2020 年 08 月 10 日
证券研究报告•2020 年半年报点评
杰瑞股份（002353）机械设备

买入（维持）
当前价：31.70 元
目标价：39.80 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

2020H1 业绩同比+37.8%，单季度毛利率创 5 年来最好水平

投资要点

- **2020H1 归母净利润同比+37.8%，扣非归母净利润同比+51.1%：**2020H1，公司共实现营收 33.2 亿元，同比+28.7%；归母净利润为 6.9 亿元，同比+37.8%，扣非归母净利润 7.1 亿元，同比+51.1%。分产品而言，油气装备制造及技术服务板块实现营收 26 亿元，同比+38.8%，占公司总营收的 78.3%；维修改造与配件销售实现营收 5.4 亿元，同比+1.1%，占公司总营收的 16.3%。此外，疫情冲击下公司着重推进产品交付、多种方式保障项目验收，海外收入达 11.8 亿元，同比+37.4%，仍保持较高增长速度。
- **单季度综合毛利率创 5 年来最好水平，期间费用控制良好：**2020H1 公司综合毛利率 37.2%，同比+2.3pp。其中，油气装备制造及技术服务毛利率达 38.2%，同比+2.9pp；维修改造及配件销售毛利率达 28.3%，同比+1.7pp。单季度来看，公司 2020Q2 综合毛利率达 41.1%，创五年半来最好水平，盈利能力仍在持续提升。期间费用方面，公司销售费用率 4.6%，同比-1.9pp；管理费用率 3.8%，同比-0.8pp；研发费用率 3.3%，与去年同期基本持平；财务费用率-0.4%，与去年同期基本持平；期间费用合计占比 11.3%，同比-2.7pct，期间费用控制良好。
- **钻完井设备新增订单增幅超 70%，经营活动现金流净额同比大幅改善：**得益于公司本身强大的竞争力，在经历了疫情及油价双重大考的行业低谷期新增订单仍持续高增长。2020H1 公司新增订单 46.6 亿元，同比+27.4%，其中收入占比最高的钻完井设备订单增幅超过 70%。2020H1 公司经营活动产生的现金流量净额为-5.5 亿元，去年同期为-9.1 亿元，同比大幅改善。单季度来看，2020Q2 是经营活动现金流净额由负转正的拐点。主要系公司收入规模增加，且持续推进应收账款管理，回款较多导致销售商品及提供劳务收到的现金增加。
- **近期油气开采规划上调，公司有望充分受益下半年资本开支的增长：**上半年来三桶油的主基调以“保产量、控成本”为主。但 7 月中下旬以来，中石油、能源局等持续提高国内油气开采规划。7 月中旬，川渝两地发改委与能源局牵头，目标 2025 年打造川渝天然气（以页岩气为主）630 亿方产量。7 月底，能源局北京会议，要求举全行业之力推动油气增储上产。我们判断，油气开发力度的增强有望传导至下半年资本开支增长。行业基本面拐点出现，公司有望充分受益。
- **盈利预测与投资建议：**随着国内油气行业政策逐渐加码，行业基本面拐点出现，公司有望充分受益。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 16.7/20.5/25.5 亿元，对应 PE18/15/12x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**油价剧烈波动风险、汇率变动风险、市场推广不及预期。

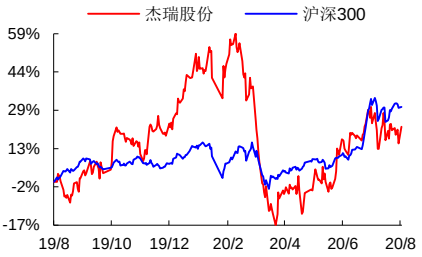
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6925.43	8309.73	10203.34	12306.26
增长率	50.66%	19.99%	22.79%	20.61%
归属母公司净利润（百万元）	1360.69	1673.41	2052.49	2546.72
增长率	121.16%	22.98%	22.65%	24.08%
每股收益 EPS（元）	1.42	1.75	2.14	2.66
净资产收益率 ROE	13.87%	15.60%	17.52%	19.76%
PE	22	18	15	12
PB	3.02	2.86	2.63	2.39

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：倪正洋
执业证号：S1250520030001
电话：021-58352138
邮箱：nzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.58
流通 A 股(亿股)	6.74
52 周内股价区间(元)	21.56-41.59
总市值(亿元)	303.64
总资产(亿元)	176.13
每股净资产(元)	10.60

相关研究

1. 杰瑞股份（002353）：分拆子公司德石股份创业板上市有序推进 (2020-07-11)
2. 杰瑞股份（002353）：“接班人计划”持续推进，董事长变更、培养年轻化梯队 (2020-06-30)
3. 杰瑞股份（002353）：Q1 业绩翻倍增长，能源安全内生需求确定性强 (2020-04-29)
4. 杰瑞股份（002353）：子公司德石股份拟分拆上市 (2020-04-22)
5. 杰瑞股份（002353）：2019 业绩同比+121%，20Q1 业绩有望翻倍 (2020-04-10)
6. 杰瑞股份(002353)：回购方案彰显信心，国内能源保供政策将持续为行业高景气护航 (2020-03-17)

关键假设：

（1）油田装备制造与技术服务：保障能源安全叠加页岩气开发经济渐显，压裂设备需求持续、确定性强。油公司增储上产的“七年行动计划”仍推进，板块高增长将持续。目前公司新增订单 46.6 亿元，同比+27.4%，其中收入占比最高的钻完井设备订单增幅超过 70%。预计下半年随着油公司资本支出提速，订单仍将持续高增长。钻完井设备订单的交付周期约半年，以此预计 2020-2022 年营收增速分别为 26%/25%/22%。

（2）维修改造与配件销售：维修配件业务是钻完井设备的后市场业务。行业复苏起源于 2018 年初，在零配件自产率持续提高。受疫情冲击，上半年增速有所下降。预计下半年随着设备开工率的回升，板块将持续修复，2020-2022 年营收增速分别为 14%/14.5%/15%。

（3）环保工程服务：公司环保类设备主要包括生态环境修复设备、固废治理装备、水处理系列装备等。自 2006 年进入环保行业至今，杰瑞已在环保领域拥有超过十年的作业经验。受疫情冲击，预计 2020 年板块营收增速有所下滑，2020-2022 年增速分别为 -40%/15%/15%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
油田装备制造与技术服务	收入	5,211.22	6,566.14	8,207.67	10,013.36
	增速	59.5%	26.0%	25.0%	22.0%
	毛利率	38.5%	39.0%	39.0%	39.0%
维修改造及配件销售	收入	1,307.23	1,490.24	1,706.33	1,962.28
	增速	26.5%	14.0%	14.5%	15.0%
	毛利率	35.3%	33.0%	32.0%	32.0%
环保工程服务	收入	388.64	233.18	268.16	308.39
	增速	38.0%	-40.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	27.3%	25.0%	25.0%	24.0%
其他业务收入	收入	18.34	20.17	21.18	22.24
	增速	28.8%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	77.8%	75.0%	75.0%	75.0%
合计	收入	6,925.43	8,309.73	10,203.34	12,306.26
	增速	50.7%	20.0%	22.8%	20.6%
	毛利率	37.4%	37.6%	37.5%	37.6%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6925.43	8309.73	10203.34	12306.26
营业成本	4337.57	5183.74	6373.40	7682.43
营业税金及附加	39.16	58.17	56.12	73.84
销售费用	391.36	415.49	510.17	566.09
管理费用	287.31	544.29	673.42	787.60
财务费用	-4.15	-1.87	-30.89	-50.42
资产减值损失	-30.40	80.00	80.00	70.00
投资收益	35.15	66.00	40.00	20.00
公允价值变动损益	-5.35	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1659.97	2095.92	2581.12	3196.72
其他非经营损益	-42.35	-40.00	-41.50	-42.19
利润总额	1617.62	2055.92	2539.62	3154.54
所得税	225.27	349.51	457.13	567.82
净利润	1392.36	1706.41	2082.49	2586.72
少数股东损益	31.66	33.00	30.00	40.00
归属母公司股东净利润	1360.69	1673.41	2052.49	2546.72

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1392.36	1706.41	2082.49	2586.72
折旧与摊销	321.49	331.57	355.56	377.06
财务费用	-4.15	-1.87	-30.89	-50.42
资产减值损失	-30.40	80.00	80.00	70.00
经营营运资本变动	-132.87	2723.69	-507.97	-893.30
其他	-1313.25	-147.88	-117.69	-90.84
经营活动现金流净额	233.16	4691.92	1861.51	1999.22
资本支出	-240.23	-200.00	-200.00	-200.00
其他	-171.46	380.00	-47.68	49.23
投资活动现金流净额	-411.69	180.00	-247.68	-150.77
短期借款	689.19	-1170.01	0.00	0.00
长期借款	133.25	0.00	0.00	0.00
股权融资	20.20	0.00	0.00	0.00
支付股利	-114.94	-885.64	-1136.79	-1383.21
其他	-140.86	77.76	30.89	50.42
筹资活动现金流净额	586.83	-1977.89	-1105.91	-1332.79
现金流量净额	444.24	2894.03	507.92	515.66

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2201.71	5095.74	5603.67	6119.32
应收和预付款项	4894.95	1325.97	1667.46	2348.00
存货	4165.03	4597.17	5833.30	6984.60
其他流动资产	1723.37	2114.18	2455.50	2927.86
长期股权投资	122.30	122.30	122.30	122.30
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1885.06	1795.24	1681.42	1546.10
无形资产和开发支出	443.23	401.48	359.74	318.00
其他非流动资产	1083.76	1083.76	1083.76	1083.76
资产总计	16519.40	16535.85	18807.14	21449.95
短期借款	1270.01	100.00	100.00	100.00
应付和预收款项	4084.29	4585.85	5705.17	6921.18
长期借款	133.25	133.25	133.25	133.25
其他负债	991.90	778.17	984.44	1207.72
负债合计	6479.44	5597.26	6922.86	8362.15
股本	957.85	957.85	957.85	957.85
资本公积	3719.79	3719.79	3719.79	3719.79
留存收益	5165.94	5953.71	6869.41	8032.92
归属母公司股东权益	9765.73	10631.36	11547.05	12710.56
少数股东权益	274.23	307.23	337.23	377.23
股东权益合计	10039.96	10938.58	11884.28	13087.79
负债和股东权益合计	16519.40	16535.85	18807.14	21449.95

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	50.66%	19.99%	22.79%	20.61%
营业利润增长率	117.85%	26.26%	23.15%	23.85%
净利润增长率	118.69%	22.56%	22.04%	24.21%
EBITDA 增长率	93.34%	22.67%	19.80%	21.25%
获利能力				
毛利率	37.37%	37.62%	37.54%	37.57%
三费率	9.74%	11.53%	11.30%	10.59%
净利率	20.10%	20.54%	20.41%	21.02%
ROE	13.87%	15.60%	17.52%	19.76%
ROA	8.43%	10.32%	11.07%	12.06%
ROIC	18.69%	26.63%	38.44%	41.79%
EBITDA/销售收入	28.55%	29.19%	28.48%	28.63%
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.50	0.58	0.61
固定资产周转率	4.39	5.41	6.87	8.87
应收账款周转率	2.53	4.74	17.22	17.08
存货周转率	1.31	1.16	1.20	1.18
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.63%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	39.22%	33.85%	36.81%	38.98%
带息债务/总负债	21.66%	4.17%	3.37%	2.79%
流动比率	2.10	2.48	2.35	2.28
速动比率	1.43	1.61	1.47	1.41
股利支付率	8.45%	52.92%	55.39%	54.31%
每股指标				
每股收益	1.42	1.75	2.14	2.66
每股净资产	10.48	11.10	12.06	13.27
每股经营现金	0.24	4.90	1.94	2.09
每股股利	0.12	0.92	1.19	1.44

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1977.31	2425.62	2905.80	3523.36
PE	22.32	18.14	14.79	11.92
PB	3.02	2.86	2.63	2.39
PS	4.38	3.65	2.98	2.47
EV/EBITDA	14.00	9.85	8.02	6.47
股息率	0.38%	2.92%	3.74%	4.56%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn