

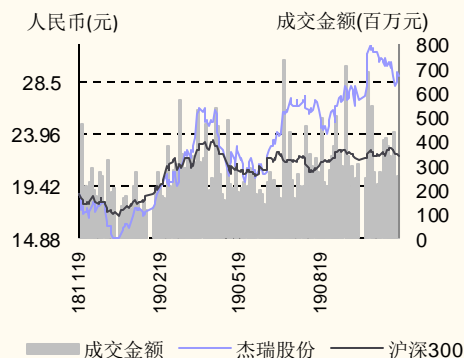
高端装备制造与新材料研究中心

杰瑞股份 (002353.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 28.96 元
 目标价格 (人民币): 37.60-37.60 元
 市场数据 (人民币)

总股本(亿股) 9.58
 已上市流通 A 股(亿股) 6.66
 总市值(亿元) 277.39
 年内股价最高最低(元) 31.31/28.26
 沪深 300 指数 3877
 中小板综 8982



北美市场获重大突破：全球首套大功率涡轮压裂成套设备投入商用！

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.07	0.64	1.32	1.86	2.43
每股净资产(元)	8.30	8.78	10.27	12.00	14.32
每股经营性现金流(元)	0.46	0.05	-0.52	0.18	1.52
市盈率(倍)	185.4	23.4	21.9	15.6	11.9
净利润增长率(%)	-43.8%	807.6%	105.5%	40.7%	30.9%
净资产收益率(%)	0.9%	7.3%	12.9%	15.5%	17.0%
总股本(百万股)	957.85	957.85	957.85	957.85	957.85

来源：公司年报、国金证券研究所

事件：

- 据公司官方微信公众号信息，公司与北美油服领域排名靠前的重要战略客户成功签署涡轮压裂成套设备订单，这标志着全球单机功率最大的涡轮压裂设备将实现大规模商业化应用，也是杰瑞大功率压裂设备在北美高端市场的历史性突破。

背景：

- 1) **北美地区需求旺盛：**北美页岩油气开发近年高速发展以及水平井压裂难度提升，各大油服公司都在积极寻找既能实现降低成本、又能提升开采效率的新技术方案。
- 2) **公司涡轮压裂设备技术先进：**涡轮压裂成套设备由涡轮发动机（输出功率 5600 马力）作为动力源，搭载杰瑞自主研发的 5000 水马力的压裂柱塞泵。与常规压裂设备相比，涡轮压裂设备单机输出功率更大，可实现现场设备数量与占地面积的大幅度减少。杰瑞涡轮压裂设备配有独特的双燃料系统，可以 100% 使用天然气燃料，大幅降低燃料成本，满足全球不同的排放法规要求。根据北美油气资源开发的实际情况，该套设备可高效使用多种气源，可以保障客户现场作业的顺利开展。
- 3) **北美地区压裂设备更新空间广阔：**北美地区 3600 多台存量压裂车，大致是中国页岩气压裂车存量的 9 倍左右，预计未来 2-3 年迎来更换高峰期。若假设 8 年寿命，则北美地区不考虑新增需求（假设总需求保持平稳），仅存量更换压裂车需求为 450 台左右/年，市场需求大于中国国内需求。我们期待未来公司电驱压裂橇产品在北美市场实现突破。

业绩情况：

- 公司 2019 年前三季度营收 42.41 亿元，同比增长 46%；净利润 9.05 亿元，同比增长 149%。上半年公司新增订单 34.73 亿元，同比增长 31%，其中高毛利率钻井设备新增订单增幅超 100%。

投资建议及盈利预测

- 预计公司 2019-2021 年净利润达 12.6、17.8、23.3 亿元，同比增长 106%、41%、31%；EPS 为 1.32、1.86、2.43 元；对应 PE 为 22、16、12 倍。给予公司 2020 年 20 倍估值，6-12 月目标价 37.6 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 页岩气开发低于预期、补贴下调风险；油价大跌风险；海外业务风险。

相关报告

1. 《杰瑞股份 (002353.SZ)：三季报业绩大增 149%，经营...》，2019.10.25
2. 《杰瑞股份 (002353.SZ)：全球首台 7000 型电驱压裂橇...》，2019.10.20
3. 《杰瑞股份 (002353.SZ)：三季报业绩大增 140%-15...》，2019.10.11
4. 《杰瑞股份 (002353.SZ)：美国 BIS 将公司移出实体名单...》，2019.8.19
5. 《杰瑞股份 (002353.SZ)：中报业绩大增 169%略超预期...》，2019.8.4

王华君 分析师 SAC 执业编号：S1130519030002
 wanghuajun@gjzq.com.cn

朱荣华 分析师 SAC 执业编号：S1130519060004
 zhuronghua@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,834	3,187	4,597	6,523	9,070	11,744	货币资金	1,388	1,311	1,540	2,239	3,035	4,053
增长率		12.5%	44.2%	41.9%	39.0%	29.5%	应收账款	2,106	2,400	3,240	3,800	5,213	6,660
主营业务成本	-2,082	-2,333	-3,142	-4,161	-5,638	-7,199	存货	1,860	1,572	2,258	4,288	5,494	5,828
%销售收入	73.5%	73.2%	68.3%	63.8%	62.2%	61.3%	其他流动资产	1,994	2,113	1,941	1,196	1,300	1,409
毛利	752	854	1,455	2,363	3,432	4,545	流动资产	7,348	7,396	8,980	11,524	15,042	17,951
%销售收入	26.5%	26.8%	31.7%	36.2%	37.8%	38.7%	%总资产	73.1%	71.3%	75.4%	78.9%	82.5%	84.5%
营业税金及附加	-41	-41	-32	-42	-54	-65	长期投资	77	72	142	192	192	192
%销售收入	1.4%	1.3%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	固定资产	2,178	2,263	2,129	2,249	2,329	2,399
营业费用	-275	-279	-346	-457	-608	-763	%总资产	21.6%	21.8%	17.9%	15.4%	12.8%	11.3%
%销售收入	9.7%	8.7%	7.5%	7.0%	6.7%	6.5%	无形资产	361	521	444	437	429	432
管理费用	-371	-348	-388	-470	-635	-799	非流动资产	2,710	2,981	2,937	3,073	3,185	3,298
%销售收入	13.1%	10.9%	8.4%	7.2%	7.0%	6.8%	%总资产	26.9%	28.7%	24.6%	21.1%	17.5%	15.5%
息税前利润 (EBIT)	65	186	689	1,394	2,135	2,919	资产总计	10,059	10,378	11,917	14,597	18,227	21,249
%销售收入	2.3%	5.8%	15.0%	21.4%	23.5%	24.9%	短期借款	369	642	581	1,649	2,518	2,327
财务费用	104	-90	34	61	-74	-202	应付款项	1,059	1,358	2,333	2,332	3,269	4,070
%销售收入	-3.7%	2.8%	-0.7%	-0.9%	0.8%	1.7%	其他流动负债	79	112	220	244	337	436
资产减值损失	-125	-160	-78	-74	-56	-66	流动负债	1,507	2,112	3,134	4,225	6,124	6,832
公允价值变动收益	-3	-3	-1	0	0	0	长期贷款	226	0	0	140	190	270
投资收益	59	74	93	100	80	80	其他长期负债	261	79	117	146	163	182
%税前利润	37.6%	102.5%	12.4%	6.7%	3.8%	2.9%	负债	1,994	2,191	3,251	4,511	6,477	7,284
营业利润	100	70	762	1,481	2,085	2,731	普通股股东权益	7,855	7,953	8,414	9,834	11,498	13,712
营业利润率	3.5%	2.2%	16.6%	22.7%	23.0%	23.3%	少数股东权益	210	234	252	252	252	252
营业外收支	57	2	-8	3	3	3	负债股东权益合计	10,059	10,378	11,917	14,597	18,227	21,249
税前利润	157	73	754	1,484	2,088	2,734	比率分析						
利润率	5.5%	2.3%	16.4%	22.8%	23.0%	23.3%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-37	3	-118	-220	-309	-405	每股指标						
所得税率	23.7%	-4.4%	15.6%	14.8%	14.8%	14.8%	每股收益	0.13	0.07	0.64	1.32	1.86	2.43
净利润	120	76	637	1,265	1,779	2,329	每股净资产	8.20	8.30	8.78	10.27	12.00	14.32
少数股东损益	-1	8	21	0	0	0	每股经营现金净流	0.36	0.46	0.05	-0.52	0.18	1.52
归属于母公司的净利润	121	68	615	1,265	1,779	2,329	每股股利	0.03	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
净利率	4.3%	2.1%	13.4%	19.4%	19.6%	19.8%	回报率						
							净资产收益率	1.5%	0.9%	7.3%	12.9%	15.5%	17.0%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.2%	0.7%	5.2%	8.7%	9.8%	11.0%
净利润	120	76	637	1,265	1,779	2,329	投入资本收益率	0.6%	2.2%	6.3%	10.0%	12.6%	15.0%
少数股东损益	-1	8	21	0	0	0	增长率						
非现金支出	380	440	373	92	73	84	主营业务收入增长率	0.3%	12.5%	44.2%	41.9%	39.0%	29.5%
非经营收益	-77	-39	-134	8	45	77	EBIT增长率	-72.2%	186.7%	270.3%	102.3%	53.1%	36.7%
营运资金变动	-77	-33	-831	-1,858	-1,730	-1,038	净利润增长率	-16.6%	-43.8%	807.6%	105.5%	40.7%	30.9%
经营活动现金净流	346	444	45	-494	168	1,451	总资产增长率	-3.2%	3.2%	14.8%	22.5%	24.9%	16.6%
资本开支	-95	-119	-199	-159	-107	-112	资产管理能力						
投资	-16	-107	-13	0	0	0	应收账款周转天数	229.0	213.2	178.4	170.0	168.0	166.0
其他	-649	-52	370	100	80	80	存货周转天数	354.2	268.5	222.5	380.0	360.0	300.0
投资活动现金净流	-760	-277	157	-59	-27	-32	应付账款周转天数	101.5	97.9	102.3	100.0	100.0	100.0
股权募资	0	0	18	0	0	0	固定资产周转天数	261.7	245.1	162.0	118.6	87.3	69.0
债权募资	-17	42	-89	1,225	919	-111	偿债能力						
其他	40	-355	-106	27	-263	-290	净负债/股东权益	-9.9%	-8.3%	-11.1%	-4.5%	-2.8%	-10.5%
筹资活动现金净流	23	-313	-176	1,252	655	-401	EBIT利息保障倍数	-0.6	2.1	-20.0	-22.8	29.0	14.5
现金净流量	-390	-147	26	699	796	1,018	资产负债率	19.8%	21.1%	27.3%	30.9%	35.5%	34.3%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	21	30	34	69
增持	0	5	7	7	22
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.19	1.19	1.17	1.28

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-08	买入	24.09	33.00~33.00
2	2019-08-04	买入	26.28	33.00~33.00
3	2019-08-19	买入	26.14	33.00~33.00
4	2019-10-11	买入	30.33	37.60~37.60
5	2019-10-20	买入	31.11	37.60~37.60
6	2019-10-25	买入	30.27	37.60~37.60

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH