

杰瑞股份(002353)

点评报告

行业公司研究—专用设备行业—

证券研究报告

# 春华秋实，产品创新进入收获期

——杰瑞股份事件点评

✍️ : 李锋 执业证书编号: S1230517080001  
☎️ : 021-80105916  
✉️ : lifeng1@stocke.com.cn

## 事件内容

2019年11月杰瑞与北美知名油服公司成功签署涡轮压裂车整套车组订单，标志着全球单机功率最大的涡轮压裂整套车组实现销售，是杰瑞在北美市场的一次重大突破。

## 投资要点

### □ 涡轮压裂车代表传统燃油驱动最高水平，能有效降低施工作业成本

传统柴油发动机的压裂车输出功率很难超过 2237KW，涡轮驱动压裂车在体积和重量相同条件下单台输出功率最大可达 4475KW，在运输和施工操作中可以降低 30%以上成本。杰瑞自主研发制造的 Apollo 4500 压裂车搭载了 5600hp 的涡轮发动机和 5000hp 的压裂泵，是目前世界上单机功率最大的压裂车。

### □ 弯道超车进入美国高端市场，杰瑞开始北美新时代

杰瑞涡轮压裂车凭借技术先进性和质量可靠性，正式打开美国高端主流市场，为以后压裂车开拓北美市场奠定良好的基础。目前北美压裂车存量（2300 万 HP）是国内（约 400 万 HP）的 5-6 倍，并且 2020 年进入新一轮更换周期。看好涡轮压裂车组成套销售带来品牌效应和杰瑞在北美市场的前景。

### □ 涡轮和电驱压裂车全球领先，产品创新打开成长空间

除了涡轮压裂车成功实现整套销售之外，2019 年 4 月公司率先推出全球首套电驱压裂设备。这套设备功率密度高、体积小、模块化、成本低、占地面积小、就地供电、可减少环境污染，是对传统页岩气压裂方案的一次突破。目前杰瑞电驱压裂车已经在国内和美国进行测试，未来有望实快速现销售。

### □ 盈利预测与估值

预计 2019-2020 年归母净利润为 13.84 亿元、18.43 亿和 20.58 亿元，同比增长 124.93%、33.18%和 11.65%，对应 PE 为 22 倍、17 倍和 15 倍。维持买入评级

**风险提示:** 1) 中美贸易战恶化影响北美市场开拓; 2) 国家油价持续大幅下跌影响海外业务; 3) 三桶油资本支出增速下滑或实际数远小于预算数

## 财务摘要

(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	4597	6432	8050	9162
(+/-)	44.23%	39.92%	25.17%	13.81%
净利润	615	1384	1843	2058
(+/-)	807.57%	124.93%	33.18%	11.65%
每股收益(元)	0.64	1.44	1.92	2.15
P/E	49.60	22.05	16.56	14.83

## 评级

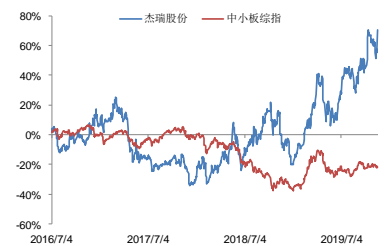
## 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥ 31.86

## 单季度业绩

## 元/股

3Q/2019 0.43  
2Q/2019 0.41  
1Q/2019 0.12  
4Q/2018 0.27



## 公司简介

杰瑞从最初的配件贸易公司升级到优秀的油田服务设备公司，再拓展到油田服务和油田工程。目前致力于成为一家能够提供油气开发一体化解决方案的技术服务商和工程服务商。创新与变革永远是杰瑞的主旋律。

## 相关报告

- 《营收和净利继续高增长，毛利率大幅改善——杰瑞股份 2019 年三季度业绩点评》2019.10.25
- 《业绩符合前期预告，毛利率大幅提升——杰瑞股份 2019 年 H1 业绩点评》2019.08.04
- 《H1 业绩大幅超预期，国内资本开支驱动逻辑正兑现——杰瑞股份 2019 年 H1 业绩预告点评》2019.07.07
- 《善积跬步，乃至千里——杰瑞股份首次覆盖报告》2019.05.08

报告撰写人: 李锋

数据支持人: 李锋

## 1. 事件内容

2019年11月杰瑞与北美知名油服公司成功签署涡轮压裂车整套车组订单，标志着全球单机功率最大的涡轮压裂整套车组实现销售，是杰瑞在北美市场的一次重大突破。

## 2. 涡轮压裂车代表传统燃油驱动的最高水平，能有效降低施工成本

使用传统柴油发动机的压裂车输出功率很难超过2237KW，涡轮驱动压裂车在体积和重量相同条件下单台输出功率最大可达4475KW。采用了体积小、重量轻和功率更大的涡轮发动机后在运输和施工操作中可以降低30%以上成本。杰瑞自主研发制造的Apollo 4500压裂车搭载了5600hp的涡轮发动机和5000hp的压裂泵，是目前世界上单机功率最大的压裂车。

图 1：杰瑞股份阿婆罗一号涡轮压裂车



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 2：杰瑞股份 4500HP 涡轮压裂车的主要参数

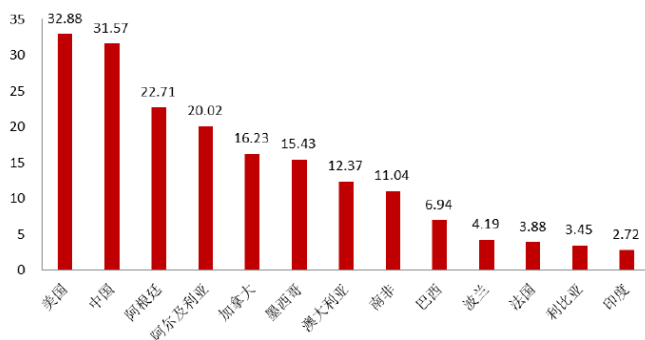
装载形式	车载/半挂/模块		
车载底盘	BENZ/ MAN		
发动机	MTU		
变速箱	JR 超碗变速箱		
柱塞泵型号	JR 5000QP		
柱塞直径	4"	4.5"	5"
最高工作压力	140MPa	110MPa	88MPa
最大排出流量	2.54m <sup>3</sup> /min	3.21m <sup>3</sup> /min	3.96m <sup>3</sup> /min
额定输出功率	3355kW		

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

## 3. 期弯道超车进入北美高端市场，杰瑞开始北美新时代

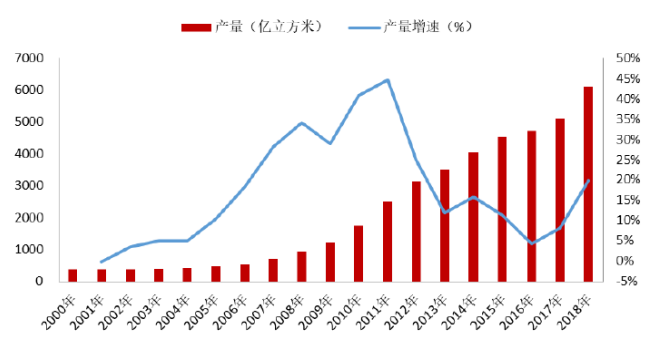
目前北美页岩油气开发高速发展以及水平压裂难度日益提升，各大油服公司都在积极寻找既能实现降低成本、又能提升开采效率的新技术方案。杰瑞涡轮压裂车凭借技术先进性和质量可靠性，正式打开美国高端主流市场，为以后压裂车开拓北美市场奠定良好的基础。目前北美压裂车存量（2300万HP）是国内（约400万HP）的5-6倍，并且2020年进入新一轮更换周期。看好涡轮压裂车组成套销售带来品牌效应和杰瑞在北美市场的前景。

图 3：全球主要国家页岩气技术可开采资源量（万亿立方米）



资料来源：EIA、浙商证券研究所

图 4：美国页岩气产量及增速



资料来源：美国能源署、浙商证券研究所

## 4. 涡轮和电驱压裂全球领先，产品创新打开成长空间

2019 年前三季度杰瑞研发费用同比增长 149%，公司历来将技术创新作为立企之本。除了涡轮压裂车成功实现整套销售之外，2019 年 4 月公司率先推出全球首套电驱动压裂设备。该套设备配备了 5000QPN 的柱塞泵，相当于传统 2 台 2500 型压裂车。这套压裂设备功率密度高、体积小、模块化、成本低、占地面积小、就地供电、可减少环境污染的压裂作业装备及技术，是对目前传统页岩气压裂方案的一次突破。目前杰瑞电驱动压裂车已经在国内和美国进行测试，未来有望实现快速销售。

图 5：全球主要国家页岩气技术可开采资源量（万亿立方米）



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 6：杰瑞自主研发制造的 7000 型电驱压裂橇成功下线



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

维持 2019-2020 年净归母净利润分别为 13.84 亿元、18.43 亿和 20.58 亿元同比增长 124.93%、33.18%和 11.65%，对应 PE 为 22 倍、16 倍和 15 倍。维持买入评级

**表附录：三大报表预测值**

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>流动资产</b>	8980	11349	13879	16454	
现金	1540	2138	2987	4677	
交易性金融资产	5	7	7	6	
应收账款	3147	3880	4953	5252	
其它应收款	90	123	160	179	
预付账款	278	308	388	455	
存货	2258	3078	3577	4124	
其他	1661	1814	1807	1761	
<b>非流动资产</b>	2937	2900	2976	2987	
金额资产类	39	48	45	44	
长期投资	103	110	130	150	
固定资产	1609	1584	1558	1531	
无形资产	354	370	382	401	
在建工程	89	111	129	143	
其他	743	676	732	717	
<b>资产总计</b>	11917	14248	16855	19441	
<b>流动负债</b>	3134	4021	4793	5277	
短期借款	581	650	700	800	
应付款项	1616	2221	2590	2813	
预收账款	607	674	891	1061	
其他	330	476	612	603	
<b>非流动负债</b>	117	152	116	129	
长期借款	0	0	0	0	
其他	117	152	116	129	
<b>负债合计</b>	3251	4173	4909	5406	
少数股东权益	252	277	305	337	
归属母公司股东权益	8414	9798	11641	13699	
<b>负债和股东权益</b>	11917	14248	16855	19441	
<b>现金流量表</b>					
		单位: 百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>经营活动现金流</b>	45	530	908	1689	
净利润	637	1409	1871	2089	
折旧摊销	295	116	119	124	
财务费用	(34)	10	49	32	
投资损失	(93)	(93)	(93)	(93)	
营运资金变动	441	(136)	(582)	(21)	
其它	(1200)	(776)	(456)	(442)	
<b>投资活动现金流</b>	157	(61)	(84)	(29)	
资本支出	134	(83)	(115)	(95)	
长期投资	(70)	(16)	(17)	(19)	
其他	93	38	49	86	
<b>筹资活动现金流</b>	(200)	129	24	29	
短期借款	147	69	50	100	
长期借款	0	0	0	0	
其他	(347)	60	(26)	(71)	
<b>现金净增加额</b>	2	598	849	1689	

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>营业收入</b>	4597	6432	8050	9162	
<b>营业成本</b>	3142	4038	4980	5625	
营业税金及附加	32	90	97	92	
营业费用	346	373	443	486	
管理费用	244	289	346	385	
研发费用	144	193	201	211	
财务费用	(34)	10	49	32	
资产减值损失	78	0	81	137	
公允价值变动损益	(1)	21	21	22	
投资净收益	93	93	93	93	
其他经营收益	24	29	39	31	
<b>营业利润</b>	762	1602	2032	2371	
营业外收支	(8)	(8)	(8)	(8)	
<b>利润总额</b>	754	1594	2025	2363	
所得税	118	185	154	274	
<b>净利润</b>	637	1409	1871	2089	
少数股东损益	21	25	28	31	
<b>归属母公司净利润</b>	615	1384	1843	2058	
<b>EBITDA</b>	1055	1719	2156	2503	
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.64	1.44	1.92	2.15	
<b>主要财务比率</b>					
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	44.23%	39.92%	25.17%	13.81%	
营业利润增长率	983.50%	110.24%	26.87%	16.64%	
归属于母公司净利润	807.57%	124.93%	33.18%	11.65%	
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.65%	37.21%	38.14%	38.60%	
净利率	13.85%	21.91%	23.24%	22.80%	
ROE	7.30%	14.77%	16.74%	15.84%	
ROIC	7.13%	13.40%	15.11%	14.42%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.28%	29.29%	29.12%	27.80%	
净负债比率	17.87%	17.24%	16.14%	15.80%	
流动比率	2.87	2.82	2.90	3.12	
速动比率	2.14	2.06	2.15	2.34	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.41	0.49	0.52	0.50	
应收账款周转率	2.05	2.25	2.22	2.18	
应付账款周转率	3.57	2.98	2.92	2.99	
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.64	1.44	1.92	2.15	
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.05	0.55	0.95	1.76	
每股净资产 (最新摊薄)	8.78	10.23	12.15	14.30	
<b>估值比率</b>					
P/E	49.60	22.05	16.56	14.83	
P/B	3.63	3.11	2.62	2.23	
EV/EBITDA	12.94	17.12	13.29	10.81	

资料来源: Wind、浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>