

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

海外订单预期兑现, 品牌效应大于实际业绩

事件描述

杰瑞股份 2011 年 10 月 6 日中标幼发拉底石油公司 (系壳牌叙利亚油气开发公司 (SSPD) 与叙利亚国家石油公司成立的合资公司) 井下作业项目, 开始日期为 2012 年 2 月 17 日, 作业时间为三年, 合计金额约为 922 万欧元 (约合人民币 7888.80 万元)。

- 此次中标是公司连续油管、液氮泵送服务实力的体现。中标的井下作业服务项目主体作业为连续油管服务, 还包括液氮服务和泵送服务。
- 此次中标影响 2012 年业绩, 品牌效应大于实际影响。此次中标总金额约合人民币 7888.80 万元, 作业时间 3 年, 开始日期为 2012 年 2 月 17 日。尽管对 12 年收入影响低于 3000 万, 但公司交易对方为幼发拉底石油公司。油田开发作业者为壳牌叙利亚油气开发公司, 能够得到壳牌和叙利亚国家石油公司的认可为公司后续竞标成功奠定了良好的品牌效应。
- 公司订单饱满, 新业务开拓顺利, 高成长有保障;

假设渤海湾漏油事件影响公司 2011 年 EPS 0.15-0.20 元, 预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.82、2.54 和 3.82 元, 对应 PE 分别为 35.2、25.2 和 16.7 倍。公司业务结构合理, 管理水平高, 研发能力强, 具有良好的成长性, 考虑到公司海外业务有较大超预期可能, 给予推荐评级;

事件评论

第一, 公司首次海外中标连续油管服务项目, 彰显公司实力

公司依靠自身设备制造优势, 加速服务板块布局。目前已经形成了钻采服务 (主要为固井, 现拓展连续油管服务)、增产服务 (压裂、酸化、径向井、液氮服务) 和环保服务 (岩屑回注、固液分离、调剖堵水) 三大板块。

表 8: 公司主要服务项目

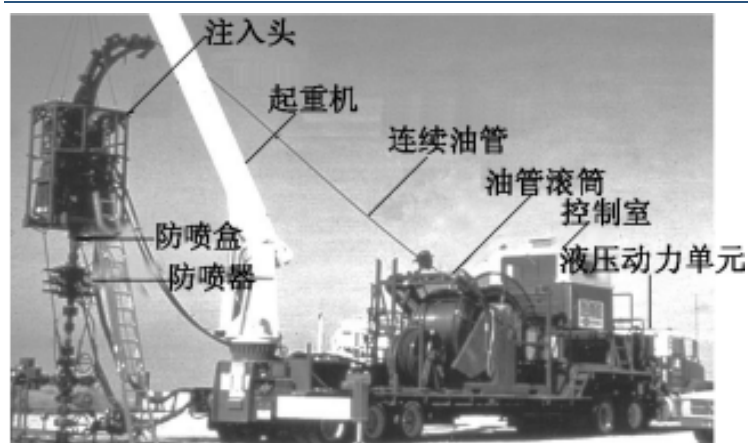
类别	服务	起始年份	主要地区	功能
钻完井服务	固井服务	2010	巴布亚新几内亚 哈萨克、中东地区	固定和保护套管, 保护高压油气层以防止井喷事故, 分隔严重漏失层
	连续油管服务	2011	国内、海外	修井、老井重钻加深、小井眼水平钻井、欠平衡钻井、气举完井、过油管防砂作业等
增产服务	压裂服务	2011	国内煤层气	利用高压大排量具有一定粘度的液体挤入油层, 使油层形成裂缝后加入支撑

		页岩气开采	剂填充裂缝，增加油层渗透率	
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

公司连续油管服务基于自制连续油管机，是服务和设备能力的双重体现。连续油管机以其节省时间效率高而广泛应用于钻井、完井、试油、采油、修井和集输等各个作业领域，是公司 2011 年新开发的产品。目前已获得多台订单，并在国内开展连续油管服务，此次海外中标进一步展现了公司的服务能力，为未来进一步开拓奠定了基础。

图 39：连续油管机示意图



资料来源：长江证券研究所

此次中标影响 2012 年业绩，品牌效应大于实际影响。此次中标的井下作业服务项目主体作业为连续油管服务还包括液氮服务和泵送服务，总金额约合人民币 7888.80 万元，作业时间 3 年，开始日期为 2012 年 2 月 17 日。尽管对 12 年收入影响低于 3000 万，但公司交易对方为幼发拉底石油公司。油田开发作业者为壳牌叙利亚油气开发公司，能够得到壳牌和叙利亚国家石油公司的认可为公司后续竞标成功奠定了良好的品牌效应。

第二，渤海湾漏油事件影响短期业绩，不影响长期估值

- **漏油原因与岩屑回注无关。**漏油的原因应该是二次采油时注水增压出现失误，与公司所从事的岩屑回注无关，不影响未来岩屑回注业务的发展；
- **影响今年业绩 0.15-0.20 元左右。**目前 19-3 油田全部停产，公司有业务的有 7 个平台，原来每个平台单月有 200 万左右收入，目前只有基本收入 100 万左右，但是人员设备支出变化不大，因此合计单月损失净利润约 700 万，每月影响 EPS 3 分钱，中海油消息称争取两个月内逐步复产，预计三季度全部受影响，四季度仍受 1-2 月影响，

我们预计影响 EPS 0.15-0.20 元左右；

- **不会影响明年业绩：**中海油与康菲石油在 19-3 油田的合作为长期合同，不会因为此次事故终止。漏油基本不会影响明年的业绩；

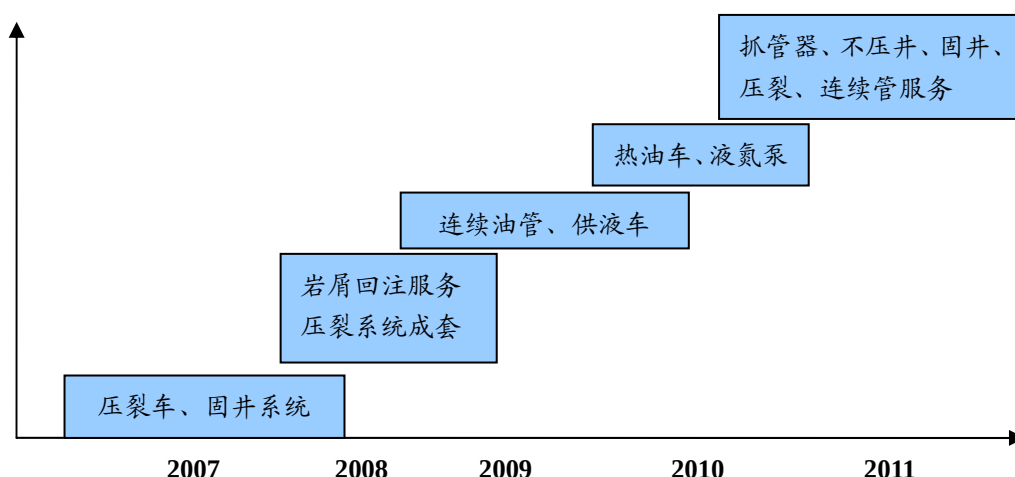
第三， 公司订单饱满，新业务不断开拓

下半年的国内订单好于上半年，国外订单与上半年基本持平。国内订单较好可能与煤层气页岩气压裂能力储备有关，全球压裂设备生产能力不足，因此中石油、中石化和一些民营公司看好煤层气和页岩气的开发前景，提前储备压裂能力，预计今年北美的压裂能力可以达到 1000 万水马力，而国内仅有 80-100 万水马力，空间很大；国外与上半年差不多，7 月份有 10 台连续油管机的出口订单。

公司新业务不断开拓，确保高增长。在固井、压裂、岩屑回注服务的基础上，公司加大开拓包括煤层气压裂、径向井、连续油管和抓管器等在内的新业务。

- 煤层气压裂：上半年在晋城压了 6 口井，包括两口实验井；
- 径向井：9 月份开始在辽河油田开展；
- 连续油管和岩屑回注：在国内外积极投标，过了技术评估阶段；
- 抓管器：第一台正在调试中；

图 46：公司新业务



资料来源：长江证券研究部

第四， 给予国内公司推荐评级

假设渤海湾漏油事件影响公司 2011 年 EPS 0.15-0.20 元，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.82、2.54 和 3.82 元，对应 PE 分别为 35.2、25.2 和 16.7 倍。考虑到公司海外业务有较大超预期可能，给予公司推荐评级。

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	858	908	1240
营业成本	551	902	1293	1706	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	392	604	866	1294	应收账款	244	389	557	774
% 营业收入	41.6%	40.1%	40.1%	43.1%	存货	261	427	612	807
营业税金及附加	9	15	21	30	预付账款	70	114	163	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	1897	2398	3255
% 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	477	673	1022	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	33.7%	31.6%	31.2%	34.1%	资产总计	2396	2741	3339	4200
营业外收支	18	18	18	18	短期贷款	8	0	0	0
利润总额	336	494	691	1040	应付款项	79	129	184	243
% 营业收入	35.6%	32.8%	32.0%	34.7%	预收账款	51	82	118	163
所得税费用	52	74	104	156	应付职工薪酬	10	17	24	32
净利润	284	420	587	884	应交税费	-7	-11	-15	-23
归属于母公司所有者					其他流动负债	5	9	12	16
的净利润	281.9	416.9	582.1	876.9	流动负债合计	146	225	323	432
少数股东损益	2	3	5	7	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	1.23	1.82	2.54	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	125	278	522	负债合计	146	225	323	432
取得投资收益	3	0	0	0	归属于母公司	2246	2508	3003	3748
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	2516	3016	3768
固定资产投资	-61	-718	-150	-69	负债及股东权益	2396	2741	3339	4200
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	1.815	2.535	3.819
股权融资	1701	-92	0	0	BVPS	9.78	10.92	13.08	16.32
银行贷款增加（减少）	-26	-8	0	0	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	72	-50	-78	-121	PEG	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-156	0	0	0	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	1592	-150	-78	-121	EV/EBITDA	-5.30	-1.72	-1.24	-1.13
现金净流量	1485	-764	50	332	ROE	12.6%	16.6%	19.4%	23.4%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券分析师

窦金虎，上海交通大学机械工程及自动化学士、管理科学与工程硕士，长江证券从事机械行业研究，覆盖煤炭机械、石油装备和机床行业

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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。