

杰瑞股份 (002353.SZ) 国内油服设备龙头企业, 国际油价波动不改公司业绩增长预期

2020年06月17日

投资评级: 买入 (首次)

——公司首次覆盖报告

日期	2020/6/16
当前股价(元)	30.03
一年最高最低(元)	41.98/20.23
总市值(亿元)	287.64
流通市值(亿元)	181.10
总股本(亿股)	9.58
流通股本(亿股)	6.03
近3个月换手率(%)	244.82

段小虎 (分析师)

duanxiaohu@kysec.cn

证书编号: S0790520020001

● **国内油气开发景气度维持高位, 公司盈利能力持续增长, 首次覆盖给予“买入”评级**

中国原油对外依存度不断攀升, 国家推出多项政策保障能源安全。国际油价大幅波动, 油公司下调资本开支, 国内三桶油总体资本开支小幅下调。国内油服市场景气度维持高位, 公司凭借其龙头地位业绩有望保持稳定增长。2016年国际油价触底反弹, 公司营收和归母净利润大幅回升。我们预测公司2020-2022年可实现归母净利润17.7/21.1/24.0亿元, 分别同比增长30.3%/18.8%/14.0%; EPS分别为1.85/2.20/2.51元; 当前股价对应PE分别为16.2/13.6/12.0倍。参考可比上市公司, 公司2020-2022年动态PE估值低于可比上市公司平均估值水平, 考虑公司作为油服设备龙头企业, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● **国内油气开发的市场景气度高于国际市场, 助力公司业绩平稳增长**

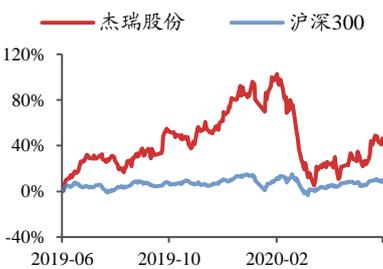
公司营业收入70%来自国内市场, 30%来自国外市场, 且国内市场毛利率41%大幅高于国际市场的28.4%。国际市场: 短期油价下跌, 全球油公司巨头纷纷下调资本开支, 未来油价进一步反弹, 油公司资本开支也有望上调; 国内市场: 三桶油总体资本开支下调幅度有限, 页岩气开发景气度持续高涨, 中石油未来三年压裂设备需求量大且确定性高, 国内油服市场在国家政策护航下整体景气度维持高位, 公司凭借其龙头市场份额和优质的设备服务, 业绩有望继续保持稳定增长。

● **低油价有望加快公司电动压裂设备进入北美市场**

国际油价大幅下跌使北美油服行业陷入低迷, 低油价将加快公司高性价比的压裂设备进入北美市场。公司已经和北美油服领域重要战略客户成功签署涡轮压裂成套设备订单, 成功开启北美市场。公司新研制的电驱压裂设备比传统设备采购成本低20-30%, 在油公司缩减资本开支的背景下, 公司的电驱压裂设备也有望借机打入北美市场。

● **风险提示:** 国际油价波动大; 海外市场开拓具有不确定性; 行业竞争加剧。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,597	6,925	8,406	9,897	11,373
YOY(%)	44.2	50.7	21.4	17.7	14.9
归母净利润(百万元)	615	1,361	1,774	2,107	2,403
YOY(%)	807.6	121.2	30.3	18.8	14.0
毛利率(%)	31.7	37.4	40.3	40.8	40.4
净利率(%)	13.4	19.6	21.1	21.3	21.1
ROE(%)	7.3	13.9	15.7	16.0	15.4
EPS(摊薄/元)	0.64	1.42	1.85	2.20	2.51
P/E(倍)	46.8	21.1	16.2	13.6	12.0
P/B(倍)	3.4	2.9	2.5	2.1	1.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司为国内油服设备的龙头企业	4
1.1、 公司深耕油田设备业务 20 年，集研发、生产和销售一体	4
1.2、 受益于油公司资本开支增长，公司营收+业绩大幅提升	6
2、 油气开发市场国内景气度高于国际	7
2.1、 2016 年油价反弹，2017-2019 年油公司不断增加资本支出	7
2.2、 2020 年油价下跌，全球大型油公司下调资本开支	10
3、 国内高景气度+北美市场拓展助力公司业绩平稳增长	11
3.1、 国内市场页岩气开采空间大	11
3.2、 中石油压裂车需求量大且确定性高	12
3.3、 低油价将加快公司电动压裂设备进入美国市场	12
4、 盈利预测与投资建议	13
5、 风险提示	14
附： 财务预测摘要	15

图表目录

图 1： 公司是主营油气装备制造及技术服务的民营企业	4
图 2： 钻完井设备为公司核心业务	5
图 3： 公司 2015 年以来营收快速增长	6
图 4： 公司近两年来归母净利润高速增长	6
图 5： 油气装备制造及技术服务盈利水平最强	6
图 6： 油气装备制造及技术服务主营占比高（单位：亿元）	6
图 7： 公司毛利率水平不断提升	7
图 8： 公司期间费用率总体呈下降趋势	7
图 9： 海外市场是公司营收的重要组成部分	7
图 10： 近三年来国外业务毛利率低于国内业务毛利率	7
图 11： 国际油价从 2016 年触底反弹（单位：美元/桶）	8
图 12： 2016 年以来全球油气资本开支不断增长	8
图 13： 2017 年三桶油营收增速由负转正（单位：%）	8
图 14： 三桶油勘探资本开支不断提升（单位：亿元）	8
图 15： 中国原油消费量不断增长（单位：万吨）	9
图 16： 中国天然气消费量不断增长（单位：亿立方米）	9
图 17： 中国天然气和原油的对外依存度不断提升（单位：%）	9
图 18： 公司订单数不断增长（单位：亿元）	11
图 19： 压裂设备市场呈三分天下的格局	11
图 20： 压裂车位压裂机组里核心车辆	12
图 21： 杰瑞自主研发的中国最大连续油管设备进驻北美	13
图 22： 杰瑞电驱压裂设备性价比高	13
表 1： 公司深耕油气装备领域 20 年	4
表 2： 公司积极实施股权激励计划	5
表 3： 公司有多款热销产品	5

表 4: 多项政策助力油气勘探开发	10
表 5: 全球油公司纷纷削减资本开支	10
表 6: 公司估值低于可比上市公司平均估值水平	13

1、公司为国内油服设备的龙头企业

1.1、公司深耕油田设备业务 20 年，集研发、生产和销售一体

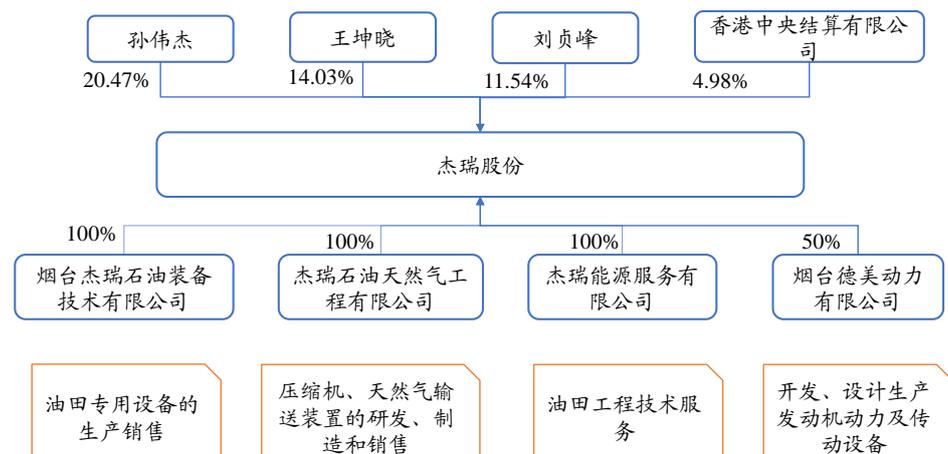
烟台杰瑞石油服务集团股份有限公司（以下简称“杰瑞股份”）是一家主营油气装备制造及技术服务的民营企业。公司成立于 1999 年，起初从事进口采矿配件销售；2000 年进军油田行业，从事油田配件销售和设备维修业务，现已深耕油气装备领域 20 年；2007 年公司改制成股份有限公司；2010 年在深圳交易所上市。公司第一大股东为孙伟杰，公司实际控制人为刘贞峰、王坤晓和孙伟杰。公司旗下有 4 个重要的控股子公司，分别为：烟台杰瑞石油装备技术有限公司、杰瑞石油天然气工程有限公司、杰瑞能源服务有限公司和烟台德美动力有限公司。

表1: 公司深耕油气装备领域 20 年

年份	公司事件
1999 年	公司成立，从事进口采矿配件销售
2000 年	进军油田行业，从事油田配件销售与设备维修业务
2002 年	成立装备研发部，由贸易转向自主研发制造
2004 年	成立烟台杰瑞石油装备技术有限公司，全面进军油田装备市场
2005 年	自主研发的犹太油田混浆系统出口海外，开启全球化发展
2007 年	为印度贾苏古达电站提供发电设备，进入电力领域
2010 年	深交所上市
2011 年	购置加拿大三大油田区块，进军油气田开发
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
2014 年	推出世界首台 4500 型阿波罗涡轮压裂车
2017 年	重塑产业布局，做大环保产业，环保业务能力提升迅猛
2019 年	自主研发的 7000 型电驱压裂撬成功下线

资料来源：公司官网、开源证券研究所

图1: 公司是主营油气装备制造及技术服务的民营企业



资料来源：Wind、开源证券研究所

公司积极实施股权激励计划，公司、股东和员工利益绑定，推动公司长远发展。2020 年 1 月 6 日，公司公布了“奋斗者 5 号”员工持股计划（草案），不超过 730 名员工将受让控股股东所持有的公司股票，总数量不超过 200 万股，约占公司现有

股本总额的 0.21%。2015 年以来，公司实施 5 次股权激励计划，累计激励人数上千名，实现公司发展与公司董事、管理人员和核心员工利益一致性，助力公司长远发展，激发经营活力。

表2: 公司积极实施股权激励计划

时间	股权激励计划	激励人数	认购股数	占总股本
2015.01.14	奋斗者 1 号	811	1806 万股	0.75%
2017.02.13	奋斗者 2 号	220	135 万股	0.1%
2018.02.01	奋斗者 3 号	495	380 万股	0.4%
2019.02.01	奋斗者 4 号	660	340 万股	0.35%
2020.01.06	奋斗者 5 号	730	<200 万股	0.21%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

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。其中，公司设备收入占总营收 65%，服务收入占总营收 35%。设备收入中钻完井设备是公司核心业务，占公司总营收的 32%，其中压裂设备为核心品种。

图2: 钻完井设备为公司核心业务



资料来源：公司官网

表3: 公司有多款热销产品

产品名称	型号	适用场景
随车固井橇	GJQ44-21 型	海上油田固井/酸化作业、油井压力测试
双机双泵固井半挂车	GJT70-34II 型	全天候油田固井设备，运载方式为半挂
自动混酸橇	GYQ50 型	复杂酸化作业的自动混酸设备
混砂橇	HSQ180 型	实时检测和记录：砂比和砂浆浓度
单机单泵固井车	JR5232TSN 型、JR5233TSN 型、 JR5234TSN 型	全天候油田固井设备，满足陆地、海洋、 沙漠等不同作业区域需求
双机双泵固井车	JR5310TSN 型、JR5320TSN 型	全天候油田固井设备，满足陆地、海洋、 沙漠等不同作业区域需求，管汇及功能的 互为备用，作业更加安全可靠
车载压裂成套设备	2000 型、2300 型、2500 型、3100 型、4500 型	油气田不同类型液体的压裂泵送作业

资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、受益于油公司资本开支增长，公司营收+业绩大幅提升

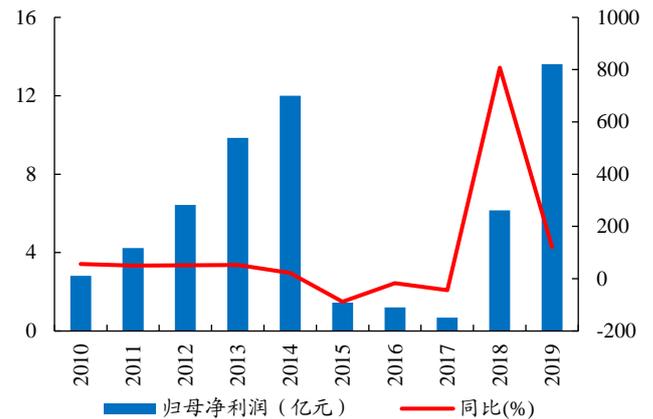
“三桶油”上游勘探开发资本开支增长，带动公司主营业务收入增长。面临油气井衰减及国家能源安全的约束，“三桶油”上游勘探开发资本开支 2016 年触底后，2017 年开启新一轮上行周期。公司主营业务收入与油气资本开支景气度密切相关，油公司资本开支稳步增长，公司也走出前期低谷进入高速增长阶段。2019 年公司营业收入达 69.25 亿元，同比增长 50.66%；实现归母净利润 13.61 亿元，同比增长 121.16%。2016-2019 年公司营收 CAGR 达 34.69%，归母净利润 CAGR 达 124.06%。

图3：公司 2015 年以来营收快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

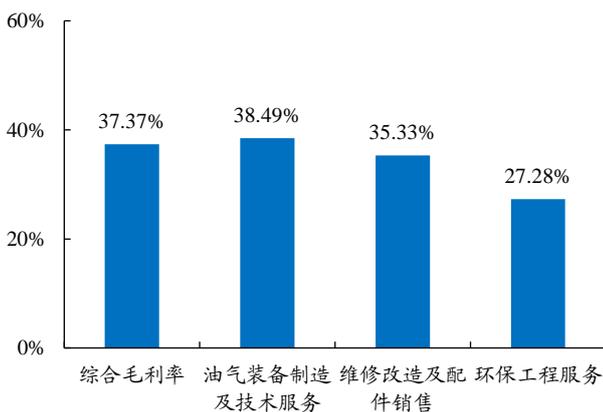
图4：公司近两年来归母净利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

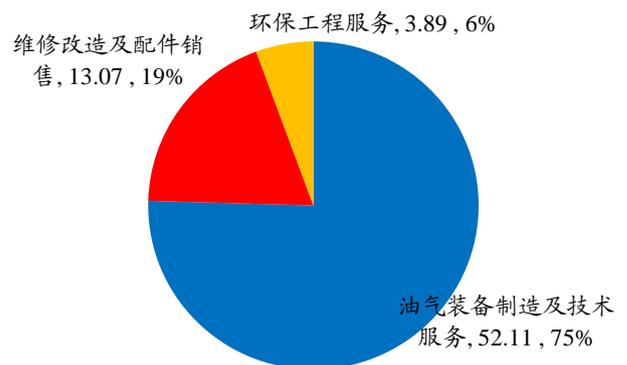
公司及时复工复产，注重产品交付，2020Q1 公司国内外疫情影响下，业绩依旧逆势增长。2020Q1 公司实现营业收入 13.54 亿元，同比增长 33.84%；实现归母净利润 2.23 亿元，同比增长 102.32%。2019 年年末存量订单 43.73 亿元，奠定 2020 年业绩平稳增长的基础，目前公司已排产至三季度，生产繁忙。

图5：油气装备制造及技术服务盈利水平最强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：油气装备制造及技术服务主营占比高(单位: 亿元)



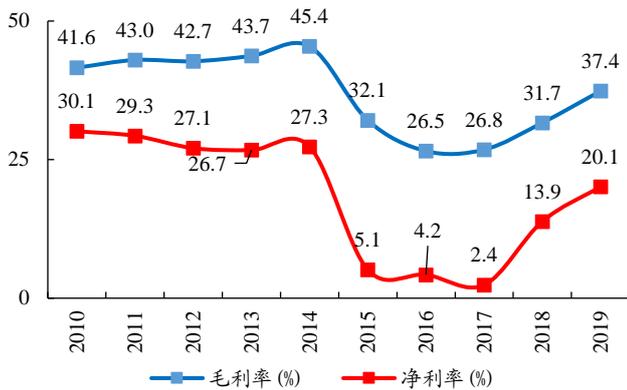
数据来源：Wind、开源证券研究所

随着国内页岩油气、致密油气大开发，油田设备及服务市场整体呈现良好的上升态势，公司钻完井设备及油田技术服务需求旺盛，订单增长快，毛利率显著回升。公司 2019 年毛利率为 37.4%，较 2018 年的 31.7% 上升 5.7pct；公司 2019 年净利率为 20.1%，较 2018 年的 13.9% 上升 6.2pct，公司综合毛利率的提升主要系钻完井设备和维修改造及配件的毛利率稳步提升所致。公司主营业务中油气装备制造及技术服务

服务、维修改造及配件销售和环保工程服务占营业收入比重分别为 75%、19% 和 6%，毛利率分别为 38.5%、35.3% 和 27.3%，毛利润占比分别为 77.5%、17.9% 和 4.1%。油气装备制造及技术服务是公司最核心的业务板块，其中，钻完井设备销量持续增长，2019 年同比增长 112%，持续贡献营业收入。

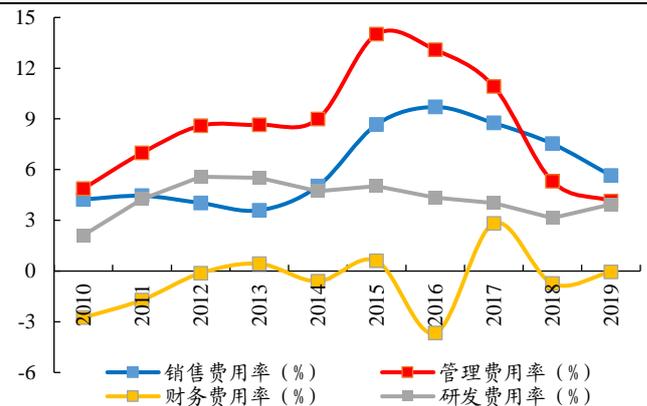
公司整体费用率呈下降趋势。 在新的一轮景气周期中，管理费用率下降幅度最大，由 2016 年 13.1% 下降至 2019 年 4.1%，降幅达 7pct；销售费用率从 2016 年 9.7% 下降至 2019 年 5.6%，下降 4.1pct；财务费用率从 2016 年 -3.7% 上升至 2019 年 -0.1%，上升 3.6pct，主要系公司借款利息支出较高所致，汇兑收益较 2018 年降低所致；公司的研发费用率一直维持在 4% 左右水平，随着营收增长，研发费用也大幅增长。

图7：公司毛利率水平不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

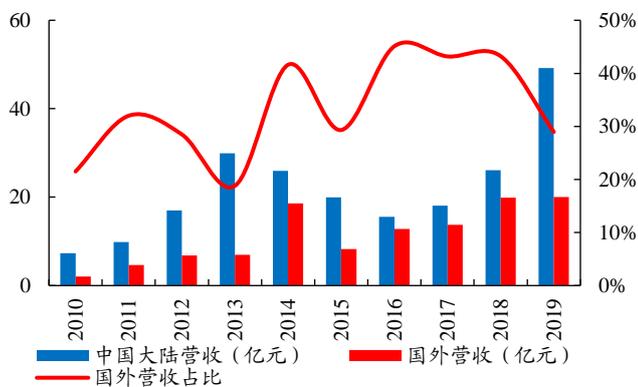
图8：公司期间费用率总体呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

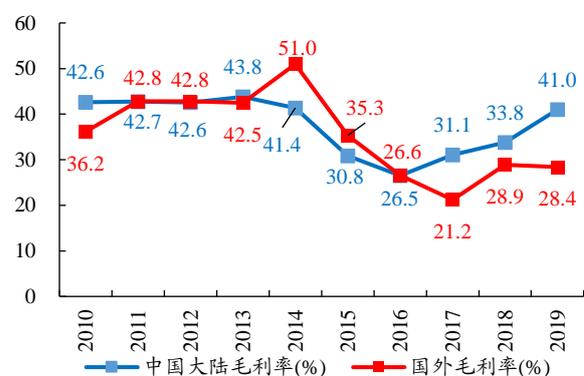
自公司 2005 年开拓海外市场后，海外营收快速增长，已成为公司营业收入的重要组成部分。2019 年国外业务收入达 20.06 亿元，同比增长 0.91%，占总营收的 29%，2010-2019 年国外业务营收 CAGR 达 28.98%。近两年，公司的压裂设备陆续突破了中东和北美市场，低油价导致海外油公司可能降资本开支，油公司迫切需要降低开发成本，公司生产的电驱压裂设备及双燃料系统涡轮压裂设备能有效降低开发成本，未来公司有望凭借高性价比的压裂设备加速全球化进程。

图9：海外市场是公司营收的重要组成部分



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：近三年来国外业务毛利率低于国内业务毛利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、油气开发市场国内景气度高于国际

2.1、2016 年油价反弹，2017-2019 年油公司不断增加资本支出

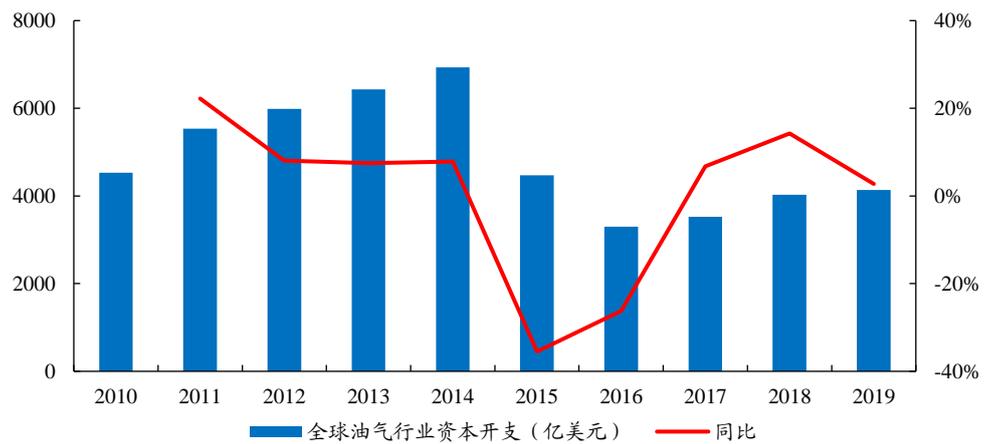
2016 年全球油价触底反弹，油公司盈利能力显著提升。布伦特原油的期货价格从 2016 年的最低 27.88 美元/桶增长至 2018 年最高 86.29 美元/桶。油价的上涨，使得油公司盈利显著增加，纷纷增加资本开支，从而带动下游油服企业订单量增加，杰润股份等油服装备龙头业绩也显著好转。

图11: 国际油价从 2016 年触底反弹 (单位: 美元/桶)



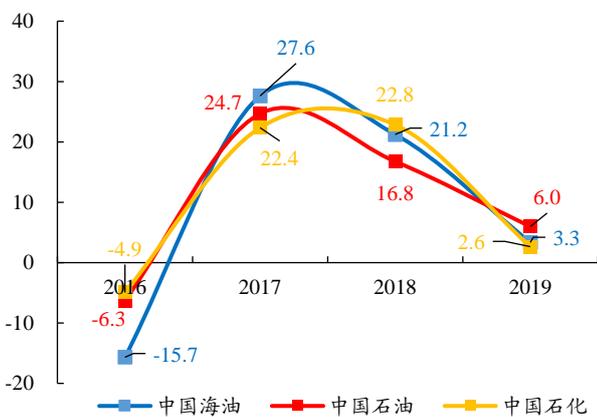
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2016 年以来全球油气资本开支不断增长



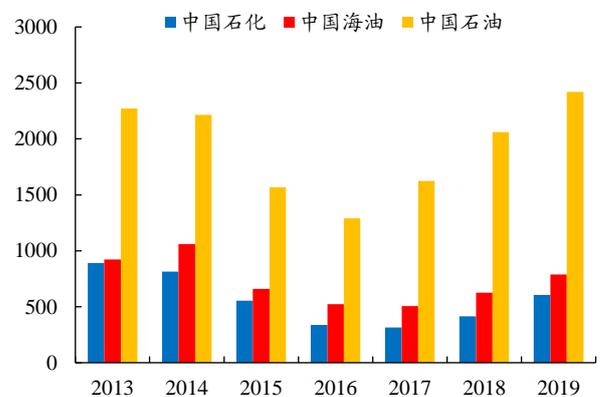
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2017 年三桶油营收增速由负转正 (单位: %)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 三桶油勘探资本开支不断提升 (单位: 亿元)

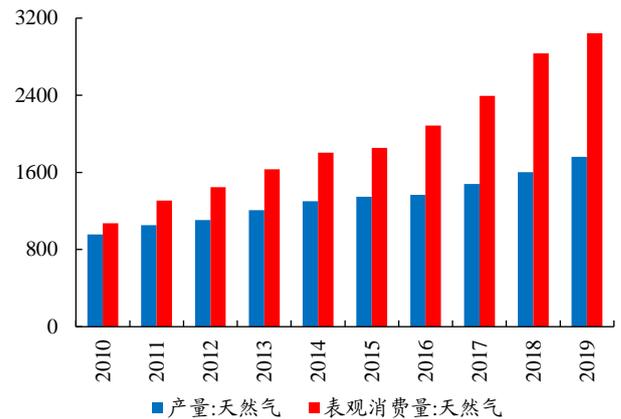
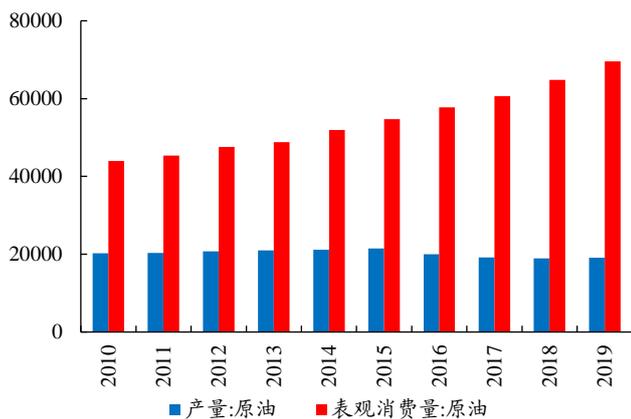


数据来源: Wind、开源证券研究所

我国原油及天然气对外依存度不断攀升，迫切需要提高自主供给比例。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年我国原油表观消费量达6.96亿吨，同比增长7.33%；天然气表观消费量达3042.5亿立方米，同比增长7.38%。但我国原油和天然气的产量低，2019年我国原油产量为1.91亿吨，同比增长1%；天然气产量为1736.2亿立方米，同比增长9.92%。在下游消费需求不断增长，上游供给不足的背景下，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月底，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%，能源安全问题突出。

图15: 中国原油消费量不断增长(单位: 万吨)

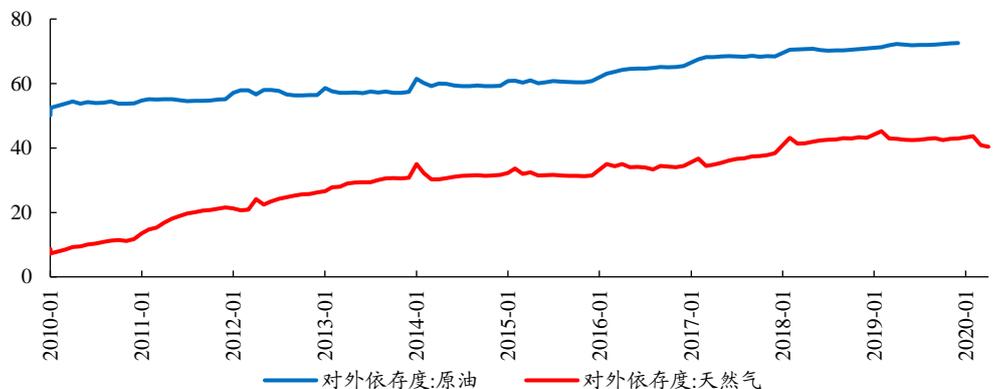
图16: 中国天然气消费量不断增长(单位: 亿立方米)



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 中国天然气和原油的对外依存度不断提升(单位: %)



数据来源: Wind、开源证券研究所

为保障国家能源安全，国家出台多项政策推动油气勘探开发。从2018年5月，在全国生态环境保护大会上，习近平总书记提出要加快天然气产供储销体系建设，保障气源供应。企业纷纷响应，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。根据《中国油气产业发展分析与展望报告蓝皮书(2019-2020)》预测，2020年，基于保障国家能源安全的需要，国内上游勘探开发投资仍将保持历史高位，新增石油探明地质储量和天然气新增探明地质储量有望保持在10亿吨和7000亿立方米以上的较高水平。预计国内原油产量增至1.93亿吨，对外依存度微增0.2个百分点；国内天然气产量

1880 亿立方米，同比增长 8.21%，对外依存度略有下降。

表4: 多项政策助力油气勘探开发

时间	内容
2018 年 5 月	在全国生态环境保护大会上，习近平总书记提出要加快天然气产供储销体系建设，保障气源供应。
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 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：能源局、开源证券研究所

2.2、2020 年油价下跌，全球大型油公司下调资本开支

2020 年油价暴跌，国际原油市场价格剧烈波动。2020 年，一方面，新冠肺炎疫情蔓延全球，全球经济下滑，各大航空公司运力削减，原油需求大幅下降；另一方面，OPEC+会议上俄罗斯拒绝了 OPEC 额外减产 150 万桶/天的提议，为此沙特将既定的 970 万桶/天的石油产量提升至 1200 万桶/天，受到供需两端严重挤压，国际油价大幅下跌。3 月 9 日 WTI 原油期货盘中狂跌近 30%，至 27.34 美元/桶，创近 30 年最大单日跌幅，其后更是一度跌破 20 美元/桶，2020 年 4 月初受主要产油国将讨论原油减产计划的影响，国际油价强劲反弹上涨，但仍然在低位运行。

表5: 全球油公司纷纷削减资本开支

公司	2020 年原资本开支计划 (亿美元)	下修后的资本开支计划 (亿美元)	下修幅度 (亿美元)
沙特阿美	350~400	250~300	100
壳牌	250	200	50
埃克森美孚	330	230	100
道达尔	150	120	30
BP	150	120	30
雪弗龙	200	160	40

数据来源：Spears & Associates、开源证券研究所

全球油公司纷纷削减资本开支，国内“七年行动计划”保障国内油气勘探行业景气度。根据 Spears & Associates 数据，全球经济下滑，疫情抑制了全球石油和天然气需求，叠加沙特与俄罗斯低价争夺市场份额，2020 年全球油田设备和服务市场支出为 2110 亿美元，较 2019 年下降 21%，为 2005 年以来的最低水平。在国家能源安全战略的指导下，国内“七年行动计划”保障国内油气勘探行业，但中石油、中石化和中海油仍小幅修正了 2020 年资本开支计划，调整幅度小于国际主要油公司。中国石化的资本开支计划为 2950 亿元，同比减少 0.6%；中国石化的资本开支计划为 1434 亿元，同比减少 2.5%；中国海油资本开支计划为 850-950 亿元，同比增长 6.25%-18%。

国际原油市场价格剧烈波动，不改公司业绩增长预期。根据 2019 年报，公司营业收入 70% 来自国内市场，30% 来自国外市场，且国内市场毛利率 41% 大幅高于国际市场的 28.4%。国际市场方面：短期油价下跌，全球油公司巨头纷纷下调资本开支，有利于公司高性价比的电驱压裂装备和涡轮压裂成套设备打入国际市场，目前公司的涡轮增压成套设备已成功进入北美市场，此外随着政治局势趋于缓和，预计油价将进一步反弹，未来油公司的资本开支也有望上调；国内市场方面：鉴于中石化、中石油和中海油的总体资本开支下调幅度有限，页岩气开发景气度持续高涨，国内油服市场在国家政策护航下整体景气度依旧维持高位，公司凭借其龙头市场份额和优质的设备服务，业绩有望继续保持稳定增长。

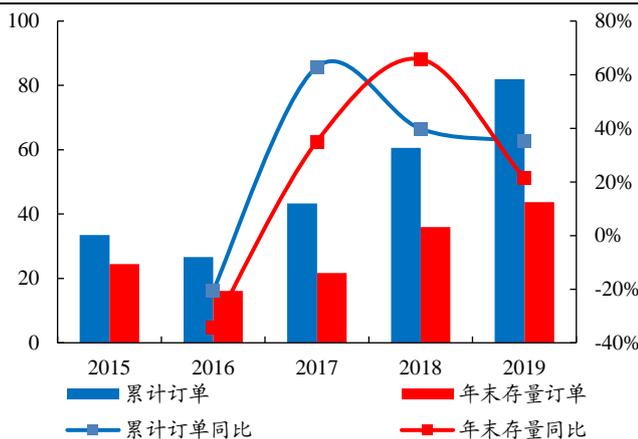
3、国内高景气度+北美市场拓展助力公司业绩平稳增长

3.1、国内市场页岩气开采空间大

公司主要从事油气田设备及技术工程服务。其中核心业务钻完井设备主要提供压裂设备、固井设备、连续油管设备以及液氮设备等；向天然气工程公司提供天然气工程设备；另外，公司也提供钻完井一体化服务，包括钻井、固井、完井、压裂、连续油管作业等一系列油田技术服务。2019 年累计新签订单 81.44 亿元，同比增长 34.45%；截至 2019 年底存量订单 43.73 亿元，在手订单充足，截至 2020 年 4 月 20 日，公司已排产至三季度，生产节奏紧密，奠定 2020 年业绩增长基础。

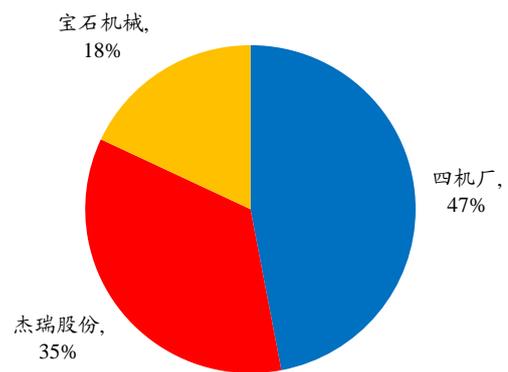
国内压裂车市场呈三分天下的格局。国内掌握压裂装备集成系统控制技术的主要包括杰瑞股份、石化机械四机厂、宝鸡石油机械三家，合计占有 90% 的份额。石化机械四机厂产能为 400 台压裂车/年，杰瑞股份为 300 台/年，宝石机械为 100-200 台/年。其中杰瑞为民营企业，宝石机械和石化机械分别为中石油和中石化下属油气设备制造企业。

图18：公司订单数不断增长（单位：亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：压裂设备市场呈三分天下的格局



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

页岩气开发有望成为公司核心产品压裂设备未来需求的拉动力。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。压裂设备用于页

岩气钻完井、常规油气增产阶段，其中页岩气钻完井需求占 30-40%，常规油气增产需求占 60-70%。压裂设备需求与中国页岩气开采量高度相关，中国页岩气储量达 32 万亿立方米，全球第一。2019 年中国页岩气产量 154 亿立方米，同比增长 41.5%。根据国家能源局发布的《页岩气发展规划（2016-2020 年）》，2020 年要实现页岩气产量 300 亿立方米，2030 年实现 800 至 1000 亿立方米的目标，开采潜力大。

图20: 压裂车位压裂机组里核心车辆



资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.2、中石油压裂车需求量大且确定性高

中石油未来3年压裂设备需求量达到960台。根据招标网的披露，2019年以来，中石油加大勘探开发力度，油气勘探开发投资大幅增长，未来几年中石油在国内勘探开发年均投资将保持在2000亿元以上。2019年勘探开发投资同比增长25%，其中风险勘探投资50亿元、增长4倍，钻井总进尺同比增加20%以上，特别是塔里木、新疆玛湖吉木萨尔和川渝页岩气深井工作量大幅增长。为弥补设备缺口，中石油拟通过公开招标定商方式引进960台左右的压裂设备，18台钻机和16套连续油管设备的租赁服务，租赁服务周期均是暂定3年，相比2018-2019年中石油压裂设备集中采购的数量有明显的增长。

公司电驱压裂车竞争实力强。在中石油最新的设备租赁招标公告中，电驱压裂的需求大约有58台左右。目前电驱压裂技术具有成熟商业化生产的企业屈指可数，公司有望在电驱压裂领域获得较高的市场份额，且预计电驱压裂毛利率水平高于传统柴油压裂设备，有望助力公司业绩新增长。

3.3、低油价将加快公司电动压裂设备进入美国市场

国际油价大幅下跌使北美油服行业陷入低迷，低油价将加快公司高性价比的压裂设备进入北美市场。2019年11月18日公司已经和北美油服领域重要战略客户成功签署涡轮压裂成套设备订单，成功开启北美市场。公司新研制的电驱压裂设备也有望打入北美市场。相对于传统压裂设备，电驱压裂设备具有以下优势：1) 不需要发动机、变速箱，电动压裂泵，杰瑞的电驱单台设备功率更强，一套机组所需要的电动压裂泵数量仅为8-10台，是过去所需要的传统压裂车数量的一半，购买成本比传统压裂车便宜20-30%；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)

电力替换柴油等燃料，燃料成本可以显著降低；4) 电驱压裂的作业环境噪音低于传统压裂设备，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。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。

图21: 杰瑞自主研发的中国最大连续油管设备进驻北美



资料来源: 公司官网

图22: 杰瑞电驱压裂设备性价比高



资料来源: 公司官网

4、盈利预测与投资建议

关键假设:

1) 国内市场: 页岩气开采速度持续推进, 2020 年要实现页岩气产量 300 亿立方米, 2030 年实现 800 至 1000 亿立方米的目标。中石油、中石化和中海油的资本开支维持在高位水平, 带动公司钻完井设备销量持续增长, 公司的毛利率小幅上涨。

2) 国际市场: 未来国际油服市场回暖, 油价将进一步反弹。公司在国际油价“V”走势期间, 利用其高性价比的电驱压裂设备和涡轮压裂设备积极开拓国际市场。

我们预测公司 2020-2022 年可实现归母净利润 17.7/21.1/24.0 亿元, 分别同比增长 30.3%/18.8%/14.0%; EPS 分别为 1.85/2.20/2.51 元; 当前股价对应 PE 分别为 16.2/13.6/12.0 倍。

参考可比上市公司, 公司 2020-2022 年动态 PE 估值低于可比上市公司平均估值水平, 考虑公司作为油服设备龙头企业, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表6: 公司估值低于可比上市公司平均估值水平

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600871.SH	石化油服	2.36	543.58	39.86	46.31	13.52	46.93	25.69	17.56	15.46
002554.SZ	惠博普	2.49	117.24	10.27	47.87	25.18	38.19	28.37	19.18	15.32
000852.SZ	石化机械	4.68	84.31	348.14	49.61	-	197.62	32.55	21.76	-
600968.SH	海油发展	2.36	15.68	8.11	15.34	14.38	24.15	18.00	15.60	13.64
603727.SH	博迈科	16.97	384.49	405.81	50.75	7.50	131.21	22.67	15.04	13.99
可比公司平均值							87.6	25.5	17.8	14.6
002353.SZ	杰瑞股份	30.03	121.2	30.3	18.8	14.0	21.1	16.2	13.6	12.0

数据来源: Wind、开源证券研究所 (除杰瑞股份, 其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据, 收盘价选用 2020 年 6 月 16 日)

5、风险提示

国际油价波动大；海外市场开拓具有不确定性；行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8980	12985	17045	21819	22876
现金	1540	2202	6304	7621	9099
应收票据及应收账款	3147	4168	4710	5743	6270
其他应收款	93	117	138	162	183
预付账款	278	612	468	804	658
存货	2258	4165	3264	5418	4624
其他流动资产	1663	1722	2160	2071	2042
非流动资产	2937	3534	4429	4783	4996
长期投资	103	122	148	183	225
固定资产	2040	2089	2425	2632	2784
无形资产	354	353	371	381	385
其他非流动资产	440	970	1485	1587	1603
资产总计	11917	16519	21474	26601	27872
流动负债	3134	6187	9470	12504	11430
短期借款	581	1270	5182	6345	5803
应付票据及应付账款	1616	2937	2328	3825	3292
其他流动负债	937	1981	1960	2334	2335
非流动负债	117	292	272	251	224
长期借款	0	133	113	92	65
其他非流动负债	117	159	159	159	159
负债合计	3251	6479	9742	12755	11653
少数股东权益	252	274	346	456	547
股本	958	958	958	958	958
资本公积	3700	3720	3720	3720	3720
留存收益	3868	5166	5981	6783	8344
归属母公司股东权益	8414	9766	11386	13390	15672
负债和股东权益	11917	16519	21474	26601	27872

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	45	233	1529	1050	2849
净利润	637	1392	1845	2218	2494
折旧摊销	295	321	310	386	459
财务费用	-34	-4	55	104	74
投资损失	-93	-35	-69	-69	-66
营运资金变动	-830	-1543	-613	-1589	-112
其他经营现金流	71	102	0	0	0
投资活动现金流	157	-412	-1136	-670	-606
资本支出	201	512	336	199	140
长期投资	-9	-32	-25	-31	-42
其他投资现金流	349	68	-825	-503	-507
筹资活动现金流	-200	587	-202	-227	-222
短期借款	147	689	0	0	0
长期借款	0	133	-20	-22	-27
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-2	20	0	0	0
其他筹资现金流	-345	-256	-182	-205	-195
现金净增加额	26	444	191	153	2021

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4597	6925	8406	9897	11373
营业成本	3142	4338	5017	5863	6781
营业税金及附加	32	39	48	56	64
营业费用	346	391	546	594	705
管理费用	244	287	353	396	466
研发费用	144	273	336	396	472
财务费用	-34	-4	55	104	74
资产减值损失	78	-30	0	0	0
其他收益	24	59	48	47	49
公允价值变动收益	-1	-5	0	0	0
投资净收益	93	35	69	69	66
资产处置收益	0	-1	0	0	0
营业利润	762	1660	2167	2604	2926
营业外收入	24	6	12	12	11
营业外支出	32	49	36	39	40
利润总额	754	1618	2144	2577	2897
所得税	118	225	299	359	403
净利润	637	1392	1845	2218	2494
少数股东损益	21	32	71	111	90
归母净利润	615	1361	1774	2107	2403
EBITDA	1038	1959	2525	3106	3476
EPS(元)	0.64	1.42	1.85	2.20	2.51

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	44.2	50.7	21.4	17.7	14.9
营业利润(%)	983.5	117.9	30.5	20.2	12.3
归属于母公司净利润(%)	807.6	121.2	30.3	18.8	14.0
获利能力					
毛利率(%)	31.7	37.4	40.3	40.8	40.4
净利率(%)	13.4	19.6	21.1	21.3	21.1
ROE(%)	7.3	13.9	15.7	16.0	15.4
ROIC(%)	6.9	12.5	11.4	11.7	12.0
偿债能力					
资产负债率(%)	27.3	39.2	45.4	47.9	41.8
净负债比率(%)	-10.1	-7.2	-7.7	-7.8	-19.3
流动比率	2.9	2.1	1.8	1.7	2.0
速动比率	1.5	1.2	1.3	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	1.7	1.9	1.9	1.9	1.9
应付账款周转率	2.5	1.9	1.9	1.9	1.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	1.42	1.85	2.20	2.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	0.24	1.60	1.10	2.97
每股净资产(最新摊薄)	8.78	10.20	11.89	13.98	16.36
估值比率					
P/E	46.8	21.1	16.2	13.6	12.0
P/B	3.4	2.9	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	27.1	14.1	10.9	8.8	7.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835