

民营油服龙头，成长再上新台阶

杰瑞股份首次覆盖

核心观点

- **民营油服龙头，助力全球能源革命。**公司是油气田设备及技术工程服务提供商，公司具有持续成长的奋斗者基因，自15年后公司在低迷的油气开发市场环境中二次创业，持续自我革新，推出大马力压裂设备，中标海外的大型项目，并成立新能源子公司进军负极材料领域，收入从16年的28亿元增长到21年的88亿元。归母净利润从1.2亿元增长到15.86亿元。
- **油价回暖，油服行业需求上升。**经历疫情冲击，国际原油价格自20年低点逐渐回暖，并带来天然气价格的上升，油气公司企业盈利逐渐回暖。从产业链规律看，下游的盈利改善将转化为投资需求的回升，从钻机高频数据看，全球在用钻机已经出现明显的回升。从国内看，21年我国油气对外依存度分别达72%/44%，仍处于较高的状态，而我国非常规油气近年来开发进展较快，未来有望成为缓解对外依赖度的重要资源。从美国市场看，07-08年页岩油气革命后，美国的油气产量快速上升，巨大的压裂服务设备存量即将进入更换大周期，随着油价的回暖，我们预计北美的油服设备也即将进入放量更换的阶段。
- **新产品+新市场+新业务，为持续成长助力。**新产品方面，公司推出压裂设备新产品，相比于传统的柴油驱动压裂设备，涡轮/电驱压裂在效率/经济性/环保性等方面都有更大的优势，有望进入快速推广期。在新市场方面，公司持续布局全球业务，近年来在北美等地区取得较大进展。在新业务方面，公司进军锂电负极材料，拟投资10万吨锂电池负极材料一体化项目，并积极推进硅负极材料的研发生产，未来有望形成油气和新能源双主业。

盈利预测与投资建议

- 2021年全年公司获取订单147.91亿元，同比增长52%，年末存量订单89亿元，创公司历史新高。在订单的支持下，我们预测公司2022-2024年每股收益分别为2.22/2.83/3.45元，可比公司2022年调整平均市盈率约19xPE，我们给予杰瑞股份2022年19xPE，目标价42.18元，首次给予买入评级。

风险提示

油价波动风险，石油公司资本支出不及预期，汇率不利变动，公司产能释放缓慢，海外业务拓展不及预期，原材料价格波动，新业务发展不及预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,295	8,776	11,514	14,391	17,002
同比增长(%)	19.8%	5.8%	31.2%	25.0%	18.1%
营业利润(百万元)	2,013	1,833	2,524	3,222	3,924
同比增长(%)	21.3%	-9.0%	37.7%	27.6%	21.8%
归属母公司净利润(百万元)	1,690	1,586	2,123	2,714	3,308
同比增长(%)	24.2%	-6.2%	33.9%	27.8%	21.9%
每股收益(元)	1.76	1.66	2.22	2.83	3.45
毛利率(%)	37.9%	34.9%	35.0%	35.6%	36.2%
净利率(%)	20.4%	18.1%	18.4%	18.9%	19.5%
净资产收益率(%)	16.2%	13.5%	15.7%	17.2%	17.9%
市盈率	18.9	20.1	15.0	11.8	9.7
市净率	2.9	2.6	2.2	1.9	1.6

数据来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (首次)
股价 (2022年05月11日)	33.33元
目标价格	42.18元
52周最高价/最低价	52.5/28.14元
总股本/流通A股 (万股)	95,785/61,929
A股市值 (百万元)	31,925
国家/地区	中国
行业	机械设备
报告发布日期	2022年05月11日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	7.11	-13.79	-27.57	-6.9
相对表现	13.03	-6.37	-6.4	23.01
沪深300	-5.92	-7.42	-21.17	-29.91



证券分析师

杨震 021-63325888*6090
yangzhen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520060002

目录

1. 民营油服龙头，助力全球能源革命	5
1.1 专注油气领域的奋斗者	5
1.2 聚焦主业，油田服务及设备持续增长	6
1.3 持续推陈出新，助力全球页岩油气开发	9
1.4 奋斗者企业文化推动企业长期发展	11
2. 油价回暖，国内外需求重返上升通道	12
2.1 油气价格回暖，油服行业处于复苏通道	12
2.2 油气对外依赖度大，国家安全助推能源革命	13
2.3 美国压裂市场有望回归正轨，拉动设备需求	15
2.4 公司订单恢复增长，业务增长趋势向好	16
3. 新产品+新市场+新业务，为持续成长助力	17
3.1 推出大马力压裂设备，产品进入推广期	17
3.2 全球布局持续发力，收入盈利有望双提升	18
3.3 非公开发行股票，提升综合竞争力	18
3.4 进军新能源，开拓第二主业	19
盈利预测与投资建议	21
盈利预测	21
投资建议	22
风险提示	22

图表目录

图 1: 杰瑞股份发展历史	5
图 2: 杰瑞股份收入	6
图 3: 杰瑞股份归母净利润	6
图 4: 杰瑞股份盈利能力	6
图 5: 杰瑞股份费用率	6
图 6: 杰瑞股份油田装备	7
图 7: 杰瑞股份 2021 年行业收入构成	8
图 8: 杰瑞股份 2021 年产品收入构成	8
图 9: 杰瑞核心业务收入情况	8
图 10: 杰瑞核心业务毛利率情况	8
图 11: 石油装备技术子公司收入	9
图 12: 能源服务子公司收入	9
图 13: 石油天然气工程子公司收入	9
图 14: 核心子公司净利润率	9
图 15: 杰瑞股份研发支出情况	10
图 16: 杰瑞 4500 型阿波罗涡轮压裂车	10
图 17: 杰瑞股份电驱压裂设备	10
图 18: 2021 年底员工构成	11
图 19: 员工人数情况	11
图 20: 人均薪酬情况	12
图 21: 人均创收情况	12
图 22: 布伦特原油均价	12
图 23: 天然气价格	12
图 24: 全球油服市场规模	13
图 25: 全球在用钻机数量	13
图 26: 中石油和中石化勘探与生产支出	13
图 27: 我国油气行业固定资产投资增速	13
图 28: 我国原油对外依赖度	14
图 29: 我国天然气对外依赖度	14
图 30: 全球页岩气技术可采资源量分布 (EIA-2013 年)	14
图 31: 我国页岩气产量	14
图 32: 美国在用钻机数量	15
图 33: 美国原油商业库存和炼厂开工率	15
图 34: 美国主要产区油产量情况	15

图 35：美国主要产区气产量情况.....	15
图 36：美国压裂市场（亿美元）.....	16
图 37：北美压裂水马力数情况（单位百万水马力）.....	16
图 38：杰瑞股份新增订单情况（不含税）.....	17
图 39：杰瑞股份在手订单情况（不含税）.....	17
图 40：公司海外收入情况.....	18
图 41：公司国内外毛利率比较.....	18
图 42：我国新能源汽车产量.....	20
图 43：我国负极材料出货量.....	20
表 1：杰瑞股份主要业务领域.....	7
表 2：杰瑞股份员工持股计划.....	11
表 3：常规和电驱压裂方案的成本对比.....	17
表 4：非公开发行股票募投项目.....	19
表 5：新材料子公司建设规划.....	20
表 6：可比公司估值比较.....	22

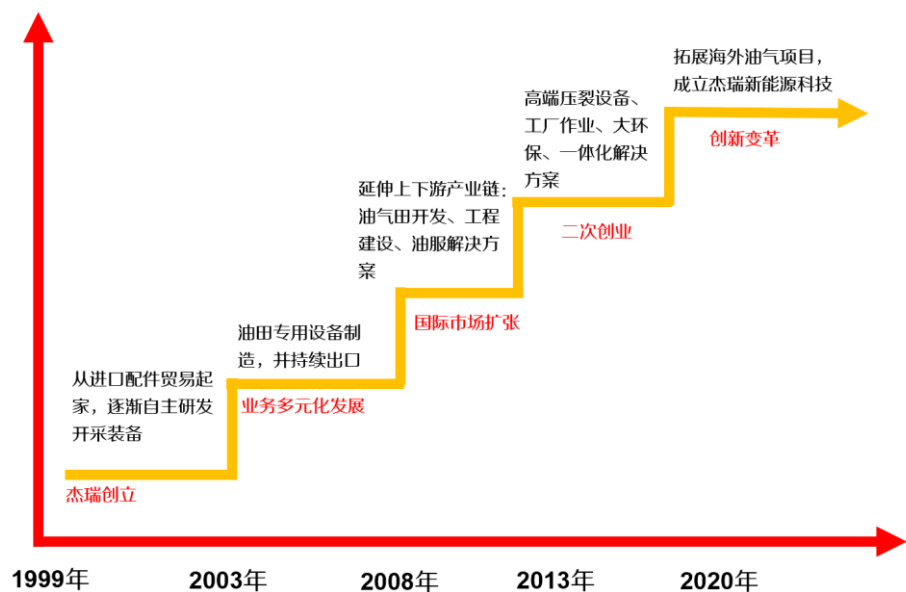
1. 民营油服龙头，助力全球能源革命

1.1 专注油气领域的奋斗者

公司是油气田设备及技术工程服务提供商。公司从事的主要业务是油气田设备、技术工程服务及油田开发。公司的产品和服务主要应用于石油天然气的勘探开发、集运输送等，属于石油天然气设备制造及服务行业范畴，俗称为油气田服务。公司的业务是为石油天然气公司勘探开发和集输油气提供产品和服务。以油气生产井口为界，井口以下部分，完成勘探、钻完井、形成井口的施工作业过程为油气田服务，这个过程提供的压裂、固井、连续油管等设备属于油气田设备；井口以上部分，生产井口形成后的分离、净化、集运输送地面工程以及油田到城市或工厂的集运输送工程称为油气田工程服务，形成工程本体的设备模块为油气工程设备。公司致力于成就一家能够提供油气开发一体化解决方案的技术服务商和工程服务商。

杰瑞具有持续成长基因。根据公司官网，自 1999 年成立以来，杰瑞的业务始终聚焦主业，同时又体现出自我革新的特色，在不同的市场环境下，坚持做到更加优秀。公司成立于 1999 年，经营矿山设备进口配件，2000 年开始进入油田领域，不断打开知名度。随后公司开启自主研发之路，2002 年公司开始多元化发展，成立了装备研发部，由贸易转向自主研发制造，并研发了固井撬、油田混浆系统、天然气压缩机等设备。在金融危机之后，公司将视野投向全球，2008 年，公司不断完善上下游产业链，并且布局全球市场，不断收获国际订单。低油价环境下，公司持续研发，锤炼出领先全球的技术。2013-2019 年，公司二次创业，为客户提供具有竞争力的解决方案，包括成套页岩气压裂解决方案、世界首台 4500 型阿波罗涡轮压裂车、进军环保产业等。2020 年以来，公司持续创新变革，勾勒高质量发展新格局，在环保和油气工程领域进步迅速。21 年斩获 27 亿元科威特石油公司项目，创成立以来油气市场单笔合同金额最高纪录，并在北美签订超 4 亿元涡轮压裂整套车组大单，同时成立新能源科技公司进军锂离子电池负极材料领域。

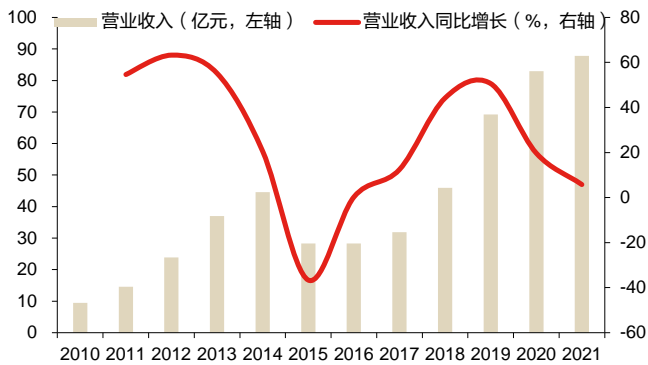
图 1：杰瑞股份发展历史



数据来源：杰瑞股份官网，东方证券研究所

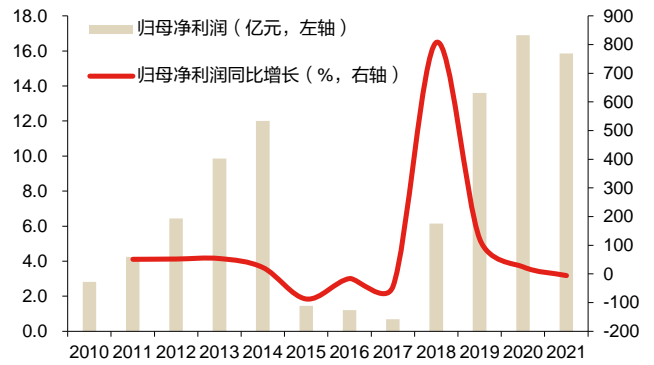
跨过油价波动，公司凸显 α 属性。油服行业的景气度与油气价格和下游企业盈利紧密相关，09-14年期间，国际原油价格不断攀上且处于高位，公司的业务快速发展，营业收入从10年的9.44亿元增长到14年44.61亿元。2014年全球原油价格大幅下降，公司的业务也受到打击，归母净利润从14年高点的12.00亿元，下降到16/17年的1.21/0.68亿元。但在15-17年油价处于低位期间，公司持续投入研发做强实力，为行业的恢复积累力量。自17年以来油价逐渐复苏，但仍弱于2014年水平，而2021年杰瑞股份的收入和归母净利润分别为87.76亿元和15.86亿元，规模早已超过上一轮高峰。我们认为公司持续的 α 属性、技术投入和产品升级为公司抓住页岩油气开发机会带来巨大帮助。

图 2：杰瑞股份收入



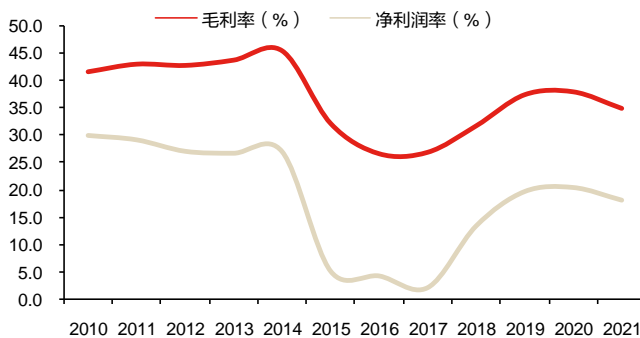
数据来源：Wind, 东方证券研究所

图 3：杰瑞股份归母净利润



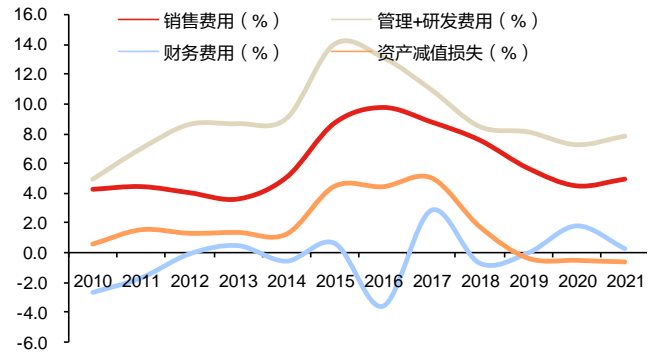
数据来源：Wind, 东方证券研究所

图 4：杰瑞股份盈利能力



数据来源：Wind, 东方证券研究所

图 5：杰瑞股份费用率



数据来源：Wind, 东方证券研究所

1.2 聚焦主业，油田服务及设备持续增长

油气田装备是公司的主要业务领域，公司处于领先地位。公司是全球领先的油气田成套装备制造，优势在于向客户提供全套油气田开发解决方案和模块化交付，并不断基于非常规能源开发和

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

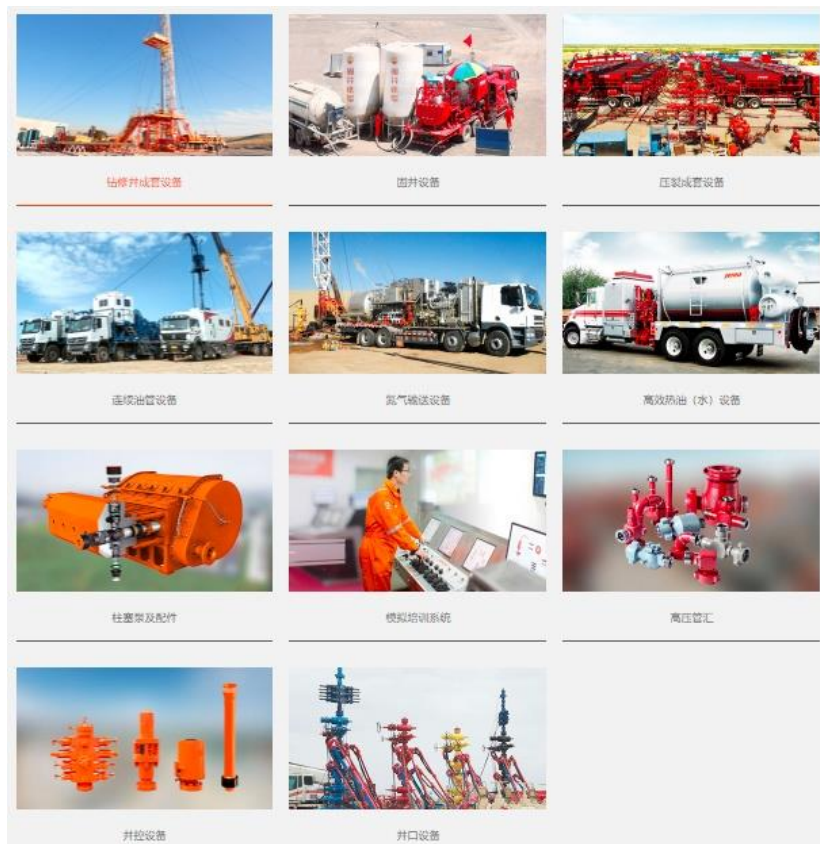
应用推出尖端产品，公司的钻机、固井、压裂、连管、液氮、压缩机等油气装备已经在世界各大油田应用。除常规油田装备以外，公司持续创新并成功研制了7000米钻机、涡轮压裂车、超大智能连续油管设备、制氮设备、电驱压裂成套装备、超大功率固井设备等。

表 1：杰瑞股份主要业务领域

业务领域	主要业务
油气田装备	油田装备、气体增压装备
油气田服务	油气田一体化服务、钻完井技术服务、修井增产服务、采油技术服务
油气田工程	油田地面工程、气田地面工程、管道工程、油气储存、炼油石油化工、LNG 工程
环境治理	生态修复/固废处理/水处理
电力	燃气轮机发电机组、燃气内燃发电机组、柴油内燃发电机组、供电服务、燃气分布式能源投资建设及运营
代理品牌	传动系统、动力系统、制动/液压系统、辅助配套、矿山备件、非标自动化、电驱系统

数据来源：杰瑞股份官网，东方证券研究所

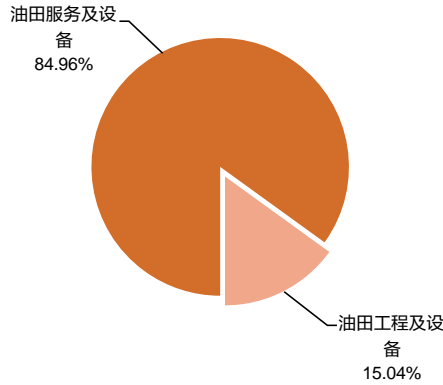
图 6：杰瑞股份油田装备



数据来源：杰瑞股份官网，东方证券研究所

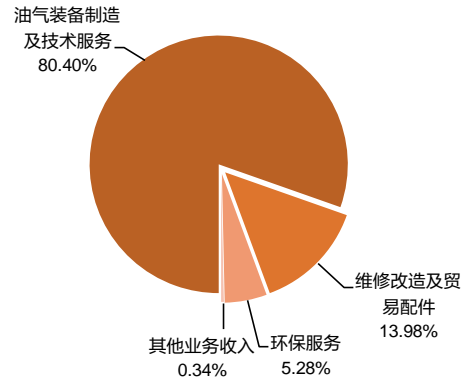
聚焦主业，业务板块清晰。从行业收入构成上看，2021 年油田服务及设备 74.56 亿元，占比 84.96%，油田工程及设备 13.20 亿元，占比 15.04%。从产品收入构成上看，2021 年油气装备制造及技术服务 70.56 亿元，占比 80.40%。

图 7：杰瑞股份 2021 年行业收入构成



数据来源：Wind, 东方证券研究所

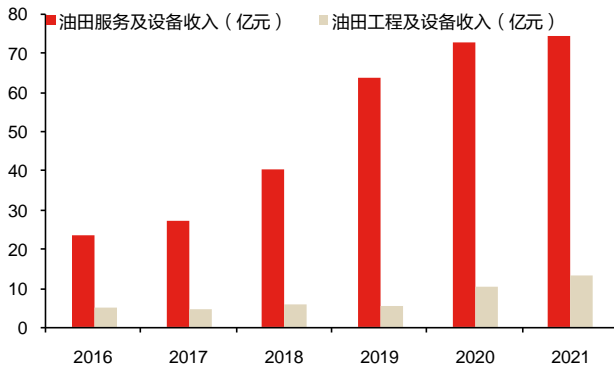
图 8：杰瑞股份 2021 年产品收入构成



数据来源：Wind, 东方证券研究所

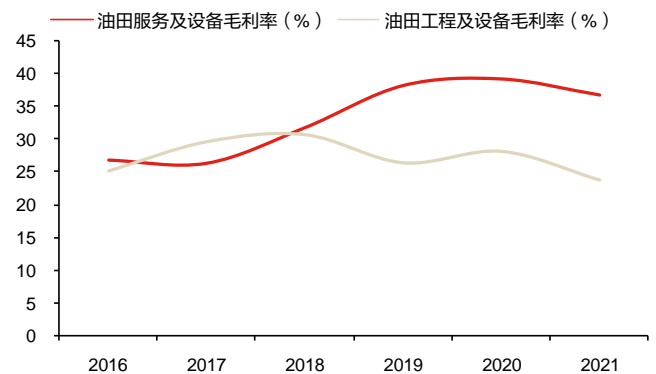
两大行业板块齐头并进。公司 2 大行业收入分别来自油田服务及设备和油田工程及设备，2016 年以来，2 大行业收入齐头并进，不断增长。从盈利能力上看，油田服务及设备的毛利率保持较高水平，油田工程及设备的毛利率高于 20%。我们认为在公司持续的研发投入下，油田服务及设备的毛利率不断提升，同时受益于该行业板块收入占比的增加，公司的综合盈利能力有望保持较高水平。

图 9：杰瑞核心业务收入情况



数据来源：Wind, 东方证券研究所

图 10：杰瑞核心业务毛利率情况

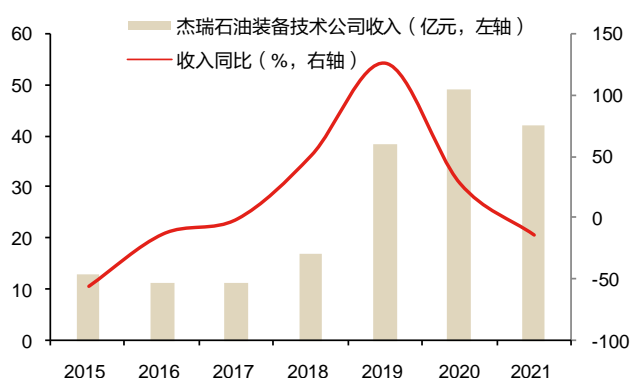


数据来源：Wind, 东方证券研究所

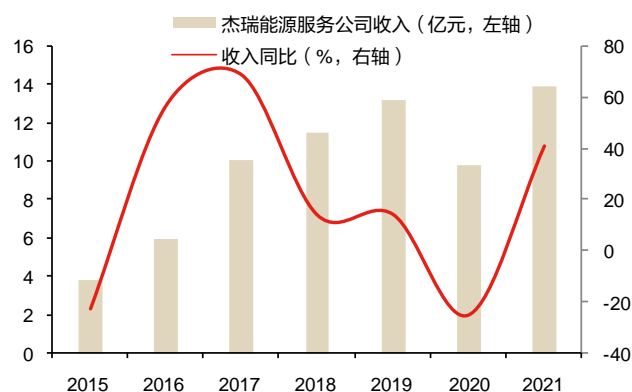
三大子公司盈利能力强，具有较强竞争力。公司主要的全资子公司包括杰瑞石油装备技术公司、杰瑞能源服务公司和杰瑞石油天然气工程公司。2021 年三大公司合计收入和净利润达 71.30 亿元和 14.92 亿元，在公司合计收入和合计归母净利润的占比 81.24%和 94.04%。具体来看（1）杰瑞石油装备技术子公司：主要业务石油天然气钻完井设备及配件销售，如固压设备、连续油管设

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

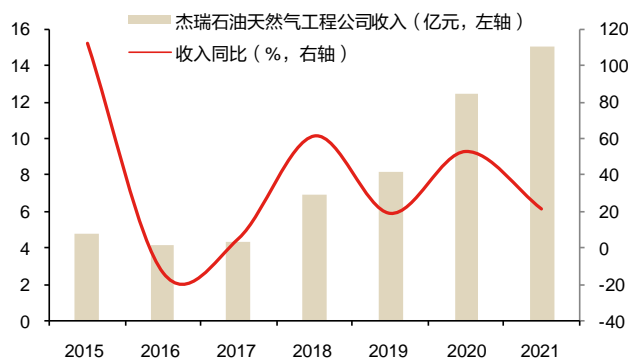
备等，2021 年收入和净利润分别达 42.30 亿元和 10.86 亿元，分别同比下降 14%和 12%。（2）能源服务子公司：主要从事压裂服务、连续油管服务、油田开发等油田工程技术一体化服务，2021 年收入和净利润承压，分别达 13.94 亿元、1.00 亿元，分别同比增长 41%/595%。（3）石油天然气工程子公司：主要业务包括工程项目、压缩机和天然气输送装置，2021 年收入和净利润分别达 15.06、3.05 亿元，分别同比增长 21%和 53%。

图 11：石油装备技术子公司收入


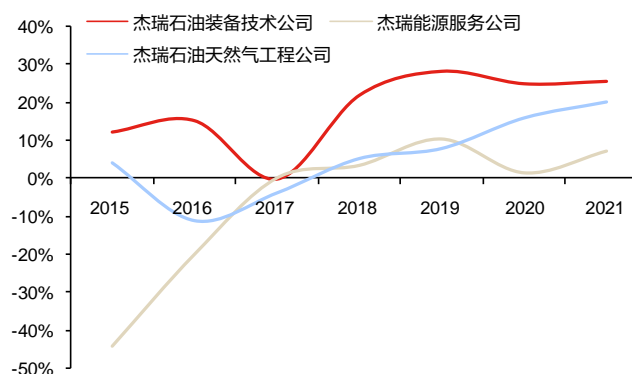
数据来源：Wind, 东方证券研究所

图 12：能源服务子公司收入


数据来源：Wind, 东方证券研究所

图 13：石油天然气工程子公司收入


数据来源：Wind, 东方证券研究所

图 14：核心子公司净利润率


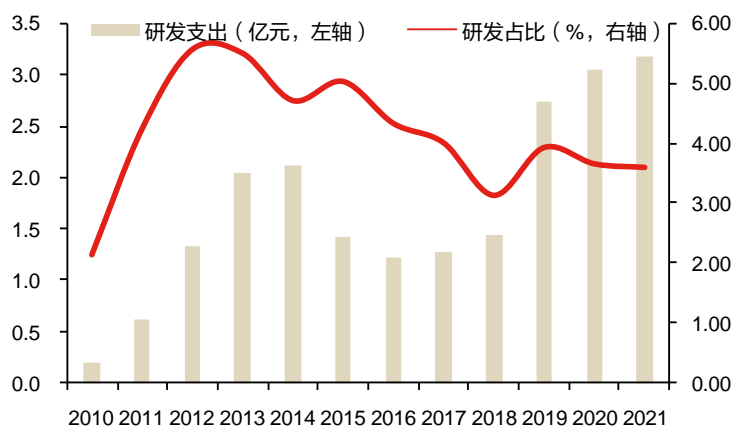
数据来源：Wind, 东方证券研究所

1.3 持续推陈出新，助力全球页岩油气开发

公司持续投入研发和技术创新，推动产品创新。油气开发行业并不是一成不变的，随着页岩油气的发掘和开发，行业也在持续呼唤着更高级的技术的诞生。杰瑞股份是一家重视自主研发的和技术创新的公司，从创立以来非常重视核心部件的自主可控。近年来公司的研发支出占比一直保持在 3-4%左右水平，2021 年研发支出达 3.16 亿元。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 15：杰瑞股份研发支出情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

公司产品推陈出新，大马力压裂设备引领技术潮流。根据 2014 年 3 月公告，公司发布世界首台 4500 水马力涡轮压裂车“阿波罗”涡轮压裂车，采用 5600 马力的涡轮发动机及 5000 马力的 JR5000 压裂泵，最高功率可达 4500 水马力，为当时全球单机最大功率压裂车，可以大幅减少井场占地及车组人员配套，标志着公司在能源装备上又一次取得重大突破，进一步巩固和提升公司技术优势，丰富公司的产品线，提高公司产品在压裂市场的竞争力。根据 2019 年报，为助力国内外非常规油气资源开发，公司推出具有自主知识产权的全套电驱压裂设备。相比于传统压裂设备，电驱型压裂设备在技术和成本方面具有更加突出的优势。

图 16：杰瑞 4500 型阿波罗涡轮压裂车



数据来源：杰瑞股份官网,东方证券研究所

图 17：杰瑞股份电驱压裂设备



数据来源：杰瑞股份官网,东方证券研究所

压裂设备是页岩油气开发的重要设备。由于页岩油气开发条件与传统油气不同，压裂设备的地位获得提升。美国页岩油气革命以来，压裂服务市场保持可观的规模。但随着 20 年新冠疫情带来油价大幅下降，美国钻机数量下降也导致压裂市场的萎缩，随着油价的恢复和油服行业的回暖，美

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

国钻机数量上升，也带来压裂设备的需求好转。此外，我国也拥有丰富的页岩油气资源，在国家政策支持下，我国页岩油气相关压裂设备的需求也将上升。杰瑞股份的大马力压裂设备在全球页岩油气开发的过程中有望取得更大的成绩。

1.4 奋斗者企业文化推动企业长期发展

杰瑞具有奋斗者企业文化。根据 2021 年报，杰瑞的企业文化核心价值观是“以客户为中心，以奋斗者为本，自我批判，勇争第一”。公司认为，企业核心竞争力的载体是团队，企业文化越健康，团队成员对健康文化的践行度越高，企业的核心竞争力就越强。

充分的员工激励，鼓励员工进步。公司非常重视公司、股东和员工利益的一致性，促进各方共同努力关注长远发展，为股东带来更高效、更持久的回报。目前公司已经实施和发布了 6 期员工持股计划和 1 期事业合伙人持股计划，员工们积极参与该计划也反映出对于公司发展的认同。

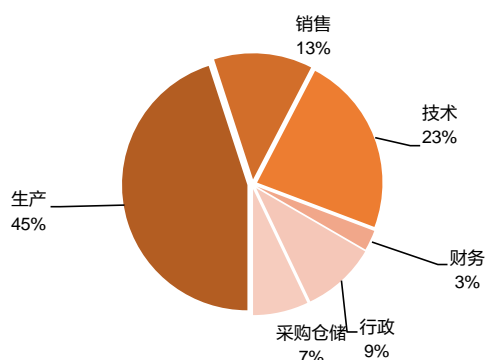
表 2：杰瑞股份员工持股计划

内容	日期（股东大会日）	总量（股）	员工数量（人）
奋斗者 1 号	2015 年 1 月	18064435	811
奋斗者 2 号	2017 年 1 月	1350000	220
奋斗者 3 号	2018 年 1 月	3800000	495
奋斗者 4 号	2019 年 1 月	3400000	660
奋斗者 5 号	2020 年 1 月	2000000	730
奋斗者 6 号	2021 年 5 月	1550000	654
事业合伙人 1 期	2021 年 5 月	548000	30

数据来源：公司 2020 年报、2021 半年报、2021 年报，东方证券研究所

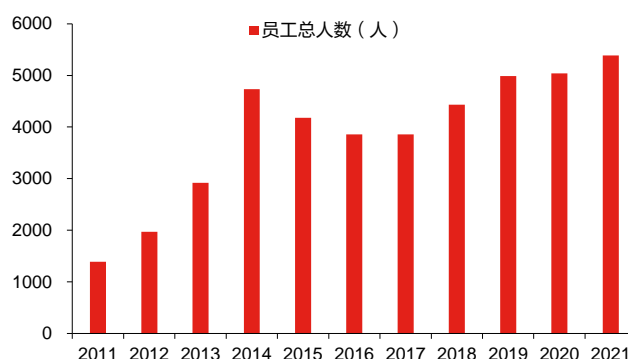
员工基础稳定，人均创收不断提高。在良好的企业文化之下，近年来公司员工的规模整体稳定，为业务的健康发展打下坚实基础。从人均效能看，近年来公司人均创收规模也在提升，从 2015 年的 68 万元/人，增长到 2021 年的 163 万元/人，也高于前一轮高峰 2013 年的 127 万元水平，反映内部持续优化、生产效率持续提升。

图 18：2021 年底员工构成



数据来源：Wind，东方证券研究所

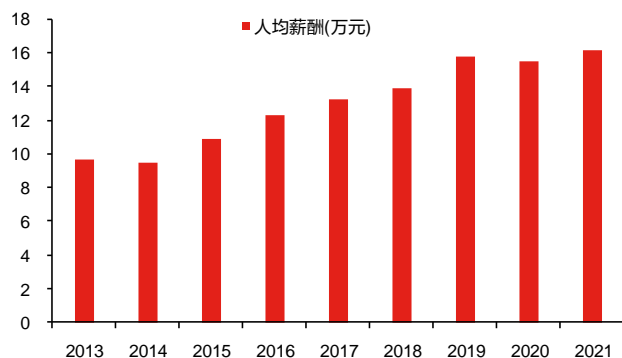
图 19：员工人数情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

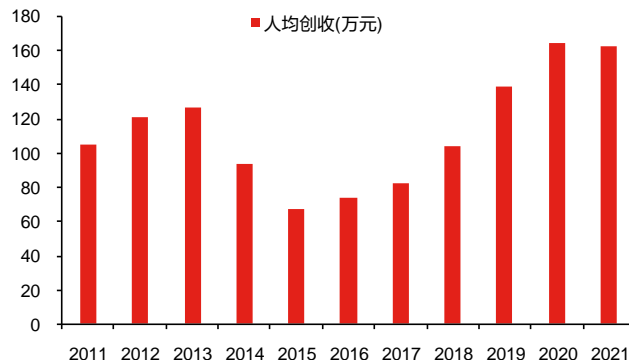
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 20: 人均薪酬情况



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 21: 人均创收情况



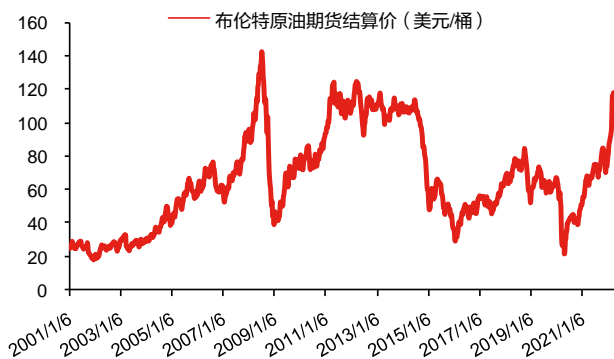
数据来源: Wind, 东方证券研究所

2. 油价回暖，国内外需求重返上升通道

2.1 油气价格回暖，油服行业处于复苏通道

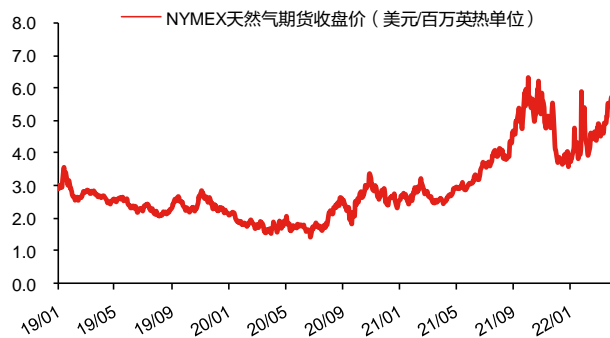
油气价格从 2020 年的低点中逐渐回暖。2020 年初受疫情影响，全球经济发展承压，导致原油和天然气价格出现大幅下降，布伦特原油期货结算价在 2020 年 3 月 31 日创 22.74 美元/桶的低价，市场一度非常恐慌。随着疫情逐步得到控制，原油价格和天然气价格逐渐恢复，2021 年以来油气价格持续回升，并在 22 年初地缘政治冲突下，油价持续上升，近期布伦特原油价格持续站到 100 美元/桶上方，NYMEX 天然气期货收盘价也站到 6-7 美元/百万英热单位。

图 22: 布伦特原油均价



数据来源: Wind, 东方证券研究所

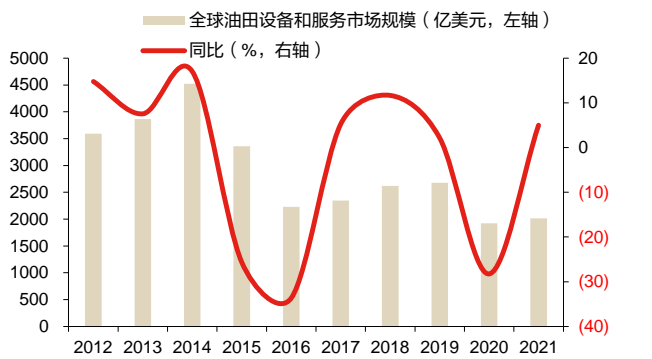
图 23: 天然气价格



数据来源: Wind, 东方证券研究所

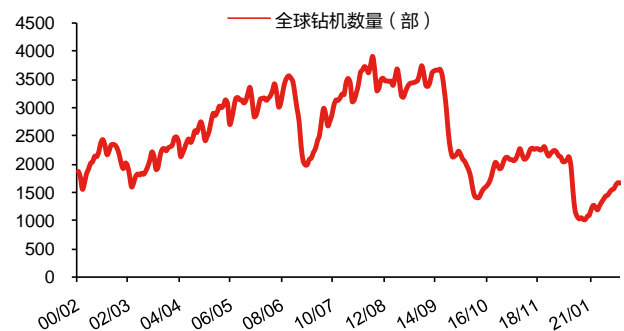
由钻机数量看，全球油服市场正在逐渐转暖。受 2020 年油气价格下降的影响，2020-2021 年全球油服市场景气度较低。根据 Spears & Associates 全球油田市场报告，2020 年全球油田设备和服务市场支出为 1921 亿美元，较 2019 年下降 29%，为 2005 年以来最低水平，2021 年全球油田设备和服务市场支出为 2016.75 亿美元，较 2020 年温和增长，压裂设备市场规模为 156.67 亿美元，较 2020 年增长 19.21%。从高频数据来看，在用钻机数量是油服行业景气度的晴雨表，在 2020 年行业低迷阶段，全球在用钻机数量触及较低水平，而随着油价回升，钻机数量逐渐回升到 2022 年 3 月的 1662 部，但仍远低于 2020 年 1 月的 2073 部，回升空间较大。

图 24：全球油服市场规模



数据来源：Spears & Associates, 东方证券研究所

图 25：全球在用钻机数量

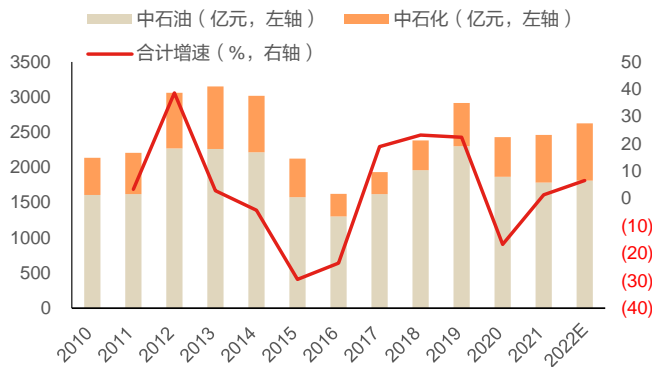


数据来源：Wind, 东方证券研究所

2.2 油气对外依赖度大，国家安全助推能源革命

国内油气资本开支拐点到来。2016-2019 年我国油气行业的开支整体处于比较稳定的状态，2020 年受低油价影响资本开支下降，2020-2021 油气行业固定资本开支增速下降。但随着油价的回升，资本开支的降幅进一步缩窄并逐渐转正。根据中石油和中石化 2021 年报对 2022 年的展望，2022 年的勘探开发支出金额总额有望较 2021 年提升 6.6%。

图 26：中石油和中石化勘探与生产支出



数据来源：中石油中石化财报, 东方证券研究所

图 27：我国油气行业固定资产投资增速



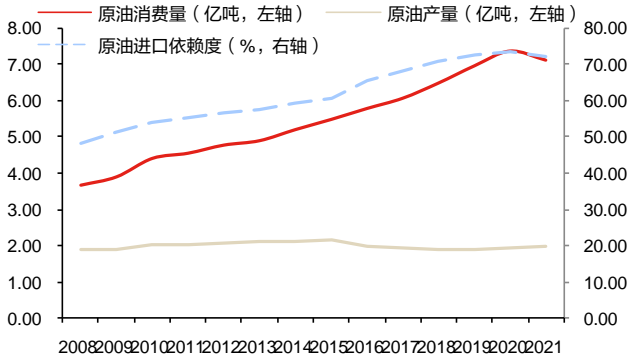
数据来源：Wind, 东方证券研究所

我国油气对外依赖度仍高，自主开发有望抬升。近年来我国油气对外依赖度呈上升态势，2020-2021 年国内原油/天然气依赖度仍处于较高水平，2021 年分别达 72%/44%。从中长期能源安全趋

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

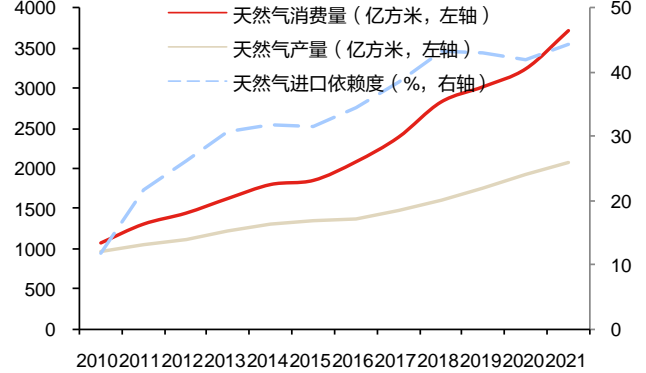
势看，我们认为国内油气开采仍有发展空间。从企业盈利和投资角度看，随着油价的回暖，我国石油与天然气开采行业利润持续回升，行业的资本开支有望企稳。

图 28：我国原油对外依赖度



数据来源：Wind，东方证券研究所

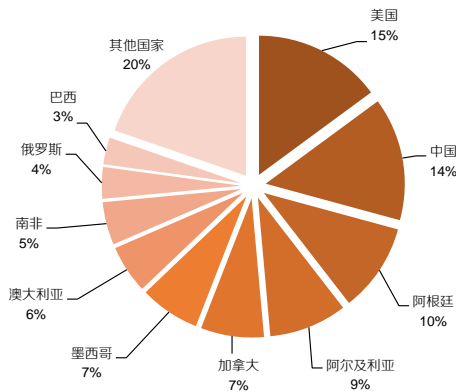
图 29：我国天然气对外依赖度



数据来源：Wind，东方证券研究所

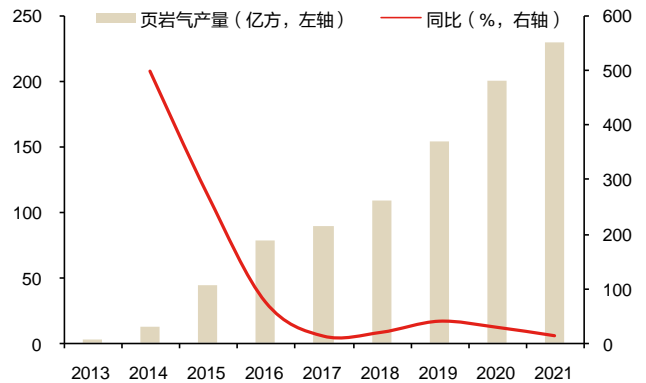
国内储量丰富，非常规油气发展前景向好。我国页岩油气的储量在全球排名领先，未来有望获得可观的增长。近年来随着油气公司在页岩气方面的持续开发投入，2021 年页岩气产量达 230 亿方，同比增长 15%，取得较快增长。参考美国的页岩油气革命，我们认为我国非常规油气的开采也具有较好发展前景，高端油气装备前景向好。根据《中国石油非常规油气开发进展、挑战与展望_李国欣等》，“十四五期间，中国石油预计新增探明储量的 70%、新建产能的 50%以上来自非常规油气，非常规原油产量占比将由“十三五”末的 10%提升至“十四五”末的 20%，非常规天然气产量占比将由 30%增长至 50%”。我们根据论文资料计算，中石油 2022-2025 年产量复合增速分别为 21%/35%。

图 30：全球页岩气技术可采资源量分布 (EIA-2013 年)



数据来源：《世界页岩气开发现状及对中国页岩气合理勘探开发的建议_孙张涛等》，东方证券研究所

图 31：我国页岩气产量

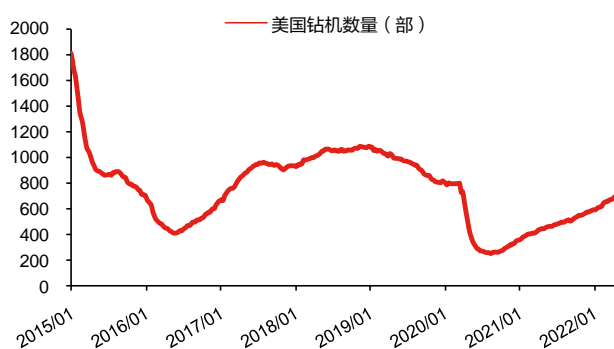


数据来源：Wind，东方证券研究所

2.3 美国压裂市场有望回归正轨，拉动设备需求

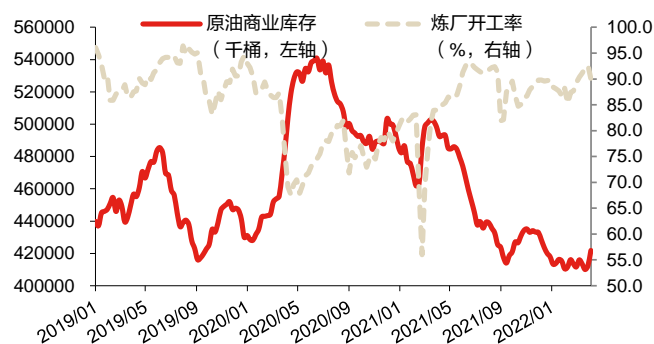
美国油气开发市场逐渐恢复。20 年初油气价格大幅下降，美国的在用钻机数量也跟随油价而下降，20 年 8 月达到 244 台；供给的收缩也导致美国原油商业库存逐渐下降，为油价的上升带来基础。随着油气价格回暖，2022 年 4 月 14 日美国在用钻机数回升到 693 台，但与 2020 年初的约 800 台仍有差距。同时美国炼厂开工率持续升高、单日原油缺口持续增加，美国油气产量相对上升，但钻机数量不及疫情前水平，反映美国油气企业在有限的井口数量下通过短期提升单井产量来满足市场需求，但随着库存下降、供需缺口增加、老油田开发过快，我们认为新井开发有望加速。向前看，随着经济的恢复，我们认为美国在用钻机数、压裂设备利用率等有望进一步回升。

图 32：美国在用钻机数量



数据来源：Wind，东方证券研究所

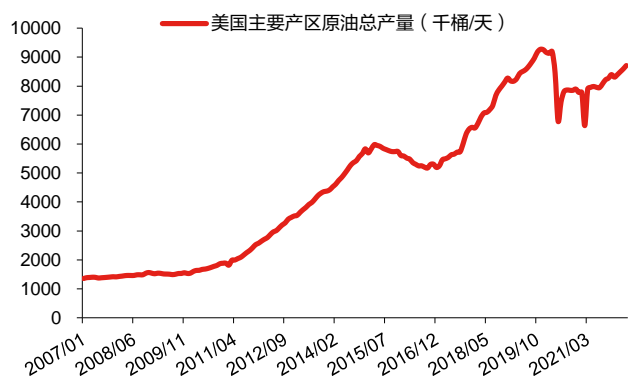
图 33：美国原油商业库存和炼厂开工率



数据来源：Wind，东方证券研究所

回顾历史，美国页岩油气革命带来产量大幅提升。美国较早开始进行页岩油气的勘探开发，经过长时间的技术进步，在页岩油气开发领域取得较大成功。2007 年后美国页岩油气进入快速发展期，产量迅速攀升。美国页岩气革命的成功对国际油气市场产生重大影响，证明了页岩油气大规模开采的可行性。

图 34：美国主要产区原油产量情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

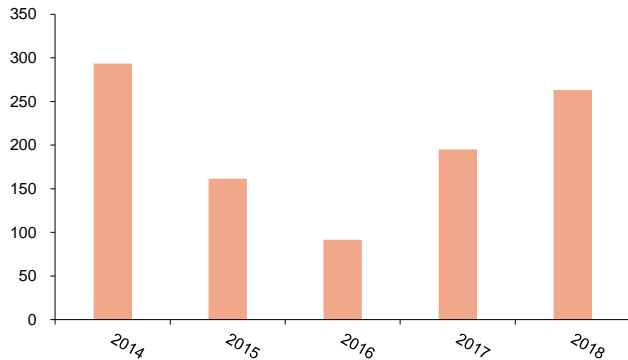
图 35：美国主要产区气产量情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

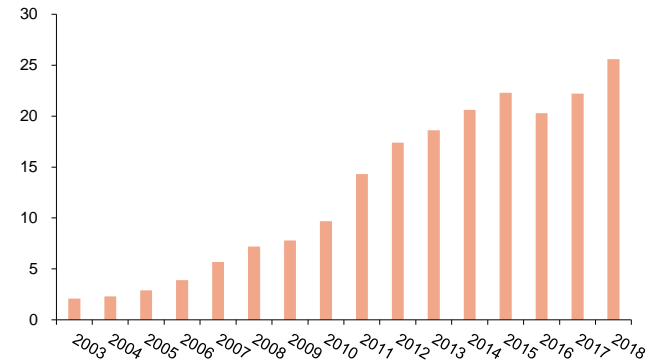
压裂服务市场巨大，设备更换周期即将到来。自 07 年以来，美国页岩油气产量迅速上升，与此同时压裂设备的保有量也开始迅速增长，截止至 2018 年北美压裂水马力数约 2560 万水马力，保有量巨大。考虑到设备的使用寿命约 10 年左右，我们认为 2010-2011 年期间投入采购的设备即将进入更换周期，随着油价的回暖，我们预计北美的压裂设备将进入放量更换阶段。

图 36: 美国压裂市场 (亿美元)



数据来源: Spears & Associates, 东方证券研究所

图 37: 北美压裂水马力数情况 (单位百万水马力)



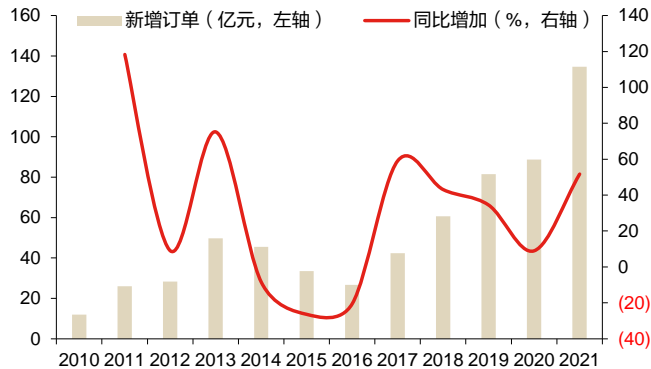
数据来源: Spears & Associates, 东方证券研究所

2.4 公司订单恢复增长，业务增长趋势向好

从订单看企业跨越周期的内生动力。近年来公司订单在随油气行业整体景气度波动的同时，内生逻辑已经产生了变化。在 2010-2013 年高油价时期，公司的新签订单快速增长，而随着油价下行，公司的新签订单在 14-16 年持续下行。但在 17-21 年期间，全球油价出现了较大波动，尤其是 2020 年受疫情影响行业景气度下行，但公司的订单依然保持稳定状态。从宏观的行业角度，我们认为油服的景气度与油气价格有较强的相关性，但从微观的企业角度看，我们认为资本开支的结构或在向非常规油气倾斜，设备也存在升级的需求，企业通过内生的发展有望把握行业投资的结构机会。

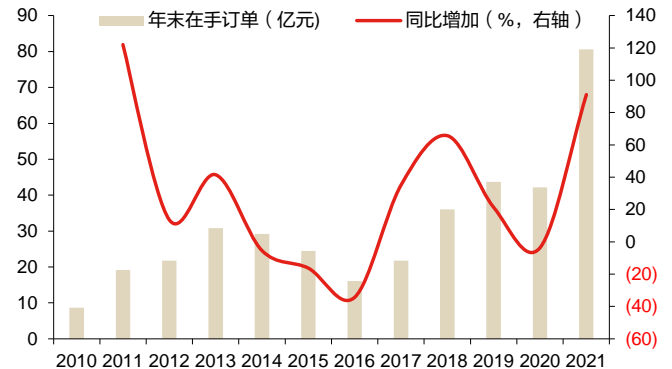
公司订单企稳，22 年业绩可期。根据公司 2021 年报，2021 年全年公司累计获取订单 147.91 亿元，较上年同期增长 51.73%，年末存量订单 88.60 亿元（订单数额含税，不包括框架协议、中标但未签订合同等），2021 年公司的营业总收入及全年累计获取订单再创上市以来新高。我们认为公司 2021 年的订单增长较高，21 年底在手订单充沛，2022 年收入和经营业绩有望实现更好的增长。

图 38: 杰瑞股份新增订单情况 (不含税)



数据来源: 公司年报, 东方证券研究所 (注, 20-21 按增速反推)

图 39: 杰瑞股份在手订单情况 (不含税)



数据来源: 公司年报, 东方证券研究所 (注, 20-21 按订单金额的 9% 估算税)

3. 新产品+新市场+新业务, 为持续成长助力

3.1 推出大马力压裂设备, 产品进入推广期

公司推出大马力压裂设备。近年来公司通过持续研发创新, 先后推出 4500 水马力涡轮压裂车“阿波罗”和电驱压裂设备。相比于传统的柴油驱动的压裂设备, 涡轮压裂和电驱压裂在能源上采用更加清洁的燃气或者电力。从动力角度看, 由于大马力压裂设备的单台压裂能力更高, 能够大幅降低购置和使用成本。最后从国产化角度看, 传统柴驱在底盘等环节比较依赖进口, 使用大马力压裂设备后有望绕过进口的瓶颈实现国产自主化。

涡轮压裂/电驱压裂有望快速推广。根据公司官网介绍, 电驱设备具有更大优势, (1) 采用电机直驱柱塞泵, 实现无级调速, 运行更平稳; (2) 与柴油机驱动相比, 单位作业时间能耗费率降低 46.7%, 更经济; (3) 与常规压裂相比, 噪音降低 21.7%, 更环保; (4) 设备整体结构紧凑, 体积小, 重量轻, 功率密度达 120kw/t, 为同行业最高; (5) 专为页岩气开发而定制的 JR5000QPN 柱塞泵, 满足大排量、高压、长时间作业的需要。从成本和效率角度看, 我们认为大马力压裂设备的未来发展空间较大。且随着下游的持续应用, 新设备有望进入快速推广期。

表 3: 常规和电驱压裂方案的成本对比

常规压裂 10 台 2500 型压裂车		电动泵压裂 4 台 6000 型电动压裂泵		
名称	万元	名称	万元	
1	井场布置	4	井场布置	4
2	井间搬迁费用	22	动迁费用	28
3	施工费用	336	施工费用	134.4
4	燃料费用	92.28	电费燃气费用	84.53
4.1	柴油费用	92.28	电路改造费用	27
4.2			网点电费	13.19
4.3			燃气发电机租赁费	6.96
4.4			燃气费	24.74
4.5			燃气流程费用	7.70
5	合计	454.28		250.93

数据来源: 《电动压裂泵在页岩气压裂中的应用_樊开赞等》, 东方证券研究所

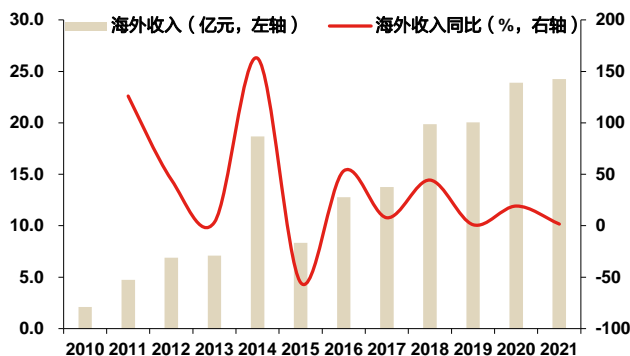
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3.2 全球布局持续发力，收入盈利有望双提升

持续布局全球业务，近年来逐渐发力。自上市以来，公司逐渐完善上下游产业链，在全球开始布局，并不断收获国际订单。其中 2011 年公司向产业链上游延伸，购置加拿大油田区块，2012 年为美国页岩气开发输送全套压裂设备。随着全球油气景气度重新复苏，近年来公司持续收获海外大单，2021 年公司油气工程获得 27 亿元科威特石油公司项目。在压裂设备方面，2020 年，公司首套大功率涡轮压裂设备按期交付北美客户，在 2021 年继续在北美签订超 4 亿元涡轮压裂整套车组大单。

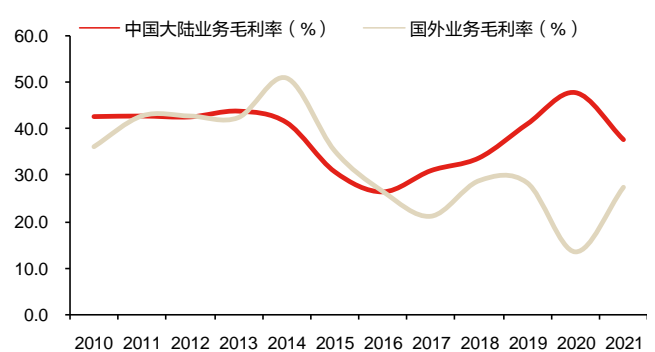
海外业务有望出现收入/盈利双提升。在 2016-2018 年期间，杰瑞的海外收入占比超过 40%，而随着国内页岩油气开发上量，19-21 年公司的国内收入快速增长，20-21 年，公司海外收入分别 23.89、24.26 亿元，收入占比 28.79%和 27.64%，依然是公司主要业务来源。从盈利能力上看，2016 年之前国内外毛利率基本接近，而后国内毛利率逐渐高于海外毛利率，我们认为从页岩油气开发上量及国内收入占比提升角度看，国内毛利率提升与产品结构相关。向前看，我们认为在高油价之下，海外的油气开支有望上行，设备/服务的需求将出现回暖；而与此同时公司获得北美市场/中东市场的订单，我们认为其产品结构将出现优化。

图 40：公司海外收入情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 41：公司国内外毛利率比较



数据来源：Wind，东方证券研究所

3.3 非公开发行股票，提升综合竞争力

非公开发行股票，升级数字化和高端产能。公司在 2021 年 5 月公布非公开发行 A 股股票预案，根据修订稿，公司拟发行不超过 1 亿股，募集资金不超过 25 亿元，用于数字化转型一期项目、新能源智能压裂设备及核心部件产业化项目、补充流动资金。2022 年 3 月，公司非公开发行股票申请获得中国证监会发审委审核通过，同时公司已收到证监会出具的《关于核准烟台杰瑞石油服务集团股份有限公司非公开发行股票的批复》。

表 4：非公开发行股票募投项目

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	数字化转型一期项目	124649	115000
2	新能源智能压裂设备及核心部件产业化项目	86134	75000
3	补充流动资金	60000	60000
	合计	270783	250000

数据来源：公司 2021 年非公开发行 A 股股票预案（修订稿），东方证券研究所

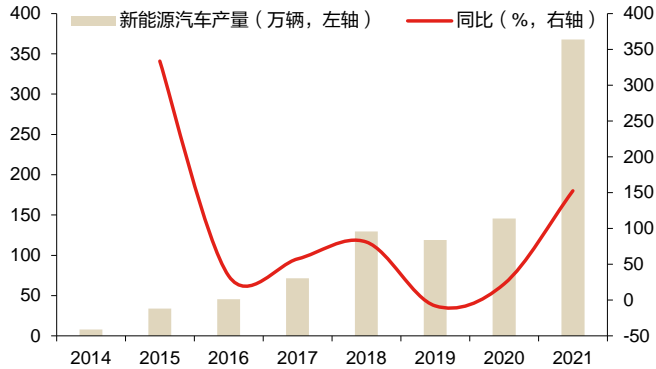
数字化转型提升业务效率。近年来随着通讯科技水平的发展，企业内部的智能化生产需求不断提升。杰瑞股份近年来业务规模较快，业务内容不断丰富，相对落后的信息化系统也限制了运营效率的发展，信息系统数字化不足成为制约业务效率提升的瓶颈。根据公告，公司通过数字化转型来建设顺畅的流程体系，该体系能够支持设备运行和生产运营数据的采集、控制和分析，实现智能化和预测性管理。我们认为数字化转型是未来大方向，随着智能信息化系统的建设，公司的管理效率有望进一步提升。

新能源智能压裂设备及核心部件产业化项目为公司业务增长助力。随着国内页岩油气开发逐渐发展，压裂设备的需求量也持续向好。同时随着公司逐渐开拓北美市场，设备产能也存在投建和扩张的需要。而从技术迭代的角度看，传统柴油驱动压裂设备将面对严格的环境监管压力，废气排放、噪声、矽尘等污染排放都愈加受限，对氮氧化物、一氧化碳及其他排放物的管控更为严格，以电驱压裂为代表的新型压裂技术不仅更为安全环保，还有效提高了开采效率，可以适应更为复杂的开采环境，使低成本、高效率、智能化的开发成为可能。根据公告，本项目建成后，公司预计达产年销售收入 22.8 亿元，年净利润 8.0 亿元。我们认为在油气开发复苏的大背景下，公司把握和引导设备升级的主线，有望使收入业绩再上一个台阶。

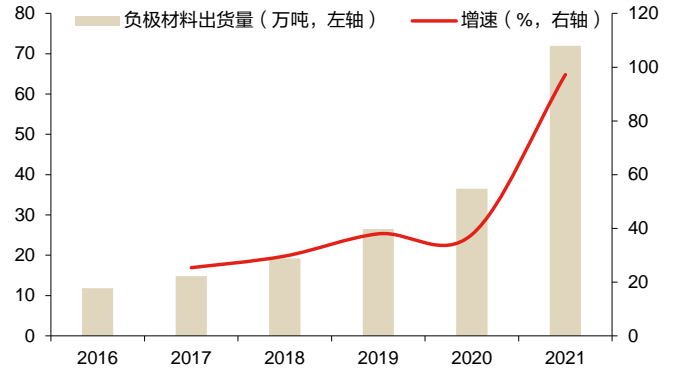
3.4 进军新能源，开拓第二主业

进军锂电负极材料，开拓双主业战略。公司在 21 年 9 月发布《关于拟投资锂离子电池负极材料一体化项目的公告》，即将进入锂电领域。根据公告，公司经过详尽考察，拟在甘肃省天水市投资 10 万吨锂离子电池负极材料一体化项目。公司通过开拓在锂离子电池负极材料领域的发展空间，有望形成“油气产业”和“新能源产业”双主业战略。根据 21 年 11 月公告，公司已经完成项目公司注册登记并收到营业执照。

新能源快速发展，负极材料需求旺盛。近年来我国新能源汽车及储能锂电池行业快速发展，也带动了我国锂电池负极材料行业的发展。2021 年我国锂电池负极材料出货量为 72 万吨，同比 2020 年增长 97% 左右。在国家对新能源汽车的持续支持下，我国负极材料的需求有望保持高景气。

图 42：我国新能源汽车产量


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 43：我国负极材料出货量


数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

把握市场新变化，推动新技术发展。目前我国锂电负极材料主要为人造石墨，经过多年的发展，目前最常用的石墨材料实际比容量已经可以达到 360~365mAh/g，十分接近理论比容量（372mAh/g），提升空间有限。相比于传统石墨材料，硅负极材料的理论容量更大，且具有较低的充放电平台，有望成为下一代的负极材料。根据 21 年 11 月公告，公司全资子公司杰瑞新能源科技与嘉庚创新实验室赵金保团队签订了《合资协议》，各方将投资设立合资公司，共同推进硅碳纯品、氧化亚硅纯品及硅基复合负极材料等产品的研发、生产、销售。我们认为公司有望在新的技术变化趋势中取得新机会。

表 5：新材料子公司建设规划

	注册资本 (万元)	公司拟投资 金额 (万 元)	股权比例 (%)	地点	计划产能
一期项目	6000	11500	58	厦门	硅碳纯品 100 吨、氧化亚硅纯品 500 吨，硅基复合负极 6000 吨
二期项目	2400	13500	70	天水	硅碳纯品 300 吨，氧化亚硅纯品 900 吨，硅基复合负极 12000 吨

数据来源：公司关于对外投资暨成立硅基负极材料合资公司的公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2022-2024 盈利预测做如下假设：

- 1) 据公司 2021 年报，2021 年全年公司累计获取订单 147.91 亿元，较上年同期增长 51.73%，年末存量订单 88.60 亿元（订单数额含税，不包括框架协议、中标但未签订合同等），2021 年公司的营业总收入及全年累计获取订单再创上市以来新高。我们认为 2022 年有望受益于 2021 年订单的高速增长，收入增速有望从 5.8% 提升到 31%。根据行业增速假设，我们预计 2023-2024 年公司收入增速为 25%/18%。
- 2) 根据公司 2021 年报，受到大宗商品、原材料价格上涨及国际海运价格高企的影响，油气装备制造及技术服务毛利率略有下降。我们认为随着原材料价格改善，公司毛利率逐渐改善，我们预计 22-24 年毛利率分别为 35.0%/35.6%/36.2%。随着压裂设备产能增加、产品结构逐渐向好，我们认为公司毛利率将小幅提升；
- 3) 公司 22-24 年销售费用率为 4.9%/4.8%/4.8%，管理费用率为 4.1%/4.1%/4.0%，研发费用率为 3.5%/3.5%/3.4%，费用率保持稳定；

盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
油气装备制造及技术服务					
销售收入（百万元）	6,626.9	7,055.7	9,384.0	11,823.9	14,070.4
增长率	27.2%	6.5%	33.0%	26.0%	19.0%
毛利率	38.3%	36.2%	36.4%	36.8%	37.3%
维修改造及贸易配件					
销售收入（百万元）	1,193.7	1,226.5	1,600.6	1,976.8	2,303.0
增长率	-8.7%	2.8%	30.5%	23.5%	16.5%
毛利率	34.3%	27.8%	28.0%	29.0%	30.0%
环保服务					
销售收入（百万元）	455.4	463.7	486.9	535.6	562.3
增长率	17.2%	1.8%	5.0%	10.0%	5.0%
毛利率	-	31.7%	32.0%	32.0%	32.0%
其他业务收入					
销售收入（百万元）	19.0	30.3	42.4	55.1	66.1
增长率	3.5%	59.6%	40.0%	30.0%	20.0%
毛利率	-	45.3%	45.0%	50.0%	50.0%
合计	8,294.9	8,776.2	11,513.9	14,391.3	17,001.8
增长率	19.8%	5.8%	31.2%	25.0%	18.1%
综合毛利率	37.9%	34.9%	35.0%	35.6%	36.2%

数据来源：Wind，东方证券研究所预测

投资建议

从细分领域看，杰瑞股份主要从事油服及装备行业。在可比公司估值方面，我们选取了油服行业公司，如迪威尔/中海油服/海油工程/博迈科。可比公司 2022 年调整平均市盈率约 19xPE，我们给予杰瑞股份 2022 年 19xPE，目标价 42.18 元，首次给予买入评级。

表 6：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格 (元) 2022/05/11	每股收益（元）			市盈率		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
迪威尔	688377	28.30	0.17	0.74	1.21	171.10	38.47	23.35
中海油服	601808	12.45	0.07	0.65	0.80	189.79	19.12	15.50
海油工程	600583	4.15	0.08	0.21	0.25	49.64	19.41	16.35
博迈科	603727	10.91	0.58	0.63	0.72	18.93	17.41	15.22
调整后平均							19.26	15.93

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

油价波动风险：油服行业景气度与油价有较大关联，若油价出现小幅波动则行业资本开支意愿稳定，但若油价大幅下降，则行业资本开支或存在不利的风险；

石油公司资本支出不及预期：油气资本开支也会受到进度、政策的变化，若资本开支在短期进度较慢，则出现资本开支不及预期；

汇率不利变动：公司在海外存在一定业务，若人民币汇率出现上涨，则公司汇率或将出现损失；

公司产能释放缓慢：公司定增项目将继续加码压裂设备产能，若产能释放缓慢，则或拖累公司收入增长；

海外业务拓展不及预期：公司在海外存在一定业务，也将逐渐拓展北美等新机会，若海外业务发展缓慢，则公司业务拓展不及预期。

原材料价格波动：原材料在公司生产成本占比约 60-70%左右，如果原材料大幅波动、零部件产品价格上涨，则公司毛利率承压。

新业务发展不及预期：公司拟投资和开展负极材料业务，将会增加一定的资本开支，若项目进展不顺利，则可能会对经营和资金情况造成一定的影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,904	3,072	4,030	5,037	5,951	营业收入	8,295	8,776	11,514	14,391	17,002
应收票据、账款及款项融资	5,454	6,039	6,908	8,635	10,201	营业成本	5,151	5,717	7,480	9,262	10,843
预付账款	293	702	576	720	850	营业税金及附加	69	70	92	115	136
存货	4,841	4,151	5,984	7,410	8,674	销售费用	372	433	564	691	808
其他	1,119	1,050	1,017	1,135	1,242	管理费用及研发费用	599	685	875	1,079	1,258
流动资产合计	14,610	15,015	18,515	22,936	26,918	财务费用	147	21	13	74	102
长期股权投资	127	138	145	152	160	资产、信用减值损失	49	170	109	91	75
固定资产	1,696	1,852	2,945	4,129	4,601	公允价值变动收益	4	3	3	3	3
在建工程	135	157	509	614	364	投资净收益	50	70	70	70	70
无形资产	498	641	620	599	579	其他	52	79	70	70	70
其他	1,745	1,726	1,718	1,718	1,718	营业利润	2,013	1,833	2,524	3,222	3,924
非流动资产合计	4,201	4,514	5,937	7,213	7,422	营业外收入	15	112	15	15	15
资产总计	18,810	19,529	24,452	30,149	34,340	营业外支出	32	60	30	30	30
短期借款	1,035	711	2,487	4,491	4,578	利润总额	1,996	1,885	2,509	3,207	3,909
应付票据及应付账款	2,853	2,913	3,815	4,724	5,530	所得税	274	273	351	449	547
其他	2,744	2,540	2,726	2,985	3,220	净利润	1,722	1,612	2,158	2,758	3,362
流动负债合计	6,631	6,164	9,028	12,200	13,328	少数股东损益	32	26	35	44	54
长期借款	570	239	239	239	239	归属于母公司净利润	1,690	1,586	2,123	2,714	3,308
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.76	1.66	2.22	2.83	3.45
其他	235	309	298	298	298						
非流动负债合计	805	548	537	537	537	主要财务比率					
负债合计	7,436	6,713	9,564	12,737	13,865		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	296	343	377	421	475	成长能力					
实收资本(或股本)	958	958	958	958	958	营业收入	19.8%	5.8%	31.2%	25.0%	18.1%
资本公积	3,641	3,643	3,724	3,724	3,724	营业利润	21.3%	-9.0%	37.7%	27.6%	21.8%
留存收益	6,704	8,118	10,069	12,549	15,559	归属于母公司净利润	24.2%	-6.2%	33.9%	27.8%	21.9%
其他	(225)	(246)	(240)	(240)	(240)	获利能力					
股东权益合计	11,374	12,816	14,888	17,412	20,476	毛利率	37.9%	34.9%	35.0%	35.6%	36.2%
负债和股东权益总计	18,810	19,529	24,452	30,149	34,340	净利率	20.4%	18.1%	18.4%	18.9%	19.5%
						ROE	16.2%	13.5%	15.7%	17.2%	17.9%
						ROIC	15.2%	11.6%	13.5%	14.0%	14.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	39.5%	34.4%	39.1%	42.2%	40.4%
净利润	1,722	1,612	2,158	2,758	3,362	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%
折旧摊销	178	115	274	420	549	流动比率	2.20	2.44	2.05	1.88	2.02
财务费用	147	21	13	74	102	速动比率	1.47	1.76	1.39	1.27	1.37
投资损失	(50)	(70)	(70)	(70)	(70)	营运能力					
营运资金变动	(474)	(818)	(1,637)	(2,337)	(2,102)	应收账款周转率	2.7	2.3	2.6	2.7	2.6
其它	(1,209)	(51)	109	88	72	存货周转率	1.1	1.3	1.5	1.4	1.3
经营活动现金流	315	808	846	933	1,912	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(252)	(403)	(1,688)	(1,688)	(751)	每股指标(元)					
长期投资	(4)	(11)	(7)	(7)	(8)	每股收益	1.76	1.66	2.22	2.83	3.45
其他	1,001	296	144	73	73	每股经营现金流	0.33	0.84	0.88	0.97	2.00
投资活动现金流	745	(119)	(1,552)	(1,623)	(685)	每股净资产	11.57	13.02	15.15	17.74	20.88
债权融资	514	18	(7)	0	0	估值比率					
股权融资	(79)	2	81	0	0	市盈率	18.9	20.1	15.0	11.8	9.7
其他	(502)	(680)	1,590	1,697	(313)	市净率	2.9	2.6	2.2	1.9	1.6
筹资活动现金流	(67)	(661)	1,663	1,697	(313)	EV/EBITDA	13.0	15.4	10.8	8.2	6.6
汇率变动影响	(74)	(25)	-0	-0	-0	EV/EBIT	14.1	16.4	12.0	9.2	7.5
现金净增加额	919	3	958	1,007	914						

数据来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn