

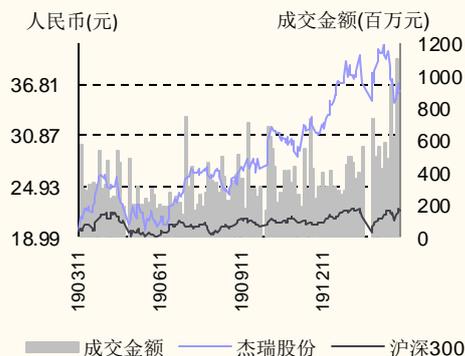
高端装备制造与新材料研究中心

杰瑞股份 (002353.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 32.45 元
 目标价格 (人民币): 52.20-52.20 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) 345.40
 年内股价最高最低(元) 41.59/34.60
 沪深 300 指数 4139
 中小板综 10882



国家能源安全逻辑不变，油服龙头砥砺前行

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	1.43	2.10	2.64
每股净资产(元)	8.30	8.78	10.38	12.36	14.88
每股经营性现金流(元)	0.46	0.05	-0.71	-0.20	0.71
市盈率(倍)	185.4	23.4	25.2	17.1	13.6
净利润增长率(%)	-43.8%	807.6%	122.7%	47.1%	25.6%
净资产收益率(%)	0.9%	7.3%	11.1%	14.2%	16.5%
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:

- 1月初以来，布伦特油价下滑幅度近50%，创2017年来新低。

简评:

- 国内油服核心逻辑为国家能源安全，三大油“七年行动计划”为中长期规划，不以油价短期涨跌为改变。考虑在特殊时期，如果我们海上输油通道被封锁，即使油价再便宜，我们也不一定能买到石油，需要依靠国内自主的原油生产。根据三大油“七年行动计划”，我们预计未来几年三大油资本开支保持较快增长。2019年年初“三桶油”勘探开发资本开支计划合计3688-3788亿元，同比增长19%-22%。从全年实际完成看，2019年国内油气勘探开发投资大增约20%。2019年8月中央巡视组指“三桶油”保障国家能源安全不够有力，我们预计三大油资本开支保持较快增长。

- 杰瑞股份67%收入来自国内需求，海外业务主要为低油价产区。杰瑞股份业务中，国内和海外收入占比分别为67%和33%。在这33%的海外市场中，约有70%在低油价地区的俄罗斯和中东地区，这些地区在2016年布油27美元/桶时保持正常油气生产，本次低油价冲击预计影响不大。油价冲击比较大的是北美地区的页岩油气。北美地区我们判断不到公司收入的10%。

公司在北美地区目前市占率较小，随着新产品推广，有望获得重大突破。2019年11月，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，是公司全球单机功率最大的涡轮压裂设备在北美高端市场的历史性突破。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。预计如果杰瑞股份该重要战略客户试用效果好的话，我们期待未来公司电驱压裂撬产品在北美市场实现突破。

- 2019年新增订单保障2020年业绩，油价短期影响市场情绪和估值，我们持续跟踪2020年新增订单情况。公司2018年新增订单61亿元（同比增长43%）；2019年上半年获取新订单34.73亿元，同比增长31%；其中高毛利率核心业务——钻完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年净利润为13.7、20.2、25.3亿元，同比增长123%、47%、26%；EPS为1.4、2.1、2.6元；对应PE为25、17、14倍。考虑到公司“周期+成长”属性，给予公司2020年25倍PE估值，6-12月目标价52.2元，目标市值500亿元；维持“买入”评级。

风险提示

- 页岩气开发低于预期；油价大跌风险；新冠疫情发展超预期风险。

相关报告

- 《员工持股计划购买完成：期待海外市场大突破-杰瑞股份》，2020.3.3
- 《年报业绩符合预期，期待北美业务获重大突破-杰瑞》，2020.2.16
- 《业绩超预期受益国家能源安全页岩气开发-点评》，2020.2.3
- 《发布“奋斗者5号”员工持股计划，彰显信心-杰瑞股份点评》，2020.1.7
- 《杰瑞股份(002353.SZ)：海外市场再突破：获非洲尼日利...》，2019.11.26

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

丁健 分析师 SAC 执业编号: S1130519060005
 ding_jian@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	6,933	9,676	12,532	货币资金	1,388	1,311	1,540	2,367	2,802	3,374
增长率		12.5%	44.2%	50.8%	39.6%	29.5%	应收账款	2,106	2,400	3,240	4,713	6,257	8,299
主营业务成本	-2,082	-2,333	-3,142	-4,253	-5,764	-7,425	存货	1,860	1,572	2,258	3,220	3,695	4,733
%销售收入	73.5%	73.2%	68.3%	61.3%	59.6%	59.2%	其他流动资产	1,994	2,113	1,941	2,030	2,182	2,348
毛利	752	854	1,455	2,680	3,912	5,107	流动资产	7,348	7,396	8,980	12,330	14,936	18,754
%销售收入	26.5%	26.8%	31.7%	38.7%	40.4%	40.8%	%总资产	73.1%	71.3%	75.4%	77.2%	77.2%	78.1%
营业税金及附加	-41	-41	-32	-45	-58	-69	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	2,769	3,470	4,226
营业费用	-275	-279	-346	-444	-610	-790	%总资产	21.6%	21.8%	17.9%	17.3%	17.9%	17.6%
%销售收入	9.7%	8.7%	7.5%	6.4%	6.3%	6.3%	无形资产	361	521	444	484	519	560
管理费用	-371	-348	-388	-485	-658	-852	非流动资产	2,710	2,981	2,937	3,640	4,416	5,253
%销售收入	13.1%	10.9%	8.4%	7.0%	6.8%	6.8%	%总资产	26.9%	28.7%	24.6%	22.8%	22.8%	21.9%
息税前利润 (EBIT)	65	186	689	1,706	2,587	3,397	资产总计	10,059	10,378	11,917	15,970	19,352	24,007
%销售收入	2.3%	5.8%	15.0%	24.6%	26.7%	27.1%	短期借款	369	642	581	1,427	2,215	2,665
财务费用	104	-90	34	-89	-259	-374	应付款项	1,059	1,358	2,333	3,475	4,205	5,158
%销售收入	-3.7%	2.8%	-0.7%	1.3%	2.7%	3.0%	其他流动负债	79	112	220	228	324	490
资产减值损失	-125	-160	-78	-142	-91	-145	流动负债	1,507	2,112	3,134	5,130	6,744	8,313
公允价值变动收益	-3	-3	-1	0	0	0	长期贷款	226	0	0	300	350	500
投资收益	59	74	93	130	125	90	其他长期负债	261	79	117	349	168	688
%税前利润	37.6%	102.5%	12.4%	8.1%	5.3%	3.0%	负债	1,994	2,191	3,251	5,779	7,261	9,501
营业利润	100	70	762	1,605	2,362	2,967	普通股股东权益	7,855	7,953	8,414	9,939	11,839	14,254
营业利润率	3.5%	2.2%	16.6%	23.1%	24.4%	23.7%	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	15,970	19,352	24,007
税前利润	157	73	754	1,608	2,365	2,970	比率分析						
利润率	5.5%	2.3%	16.4%	23.2%	24.4%	23.7%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-37	3	-118	-238	-350	-440	每股指标						
所得税率	23.7%	-4.4%	15.6%	14.8%	14.8%	14.8%	每股收益	0.126	0.071	0.642	1.430	2.103	2.642
净利润	120	76	637	1,370	2,015	2,531	每股净资产	8.201	8.303	8.784	10.377	12.360	14.882
少数股东损益	-1	8	21	0	0	0	每股经营现金净流	0.362	0.464	0.047	-0.707	-0.199	0.714
归属于母公司的净利润	121	68	615	1,370	2,015	2,531	每股股利	0.030	0.120	0.120	0.120	0.120	0.120
净利率	4.3%	2.1%	13.4%	19.8%	20.8%	20.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	1.54%	0.85%	7.31%	11.05%	14.18%	16.48%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	1.20%	0.65%	5.16%	7.83%	9.34%	10.58%
净利润	120	76	637	1,370	2,015	2,531	投入资本收益率	0.57%	2.20%	6.27%	10.61%	13.50%	15.64%
少数股东损益	-1	8	21	0	0	0	增长率						
非现金支出	380	440	373	323	315	419	主营业务收入增长率	0.26%	12.47%	44.23%	50.82%	39.56%	29.52%
非经营收益	-77	-39	-134	5	-102	134	EBIT增长率	-72.16%	186.68%	270.27%	147.61%	51.59%	31.32%
营运资金变动	-77	-33	-831	-2,375	-2,418	-2,400	净利润增长率	-16.65%	-43.82%	807.57%	122.67%	47.05%	25.61%
经营活动现金净流	346	444	45	-677	-190	683	总资产增长率	-3.22%	3.17%	14.83%	34.01%	21.18%	24.05%
资本开支	-95	-119	-199	-889	-977	-1,092	资产管理能力						
投资	-16	-107	-13	900	800	900	应收账款周转天数	229.0	213.2	178.4	202.0	210.0	220.0
其他	-649	-52	370	130	125	90	存货周转天数	354.2	268.5	222.5	282.0	240.0	250.0
投资活动现金净流	-760	-277	157	141	-52	-102	应付账款周转天数	101.5	97.9	102.3	130.0	130.0	135.0
股权募资	0	0	18	0	0	0	固定资产周转天数	261.7	245.1	162.0	125.3	104.9	94.3
债权募资	-17	42	-89	480	586	974	偿债能力						
其他	40	-355	-106	50	-211	-257	净负债/股东权益	-9.94%	-8.27%	-11.13%	-8.63%	-5.50%	-4.22%
筹资活动现金净流	23	-313	-176	530	375	716	EBIT利息保障倍数	-0.6	2.1	-20.0	15.4	8.1	7.8
现金净流量	-390	-147	26	-5	132	1,298	资产负债率	19.82%	21.11%	27.28%	27.27%	32.64%	34.56%

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	0	7	26	37	81
增持	0	2	6	9	17
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.22	1.19	1.20	1.17

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	2019-10-20	买入	31.11	37.60~37.60
2	2019-10-25	买入	30.27	37.60~37.60
3	2019-11-17	买入	28.96	37.60~37.60
4	2019-11-26	买入	31.63	37.60~37.60
5	2020-01-07	买入	39.49	46.50~46.50
6	2020-02-03	买入	36.98	52.20~52.20
7	2020-02-16	买入	40.50	52.20~52.20
8	2020-03-03	买入	35.23	52.20~52.20

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