

2019H1 业绩同比+169%，单季度净利率创五年来最好水平

买入 (维持)

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,597	7,314	8,950	10,358
同比 (%)	44	59	22	16
归母净利润 (百万元)	615	1204	1608	2090
同比 (%)	808	96	34	30
每股收益 (元/股)	0.64	1.26	1.68	2.18
P/E (倍)	41	21	16	12

投资要点

■ 2019H1 业绩同比+168.61%，单季度净利率创 5 年来最好水平：

2019H1，公司共实现营收 25.78 亿元，同比+49.07%；归母净利润为 5.00 亿元，同比+168.61%，扣非归母净利润 4.7 亿元，同比+166.56%。接近业绩预告上限，主要系行业持续高景气，各板块毛利率显著回升所致。2019Q2 公司净利率水平创 2014Q4 以来最好水平，达 25.20%。业绩持续高增长，盈利能力不断提升。

■ 毛利率显著回升，规模效应体现、期间费用控制良好：

2019H1 公司综合毛利率 34.83%，同比+7.76pct，毛利率显著回升。其中，油气装备制造及技术服务毛利率达 36.03%，同比+8.91pct；维修改造业务毛利率达 31.36%，同比+1.93pct。期间费用方面，公司销售费用率 6.49%，同比-2.33pct；管理费用率 4.63%，同比-2.30pct；研发费用率 3.29%，同比+1.33pct；财务费用率-0.37%，同比-1.25pct，主要系去年同期产生的汇兑损失较高，而本期产生了汇兑收益所致；期间费用合计占比 14.03%，同比-4.54pct，期间费用控制良好，规模效应逐步体现。

■ 采购增产力度不减，经营活动现金流有所吃紧：

2019H1 公司经营活动产生的现金流量净额为-9.13 亿元，同比大幅下滑，主要系公司扩大生产、储备原材料所致。此外，公司国内主要客户为三大油公司及其下属子公司。其确认收货流程复杂，付款审批程序比较严格，实际确认收入、执行付款周期长，也是公司经营现金流净额较少的原因。由于现金流有所吃紧，公司短期借款较去年年底增加 5.76 亿元，目前公司在手货币资金 17.12 亿元，仍保持较好的经营流动性。而 2019Q1、Q2 连续增加的存货数量也验证了公司大幅采购增产的力度。

■ 持续看好公司高投资价值，重申三点超预期因素：

公司作为国内压裂设备龙头，在国内油服行业迎景气度拐点的大背景下具备高投资价值。重申三点超预期因素：1) 公司经营受油价影响较小。公司以非常规气开发，尤其是页岩气开发为主要业绩来源。国内页岩气开发受政策及经济性驱动，因此公司业绩受油价波动影响小。2) 页岩气开发持续性强。近期补贴政策的延长叠加技术进步带来的页岩气开采成本的进一步下降，验证了我们一直以来的观点，2020 年后页岩气开发仍具有可持续性。3) 油服业务高增长有望成为公司业绩新增长极。公司油服业务起步较晚，但随着技术进步及规模效应体现，油服业务在四川等地区增长显著，有望为业绩贡献新增量。

■ 盈利预测与投资评级：在能源保供的大背景下，国内油服行业有望持续高景气。基于公司量价齐升逻辑持续兑现，预计公司 2019-21 年归母净利润 12.04 亿、16.08 亿、20.90 亿元，对应 PE21、16、12 倍，给予目标价 31.42 元，对应 2019 年 25 倍 PE，维持“买入”评级。

■ 风险提示：油价波动风险；汇率变动风险；市场推广不及预期

2019 年 08 月 04 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 倪正洋

执业证号：S0600518070003

021-60199793

nizhy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.28
一年最低/最高价	14.62/27.53
市净率(倍)	2.84
流通 A 股市值(百万元)	17503.26

基础数据

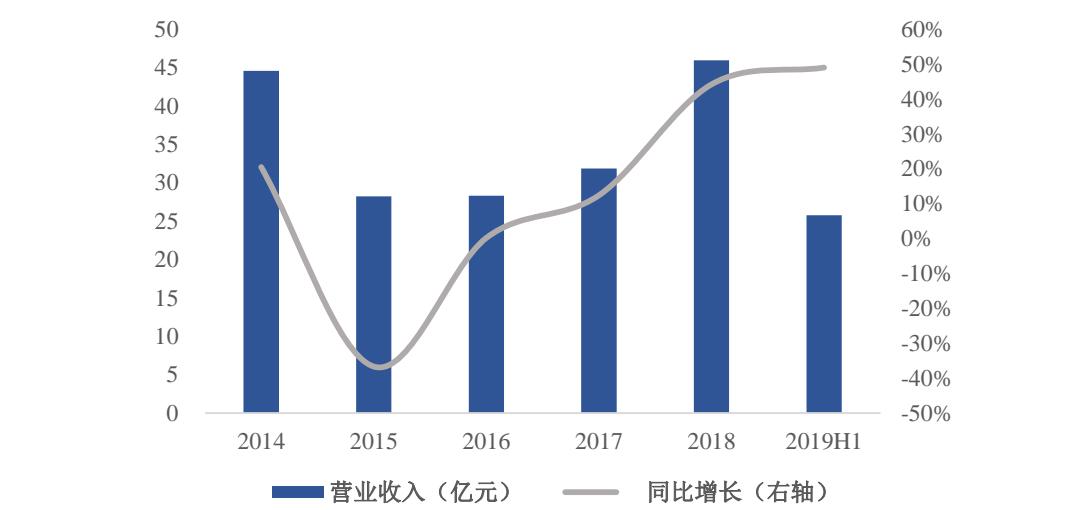
每股净资产(元)	9.25
资产负债率(%)	31.64
总股本(百万股)	957.85
流通 A 股(百万股)	666.03

相关研究

- 《杰瑞股份 (002353)：19H1 业绩预增 150%至 180%，高增长持续超预期》2019-07-07
- 《杰瑞股份 (002353)：19Q1 业绩同比+225%，扩大采购助力业绩持续高增速》2019-04-26
- 《杰瑞股份 (002353)：推出全球首个电驱压裂装备，斩获海外亿元服务大单》2019-04-23

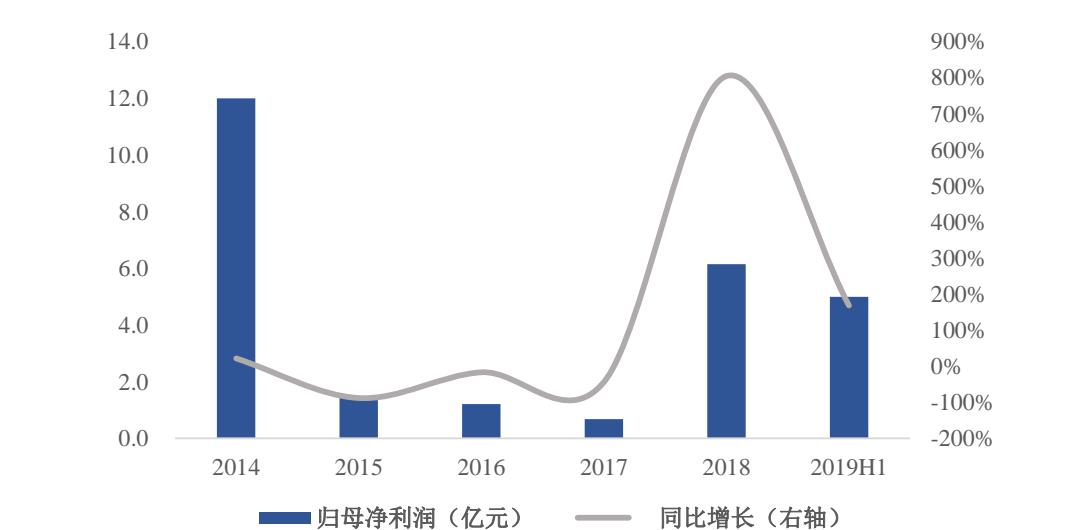
2019H1 业绩同比+168.61%，扣非归母净利润同比+166.56%：2019H1，公司共实现营收 25.78 亿元，同比+49.07%；归母净利润为 5.00 亿元，同比+168.61%，扣非归母净利润 4.7 亿元，同比+166.56%。接近业绩预告上限，主要系行业持续高景气，钻完井设备等核心板块毛利率显著回升所致。分产品而言，油气装备制造及技术服务实现营收 18.71 亿元，同比+51.79%，占公司总营收的 72.57%；维修改造与配件销售实现营收 5.34 亿元，同比+45.07%，占公司总营收的 20.70%。值得一提的，2019Q2 公司净利率水平创 2014Q4 以来最好水平，达 25.20%。业绩持续高增长，盈利能力不断提升。

图 1：2019H1 公司实现营收 25.78 亿元，同比+49.07%



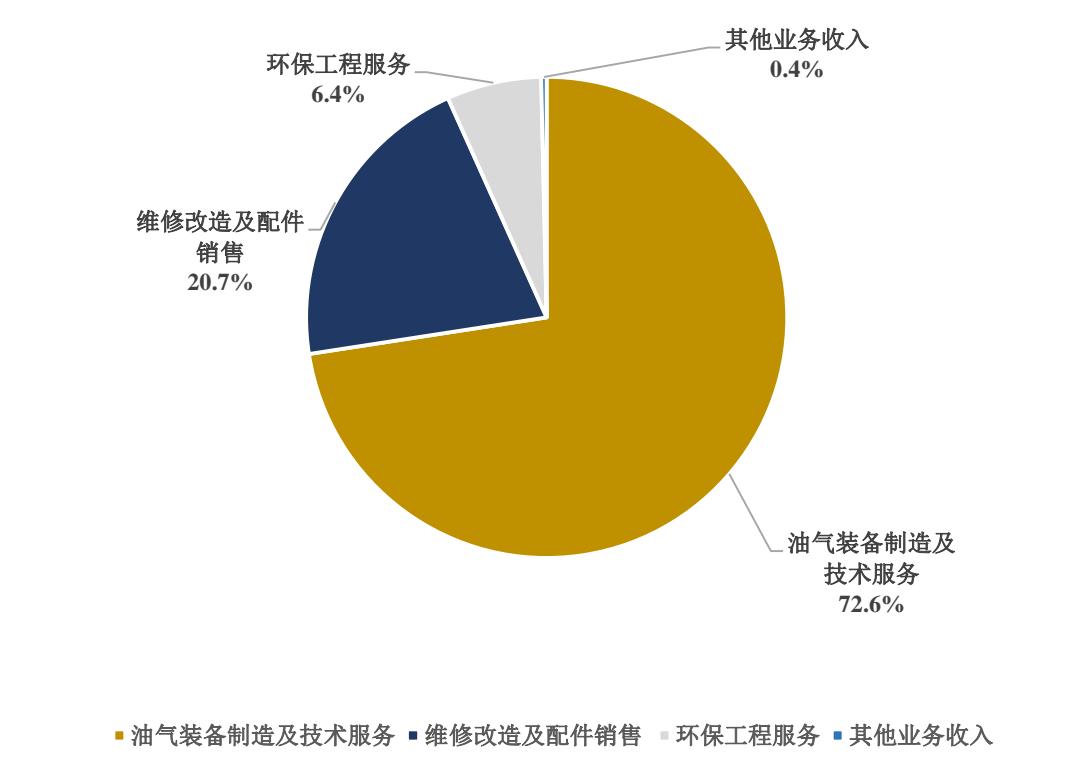
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：2019H1 公司实现归母净利润为 5.00 亿元，同比+168.61%



数据来源：wind，东吴证券研究所

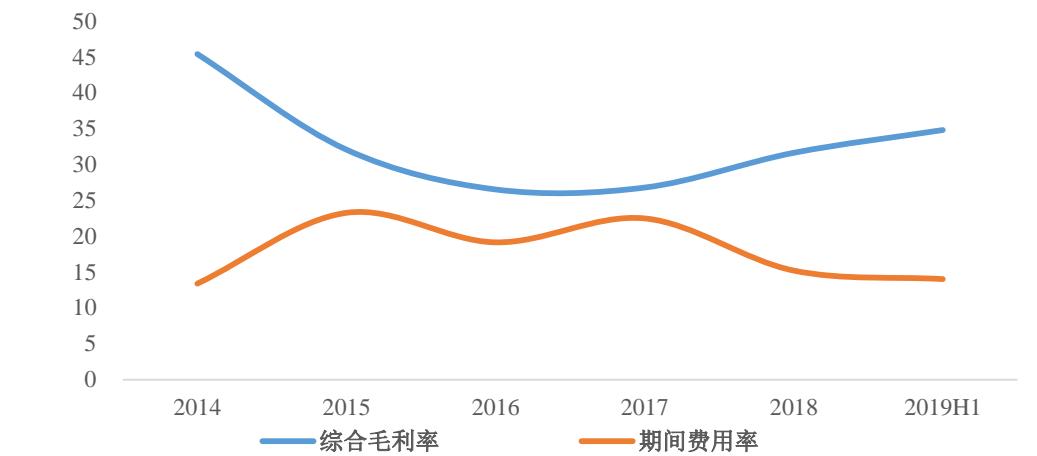
图 3：2019H1 油气装备制造及技术服务占比达 73%



数据来源：wind，东吴证券研究所

毛利率显著回升，期间费用控制良好。2019H1 公司综合毛利率 34.83%，同比+7.76pct，毛利率显著回升。其中，油气装备制造及技术服务毛利率达 36.03%，同比+8.91pct；维修改造及配件销售毛利率达 31.36%，同比+1.93pct。期间费用方面，公司销售费用率 6.49%，同比-2.33pct；管理费用率 4.63%，同比-2.30pct；研发费用率 3.29%，同比+1.33pct，主要系业绩回升、业务量增加，公司加大项目研发投入所致；财务费用率-0.37%，同比-1.25pct，主要系去年同期外币货币性项目产生的汇兑损失较高，本期外币货币性项目产生的汇兑收益所致；期间费用合计占比 14.03%，同比-4.54pct，期间费用控制良好。

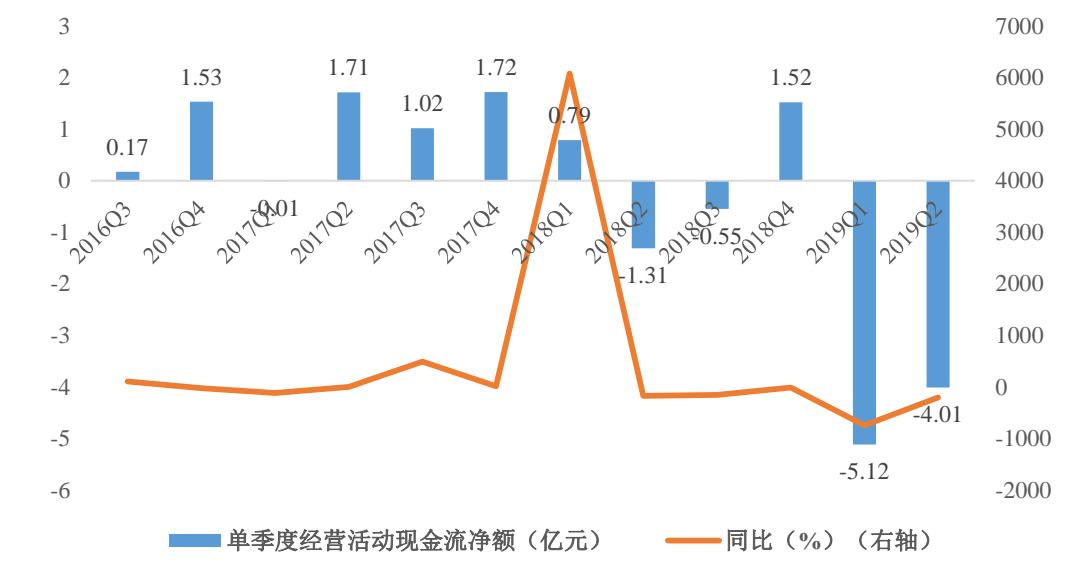
图 4：毛利率显著回升，期间费用控制良好（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

采购增产力度不减，经营活动现金流有所吃紧。2019H1 公司经营活动产生的现金流量净额为-9.13亿元，同比大幅下滑，主要系公司扩大生产、储备原材料所致。此外，公司国内主要客户为三大油公司及其下属子公司，其确认收货流程复杂，付款审批程序比较严格，实际确认收入、执行付款周期长，也是公司经营活动现金流较少的原因。单季度来看，2019Q1 经营活动产生的现金流量净额为-5.12亿元，2019Q2 经营活动产生的现金流量净额为-4.01亿元，已有所改善。公司将采取多种方式改善经营现金流量紧张情况，预计下半年会有好转。分项来看，2019Q2 公司购买商品、接受劳务支付的现金为 13.33 亿元，同比+97.00%，环比+9.62%；支付给职工以及为职工支付的现金为 2.35 亿元，同比+38.79%，环比+53.15%。在 2019Q1 公司大幅增产采购的基础上，公司扩产力度不减，高增长有望持续。

图 5：公司扩大生产、储备原材料，经营活动现金流近两个季度有所吃紧



数据来源：wind，东吴证券研究所

经营活动现金流吃紧情况下短期借款有所增加，存货数量增加验证公司大幅采购增产力度。截止 2019 年 6 月 30 日，公司资产负债率达 31.64%，同比+8.01pct，主要系短期借款、应付票据及应付账款增加所致。短期借款来看，公司较去年年底增加短期借款 5.76 亿元，达 11.57 亿元，增加的短期借款结构来看，主要以信用借款为主，体现了公司较高的信用评级。而短期借款的近两个季度的增加，主要系公司经营活动现金流有所吃紧所致。公司目前拥有货币资金 17.12 亿元，仍保持较好的经营流动性。应付账款来看，公司较去年年底增加应付账款 4.26 亿元，达 20.42 亿元。其中，1 年内应付账款占比较高，达 12.00 亿元。验证了公司扩产采购大量原材料，储备电驱压裂成套设备所需部件的力度。而近两个季度公司存货的不断增加也印证了这一点。存货来看，公司存货连续两个季度大幅增加，达 35.71 亿元，较去年年底增加 13.13 亿元，同比+92.89%，存货周转天数达 312.17 天，同比+27.14%。

图 6：公司存货连续两个季度大幅增加，同比+92.89%



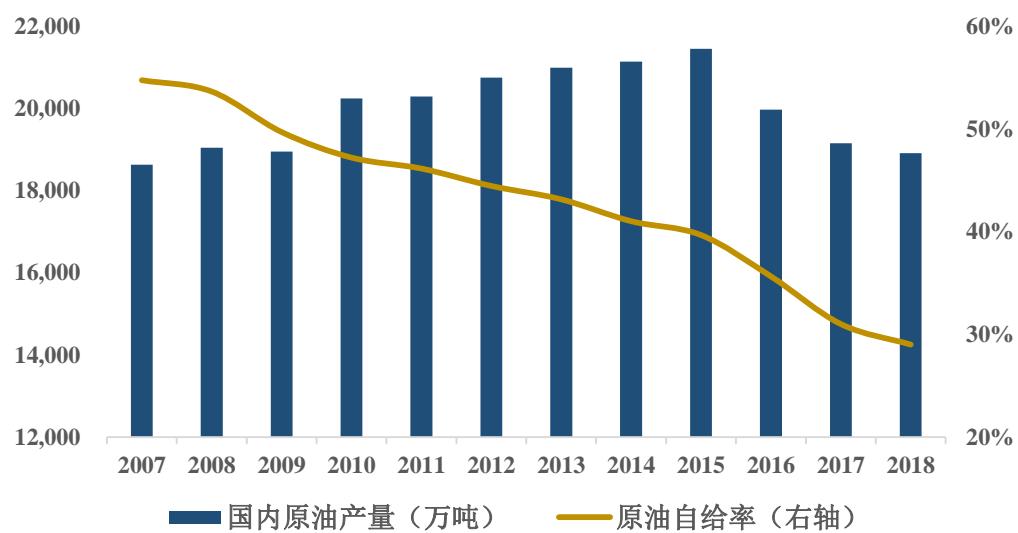
数据来源：wind，东吴证券研究所

预期差 1：公司经营受油价影响较小。市场普遍认为，油服股的业绩与油价有较强的相关性。但我们认为，公司以非常规气开发，尤其是页岩气开发为主要业绩来源。页岩气的开发一方面基于国家能源保供的需求，而由于国内能源安全日益重要，因此对页岩气等非常规气的政策支持具有持续性；另一方面，与进口管道气、进口 LNG 等进行对比，页岩气已经具备一定经济性，因此，页岩气开发逐渐具备自发性。因此，我们认为，公司业绩受油价波动影响小。

预期差 2：页岩气开发持续性强。市场对页岩气在 2020 年之后开发持续性有一定分歧。我们认为，油气自给率低，对能源安全、外汇等造成较大压力，对油气的政策支持将具有持续，近期对非常规气补贴时间的延长也验证我们的判断。另一方面，随着技术进步，产量提升，页岩气开发的经济性逐渐体现，经济性带来的自发开采意愿将增强，而我国页岩气资源丰富，预计行业将持续高增长。

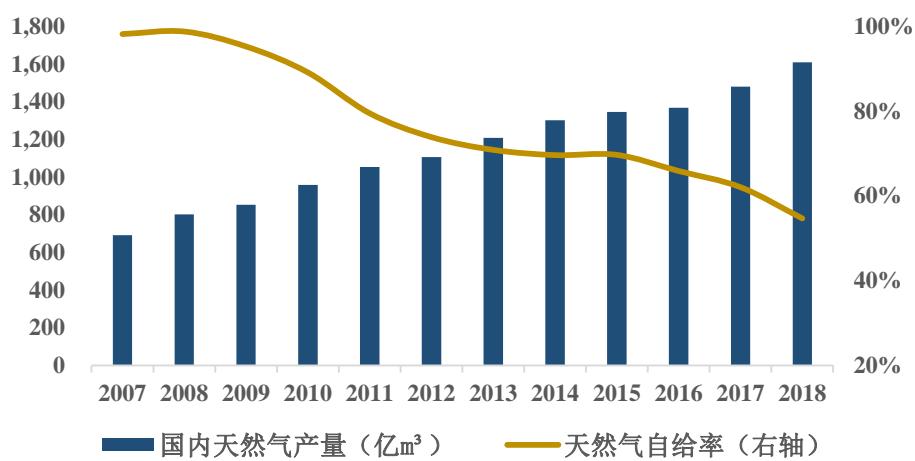
预期差 3：油服业务高增长有望成为公司业绩新增长极。公司油服业务起步较晚且初期毛利率较低，市场普遍认为公司业绩增量来自于设备，对油服业务盈利能力预期较低。但 2019 年以来，公司油服作业队伍持续在四川等地区突破技术进步，另外，规模效应也逐渐体现，有望带来国内油服板块盈利能力的显著提升。我们预计，油服业务有望成为公司新的业绩增长极。

图 7：国内原油自给化率逐年降低



数据来源：wind, 东吴证券研究所

图 8：国内天然气自给率也在快速下降



数据来源：wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：

公司是国内压裂设备龙头，在能源保供的大背景下，国内油服行业有望持续高景气。基于公司量价齐升逻辑持续兑现，预计公司 2019-21 年归母净利润 12.04 亿、16.08 亿、20.90 亿元，对应 PE21、16、12 倍，给予目标价 31.42 元，对应 2019 年 25 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：

油价波动风险：油价对于油服类企业影响重大。主要因为，油价的波动导致油公司利润波动，继而影响其资本开支情况，因而影响油服公司的作业量、以及利润情况。若油价大幅波动，甚至跌至成本线以下，则对于公司盈利能力将造成不利影响。虽然油公司成本下降，对油价的敏感度有所减弱，但油价的大幅波动还是会对油公司资本开支有一定影响。

汇率变动风险：公司海外业务稳健发展，2018 年海外业务占公司总收入 43%。若汇率变动，尤其是美元兑人民币波动较大，对公司业绩将产生较大影响。

市场推广不及预期：公司通过技术进步，不断推出新产品。预计 2019 年新推出电驱系列产品将有较好的市场反响。若新产品推广不及预期，将会对公司经营造成一定影

杰瑞股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	8979.7	12150.5	13341.2	14829.0	营业收入	4596.8	7314.3	8949.7	10358.0
现金	1540.1	1400.1	1272.8	1592.0	减:营业成本	3141.8	4695.7	5574.6	6326.7
应收账款	3237.0	4682.4	5208.5	5480.1	营业税金及附加	31.6	83.1	92.9	98.8
存货	2258.2	2410.8	2385.0	2577.9	营业费用	346.0	548.6	626.5	673.3
其他流动资产	1944.4	3657.2	4474.8	5179.0	管理费用	371.4	693.7	774.7	836.6
非流动资产	2937.3	2888.0	2757.4	2618.0	财务费用	-34.5	-1.8	46.5	8.0
长期股权投资	103.2	103.2	103.2	103.2	加:投资净收益	93.5	75.6	50.4	50.4
固定资产	1697.6	1683.8	1585.1	1474.4	其他收益	-71.9	-4.6	-33.1	-36.3
无形资产	354.2	318.8	286.9	258.2	营业利润	762.0	1366.1	1851.7	2428.7
其他非流动资产	782.2	782.2	782.2	782.2	加:营业外净收支	-7.8	50.0	40.0	30.0
资产总计	11916.9	15038.4	16098.6	17447.0	利润总额	754.2	1416.1	1891.7	2458.7
流动负债	3133.7	5352.4	5206.6	4987.6	减:所得税费用	117.5	212.4	283.8	368.8
短期借款	580.8	1929.8	1028.5	150.0	少数股东损益	21.4	0.0	0.0	0.0
应付账款	1615.7	1940.2	2434.2	2876.7	归属母公司净利润	615.2	1203.7	1608.0	2089.9
其他流动负债	937.2	1482.4	1743.9	1960.9	EBIT	833.3	1328.6	1912.8	2451.3
非流动负债	117.2	117.2	117.2	117.2	EBITDA	1128.4	1490.3	2080.9	2624.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	117.2	117.2	117.2	117.2	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	3250.9	5469.6	5323.8	5104.8	每股收益(元)	0.64	1.26	1.68	2.18
少数股东权益	251.8	251.8	251.8	251.8	每股净资产(元)	8.78	9.73	10.99	12.62
归属母公司股东权益	8414.3	9317.0	10523.0	12090.4	发行在外股份(百万股)	957.9	957.9	957.9	957.9
负债和股东权益	11916.9	15038.4	16098.6	17447.0	ROIC(%)	7.8%	11.0%	14.1%	17.5%
					ROE(%)	7.3%	12.9%	15.3%	17.3%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	31.7%	34.7%	36.7%	38.0%
经营活动现金流	44.7	-1088.9	1278.5	1818.7	EBIT Margin(%)	18.1%	18.2%	21.4%	23.7%
投资活动现金流	157.4	-99.2	-102.6	-98.5	销售净利率(%)	13.4%	16.5%	18.0%	20.2%
筹资活动现金流	-199.7	1048.1	-1303.3	-1401.0	资产负债率(%)	27.3%	36.4%	33.1%	29.3%
现金净增加额	25.7	-140.0	-127.3	319.2	收入增长率(%)	44.2%	59.1%	22.4%	15.7%
企业自由现金流	846.2	-1337.6	1128.9	1648.9	净利润增长率(%)	808%	96%	34%	30%

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>