



Research and  
Development Center

# 能源安全中长期驱动，设备龙头竞争力夯实

—— 杰瑞股份（002353）深度报告

2020年6月2日

罗政 机械行业首席分析师

## 能源安全中长期驱动，设备龙头竞争力夯实

2020年6月2日

### 本期内容提要：

- ◆ **与市场主流认识不同的是，我们认为油价剧烈波动对于设备龙头的影响有限。**疫情影响下油价剧烈波动，导致市场对于整个油服行业产生悲观情绪，部分投资者认为，由于国内原油开采成本已经显著高于国际油价，从国外购买原油的经济性高于本国开采，因此低油价背景下，国内将压缩原油资本开支。我们必须承认，市场的认识并没有错，且的确我们看到中石油、中海油等随即下调了年度资本开支计划，但是我们认为：（1）本轮能源周期的核心逻辑并非油价，而是能源安全，在我国原油和天然气对外依存度依然高企的背景下，“稳油增气”的目标不会变，为此而进行的资本投入已经超越了单纯的经济学维度的考量；（2）本轮油气装备的主要增量来源于非常规天然气，即页岩气，而由于天然气的国内终端市场相对较为稳定，且国内页岩气开采已经具备了一定的经济性，因此油价的波动对于页岩气投资的影响相对较小。
- ◆ **我们核心的推荐逻辑在于（1）能源安全战略不会动摇；（2）短期需求越过低谷进入复苏阶段。**2020年上半年，受全球新冠疫情影响，原油需求端承压，3月以来原油价格大幅下探，引发了市场情绪的剧烈波动，且国内油企的资本开支也做出了相应的调整，海外来看作为最大产油国之一的美国，受低油价影响最为明显，美国油公司和油服企业短期盈利压力较大，制约了其资本开支的能力。但是（1）油价的短期波动不能决定油气资本开支的中长期决策，能源安全战略从2014年提出至今，推行的力度不是削弱而是在逐步强化，在更具体的“七年行动计划”驱动下，国内油气勘探开发市场有望保持长期稳定增长；（2）我国已全面放开油气勘探开发市场，民营和外资企业等社会各界资本有望进入国内勘探开发市场，为国内油气勘探开发注入新的血液，带动非常规油气开采设备的新需求；（3）值此时间点，全球主要国家疫情趋于缓和，由于疫情防控带来的短期需求断崖式下跌的情况已经得到显著缓解，总需求越过低点步入复苏阶段。
- ◆ **装备龙头的核心竞争力未变，后疫情时期产品仍望国际化突破。**从某种意义上来说，受疫情和低油价影响，北美油服公司出现一定程度的经营困境，市场面临重新洗牌。北美市场是公司目标重点突破的市场，主要在于美国市场以非常规油气为主，对压裂等增产设备的需求较大，数据显示北美压裂设备存量市场达到2400万水马力左右，其中约有一半使用年限已经超过了10年，预计年均更新需求超过200万水马力。2019年，公司涡轮压裂设备已经打开了北美压裂市场，未来高性价比的电驱压裂设备也有望获得北美客户的青睐，疫情虽然影响了短期的市场开拓进度，但是后疫情时代，我们认为北美市场对于高性价比产品的需求还将有所提升，公司产品有望在北美市场打开空间。此外，沙特阿美计划斥资1110亿美元分阶段开发页岩气田Jafurah，有望带动全球压裂设备需求增长，我们认为公司有望凭借早期在沙特等地区的布局，在沙特页岩气市场占据一席之地。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预测公司2020-2022年摊薄EPS分别为1.88、2.20和2.55元，对

### 证券研究报告

### 公司研究——深度研究

### 杰瑞股份（002353.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

罗政 机械行业首席分析师  
 执业编号：S1500520030002  
 联系电话：+86 61678586  
 邮箱：luozheng@cindasc.com

杰瑞股份相对沪深300表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

#### 公司主要数据（2019.6.1）

收盘价(元)	26.40
52周内股价波动区间(元)	20.31-41.59
最近一月涨跌幅(%)	6.02
总股本(亿股)	9.58
流通A股比例(%)	62.96
总市值(亿元)	253

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

应 2020 年 6 月 1 日收盘价 (26.40 元/股) 市盈率 14/12/10 倍。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

- ◆ **股价催化剂:** 原油价格上涨; “三桶油”资本开支增加; 电驱压裂设备获得海外订单。
- ◆ **风险因素:** 油价长期低迷, 国内油气勘探开发投资不及预期, 产品价格承压

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	4,596.77	6,925.43	8,798.66	10,365.70	12,027.06
增长率 YoY %	44.23%	50.66%	27.05%	17.81%	16.03%
归属母公司净利润(百万元)	615.24	1,360.69	1,798.85	2,109.77	2,446.42
增长率 YoY%	807.57%	121.16%	32.20%	17.28%	15.96%
毛利率%	31.65%	37.37%	37.74%	37.70%	37.70%
净资产收益率 ROE%	7.31%	13.93%	15.68%	15.82%	15.78%
EPS(摊薄)(元)	0.64	1.42	1.88	2.20	2.55
市盈率 P/E(倍)	40	18	14.06	11.99	10.34
市净率 P/B(倍)	2.90	2.50	2.13	1.83	1.57

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2020 年 06 月 1 日收盘价

## 目 录

投资聚焦 .....	1
国内油服装备龙头，业绩持续高增 .....	2
国内油服装备龙头，受益国内油气资本开支增长大周期 .....	2
主营业务稳定增长，盈利能力稳步提升 .....	3
成长逻辑：从油价波动到能源安全 .....	5
2016-2018：油价上涨驱动公司业绩提升 .....	5
能源安全：国内油气勘探开发市场有望长期稳中向上 .....	6
需求短期承压，长期稳油增气目标未变 .....	9
全球化布局开启，有望贡献新增量 .....	11
盈利预测、估值与投资评级 .....	13
盈利预测及假设 .....	13
风险因素 .....	13

## 表 目 录

表 1：国家政策驱动油气勘探开发 .....	8
表 2：页岩气相关国家政策 .....	10
表 3：压裂设备市场规模测算 .....	11
表 4：可比公司盈利及估值对比 .....	13

## 图 目 录

图 1：公司发展历程 .....	2
图 2：公司主营业务构成 .....	3
图 3：2019 年公司主营业务构成 .....	3
图 4：公司主营业务收入及增速 .....	3
图 5：公司归母净利润及增速 .....	3
图 6：公司新增订单情况 .....	4
图 7：公司毛利率及净利率 .....	4
图 8：公司各主营业务毛利率 .....	4
图 9：公司三项费用率 .....	5
图 10：公司海外收入及增速 .....	5
图 11：公司海外收入占比 .....	5
图 12：WTI 原油和布伦特原油期货结算价 .....	6
图 13：“三桶油”营业收入 .....	6
图 14：原油对外依存度 .....	7
图 15：天然气对外依存度 .....	7
图 16：中国原油产量及表观消费量 .....	7
图 17：中国天然气产量及表观消费量 .....	7
图 18：“三桶油”资本开支（亿元） .....	9
图 19：页岩气技术可开采量 .....	10
图 20：我国页岩气产量 .....	10
图 21：北美压裂设备保有量 .....	12

## 投资聚焦

与市场主流认识不同的是，我们认为油价剧烈波动对于设备龙头的影响有限。疫情影响下油价剧烈波动，导致市场对于整个油服行业产生悲观情绪，部分投资者认为，由于国内原油开采成本已经显著高于国际油价，从国外购买原油的经济性高于本国开采，因此低油价背景下，国内将压缩原油资本开支。我们必须承认，市场的认识并没有错，且的确我们看到中石油、中海油等随即下调了年度资本开支计划，但是我们认为：（1）本轮能源周期的核心逻辑并非油价，而是能源安全，在我国原油和天然气对外依存度依然高企的背景下，“稳油增气”的目标不会变，为此而进行的资本投入已经超越了单纯的经济学维度的考量；（2）本轮油气装备的主要增量来源于非常规天然气，即页岩气，而由于天然气的国内终端市场相对较为稳定，且国内页岩气开采已经具备了一定的经济性，因此油价的波动对于页岩气投资的影响相对较小。

我们核心的推荐逻辑在于（1）能源安全战略不会动摇；（2）短期需求迈过低谷进入复苏阶段。2020年上半年，受全球新冠疫情影响，原油需求端承压，3月以来原油价格大幅下探，引发了市场情绪的剧烈波动，且国内油企的资本开支也做出了相应的调整，海外来看作为最大产油国之一的美国，受低油价影响最为明显，美国油公司和油服企业短期盈利压力较大，制约了其资本开支的能力。但是（1）油价的短期波动不能决定油气资本开支的中长期决策，能源安全战略从2014年提出至今，推行的力度不是削弱而是在逐步强化，在更具体的“七年行动计划”驱动下，国内油气勘探开发市场有望保持长期稳定增长；（2）我国已全面放开油气勘探开发市场，民营和外资企业等社会各界资本有望进入国内勘探开发市场，为国内油气勘探开发注入新的血液，带动非常规油气开采设备的新需求；（3）值此时间点，全球主要国家疫情趋于缓和，由于疫情防控带来的短期需求断崖式下跌的情况已经得到显著缓解，总需求迈过低点步入复苏阶段。

## 国内油服装备龙头，业绩持续高增

### 国内油服装备龙头，受益国内油气资本开支增长大周期

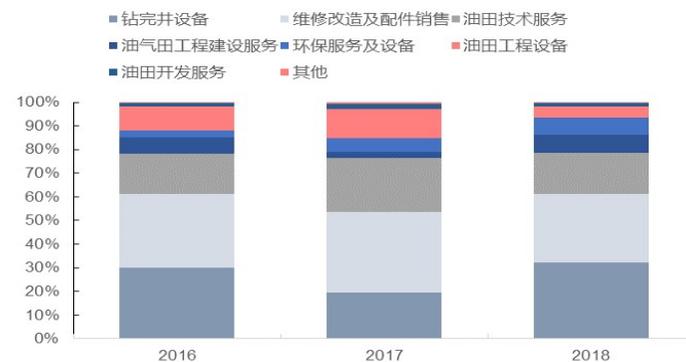
杰瑞成立于 1999 年，最初主要从事油田配件销售和设备维修服务，后逐步转向油田设备研发；此外，公司在 2013 年发布“小井场大作业”成套页岩气压裂解决方案，助力中国页岩气“工厂化”作业；在 2014 年推出世界首台 4500 型阿波罗涡轮压裂车，进一步奠定我国油服装备的龙头地位。公司现已从油气装备供应商转型为油田服务及设备的综合服务商。2019 年公司自主研发的 7000 型电驱压裂撬成功下线，为未来突破北美压裂市场打下基础。

图 1：公司发展历程

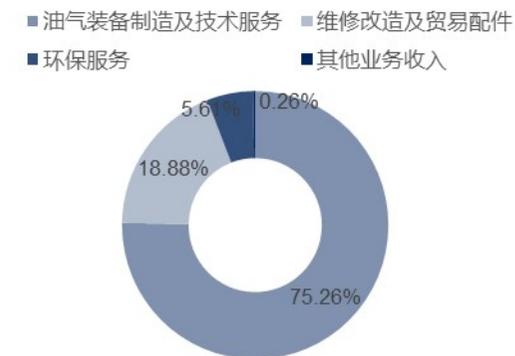


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**钻完井设备收入占比不断提升。**公司主要业务包括钻完井设备、维修改造及配件销售、油田技术服务、油田工程服务、环保服务及设备、油田工程设备、油田开发服务等。随着国内页岩气开采力度的不断加大，对压裂车等钻完井设备的需求不断加大，油气装备制造及技术服务在公司营收中的占比也有明显提升，2019 年油气装备制造及技术服务实现营收 52.11 亿元，同比增长 59.47%，在营收中的占比达到 75.36%，同比提升 4.17pct。此外，油气装备制造及技术服务毛利率较高，在毛利中的占比要高于营收中的占比，2019 年油气装备制造及技术服务在公司毛利中的占比达到 77.51%。

**图 2：公司主营业务构成**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 3：2019 年公司主营业务构成**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

### 主营业务稳定增长，盈利能力稳步提升

油气资本开支增长带动业绩持续高增。公司主营业务收入与油气资本开支景气度密切相关，自 2016 年油价开始上涨后，油公司盈利能力提升，资本开支稳步增长，公司也走出前期低谷步入高速增长阶段。2016 年-2019 年公司营收复合增速达到 34.74%，净利润复合增速达到 124.39%。2019 年公司收入达到 69.25 亿元，同比增长 50.66%，归母净利润达到 13.61 亿元，同比增长 121.16%。

**图 4：公司主营业务收入及增速**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 5：公司归母净利润及增速**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

订单充足，业绩增长有保障。随着油气行业的逐步复苏，公司新增订单也有明显的增长，2019 年公司新增订单达到了 81.44 亿元，同比增长 34.45%，年末存量订单 43.73 亿元。公司充足的在手订单也为公司 2020 年业绩提供了保障。

图 6：公司新增订单情况



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

盈利能力持续提升。2019 年公司的净利率达到 20.11%，同比提升 6.26pct。公司综合毛利率达到 37.37%，同比提升 5.72pct。公司综合毛利率提升的主要原因为钻完井设备和维修改造及配件的毛利率稳步提升，2019 年钻完井设备所处的油气装备及技术服务板块毛利率达到 38.49%，同比提升 6.22pct；维修改造及配件板块的毛利率达到 35.33%，同比提升 4.35pct。

图 7：公司毛利率及净利率



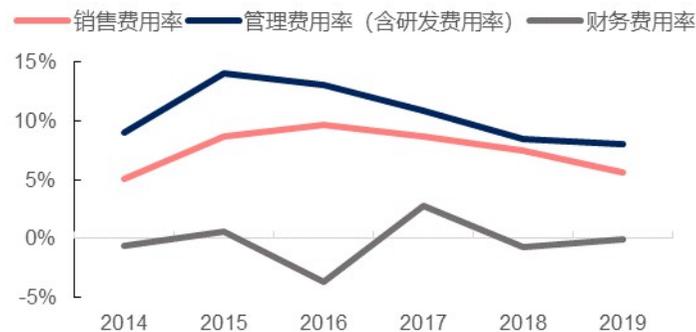
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 8：公司各主营业务毛利率



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

规模效应显现，费用率稳中走低。近几年公司三项期间费用率呈现逐步下降的趋势，2019 年公司三项费用率为 13.68%，同比下降 1.54pct。其中销售费用率和管理费用率分别为 5.65%和 8.09%，分别同比下降 1.88pct 和 0.36pct；财务费用率为 -0.06%，同比上升 0.69pct，财务费用率增加主要为 2019 年公司借款利息支出较高，且汇兑收益较上年有所下降。

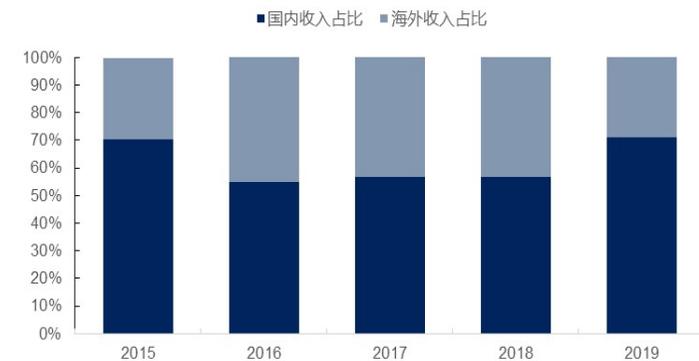
**图 9：公司三项费用率**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**积极拓展海外市场，开启全球化征程。**随着全球油服行业逐步回暖，公司海外收入也呈现稳定增长态势，2015年至2019年公司海外收入年复合增速达到24.71%。2019年公司海外实现收入20.05亿元，同比增长0.91%，海外收入在总收入中的占比为28.96%。近两年，公司的压裂设备陆续突破了中东和北美市场，未来公司有望凭借高性价比的压裂设备开启全球化征程。

**图 10：公司海外收入及增速**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 11：公司海外收入占比**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

## 成长逻辑：从油价波动到能源安全

2016-2018：油价上涨驱动公司业绩提升

2016-2018 年，全球油服企业业绩好转的传导逻辑主要是：油价上涨，油公司盈利能力提升，油公司资本开支增加，下游油服企业订单增加，油服企业业绩逐步好转。布伦特原油期货价格从 2016 年最低的 27.88 美元/每桶增长至 2018 年最高的 86.29 美元/每桶，主要产油国盈利显著增加，国内中石油、中石化和中海油的收入亦逐步提升，2016 年至 2018 年中石油、中石化和中海油营收年复合增速分别为 20.64%、22.36%和 23.73%。油公司盈利能力提升后，资本开支开始明显增加，下游油服行业开始回暖，杰瑞等油服装备龙头的业绩出现明显好转。

图 12: WTI 原油和布伦特原油期货结算价



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: “三桶油”营业收入



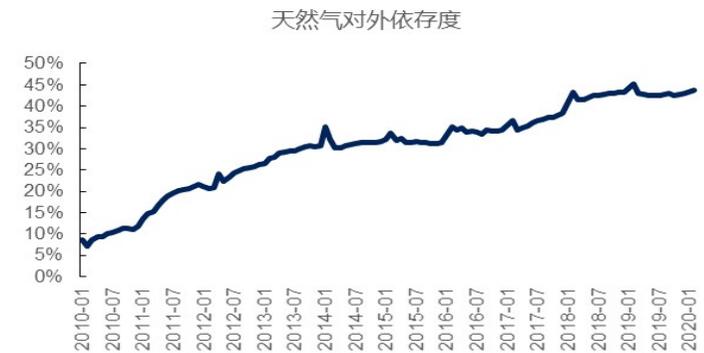
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 能源安全：国内油气勘探开发市场有望长期稳中向上

我国原油及天然气对外依存度不断增加。随着我国经济的快速的发展，对于原油及天然气的需求量不断增加，2019 年我国原油和天然气的消费量分别达到 6.96 亿吨和 3042.5 亿立方米。但我国原油和天然气的产量增长却非常缓慢，2019 年我国原油和天然气的产量分别为 1.91 亿吨和 1736.2 亿立方米。在供需不平衡的背景下，我国需要大量进口原油和天然气才能维持国内需求，由此导致我国原油和天然气对外依存度不断提升。截止至 2019 年 12 月，我国原油对外依存度达到 72.55%，天然气对外依存度达到 42.94%。

**图 14：原油对外依存度**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 15：天然气对外依存度**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 16：中国原油产量及表观消费量**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 17：中国天然气产量及表观消费量**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**保障国家能源安全，“三桶油”纷纷制定行动计划。**为了保障国家能源安全，“三桶油”纷纷制定行动计划加大上游油气勘探开采的力度。2019 年中海油编制了《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》，提出到 2025 年，公司勘探工作量和探明储量要翻一番；中石油编制了《2019-2025 年国内勘探与生产加快发展规划方案》，2020 年页岩气产量力争达到 120 亿立方米，到 2025 年产量翻一番，达到 240 亿立方米。

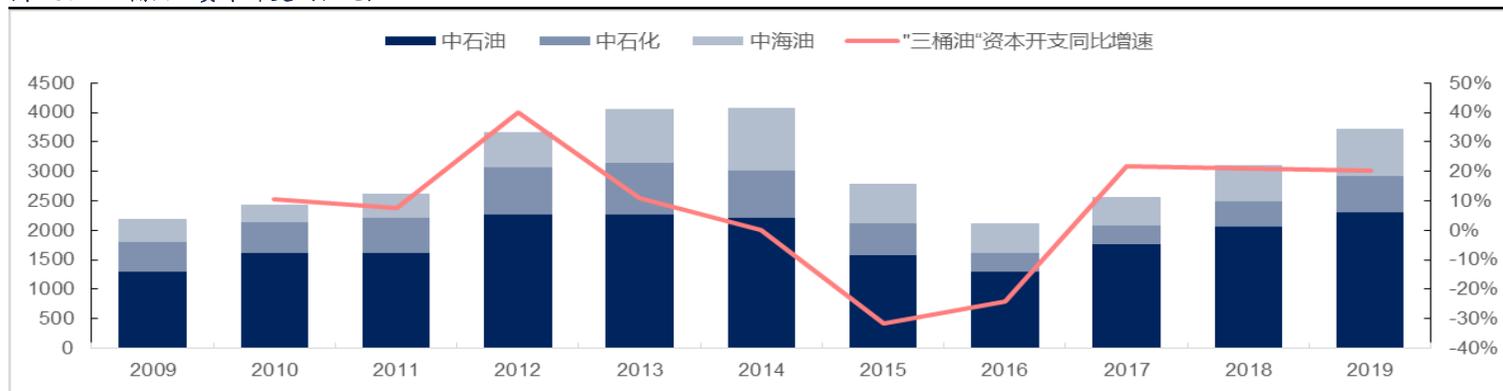
**表 1：国家政策驱动油气勘探开发**

时间	事件
2018 年 8 月	中石油集团党组召开扩大会议专题研究部署提升国内油气勘探开发力度，努力保障国家能源安全等工作。
2018 年 8 月	中海油集团召开的党组扩大会议提出全力保障油气增储上产，切实履行能源报国使命。
2018 年 8 月	中国石化集团公司党组召开会议，审议通过大力提升油气勘探开发力度行动计划。集团董事长戴厚良要求，进一步提升勘探开发力度，坚定不移保障国家能源安全。
2019 年 1 月	中石油召开 2019 年工作会议，2019 年要大力提升勘探开发力度，加快提高油气自给率，确保原油产量稳中上升和天然气快速上产。
2019 年 1 月	中海油编制了《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》，提出到 2025 年，公司勘探工作量和探明储量要翻一番。
2019 年 3 月	中石油编制了《2019-2025 年国内勘探与生产加快发展规划方案》，2020 年页岩气产量力争达到 120 亿立方米，到 2025 年产量翻一番，达到 240 亿立方米。
2019 年 5 月	国家能源局召开大力提升油气勘探开发力度工作推进会议，石油企业要落实增储上产主体责任，不折不扣完成 2019-2025 七年行动方案工作要求。
2019 年 8 月	中央第二巡视组批评“三桶油”党组在保障国家能源安全方面不够有力。
2019 年 10 月	国家能源委员会会议上，李克强总理表示，保障能源供给是长期战略任务，加大国内油气勘探开发力度，促进增储上产，提高油气自给能力。
2020 年 1 月	自然资源部表示，我国将全面放开油气勘查开采市场，外资企业和民营企业均可进入这一领域。

资料来源：新华网，信达证券研发中心

2019 年 10 月，国务院总理、国家能源委员会主任李克强主持召开国家能源委员会会议。李克强总理表示，我国仍是发展中国家，推动现代化建设，保障能源供给是长期战略任务。我国还需加大国内油气勘探开发力度，促进增储上产，提高油气自给能力。

**2019 年“三桶油”资本开支稳定增长。**中石油 2019 年全年资本支出 2968 亿元，同比增长 15.9%。其中，勘探与生产板块资本支出达 2301 亿元，同比增长 17.3%；中石化 2019 年全年资本支出达 1471 亿元，同比增长 24.6%。其中，勘探与开发板块资本支出达 617 亿元，同比增长 46.2%。中海油 2019 年全年资本支出达 796 亿元，同比增长 28.2%。

**图 18：“三桶油”资本开支（亿元）**


资料来源：中石油年报、中石化年报、中海油年报，信达证券研发中心

### 需求短期承压，长期稳油增气目标未变

油价出现较大波动，“三桶油”考虑动态调整资本开支，市场存在一定的不确定性。中石油董事会年初批准资本开支为 2950 亿元，与 2019 年实际值相比下降 0.6%；中石油表示，考虑到疫情、油价变化等因素影响，将按照自由现金流为正的原则，对 2020 年资本性支出进行动态优化调整。中石化初步计划 2020 年资本支出达 1434 亿元，与 2019 年实际值相比下降 2.5%，其中勘探开发计划支出 611 亿元。中石化表示，未来将根据市场变化，动态优化调整投资项目；中海油 2020 年初计划资本支出预算是 850-950 亿元，与 2019 年实际值相比增加 6.8%到 19.3%，中海油也表示将对原计划资本支出进行一定程度调减。

页岩气增产有望缓解我国天然气供应不足的局面。我国作为天然气的储量大国，页岩气技术可开采量达到了 31.6 万亿立方米，资源潜力巨大。在我国天然气对外依存度不断攀升之际，非常规天然气开采的价值不言而喻。2019 年我国页岩气的产量为 154 亿立方米，根据国家能源局发布的《页岩气发展规划（2016-2020 年）》，2020 年我国力争实现页岩气产量 300 亿立方米（预估实际 2020 年实现页岩气产量 220 亿立方米），2030 年实现页岩气产量 800 亿立方米至 1000 亿立方米。

**图 19：页岩气技术可开采量**


资料来源：EIA，信达证券研发中心

**图 20：我国页岩气产量**


资料来源：《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，信达证券研发中心

**新政策延长非常规气开采补贴时间。**根据财政部早期制定的“十三五”页岩气补贴政策，2016年-2018年，我国非常规气开采的补贴标准为0.3元/立方米，2019年至2020年补贴标准为0.2元/立方米。2019年6月，财政部发布了《可再生能源发展专项资金管理暂行办法》，明确将非常规气的补贴延长至2023年；同时，根据新的政策，自2019年起，不再按定额标准进行补贴。按照“多增多补”的原则，对超过上年开采利用量的，按照超额程度给予梯级奖补。新政策有望进一步促进企业加大页岩气开采的积极性。此外，补贴新政也将致密气纳入补贴范围，将有效降低致密气开采成本，推动致密气的开采进程。

**表 2：页岩气相关国家政策**

时间	部门	相关政策
2012年11月	财政部	财政部下发《关于出台页岩气开发利用补贴政策的通知》，中央财政对页岩气开采企业给予补贴，2012年-2015年的补贴标准为0.4元/立方米。
2015年4月	国家能源局	2016-2020年，中央财政对页岩气开采企业给予补贴，其中：2016-2018年的补贴标准为0.3元/立方米；2019-2020年补贴标准为0.2元/立方米。
2018年4月	国家税务局	自2018年4月1日至2021年3月31日，对页岩气资源税（按6%的规定税率）减征30%。
2019年6月	财政部	财政部印发《可再生能源发展专项资金管理暂行办法》，非常规天然气开采利用不再沿用2018年0.3元/立方米的补贴标准。自2019年起，按照“多增多补”的原则。

资料来源：国家能源局，财政部，信达证券研发中心

**压裂设备是页岩气开采的核心设备。**压裂机组主要包括压裂车、混砂车、仪表车、管汇车、配液撬、输沙车和供液车等，通常情况下，一个压裂车组需要配备2-5万水马力的压裂车、2台混砂车、2台仪表车、1台连续混配车、1台连续油管车以及若干辅助车，其中压裂车作为核心车辆占比约为70%左右。正常情况下，一套压裂车组一年约可完成新井压裂数20口。

**压裂设备市场规模仍有增量。**2019年我国页岩气产量达到154亿立方米，假设（1）2020年我国页岩气产量达到220亿立方

米；(2) 每年的衰减量是上一年产量的 40%，则 2020 年页岩气产量的净增量需要达到 127.6 亿立方米；(3) 每口井每年平均产气量 0.15 亿立方，据此计算，2020 年我国需要新投产的页岩气井需要达到 851 口。对应新增压裂机组 13 组（每组 16 台），按照每组价格 4 亿元计算，则 2020 年压裂机组市场规模约为 52.8 亿元。

**表 3：压裂设备市场规模测算**

项目	2018	2019	2020E	2021E
页岩气产量（亿立方米）	110	154	220	310
页岩气年均新增产量（亿立方米）	18	44	66	90
页岩气年均衰减量（亿立方米）	36.8	44	61.6	88
页岩气年均净增量（亿立方米）	54.8	88	127.6	178
单井一年产气量（万立方米）	0.15	0.15	0.15	0.15
页岩气井新增数量（口）	365	587	851	1187
所需压裂机组数量（组）	18	29	43	59
新增压裂设备机组数量（组）	8	11	13	17
2500 型压裂车新增需求（辆）	160	221	264	336
压裂设备市场规模（亿元）	32	44.27	52.8	67.2

资料来源：中石油及中石化官网，信达证券研发中心

**致密气、致密油以及页岩油等领域压裂设备需求大。**目前国内不仅仅是页岩气对压裂设备需求量大，随着致密气、致密油以及页岩油开采力度的加大，对压裂车的需求将不断增加。2019 年 8 月 3 日，中石油第一口页岩油井南充 2 井顺利开钻，标志着我国页岩油开采时代正式来临。同时新疆的吉木萨尔地区对于致密油的开采力度已经在不断的加大。未来随着致密气、致密油以及页岩油开采力度的不断增大，国内压裂设备的需求将进一步提升。

## 全球化布局开启，有望贡献新增量

**北美压裂设备进入更换期，预计年均更新需求超过 200 万水马力。**北美页岩油及页岩气经历了几十年大规模投入开采后，压裂设备的存量市场也达到了较大的规模。根据 Spears 相关数据统计，2018 年北美存量压裂设备保有量达到 2400 万水马力左右。压裂设备的使用寿命约为 10 年左右，因此上一轮高峰期采购的设备即将进入更换期，预计年均更新需求超过 200 万水马力，远超国内市场需求。

**图 21：北美压裂设备保有量**


资料来源: Spears & Associates, 信达证券研发中心

**电驱压裂有望凭借高性价比突破北美市场。**相对于传统压裂设备，电驱压裂设备的性价比显著提升。（1）电驱压裂功率提升，单价并未提升。电驱压裂功率要远高于传统压裂设备，如杰瑞电驱压裂配备的是 7000 水马力的柱塞泵，一台比传统压裂设备两台的输出功率还大，工作效率显著提升，但是相对于传统压裂设备，电驱压裂的单价并未提升；（2）可以减少拖车和人员数量。电驱压裂设备由于效率更高，可以减少操作人员的数量。此外还可以减少拖车的数量，降低整体作业成本；（3）使用电力替换成本更高的柴油等燃料。电驱压裂设备可以使用低成本的电力替代柴油等燃料，燃料成本可以显著降低。此外，电驱压裂的作业环境也要明显优于传统压裂设备，如杰瑞电驱压裂设备仅不到 85 分贝，常规压裂车单台噪音达 115 分贝。据 NGL's Shale Daily，采用电驱压裂可以降低 10% 左右的单井开采成本。未来电驱压裂设备有望凭借高性价比优势快速占据北美压裂市场。

**涡轮压裂进军北美，成套设备布局中东。**2019 年 11 月公司与北美知名油服公司成功签署涡轮压裂整套机组订单，大功率涡轮压裂设备正式打开美国高端主流市场。2018 年 7 月，杰瑞压裂成套设备正式启程发往中东，这是中东市场首次引进中国制造压裂成套设备，打破了欧美压裂成套产品在中东地区的垄断。2019 年 8 月，杰瑞能服沙特子公司与沙特阿美石油公司正式签署了 5+2 连续油管服务合同，该项目的签署标志着杰瑞成为了迄今为止唯一一家为沙特阿美提供增产服务的中国民营油服企业。2020 年 3 月，沙特阿美表示将斥资 4120 亿沙特里亚尔(约合 1110 亿美元)分阶段开发页岩气田 Jafurah，最早有望 2024 年初投产，预计到 2036 年天然气产量将提高至 22 亿立方英尺/日，同时还能产出 4.25 亿立方英尺/日的乙烷，以及 55 万桶的天然气凝液和凝析物。我们预计随着沙特阿美 Jafurah 气田的逐步开采，对于压裂设备的需求量将大幅增加，有望带动全球压裂设备的增长。有望凭借早期在沙特等地区的布局，在 Jafurah 气田的开采中获取充足订单。

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

我们预测公司 2020-2022 年摊薄 EPS 分别为 1.88、2.20 和 2.55 元, 对应 2020 年 6 月 1 日收盘价(26.40 元/股)市盈率 14/12/10 倍。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表 4: 可比公司盈利及估值对比

股票代码	证券简称	股价(元)	市值(亿元)	PE(倍)				EPS(元)			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000852.SZ	石化机械	4.74	36.86	237.00	47.40	24.95	18.23	0.02	0.10	0.19	0.26
601808.SH	中海油服	13.19	504	25.37	18.84	15.34	13.32	0.52	0.70	0.86	0.99
600583.SH	海油工程	4.67	206	233.50	467.00	24.58	15.06	0.02	0.01	0.19	0.31
600339.SH	中油工程	2.33	130	13.71	13.71	9.32	8.03	0.17	0.17	0.25	0.29
603727.SH	博迈科	16.31	38.19	543.67	108.73	21.75	14.06	0.03	0.15	0.75	1.16

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2020 年 6 月 1 日收盘价

### 风险因素

**油价持续低位:** 原油价格如果大幅下滑, 并长期处于低位, 北美页岩油的开采投资将会削减, 公司北美业务可能会出现下滑。

**“三桶油”资本开支不及预期:** 如果“三桶油”资本开支出现较为严重的下滑, 对公司业绩会有较大影响。

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	8,979.69	12,985.06	15,009.97	17,382.38	20,164.80
货币资金	1,540.06	2,201.71	2,605.43	3,112.45	3,633.54
应收票据	652.79	1,193.45	1,408.27	1,661.76	1,960.87
应收账款	2,493.97	2,974.77	3,510.23	4,142.07	4,887.65
预付账款	278.13	611.98	722.14	852.13	1,005.51
存货	2,258.23	4,165.03	4,914.73	5,799.38	6,843.27
其他	1,756.50	1,838.11	1,849.17	1,814.59	1,833.96
<b>非流动资产</b>	2,937.26	3,808.57	3,093.49	2,969.66	2,358.29
长期股权投资	103.23	122.30	122.30	122.30	122.30
固定资产(合计)	1,608.84	1,544.86	1,463.79	1,301.81	1,076.99
无形资产	354.23	353.00	339.87	326.75	313.62
其他	870.96	1,788.42	1,167.54	1,218.81	845.39
<b>资产总计</b>	11,916.95	16,793.63	18,103.44	20,352.04	22,523.09
<b>流动负债</b>	3,133.69	6,187.38	6,151.62	6,578.28	6,474.94
短期借款	580.82	1,270.01	965.32	754.34	453.36
应付票据	516.16	987.79	1,100.20	1,397.96	1,412.30
应付账款	1,099.50	1,948.84	2,235.67	2,554.32	2,755.43
其他	937.21	1,980.74	1,850.43	1,871.66	1,853.85
<b>非流动负债</b>	117.19	292.07	251.55	264.69	269.44
长期借款	0.00	133.25	133.25	133.25	133.25
其他	117.19	158.82	118.30	131.44	136.19
<b>负债合计</b>	3,250.88	6,479.44	6,403.17	6,842.96	6,744.38
少数股东权益	251.81	274.23	314.23	364.23	424.23
归属母公司股东权益	8,414.27	10,039.96	11,386.03	13,144.85	15,354.48
<b>负债和股东权益</b>	11,916.95	16,793.63	18,103.44	20,352.04	22,523.09

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,596.77	6,925.43	8,798.66	10,365.70	12,027.06
同比(%)	44.23%	50.66%	27.05%	17.81%	16.03%
归属母公司净利润	615.24	1,360.69	1,798.85	2,109.77	2,446.42
同比(%)	807.57%	121.16%	32.20%	17.28%	15.96%
毛利率(%)	31.65%	37.37%	37.74%	37.70%	37.70%
ROE%	7.31%	13.93%	15.68%	15.82%	15.78%
EPS(摊薄)(元)	0.64	1.42	1.88	2.20	2.55
P/E	40	18	14.06	11.99	10.34
P/B	2.90	2.50	2.13	1.83	1.57
EV/EBITDA	20.13	9.75	9.24	6.71	6.15

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	4,596.77	6,925.43	8,798.66	10,365.70	12,027.06
营业成本	3,141.81	4,337.57	5,478.17	6,458.26	7,492.90
营业税金及附加	31.62	39.16	50.15	59.08	68.55
销售费用	346.02	391.36	475.13	559.75	649.46
管理费用	243.99	287.31	360.74	419.81	481.08
研发费用	144.21	272.65	334.35	399.08	469.06
财务费用	-34.47	-4.15	-4.00	-4.00	-4.00
减值损失合计	78.01	-30.40	40.00	45.00	47.00
投资净收益	93.46	35.25	36.00	39.00	42.00
其他	22.92	58.64	59.00	61.00	63.00
<b>营业利润</b>	761.97	1,659.97	2,176.71	2,549.44	2,952.06
营业外收支	-7.77	-42.35	-41.00	-41.00	-41.00
<b>利润总额</b>	754.19	1,617.62	2,135.71	2,508.44	2,911.06
所得税	117.51	225.27	296.86	348.67	404.64
<b>净利润</b>	636.68	1,392.36	1,838.85	2,159.77	2,506.42
少数股东损益	21.44	31.66	40.00	50.00	60.00
<b>归属母公司净利润</b>	615.24	1,360.69	1,798.85	2,109.77	2,446.42
EBITDA	996.89	2,251.70	2,279.27	2,622.46	2,982.42
EPS(当年)(元)	0.64	1.42	1.88	2.20	2.55

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	44.71	233.16	1,554.10	1,800.90	2,090.53
净利润	636.68	1,392.36	1,838.85	2,159.77	2,506.42
折旧摊销	295.18	321.49	327.70	327.70	327.70
财务费用	-52.48	46.12	-4.00	-4.00	-4.00
投资损失	-93.46	-35.15	-100.00	-105.00	-110.00
营运资金变动	-462.60	-360.80	-560.20	-680.20	-780.20
其它	-278.61	-1,130.84	51.75	102.63	150.61
<b>投资活动现金流</b>	157.38	-411.69	-182.48	-116.08	-110.78
资本支出	-199.44	-764.38	-535.17	-468.78	-463.47
长期投资	124.13	120.00	120.00	120.00	120.00
其他	232.69	232.69	232.69	232.69	232.69
<b>筹资活动现金流</b>	-199.69	586.83	-407.95	-564.96	-232.78
吸收投资	18.00	4.90	5.00	5.00	5.00
借款	706.50	1,896.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	136.96	31.62	32.26	31.94	31.96
<b>现金流净增加额</b>	2.40	408.31	963.67	1,119.86	1,746.96

## 研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究发展中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020年3月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。