

看好行业回暖，全球油气设备龙头价值将重估

买入 (维持)

2021 年 01 月 14 日

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 严佳

yanj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,925	8,659	9,998	13,137
同比 (%)	50.7%	25.0%	15.5%	31.4%
归母净利润 (百万元)	1,361	1,753	2,031	2,779
同比 (%)	121.2%	28.8%	15.9%	36.8%
每股收益 (元/股)	1.42	1.83	2.12	2.90
P/E (倍)	30.34	23.55	20.33	14.85

投资要点

■ 看好油价恢复至成本中枢以上，全球油气资本开支将回温

2020 年全球油气资本开支同比下滑 19%，疫情结束需求恢复后将会导致供需紧张，我们判断油价将修复，中期稳定在成本中枢以上 (50 美元/桶左右)，油价的断崖式下跌短期内不会再次出现，这也将驱动 2021 年海外油气巨头资本开支筑底回升。与此同时，国内油气对外依存度逐年攀升，油价复苏背景下，国内保供政策强支撑逻辑仍然有效，三桶油盈利水平将恢复安全边际，有较强动力加大勘探开采资本支出。近期受新冠疫苗交付+OPEC 减产协议延长利好，国际油价逐步回温至 50 美元/桶以上，带动北美压裂作业温和回暖，根据 BAKER HUGHES INCORPORATED 统计，全美活跃钻机数由 7 月底的 251 台已回升至 12 月中旬的 346 台。

■ 基本面无惧油价波动，本轮油价下行期间公司订单仍强劲增长

复盘公司历史业绩，本轮周期公司业绩受油价下行影响趋弱。上一轮周期下行 2014 年中至 2015 年底，国际油价由 110 美元/桶左右下跌至低点 28.4 美元/桶，叠加国内反腐因素，国内外油气公司资本开支大幅下行，致使 2015 年公司营业收入同比-36.6%，归母净利润同比-88%。本轮周期始于 2018 年，2020 年受疫情影响油价由 60 美元/桶以上下滑至低点 19.6 美元/桶，但 2020Q1-Q3 公司实现收入同比+28%，归母净利润同比+23%，合同负债仍实现同比+10.5%；2020H1 公司新增订单 46.6 亿元，同比+27.4%，其中钻完井设备订单增幅超过 70%。

■ 国内能源保供政策持续支撑，页岩油气开采拉长压裂设备景气周期

我们认为本轮周期弱化的原因主要有：1) 周期驱动因素不同：上一轮周期主要由国际油价驱动，本轮周期主要由国内能源保供政策驱动，三桶油资本开支逆势上扬；2) 国内能源保供将持续支撑景气度：国内原油产量距离 2 亿吨红线仍有差距，油价在 40-50 美元/桶时三桶油仍可维持盈利，国内保供政策将继续为勘探开采景气形成强支撑；3) 页岩油气开采仍在发展初期，成长空间广：公司主营压裂设备目前更多地用于页岩油气开采，目前页岩气开发已迈过盈亏平衡点，具有一定经济性，未来降本增效仍将持续，将拉长页岩气产业链景气周期。页岩油开采仍处发展初期，常规石油增产乏力背景下，页岩油将成为重要补充，其开采提速与油价波动关联度较低。

■ 新型压裂设备实现弯道超车，零部件国产化助力盈利能力再上台阶

公司通过自主研发，逐步拓展涡轮、电驱压裂设备等高端产品。公司 2019 年 4 月发布的全球首个电驱压裂成套设备，与 2019 年 11 月全球单机功率最大的涡轮压裂设备批量销售，展现出公司在新型压裂设备方面已处于全球领先地位。同时，公司是少数能自主研发大功率柱塞泵、高压管汇和控制系统的公司，电机在国内定制采购，从而实现了电驱压裂

股价走势



市场数据

收盘价(元)	43.10
一年最低/最高价	20.68/45.08
市净率(倍)	3.93
流通 A 股市值(百万元)	26013.87

基础数据

每股净资产(元)	10.98
资产负债率(%)	39.75
总股本(百万股)	957.85
流通 A 股(百万股)	603.07

相关研究

- 1、《杰瑞股份 (002353): Q3 业绩维持高增，油服行业景气持续》2020-10-29
- 2、《杰瑞股份 (002353): 上半年业绩高增长，油服龙头确定性增强》2020-08-11
- 3、《杰瑞股份 (002353): 及时复产交付同时期间费用下降，Q1 利润大幅增长》2020-04-28

设备零部件的完全国产化，使得新产品毛利率水平显著高于传统压裂设备。

■ 新产品具备全球竞争力，海外扩张有望再造一个杰瑞

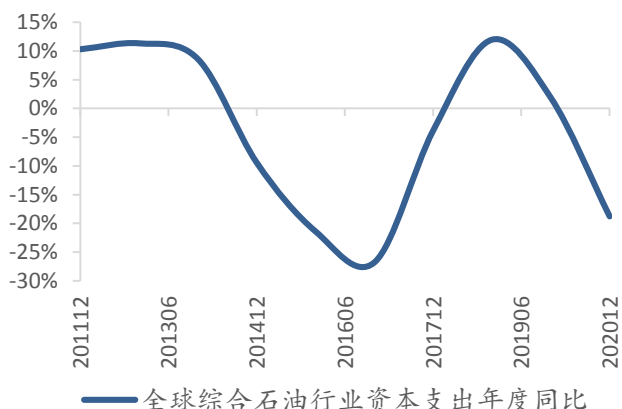
2019年11月，公司在美国获取首套自主研发的双燃料系统涡轮压裂设备订单；电驱压裂设备也已在北美市场进行试用，实现了产品和市场的双重高端化，产品已具备全球竞争力。北美市场空间更广，且降本需求大：1) 据 Spears 统计，2018 年末北美在用压裂设备总功率达 2478 万水马力，为国内的 15 倍以上，存在大量更新需求。按照设备寿命 10 年估算，2020-2022 年北美压裂设备年均更新需求量超 250 万水马力，年均市场空间超 50 亿元；2) 北美页岩油气市场行业洗牌后存活下来的公司将更注重降本增效，驱动电驱、涡轮等新型设备加速迭代。公司大功率电驱和涡轮压力设备技术领先、性价比高，特点高度切合北美市场需求，伴随新型压裂设备渗透率提升，有望抢占北美市场份额。对标哈里伯顿、GE 等海外竞争对手，公司目前收入体量较小，我们看好公司在北美市场的业绩释放潜力。

■ 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 17.5/20.3/27.8 亿元，当前股价对应 PE 为 24 倍、20 倍、15 倍，目前估值较低，行业迎来拐点叠加公司受油价波动影响弱化，有望迎接戴维斯双击。给予 2021 年目标估值 30 倍 PE，对应市值 609 亿，目标价为 63.6 元，维持“买入”评级。

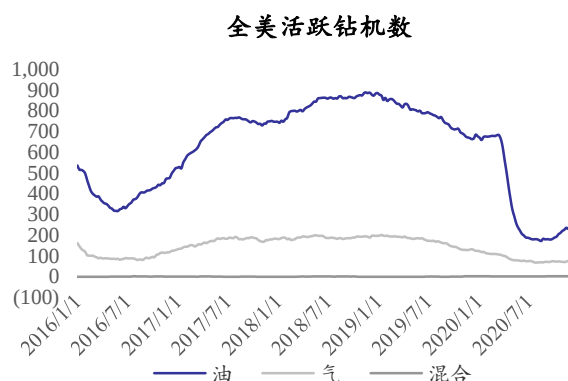
■ **风险提示：**油价走势不及预期、中美贸易战对原油市场影响、国内三桶油资本开支力度不及预期。

图 1：2020 年全球石油行业资本支出同比-19%



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2：随着油价复苏，北美活跃钻机数出现反转



数据来源：BAKER HUGHES INCORPORATED，东吴证券研究所

杰瑞股份三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	12985	14744	17200	21262	营业收入	6925	8659	9998	13137
现金	2202	3095	4104	5251	减:营业成本	4338	5397	6218	8135
应收账款	4283	4745	5479	6479	营业税金及附加	39	69	57	74
存货	4165	4732	5111	6240	营业费用	391	433	550	657
其他流动资产	2335	2172	2507	3291	管理费用	560	661	812	997
非流动资产	3534	3547	3548	3528	财务费用	-4	11	-18	-34
长期股权投资	122	122	122	122	资产减值损失	-30	-8	-7	-7
固定资产	1532	1548	1553	1536	加:投资净收益	35	2	43	27
在建工程	340	126	74	58	其他收益	-7	-14	-14	-14
无形资产	353	351	349	348	营业利润	1660	2083	2418	3328
其他非流动资产	1174	1174	1174	1174	加:营业外净收支	-42	16	15	0
资产总计	16519	18291	20748	24790	利润总额	1618	2099	2433	3329
流动负债	6187	6345	6934	8423	减:所得税费用	225	292	339	464
短期借款	1272	500	500	500	少数股东损益	32	54	63	86
应付账款	2937	3253	3407	4012	归属母公司净利润	1361	1753	2031	2779
其他流动负债	1979	2592	3027	3911	EBIT	1870	2090	2354	3266
非流动负债	292	302	312	322	EBITDA	2191	2278	2574	3510
长期借款	133	133	133	133	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	159	169	179	189		2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	6479	6647	7246	8745	每股收益(元)	1.42	1.83	2.12	2.90
少数股东权益	274	322	378	454	每股净资产(元)	10.20	11.82	13.70	16.28
归属母公司股东权益	9766	11321	13124	15591	发行在外股份(百万 股)	958	958	958	958
负债和股东权益	16519	18291	20748	24790	ROIC(%)	16.4%	18.6%	21.5%	26.7%
					ROE(%)	13.9%	15.5%	15.5%	17.8%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	37.4%	37.7%	37.8%	38.1%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	20.1%	20.9%	20.9%	21.8%
经营活动现金流	233	1193	1456	1681	资产负债率(%)	39.2%	36.3%	34.9%	35.3%
投资活动现金流	-412	670	-219	-221	收入增长率(%)	50.7%	25.0%	15.5%	31.4%
筹资活动现金流	587	-969	-228	-313	净利润增长率(%)	121.2%	28.8%	15.9%	36.8%
现金净增加额	444	894	1009	1147	P/E	30.34	23.55	20.33	14.85
折旧和摊销	321	188	219	244	P/B	4.23	3.65	3.15	2.65
资本开支	-512	-159	-209	-211	EV/EBITDA	21.79	21.04	18.86	14.25
营运资本变动	-540	-793	-848	-1416					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>