

杰瑞股份 (002353.SZ)

多因素拖累全年净利，订单高速增长加速业绩拐点到来

公司 2021 年实现营业收入 87.76 亿元，同比+5.8%，归母净利润 15.86 亿元，同比-6.17%。2021 年国际油价震荡上行，油气行业景气度持续上行，传导至设备端存在时滞。公司 21H2 新增订单高速增长，油气公司加大资本开支得到初步验证，公司 Q4 单季度营收增长明显，业绩出现边际改善，22H1 有望迎来业绩拐点。21 年公司受钻完井收入占比下滑、原材料价格上涨等多重因素影响，盈利能力下滑，22 年毛利高的钻完井业务复苏明显，盈利能力有望回升，我们预计 22 年公司归母净利润 21.3 亿元，对应 PE18 倍，维持强烈推荐。

- 公司 2021 年实现营业收入 87.76 亿元，同比+5.8%，归母净利润 15.86 亿元，同比-6.17%；Q4 单季度实现营收 32.48 亿元，同比+13.13%，环比+74.72%，归母净利润 4.4 亿元，同比-23.57%，环比+14.9%。油价上涨传导至行业资本开支增加需要一定时间，而订单反映到公司营收又存在约 6 个月的时间差，因此公司业绩滞后反映行业景气度。国际油价自 2021 年初开始攀升，油气设备行业自 21 年中旬开始明显回暖，公司来自海外的大订单于 21H2 逐步落地，7 月取得美国 2 套涡轮压裂设备订单，11 月取得科威特 4.26 亿美元的北部侏罗纪生产设施 5 期项目订单，油气公司加大资本开支与油气开采得到验证。在保障能源安全战略下，我国继续发力非常规油气资源开发，21 年页岩油气产量持续提升，10 月国务院碳达峰行动方案更是单独指出要加快推进页岩油气等非常规油气资源规模化开发，行业利好因素频现。公司 Q4 营收同比环比均实现较高增长，说明业绩已经发生边际改善。
- 毛利率、净利率受多重因素拖累有所下滑。公司 2021 年毛利率下降 3.04pct 至 34.86%，Q4 单季度毛利率 31.93%，同比-6.4pct，环比-2.7pct；全年净利率下降 2.4pct 至 18.36%，Q4 单季度净利率 13.91%，同比-6.7pct，环比-6.77pct。毛利率下滑的主要原因是：1) 20 年国际油价暴跌，下游大客户为控制成本压低合同价格，油服业务毛利率降低；2) Q3 开始大宗商品、原材料价格上涨，国际海运价格高企，生产成本增加；3) 毛利率高的钻完井等设备 21 年收入占比下滑。在毛利率下降的基础上，公司全年计提资产减值损失 0.6 亿元 (Q4 单季度计提 0.58 亿元)、信用减值损失 1.1 亿元 (Q4 单季度计提 0.21 亿元)，导致净利率继续下降。考虑到公司主要客户历史上信用良好，并未出现大规模坏账损失，我们认为公司计提大额资产减值损失及信用减值损失或出于会计谨慎性原则，后续有转回可能。
- 风险提示：原材料价格上涨风险、油价下跌风险、下游资本开支不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	8295	8776	10897	12975	14705
同比增长	20%	6%	24%	19%	13%
营业利润(百万元)	2013	1833	2525	3163	3649
同比增长	21%	-9%	38%	25%	15%
归母净利润(百万元)	1690	1586	2130	2647	3052
同比增长	24%	-6%	34%	24%	15%
每股收益(元)	1.76	1.66	2.22	2.76	3.19
PE	22.7	24.2	18.0	14.5	12.6
PB	3.5	3.1	2.3	2.1	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐-A (维持)

中游制造/机械

目标估值：50.00 元

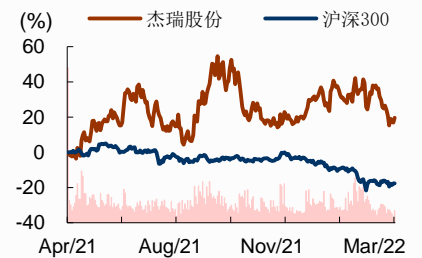
当前股价：40.13 元

基础数据

总股本 (万股)	95785
已上市流通股 (万股)	61929
总市值 (亿元)	384
流通市值 (亿元)	249
每股净资产 (MRQ)	13.0
ROE (TTM)	12.7
资产负债率	34.4%
主要股东	孙伟杰
主要股东持股比例	20.38%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-14	-14	21
相对表现	-19	1	37



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《杰瑞股份 (002353) —Q3 单季度收入略降，不改中长期逻辑》 2021-10-27
- 《杰瑞股份 (002353) —涡轮压裂大单落地，看好北美市场拓展》 2021-07-23

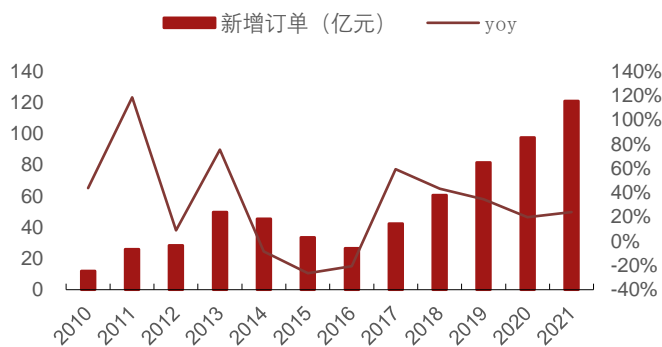
刘荣 S1090511040001

liur@cmschina.com.cn

其他主要数据: 1) 期间费用方面, 市场开拓、新签订单等带来人员差旅费、招待费明显增长, 销售费用率、管理费用率分别较 2020 年提升 0.45pct、0.64pct; 财务费用率同比下降 1.53pct, 主要原因是利息支出及汇兑损失较少; 三费率合计 9.37%, 同比下降 0.44pct。2) 研发费用率为 3.6%, 基本与 20 年持平, 反映公司坚持以创新驱动发展, 注重新产品、新技术的研发和投入的理念。3) 公司现金流明显改善, 经营活动现金流量净额为 8.08 亿元, 同比+156.96%。

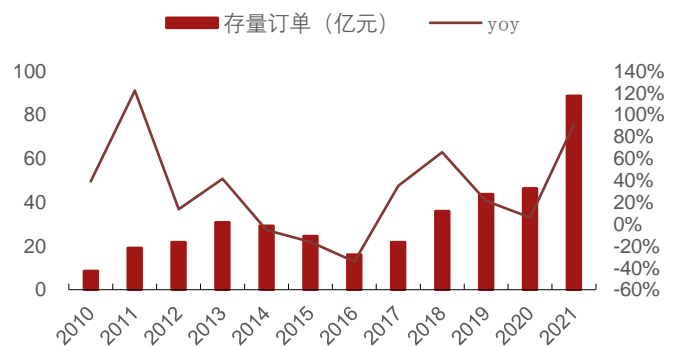
- **新增订单再创新高, 钻完井设备趋势向好。**公司 21 年订单增速前低后高, 上半年增速约 12%, 全年新增订单 147.91 亿元, 同比+51.73%, 年末存量订单 88.60 亿元, 同比+91.2%, 再创上市以来新高。订单结构方面, 高毛利的钻完井业务复苏明显, 剔除毛利率较低的工程类订单 (主要是科威特订单), 我们估算公司 21 年新增订单仍达到 120 亿元, 同比增长 24%。22 年以来油服行业维持景气度上行, 公司 22Q1 新增订单保持增长态势, 且结构继续向好, 今年业绩有望持续改善。
- **维持“强烈推荐-A”评级。**我们预计未来一段时间内油价将继续维持在高位, 全球油田设备和服务市场支出进一步加大。国内中石油规划十四五期间新建页岩油气产能 1000 万吨, 2021 年中石油资本开支有所下降, 今年大概率将加大资本开支, 中海油、中石化资本开支预计也将会有不同程度的增长。2021 年中石油三次公开招标压裂设备, 公司全部中标, 说明公司产品认可度较高, 今年有望获得更多来自“三桶油”的订单。我们认为公司 2021 年下半年的大部分新签订单将于今年上半年兑现业绩, 业绩拐点将至, 行业高景气度支撑全年业绩; 此外, 公司订单结构改善, 若未来原材料价格回落, 公司有望实现超预期增长。我们预计 22/23/24 年公司营收 108.97/129.75/147.05 亿元, 归母净利润 21.3/26.47/30.52 亿元, 对应 PE18/14.5/12.6 倍, 维持“强烈推荐-A”。

图 1: 杰瑞股份历年新增订单及增速



资料来源: 公司年报、招商证券

图 2: 杰瑞股份历年末存量订单及增速



资料来源: 公司年报、招商证券

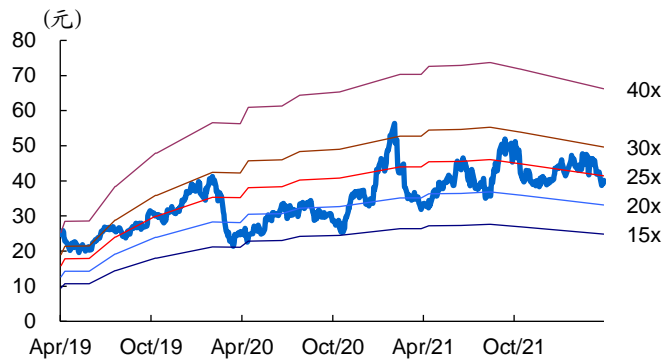
表 1: 杰瑞股份主营业务收入假设表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8295	8776	10897	12975	14705
油气装备制造及技术服务	6627	7056	8961	10753	12151
维修改造及贸易配件	1194	1227	1349	1525	1723
环保服务	455	464	556	668	801
其他	19	30	30	30	30
营业收入增长率	19.8%	5.8%	24.2%	19.1%	13.3%
油气装备制造及技术服务	27.2%	6.5%	27.0%	20.0%	13.0%
维修改造及贸易配件	-8.7%	2.8%	10.0%	13.0%	13.0%
环保服务	17.1%	1.8%	20.0%	20.0%	20.0%
其他	5.4%	59.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率 (%)	37.9%	34.9%	35.1%	36.3%	36.9%
油气装备制造及技术服务	38.3%	36.2%	36.2%	37.5%	38.0%
维修改造及贸易配件	34.3%	27.8%	29.0%	30.0%	31.0%
环保服务	39.8%	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%
其他	78.9%	45.3%	45.3%	45.3%	45.3%

资料来源: 公司数据、招商证券

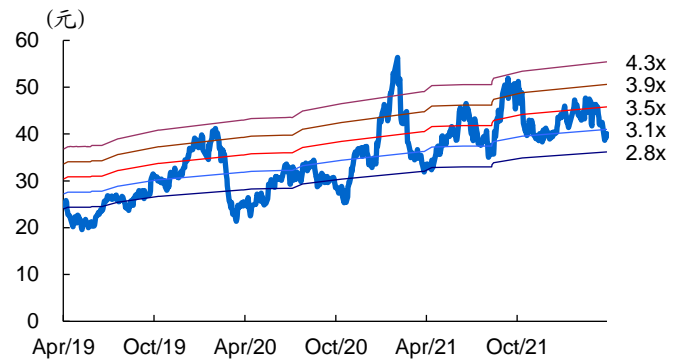
PE-PB Band

图 3: 杰瑞股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 杰瑞股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	14610	15015	19103	22131	25287
现金	2904	3072	4918	5374	6363
交易性投资	233	26	26	26	26
应收票据	2004	1683	2090	2488	2820
应收款项	3257	4286	4808	5726	6489
其它应收款	94	115	143	170	193
存货	4841	4151	5034	5884	6615
其他	1278	1682	2084	2463	2782
非流动资产	4201	4514	4438	4362	4288
长期股权投资	127	138	138	138	138
固定资产	1696	1852	1914	1963	2000
无形资产商誉	1334	1380	1242	1118	1006
其他	1045	1144	1144	1144	1144
资产总计	18810	19529	23541	26493	29576
流动负债	6631	6164	5991	6893	7668
短期借款	1035	711	0	0	0
应付账款	2853	2913	3534	4130	4643
预收账款	573	874	1080	1263	1419
其他	2171	1666	1377	1500	1605
长期负债	805	548	548	548	548
长期借款	570	239	239	239	239
其他	235	309	309	309	309
负债合计	7436	6713	6539	7441	8216
股本	958	958	1058	1058	1058
资本公积金	3641	3643	6043	6043	6043
留存收益	6479	7872	9523	11531	13789
少数股东权益	296	343	377	420	469
归属于母公司所有者权益	11078	12473	16624	18632	20890
负债及权益合计	18810	19529	23541	26493	29576

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	315	808	1304	1395	2079
净利润	1722	1612	2164	2689	3102
折旧摊销	335	419	548	548	546
财务费用	53	92	19	(22)	(27)
投资收益	(50)	(59)	(150)	(150)	(150)
营运资金变动	(1780)	(1416)	(1350)	(1785)	(1488)
其它	35	161	73	114	96
投资活动现金流	745	(119)	(322)	(322)	(322)
资本支出	(550)	(363)	(472)	(472)	(472)
其他投资	1294	244	150	150	150
筹资活动现金流	(67)	(661)	864	(617)	(767)
借款变动	170	(355)	(1139)	0	0
普通股增加	0	0	100	0	0
资本公积增加	(79)	2	2400	0	0
股利分配	0	(287)	(479)	(639)	(794)
其他	(158)	(21)	(19)	22	27
现金净增加额	993	28	1846	456	990

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8295	8776	10897	12975	14705
营业成本	5151	5717	7067	8260	9286
营业税金及附加	69	70	87	103	117
营业费用	372	433	490	584	662
管理费用	295	368	436	519	588
研发费用	304	316	393	468	530
财务费用	147	21	19	(22)	(27)
资产减值损失	(50)	(168)	(30)	(50)	(50)
公允价值变动收益	4	3	3	3	3
其他收益	52	77	77	77	77
投资收益	50	70	70	70	70
营业利润	2013	1833	2525	3163	3649
营业外收入	15	112	40	20	20
营业外支出	32	60	30	30	30
利润总额	1996	1885	2535	3153	3639
所得税	274	273	371	464	537
少数股东损益	32	26	34	43	49
归属于母公司净利润	1690	1586	2130	2647	3052

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	20%	6%	24%	19%	13%
营业利润	21%	-9%	38%	25%	15%
归母净利润	24%	-6%	34%	24%	15%
获利能力					
毛利率	37.9%	34.9%	35.1%	36.3%	36.9%
净利率	20.4%	18.1%	19.5%	20.4%	20.8%
ROE	16.2%	13.5%	14.6%	15.0%	15.4%
ROIC	15.1%	11.6%	13.8%	14.6%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	39.5%	34.4%	27.8%	28.1%	27.8%
净负债比率	9.0%	7.1%	1.0%	0.9%	0.8%
流动比率	2.2	2.4	3.2	3.2	3.3
速动比率	1.5	1.8	2.3	2.4	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.1	1.3	1.5	1.5	1.5
应收账款周转率	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7
应付账款周转率	1.8	2.0	2.2	2.2	2.1
每股资料(元)					
EPS	1.76	1.66	2.22	2.76	3.19
每股经营净现金	0.33	0.84	1.36	1.46	2.17
每股净资产	11.57	13.02	17.36	19.45	21.81
每股股利	0.30	0.50	0.67	0.83	0.96
估值比率					
PE	22.7	24.2	18.0	14.5	12.6
PB	3.5	3.1	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	17.9	19.8	14.4	12.0	10.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队： 7 次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2019 年获 WIND 和金牛最佳分析师第一名。2020 年获 WIND 最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。