



买入（维持）

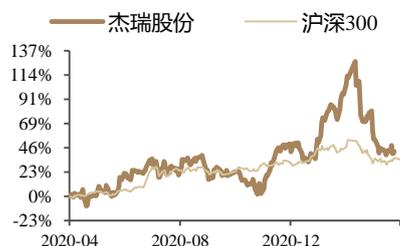
所属行业：机械设备  
当前价格(元)：33.85

证券分析师

倪正洋  
资格编号：S0120521020003  
邮箱：nizy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-21.12	-30.67	-5.23
相对涨幅(%)	-21.75	-22.54	1.74

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《三桶油计划资本支出增加9%，历史看中石油计划支出有望上调》，2021.3.29
- 《杰瑞股份(002353.SZ):周期淬炼显真金，进军海外正当时》，2021.3.22

# 全年业绩同比+24.3%，毛利率创六年来新高

投资要点

- **Q4单季度业绩增速同比+26.3%，环比显著回升**：公司发布2020年年报，全年实现营收82.95亿元，同比+19.78%；实现归母净利润16.90亿元，同比+24.3%；实现扣非归母净利润16.77亿元，同比+23.9%。其中，Q4单季度实现28.71亿元，同比+6.92%；实现归母净利润5.76亿元，同比+26.31%。与Q3单季度业绩增速相比，Q4业绩增速已显著回升。
- **全年毛利率创六年来新高，汇兑损失冲击下期间费用仍控制良好**：2020年综合毛利率为37.9%，同比+0.5pp，创六年来新高。分国内外来看，公司国内业务受益于非常规资源开发持续发力，毛利率达47.75%，同比+6.73pp；海外业务受交付产品类型变化及国际业务成本上升，毛利率为13.53%，同比-14.87pp。单季度来看，公司Q4综合毛利率为38.33%。期间费用方面，公司全年实现销售费用率4.5%，同比-1.2pp；管理费用率3.6%，同比-0.6pp；财务费用率1.8%，同比+1.8pp；研发费用率3.7%，同比-0.3pp；期间费用率合计达13.6%，同比-0.3pp。在汇兑损失大幅影响公司财务费用情况下，公司仍保持了良好的期间费用控制水平。
- **行业景气周期已重新启动，公司新型压裂设备技术领先将成全球龙头**：国内而言，油公司资本支出韧性与弹性兼具。2020年三桶油合计资本支出达4611亿元，同比-12%，韧性十足、好于全球平均。2021年计划资本支出预计同比增加9.2%，并有望持续上修。海外来看，斯伦贝谢4Q20实现盈利3.7亿美元，同比+12%，年内已首度实现盈利；贝克休斯4Q20实现盈利12.6亿美元，同比、环比均扭亏为盈；哈里伯顿Q4仅亏损2.4亿美元，亏损大幅收窄。行业景气周期已重新启动，公司新型压裂设备全球领先、海外市场拓展有望持续落地。
- **投资建议**：随着国际油价中枢逐步恢复至疫情前水平，油服行业景气周期已重新启动。新型压裂设备推广将进入高速成长期，公司有望成为全球龙头。预计2021-2023年公司归母净利润分别为20.5/25.6/30.1亿元，对应PE 16、13、11倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：国际油价大幅波动，新产品推广不及预期，三桶油资本支出不及预期

股票数据

总股本(百万股):	957.85
流通A股(百万股):	604.77
52周内股价区间(元):	22.64-56.60
总市值(百万元):	33,994.24
总资产(百万元):	18,810.32
每股净资产(元):	11.57

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,925	8,295	9,522	11,711	14,418
(+/-)YOY(%)	50.7%	19.8%	14.8%	23.0%	23.1%
净利润(百万元)	1,361	1,690	2,051	2,561	3,011
(+/-)YOY(%)	121.2%	24.2%	21.3%	24.9%	17.6%
全面摊薄EPS(元)	1.42	1.76	2.14	2.67	3.14
毛利率(%)	37.4%	37.9%	38.1%	38.7%	39.0%
净资产收益率(%)	13.9%	15.3%	15.6%	16.3%	16.1%

资料来源：公司年报(2019-2020)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.76	2.14	2.67	3.14
每股净资产	11.57	13.71	16.38	19.52
每股经营现金流	0.33	2.10	0.05	0.42
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	19.18	15.81	12.66	10.77
P/B	2.93	2.47	2.07	1.73
P/S	3.91	3.41	2.77	2.25
EV/EBITDA	12.80	13.08	11.88	10.06
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	37.9%	38.1%	38.7%	39.0%
净利润率	20.4%	21.5%	21.9%	20.9%
净资产收益率	15.3%	15.6%	16.3%	16.1%
资产回报率	9.0%	9.4%	10.2%	10.3%
投资回报率	13.9%	13.2%	14.6%	15.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	19.8%	14.8%	23.0%	23.1%
EBIT 增长率	31.7%	8.5%	26.5%	20.7%
净利润增长率	24.2%	21.3%	24.9%	17.6%
偿债能力指标				
资产负债率	39.5%	38.6%	35.6%	34.2%
流动比率	2.2	2.2	2.4	2.6
速动比率	1.4	1.5	1.5	1.6
现金比率	0.4	0.5	0.5	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	143.3	166.0	155.4	154.9
存货周转天数	343.0	318.6	337.4	333.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	4.9	4.2	4.7	5.2

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,690	2,051	2,561	3,011
少数股东损益	32	52	58	67
非现金支出	384	0	-391	-615
非经营收益	96	-99	-83	-113
营运资金变动	-1,887	10	-2,093	-1,950
经营活动现金流	315	2,014	51	401
资产	-546	-777	39	208
投资	1	0	0	0
其他	1,290	100	84	114
投资活动现金流	745	-677	123	321
债权募资	2,466	-300	-400	-335
股权募资	0	0	0	0
其他	-2,533	0	0	0
融资活动现金流	-67	-300	-400	-335
现金净流量	919	1,037	-225	387

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 8 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,295	9,522	11,711	14,418
营业成本	5,151	5,890	7,182	8,797
毛利率%	37.9%	38.1%	38.7%	39.0%
营业税金及附加	69	76	90	114
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	372	495	609	750
营业费用率%	4.5%	5.2%	5.2%	5.2%
管理费用	295	394	468	649
管理费用率%	3.6%	4.1%	4.0%	4.5%
研发费用	304	384	472	620
研发费用率%	3.7%	4.0%	4.0%	4.3%
EBIT	2,104	2,284	2,889	3,488
财务费用	147	5	20	50
财务费用率%	1.8%	0.1%	0.2%	0.3%
资产减值损失	-48	0	1	6
投资收益	50	100	84	114
营业利润	2,013	2,441	3,037	3,571
营业外收支	-17	0	0	0
利润总额	1,996	2,441	3,037	3,571
EBITDA	2,439	2,284	2,499	2,879
所得税	274	338	419	493
有效所得税率%	13.7%	13.8%	13.8%	13.8%
少数股东损益	32	52	58	67
归属母公司所有者净利润	1,690	2,051	2,561	3,011

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,904	3,940	3,715	4,102
应收账款及应收票据	5,261	6,096	7,324	9,130
存货	4,841	5,141	6,638	8,026
其它流动资产	1,605	1,778	2,000	2,161
流动资产合计	14,610	16,956	19,677	23,420
长期股权投资	127	127	127	127
固定资产	1,696	2,261	2,478	2,789
在建工程	135	180	211	168
无形资产	498	664	767	905
非流动资产合计	4,201	4,977	5,328	5,734
资产总计	18,810	21,933	25,005	29,154
短期借款	1,035	735	335	0
应付票据及应付账款	2,853	3,625	4,198	5,278
预收账款	0	801	798	732
其它流动负债	2,744	2,490	2,772	3,164
流动负债合计	6,631	7,651	8,104	9,175
长期借款	570	570	570	570
其它长期负债	235	235	235	235
非流动负债合计	805	805	805	805
负债总计	7,436	8,456	8,909	9,980
实收资本	958	958	958	958
普通股股东权益	11,078	13,129	15,690	18,701
少数股东权益	296	349	406	473
负债和所有者权益合计	18,810	21,933	25,005	29,154

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。