

公司研究/动态点评

2017年04月18日

机械设备/专用设备 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 19.61
合理价格区间(元): 23.40~26.00

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

肖群稀 执业证书编号: S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

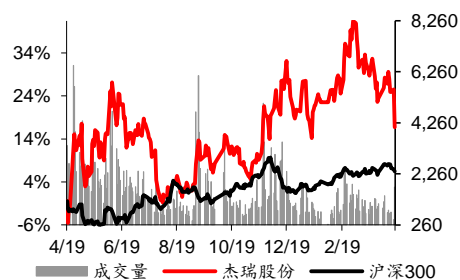
王宗超 执业证书编号: S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

金榜 021-28972092
联系人 jinbang@htsc.com

相关研究

- 1《杰瑞股份(002353,买入): 行业触底反弹, 龙头重归成长》2017.04
- 2《杰瑞股份(002353,买入): 油气装备产业静待“压力测试”完成》2017.03
- 3《杰瑞股份(002353,买入): 为什么我们现在强推油服及装备行业》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

行业基本面向好, 调整是压力测试

杰瑞股份(002353)

逻辑再梳理: 看好杰瑞股份的前景, 油价下跌是对其股价的“压力测试”

1) 过去3年行业低谷阶段做大量战略布局, 装备技术和项目管理具备核心竞争力, 目标打造国内民营最强、市值最大的油气整体方案解决提供商。从战略布局的高度和力度来看, 是国内民营企业佼佼者。2) EPC业务快速步入收获期, 订单拐点或于2017年第二季度开始惊艳亮相。潜在订单规模较大, 持续性较好。3) 受益国际装备产能向中国转移、中国“一带一路”能源战略这两大趋势, 通过模式创新、走向国际, 实现设备及工程总包业务的超常规发展。我们认为油价下跌对股价的“压力测试”完成后, 伴随订单落地将迎来新一轮上涨。

油气装备及服务行业正进入新一轮向上周期, 杰瑞在分化中料将脱颖而出

我们认为, 目前全球石油供求正向动态平衡好转, 油气装备产业正处于一个新向上周期的开端, 持续时间或2-3年以上。50美金是资本开支的临界点, 2017年预计增幅或保持10-20%区间内, 投资向上拐点逐渐显现。同时, 这将是一轮不一样的向上周期, 行业或将出现大分化: 优秀民营企业将遇到前所未有的机遇, 发展速度会超过大家的想象。具备核心技术优势的油服和装备类企业会在这一轮新周期中具备较大的弹性。杰瑞作为行业领先企业, 已率先获得大量订单, 2017年第二季度是业绩向上拐点。

各项减值准备计提充分, 夯实2017年盈利兑现基础

2016年计提各项资产减值准备合计1.25亿元, 其中应收账款减值损失约0.78亿元, 占比约62.4%。随着2017年以来存量设备租赁、新订单的持续向好, 净利润回升的基础扎实。

优化海外布局, 推动国际业务能力升级

公司近年来加强海外销售网络建设, 将全球划分为北美、拉美、欧洲非洲、中东、俄罗斯中亚、亚太区六个区域团队, 目前超过300人。2016年实现海外收入12.78亿元, 同比上涨54.26%, 占比上升至45%。

考虑到公司布局良好、执行力强, 维持“买入”评级

预计2017-19年营业收入分别为36.44、68.80和99.82亿元, 净利润分别为4.97、9.68和14.86亿元, 维持“买入”评级。

风险提示: 油价再次跌回低位; 订单执行、项目建设、新业务拓展不达预期。

公司基本资料

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(百万股) | 957.85 |
| 流通A股(百万股) | 671.56 |
| 52周内股价区间(元) | 15.91-23.75 |
| 总市值(百万元) | 18,784 |
| 总资产(百万元) | 10,059 |
| 每股净资产(元) | 8.20 |

资料来源: 公司公告

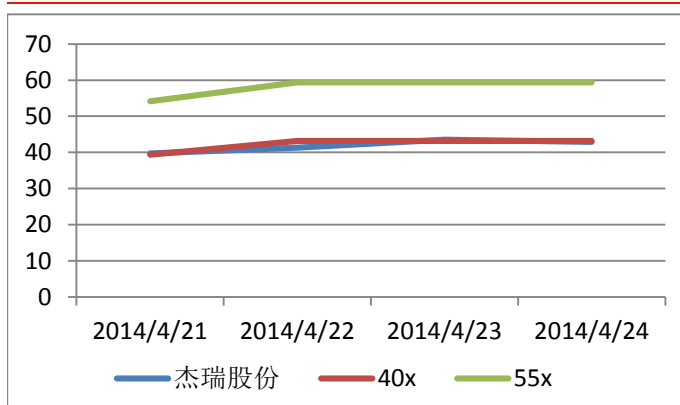
经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|---------|---------|--------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,827 | 2,834 | 3,644 | 6,880 | 9,982 |
| +/-% | (36.63) | 0.26 | 28.59 | 88.80 | 45.09 |
| 净利润(百万元) | 144.77 | 120.67 | 497.12 | 968.00 | 1,486 |
| +/-% | (87.94) | (16.65) | 311.95 | 94.72 | 53.56 |
| EPS(元) | 0.15 | 0.13 | 0.52 | 1.01 | 1.55 |
| PE(倍) | 129.74 | 155.65 | 37.79 | 19.40 | 12.64 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

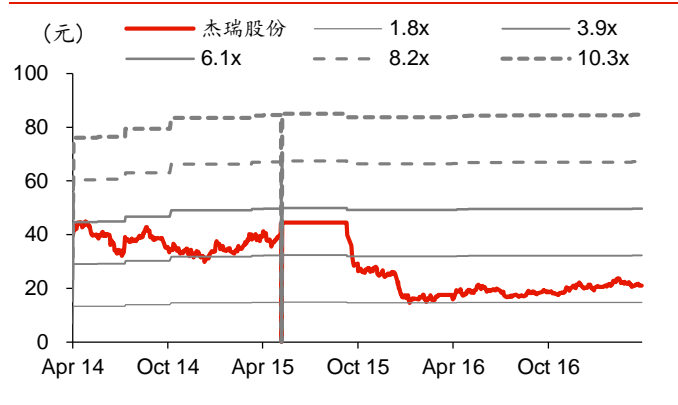
PE/PB - Bands

图表1: 杰瑞股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 杰瑞股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 7,557 | 7,348 | 8,013 | 9,686 | 11,957 |
| 现金 | 1,833 | 1,388 | 4,420 | 3,007 | 2,266 |
| 应收账款 | 1,833 | 1,723 | 2,272 | 4,263 | 6,157 |
| 其他应收账款 | 72.57 | 47.62 | 74.32 | 135.74 | 207.88 |
| 预付账款 | 195.47 | 149.36 | 199.24 | 338.11 | 513.83 |
| 存货 | 2,180 | 1,860 | 670.91 | 1,243 | 1,803 |
| 其他流动资产 | 1,443 | 2,181 | 376.20 | 699.80 | 1,010 |
| 非流动资产 | 2,836 | 2,710 | 2,048 | 1,900 | 1,752 |
| 长期投资 | 38.97 | 19.43 | 19.43 | 19.43 | 19.43 |
| 固定投资 | 1,722 | 1,664 | 1,600 | 1,492 | 1,362 |
| 无形资产 | 268.67 | 313.94 | 307.94 | 303.94 | 304.94 |
| 其他非流动资产 | 806.48 | 713.33 | 120.38 | 83.78 | 65.42 |
| 资产总计 | 10,393 | 10,059 | 10,060 | 11,585 | 13,709 |
| 流动负债 | 2,074 | 1,507 | 1,252 | 1,951 | 2,881 |
| 短期借款 | 586.07 | 369.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 567.02 | 590.27 | 344.36 | 639.84 | 928.33 |
| 其他流动负债 | 920.96 | 547.33 | 907.84 | 1,311 | 1,953 |
| 非流动负债 | 293.83 | 486.86 | 271.81 | 275.03 | 276.09 |
| 长期借款 | 234.07 | 226.19 | 226.19 | 226.19 | 226.19 |
| 其他非流动负债 | 59.76 | 260.67 | 45.63 | 48.84 | 49.90 |
| 负债合计 | 2,368 | 1,994 | 1,524 | 2,226 | 3,157 |
| 少数股东权益 | 232.01 | 209.98 | 222.43 | 235.43 | 248.43 |
| 股本 | 957.85 | 957.85 | 957.85 | 957.85 | 957.85 |
| 资本公积 | 3,698 | 3,701 | 3,701 | 3,701 | 3,701 |
| 留存公积 | 3,237 | 3,329 | 3,655 | 4,465 | 5,645 |
| 归属母公司股 | 7,793 | 7,855 | 8,314 | 9,124 | 10,303 |
| 负债和股东权益 | 10,393 | 10,059 | 10,060 | 11,585 | 13,709 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 68.97 | 346.41 | 2,967 | (1,318) | (485.41) |
| 净利润 | 144.62 | 119.90 | 509.57 | 981.00 | 1,499 |
| 折旧摊销 | 177.07 | 255.29 | 169.50 | 176.86 | 180.66 |
| 财务费用 | 16.78 | (103.58) | (4.16) | (26.05) | (15.28) |
| 投资损失 | (59.29) | (59.03) | (70.00) | (65.00) | (70.00) |
| 营运资金变动 | (381.57) | (92.86) | 2,371 | (2,692) | (2,389) |
| 其他经营现金 | 171.36 | 226.68 | (8.35) | 307.30 | 308.97 |
| 投资活动现金 | (496.55) | (759.61) | 469.22 | 36.08 | 37.07 |
| 资本支出 | 469.93 | 144.63 | (344.30) | 23.80 | 23.80 |
| 长期投资 | (125.34) | 1.82 | (58.04) | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | (151.96) | (613.16) | 66.88 | 59.88 | 60.87 |
| 筹资活动现金 | (192.19) | (33.22) | (404.26) | (131.78) | (292.06) |
| 短期借款 | (120.70) | (216.73) | (369.34) | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 234.07 | (7.88) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | (2.03) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | (67.46) | 2.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (236.07) | 188.80 | (34.92) | (131.78) | (292.06) |
| 现金净增加额 | (618.57) | (390.15) | 3,032 | (1,414) | (740.40) |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|----------|--------|---------|---------|
| 营业收入 | 2,827 | 2,834 | 3,644 | 6,880 | 9,982 |
| 营业成本 | 1,920 | 2,082 | 2,296 | 4,266 | 6,189 |
| 营业税金及附加 | 32.71 | 40.59 | 52.19 | 98.54 | 142.97 |
| 营业费用 | 245.14 | 275.06 | 302.45 | 550.40 | 798.56 |
| 管理费用 | 395.97 | 371.41 | 495.58 | 894.40 | 1,198 |
| 财务费用 | 16.78 | (103.58) | (4.16) | (26.05) | (15.28) |
| 资产减值损失 | 125.55 | 124.94 | 20.00 | 25.00 | 25.00 |
| 公允价值变动收益 | (6.29) | (2.68) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 59.29 | 59.03 | 70.00 | 65.00 | 70.00 |
| 营业利润 | 143.85 | 99.91 | 552.22 | 1,137 | 1,714 |
| 营业外收入 | 48.77 | 59.02 | 50.00 | 20.00 | 60.00 |
| 营业外支出 | 3.68 | 1.89 | 2.73 | 3.00 | 10.00 |
| 利润总额 | 188.94 | 157.04 | 599.49 | 1,154 | 1,764 |
| 所得税 | 44.32 | 37.14 | 89.92 | 173.12 | 264.61 |
| 净利润 | 144.62 | 119.90 | 509.57 | 981.00 | 1,499 |
| 少数股东损益 | (0.16) | (0.78) | 12.45 | 13.00 | 13.00 |
| 归属母公司净利润 | 144.77 | 120.67 | 497.12 | 968.00 | 1,486 |
| EBITDA (倍) | 337.71 | 251.63 | 717.55 | 1,288 | 1,879 |
| EPS (元) | 0.15 | 0.13 | 0.52 | 1.01 | 1.55 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | (36.63) | 0.26 | 28.59 | 88.80 | 45.09 |
| 营业利润 | (89.68) | (30.55) | 452.72 | 105.92 | 50.74 |
| 归属母公司净利润 | (87.94) | (16.65) | 311.95 | 94.72 | 53.56 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 32.09 | 26.54 | 37.00 | 38.00 | 38.00 |
| 净利率 | 5.12 | 4.26 | 13.64 | 14.07 | 14.89 |
| ROE | 1.86 | 1.54 | 5.98 | 10.61 | 14.43 |
| ROIC | 1.82 | (0.04) | 10.69 | 14.32 | 16.93 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 22.78 | 19.82 | 15.15 | 19.21 | 23.03 |
| 净负债比率 (%) | 34.64 | 29.87 | 14.84 | 10.16 | 7.16 |
| 流动比率 | 3.64 | 4.88 | 6.40 | 4.96 | 4.15 |
| 速动比率 | 2.57 | 3.60 | 5.85 | 4.31 | 3.51 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.26 | 0.28 | 0.36 | 0.64 | 0.79 |
| 应收账款周转率 | 1.32 | 1.38 | 1.59 | 1.87 | 1.69 |
| 应付账款周转率 | 2.47 | 3.60 | 4.91 | 8.67 | 7.89 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.15 | 0.13 | 0.52 | 1.01 | 1.55 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.07 | 0.36 | 3.10 | (1.38) | (0.51) |
| 每股净资产(最新摊薄) | 8.14 | 8.20 | 8.68 | 9.53 | 10.76 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 129.74 | 155.65 | 37.79 | 19.40 | 12.64 |
| PB (倍) | 2.41 | 2.39 | 2.26 | 2.06 | 1.82 |
| EV_EBITDA (倍) | 53.63 | 71.98 | 25.24 | 14.06 | 9.64 |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com