,141.6	4,378.9
产品总成本	208.5	284.5	422.0	550.7	853.6	1,252.7	1,772.1	2,455.9
综合毛利率	31.1%	34.2%	37.3%	41.2%				
油田专用设备收入	94.5	114.2	256.3	418.2	857.3	1,371.7	2,057.6	2,983.5
收入增速		20.8%	124.5%	63.2%	105.0%	60.0%	50.0%	45.0%
收入占比	31.2%	26.4%	38.1%	44.6%	58.1%	61.8%	65.5%	68.1%
成本	56.6	67.4	147.7	254.2	497.3	788.7	1,193.4	1,730.4
成本增速		19.1%	119.2%	72.1%	95.6%	58.6%	51.3%	45.0%
成本占比	27.1%	23.7%	35.0%	46.2%	58.3%	63.0%	67.3%	70.5%
产品毛利率	40.1%	41.0%	42.4%	39.2%	42.0%	42.5%	42.0%	42.0%
油田矿山设备维修改造及配件	199.0	275.3	339.7	342.1	410.5	492.7	591.2	709.4
收入增速		38.4%	23.4%	0.7%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
收入占比	65.7%	63.7%	50.5%	36.5%	27.8%	22.2%	18.8%	16.2%
成本	149.0	201.9	248.9	241.2	287.4	344.9	413.8	496.6
成本增速		35.5%	23.3%	-3.1%	19.1%	20.0%	20.0%	20.0%
成本占比	71.5%	71.0%	59.0%	43.8%	33.7%	27.5%	23.4%	20.2%
产品毛利率	25.1%	26.7%	26.8%	29.5%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
油田工程作业服务收入	8.9	38.8	71.1	170.2	195.7	342.5	479.5	671.2
收入增速		337.3%	83.3%	139.3%	15.0%	75.0%	40.0%	40.0%
收入占比	2.9%	9.0%	10.6%	18.2%	13.3%	15.4%	15.3%	15.3%
成本	3.0	13.3	21.9	53.0	64.6	113.0	158.2	221.5
成本增速		350.8%	64.8%	141.8%	21.8%	75.0%	40.0%	40.0%
成本占比	1.4%	4.7%	5.2%	9.6%	7.6%	9.0%	8.9%	9.0%
产品毛利率	66.7%	65.7%	69.2%	68.8%	67.0%	67.0%	67.0%	67.0%
其他收入	0.4	3.9	6.2	6.5	11.0	12.1	13.3	14.7
收入增速		805.4%	58.0%	4.3%	70.0%	10.0%	10.0%	10.0%
收入占比	0.1%	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%
成本	-	1.9	3.5	2.3	4.4	6.1	6.7	7.3
成本增速			82.1%	-34.6%	94.3%	37.5%	10.0%	10.0%
成本占比	0.0%	0.7%	0.8%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%
产品毛利率	100.0%	51.6%	44.2%	65.0%	60.0%	50.0%	50.0%	50.0%

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-9-30		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	680.5	944.0	1,474.6	2,219.0	3,141.6	成长性					
减: 营业成本	423.0	551.5	853.6	1,252.7	1,772.1	营业收入增长率	54.9%	38.7%	56.2%	50.5%	41.6%
营业税费	6.9	9.4	14.7	22.2	31.4	营业利润增长率	91.8%	54.7%	55.9%	54.3%	43.2%
销售费用	23.7	40.1	61.9	84.3	116.2	净利润增长率	104.4%	57.0%	52.5%	52.7%	42.4%
管理费用	17.1	46.3	69.3	95.4	125.7	EBITDA 增长率	85.2%	39.6%	61.6%	60.4%	43.0%
财务费用	4.2	-25.7	-17.0	4.0	6.0	EBIT 增长率	86.1%	39.4%	63.8%	60.6%	43.3%
资产减值损失	1.6	4.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	95.3%	38.2%	62.3%	58.8%	42.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	56.3%	156.3%	65.5%	51.0%	41.7%
投资和汇兑收益	1.5	0.5	4.0	5.0	6.0	净资产增长率	74.9%	548.8%	14.5%	19.4%	23.1%
营业利润	205.6	318.1	496.0	765.4	1,096.1	利润率					
加: 营业外净收支	9.1	17.8	14.8	14.8	14.8	毛利率	37.8%	41.6%	42.1%	43.5%	43.6%
利润总额	214.7	335.9	510.8	780.2	1,110.9	营业利润率	30.2%	33.7%	33.6%	34.5%	34.9%
减: 所得税	31.8	51.6	76.6	117.0	166.6	净利润率	26.4%	29.9%	29.1%	29.6%	29.8%
净利润	179.6	281.9	429.8	656.5	934.9	EBITDA/营业收入	32.0%	32.2%	33.3%	35.5%	35.9%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	30.8%	31.0%	32.5%	34.7%	35.1%
货币资金	145.7	1,622.0	1,534.1	1,496.1	1,543.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	34	35	36	39	37
应收账款	108.8	243.6	375.7	565.4	800.5	流动营业资本周转天数	61	124	163	171	181
应收票据	15.3	48.2	80.8	121.6	172.1	流动资产周转天数	209	512	586	450	384
预付账款	29.3	69.6	129.4	217.1	341.1	应收账款周转天数	51	60	67	67	69
存货	122.7	260.9	397.6	583.4	825.4	存货周转天数	66	73	80	80	81
其他流动资产	-0.0	20.4	20.4	20.4	20.4	总资产周转天数	256	557	630	493	424
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	108	169	206	214	220
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	5.1	4.5	5.0	5.0	5.0	ROE	52.7%	12.6%	16.8%	21.6%	24.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	34.8%	11.9%	15.7%	20.0%	23.1%
固定资产	82.3	102.2	194.7	280.3	359.1	ROIC	117.7%	104.2%	66.0%	63.3%	59.7%
在建工程	2.7	7.0	6.0	5.4	5.0	费用率					
无形资产	10.4	13.2	12.4	11.7	11.0	销售费用率	3.5%	4.2%	4.2%	3.8%	3.7%
其他非流动资产	3.7	4.9	4.9	4.9	4.9	管理费用率	2.5%	4.9%	4.7%	4.3%	4.0%
资产总额	526.0	2,396.4	2,761.0	3,311.3	4,087.6	财务费用率	0.6%	-2.7%	-1.2%	0.2%	0.2%
短期债务	47.2	8.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	6.6%	6.4%	7.7%	8.3%	7.9%
应付账款	65.6	83.7	128.6	188.8	267.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	34.1%	6.1%	6.7%	7.1%	7.4%
其他流动负债	66.4	54.4	56.5	47.6	35.1	负债权益比	51.7%	6.5%	7.1%	7.7%	8.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.35	15.49	13.78	12.76	12.30
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.67	13.71	11.62	10.28	9.56
负债总额	179.2	146.2	184.1	235.4	301.1	利息保障倍数	49.87	-11.37	-28.18	192.34	183.69
少数股东权益	6.7	4.5	8.8	15.5	24.9	分红指标					
股本	85.8	114.8	229.6	229.6	229.6	DPS(元)	0.15	0.30	0.47	0.71	1.02
留存收益	254.4	2,130.8	2,338.4	2,830.8	3,531.9	分红比率	19.1%	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%
股东权益	346.8	2,250.2	2,576.9	3,075.9	3,786.5	股息收益率	0.2%	0.5%	0.7%	1.1%	1.6%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	182.8	284.2	429.8	656.5	934.9	EPS(元)	0.78	1.23	1.87	2.86	4.07
加: 折旧和摊销	9.2	12.0	12.3	18.8	25.3	BVPS(元)	1.51	9.80	11.22	13.40	16.49
资产减值准备	1.6	4.9	-	-	-	PE(X)	82.5	52.5	34.5	22.6	15.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	42.7	6.6	5.7	4.8	3.9
财务费用	7.9	3.4	0.9	-17.0	4.0	P/FCF	210.0	-102.0	970.1	123.9	54.6
投资收益	-1.5	-0.5	-4.0	-5.0	-6.0	P/S	21.8	15.7	10.0	6.7	4.7
少数股东损益	3.2	2.3	4.3	6.6	9.4	EV/EBITDA	25.0	19.1	27.1	16.9	11.8
营运资金的变动	-50.0	-366.8	-314.3	-452.7	-585.9	CAGR(%)	53.7%	49.2%	47.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	145.5	-44.8	111.2	228.2	383.7	PEG	1.5	1.1	0.7	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-32.3	-62.1	-99.6	-98.1	-97.1	ROIC/WACC	11.8	10.4	6.6	6.3	6.0
融资活动产生现金流量	-89.9	1,591.6	-88.5	-168.1	-239.7	REP	1.9	0.9	1.9	1.3	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034