2020 年 07 月 11 日

证券研究报告•公司动态跟踪报告

# 杰瑞股份（002353）机械设备

买入（维持）

当前价：32.06 元

目标价：39.80 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 分拆子公司德石股份创业板上市有序推进

## 投资要点

- **事件：**公司董事会审议通过《关于分拆所属子公司德州联合石油科技股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市的议案》等各项决议。本次分拆完成后，杰瑞股份股权结构不会发生变化，且仍将维持对德石股份的控股权。

- **德石股份是中国最大的井下动力钻具制造商之一，业绩持续高增长：**公司前身是始创于 1961 年的地质部第一普查大队机械修配厂，目前已成长为中国最大的井下动力钻具制造商（螺杆钻具）之一。2016 至 2019 年，公司营业收入从 1.8 亿元上升至 4.6 亿元，三年年均复合增速达 37.2%；归母净利润从 69 万元增长至 6521 万元，三年年均复合增速达 355.1%。2019 年，公司毛利率达 40.8%，同比+3.1pp。业绩持续高增长，盈利质量也持续提升。

- **打造创业板上市平台，增强钻井工具业务综合竞争力：**2019 年 12 月，证监会发布了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，明确了分拆条件，为上市公司孵化创新企业，形成资本市场的良性循环打开拓展渠道。德石股份作为公司旗下专业从事石油钻井专用工具及设备的研发、生产、销售及租赁的制造服务商，将德石股份打造成为公司下属独立以石油天然气钻井专用工具为核心业务的上市平台，通过创业板融资增强资金实力，加大钻井专用工具核心技术的进一步投入，实现钻井专用工具业务的做大做强，增强钻井专用工具业务的盈利能力和综合竞争力。

- **突出主要业务优势，深化公司能源服务全产业链布局：**公司及除德石股份以外的其他下属企业的主营业务为油气装备制造及技术服务、维修改造及贸易配件、环保服务等。本次分拆上市后，公司及下属其他企业（除德石股份）将继续集中发展除石油钻井专用工具及设备的研发、生产、销售及租赁之外的业务，突出公司主要业务优势，进一步增强公司独立性。此外，将进一步提升公司在油气田设备领域的品牌知名度，增强公司提供全产业链油气田服务设备的供应能力，巩固并提升公司油气田设备核心竞争力，深化公司能源服务全产业链布局。

- **盈利预测与投资建议。**国内油气结构性高景气，海外市场有望持续拓展，预计 2020-22 年业绩分别为 19.1/25.3/30.4 亿元，对应 EPS 分别为 1.99、2.64、3.17 元，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 | 9510.00 | 12127.21 | 14908.20 |
| 增长率 | 50.66% | 37.32% | 27.52% | 22.93% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1360.69 | 1910.14 | 2527.57 | 3038.73 |
| 增长率 | 121.16% | 40.38% | 32.32% | 20.22% |
| 每股收益 EPS（元） | 1.42 | 1.99 | 2.64 | 3.17 |
| 净资产收益率 ROE | 13.87% | 17.39% | 20.57% | 22.29% |
| PE | 23 | 16 | 12 | 10 |
| PB | 3.06 | 2.83 | 2.54 | 2.29 |

*数据来源：Wind，西南证券*

### 西南证券研究发展中心

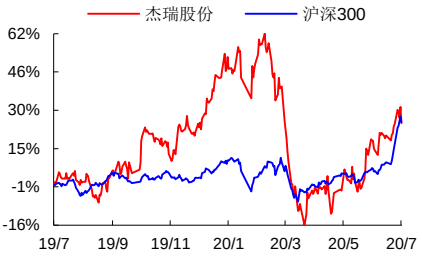

分析师：倪正洋

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) | 307.09 |
| 总资产(亿元) | 164.24 |
| 每股净资产(元) | 10.27 |

### 相关研究

1. 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)
2. 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)
3. 杰瑞股份（002353）：子公司德石股份拟分拆上市 (2020-04-22)
4. 杰瑞股份（002353）：2019 业绩同比+121%，20Q1 业绩有望翻倍 (2020-04-10)
5. 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)
6. 杰瑞股份（002353）：疫情与油价波动不改行业高景气，龙头砥砺前行内外兼备 (2020-03-14)

**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 | 9510.00 | 12127.21 | 14908.20 |
| 营业成本 | 4337.57 | 5912.19 | 7536.35 | 9269.75 |
| 营业税金及附加 | 39.16 | 66.57 | 66.70 | 89.45 |
| 销售费用 | 391.36 | 570.60 | 727.63 | 1043.57 |
| 管理费用 | 287.31 | 475.50 | 545.72 | 596.33 |
| 财务费用 | -4.15 | 120.00 | 50.31 | 62.37 |
| 资产减值损失 | -30.40 | 50.00 | 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 | 2381.13 | 3160.49 | 3796.73 |
| 其他非经营损益 | -42.35 | -40.00 | -41.50 | -42.19 |
| **利润总额** | 1617.62 | 2341.13 | 3118.99 | 3754.54 |
| 所得税 | 225.27 | 397.99 | 561.42 | 675.82 |
| 净利润 | 1392.36 | 1943.14 | 2557.57 | 3078.73 |
| 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 | 1910.14 | 2527.57 | 3038.73 |

| 现金流量表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 1392.36 | 1943.14 | 2557.57 | 3078.73 |
| 折旧与摊销 | 321.49 | 331.57 | 355.56 | 377.06 |
| 财务费用 | -4.15 | 120.00 | 50.31 | 62.37 |
| 资产减值损失 | -30.40 | 50.00 | 80.00 | 70.00 |
| 经营营运资本变动 | -132.87 | 2383.93 | -704.10 | -1149.56 |
| 其他 | -1313.25 | -117.88 | -117.69 | -90.84 |
| **经营活动现金流净额** | 233.16 | 4710.76 | 2221.66 | 2347.75 |
| 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 | -1297.61 | -1703.37 |
| 其他 | -140.86 | -44.11 | -50.31 | -62.37 |
| **筹资活动现金流净额** | 586.83 | -2099.76 | -1347.92 | -1765.74 |
| **现金流量净额** | 444.24 | 2791.00 | 626.06 | 431.24 |

| 资产负债表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 2201.71 | 4992.71 | 5618.78 | 6050.02 |
| 应收和预付款项 | 4894.95 | 1515.24 | 1977.31 | 2840.03 |
| 存货 | 4165.03 | 5255.27 | 6913.80 | 8445.79 |
| 其他流动资产 | 1723.37 | 2342.82 | 2801.80 | 3422.23 |
| 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 | 17508.82 | 20558.90 | 23828.23 |
| 短期借款 | 1270.01 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 应付和预收款项 | 4084.29 | 5235.06 | 6755.28 | 8359.91 |
| 长期借款 | 133.25 | 133.25 | 133.25 | 133.25 |
| 其他负债 | 991.90 | 865.20 | 1135.09 | 1424.44 |
| **负债合计** | 6479.44 | 6333.51 | 8123.62 | 10017.59 |
| 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 | 6190.44 | 7420.41 | 8755.76 |
| 归属母公司股东权益 | 9765.73 | 10868.08 | 12098.05 | 13433.40 |
| 少数股东权益 | 274.23 | 307.23 | 337.23 | 377.23 |
| **股东权益合计** | 10039.96 | 11175.31 | 12435.28 | 13810.63 |
| 负债和股东权益合计 | 16519.40 | 17508.82 | 20558.90 | 23828.23 |

| 财务分析指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 销售收入增长率 | 50.66% | 37.32% | 27.52% | 22.93% |
| 营业利润增长率 | 117.85% | 43.44% | 32.73% | 20.13% |
| 净利润增长率 | 118.69% | 39.56% | 31.62% | 20.38% |
| EBITDA 增长率 | 93.34% | 43.26% | 25.90% | 18.78% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 37.37% | 37.83% | 37.86% | 37.82% |
| 三费率 | 9.74% | 12.26% | 10.91% | 11.42% |
| 净利率 | 20.10% | 20.43% | 21.09% | 20.65% |
| ROE | 13.87% | 17.39% | 20.57% | 22.29% |
| ROA | 8.43% | 11.10% | 12.44% | 12.92% |
| ROIC | 18.69% | 30.72% | 43.64% | 44.80% |
| EBITDA/销售收入 | 28.55% | 29.79% | 29.41% | 28.41% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.49 | 0.56 | 0.64 | 0.67 |
| 固定资产周转率 | 4.39 | 6.20 | 8.16 | 10.74 |
| 应收账款周转率 | 2.53 | 5.31 | 17.51 | 17.23 |
| 存货周转率 | 1.31 | 1.23 | 1.22 | 1.19 |
| 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% | 36.17% | 39.51% | 42.04% |
| 带息债务/总负债 | 21.66% | 3.68% | 2.87% | 2.33% |
| 流动比率 | 2.10 | 2.33 | 2.21 | 2.13 |
| 速动比率 | 1.43 | 1.47 | 1.33 | 1.27 |
| 股利支付率 | 8.45% | 46.37% | 51.34% | 56.06% |
| **每股指标** | | | | |
| 每股收益 | 1.42 | 1.99 | 2.64 | 3.17 |
| 每股净资产 | 10.48 | 11.35 | 12.63 | 14.02 |
| 每股经营现金 | 0.24 | 4.92 | 2.32 | 2.45 |
| 每股股利 | 0.12 | 0.92 | 1.35 | 1.78 |

| 业绩和估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 1977.31 | 2832.71 | 3566.36 | 4236.16 |
| PE | 22.57 | 16.08 | 12.15 | 10.11 |
| PB | 3.06 | 2.83 | 2.54 | 2.29 |
| PS | 4.43 | 3.23 | 2.53 | 2.06 |
| EV/EBITDA | 14.18 | 8.59 | 6.62 | 5.48 |
| 股息率 | 0.37% | 2.88% | 4.23% | 5.55% |

*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 |
| 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 |
| | 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 |
| | 陈霄（广州） | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |