高端装备制造与新材料研究中心

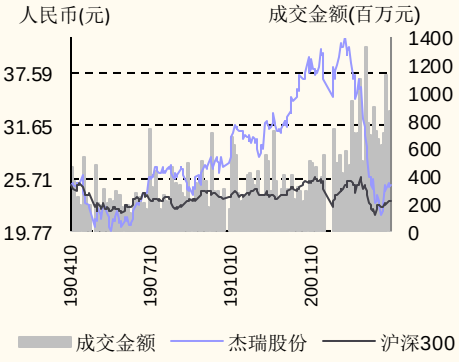
杰瑞股份 (002353.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：25.05 元
目标价格（人民币）：33.50-33.50 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	9.58
已上市流通 A 股(亿股)	6.03
总市值(亿元)	239.94
年内股价最高最低(元)	31.54/21.56
沪深 300 指数	3793
中小板综	9949



相关报告

1.《拟回购彰显信心；持续看好公司中长期价值-杰瑞点评》，2020.3.17

2.《国家能源安全逻辑不变，油服龙头砥砺前行-杰瑞股份点评》，2020.3.10

3.《员工持股计划购买完成；期待海外市场大突破-杰瑞股份》，2020.3.3

4.《年报业绩符合预期，期待北美业务获重大突破-杰瑞》，2020.2.16

5.《业绩超预期受益国家能源安全页岩气开发-点评》，2020.2.3

王华君 分析师 SAC 执业编号：S1130519030002
wanghuajun@gjzq.com.cn

丁健 分析师 SAC 执业编号：S1130519060005
ding_jian@gjzq.com.cn

油服龙头砥砺前行：2020Q1 业绩翻倍超预期

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.64	1.42	1.79	2.22	2.57
每股净资产(元)	8.78	10.20	12.14	14.23	16.69
每股经营性现金流(元)	0.05	0.25	-0.33	-0.09	0.63
市盈率(倍)	23.4	26.0	14.5	11.7	10.1
净利润增长率(%)	807.6%	120.9%	25.9%	24.2%	16.0%
净资产收益率(%)	7.3%	13.9%	11.1%	14.2%	16.5%
总股本(百万股)	957.85	957.85	957.85	957.85	957.85

来源：公司年报、国金证券研究所

事件：

- 公司发布公告，2019 年实现收入 69.25 亿元，同比增长 51%，实现净利润 13.61 亿元，同比增长 121%；2020 年第一季度，公司实现的净利润在 2.05 亿元到 2.37 亿元之间，同比增长 86%~115%。

简评：

- **受益页岩气大开发，钻完井设备销量翻倍支撑业绩增长。**2019 年，分产品看，油气装备制造及技术服务、维修改造及贸易配件收入占比分别为 75%和 19%，收入增速分别为 59%和 26%，毛利率分别为 38.5%和 35.3%，毛利率同比分别增长 6.2pct 和 4.4pct。油气装备制造高增长主要得益于钻完井设备的销量增长，2019 年实现销量 557 台，同比增长 112%。表现在公司主要子公司烟台杰瑞石油装备公司实现收入 38.6 亿元，净利润 11 亿元，是构成公司净利润的主要来源（占比 80%），其净利率 28.5%，较 2019 年中报增加 3.5pct。分区域看，国内收入占比 71%，较 2019 年中报提高 4.5pct。
- **低油价短期压制国内资本开支，国家能源安全中长期逻辑依然不变。**目前布伦特油价在 33 美元/桶的较低水平，对国内资本开支带来一定程度压制。根据国内三大油公司报告，中海油资本支出计划为 850-950 亿元，同比增长 6.25%-18%，中石油资本开支计划为 2950 亿元，同比减少 0.6%，中石化资本开支计划为 1434 亿元，同比减少 2.5%。但我们认为油服国家能源安全的中长期逻辑不会改变，杰瑞股份目前在手订单饱满，2019 年全年杰瑞累计获取订单 81.44 亿元，同比增长 34.45%，年末存量订单 43.73 亿元。
- **员工持股计划购买完成彰显未来业绩增长信心。**公司 2020 年 1 月 7 日推出“奋斗者 5 号”员工持股计划，预计覆盖公司员工不超过 730 人，股份数 200 万股，已完成购买。

投资建议及盈利预测

- 因低油价压制国内油气资本开支，下调公司业绩预测，预计公司 2020-2022 年净利润为 17.1、21.2、24.6 亿元，同比增长 26%、23%、17%，业绩下调幅度分别为 15%、16%；EPS 为 1.8、2.2、2.6 元；对应 PE 为 15、12、10 倍。给予公司 2020 年 20 倍 PE 估值，6-12 月目标价 33.5 元，目标市值 322 亿元；维持“买入”评级。

风险提示

- 页岩气开发低于预期；油价继续下行超预期；新冠疫情发展超预期风险。

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**3,187**	**4,597**	**6,925**	**8,838**	**10,882**	**13,175**
增长率		44.2%	50.7%	27.6%	23.1%	21.1%
主营业务成本	-2,333	-3,142	-4,338	-5,452	-6,686	-8,076
%销售收入	73.2%	68.3%	62.6%	61.7%	61.4%	61.3%
毛利	854	1,455	2,588	3,386	4,195	5,100
%销售收入	26.8%	31.7%	37.4%	38.3%	38.6%	38.7%
营业税金及附加	-41	-32	-39	-57	-65	-72
%销售收入	1.3%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
营业费用	-279	-346	-391	-566	-686	-830
%销售收入	8.7%	7.5%	5.7%	6.4%	6.3%	6.3%
管理费用	-348	-388	-560	-619	-740	-896
%销售收入	10.9%	8.4%	8.1%	7.0%	6.8%	6.8%
息税前利润（EBIT）	186	689	1,597	2,144	2,705	3,301
%销售收入	5.8%	15.0%	23.1%	24.3%	24.9%	25.1%
财务费用	-90	34	4	-89	-259	-374
%销售收入	2.8%	-0.7%	-0.1%	1.0%	2.4%	2.8%
资产减值损失	-160	-78	-30	-180	-80	-127
公允价值变动收益	-3	-1	-5	0	0	0
投资收益	74	93	35	130	125	90
%税前利润	102.5%	12.4%	2.2%	6.5%	5.0%	3.1%
营业利润	70	762	1,658	2,005	2,491	2,890
营业利润率	2.2%	16.6%	23.9%	22.7%	22.9%	21.9%
营业外收支	2	-8	-42	3	3	3
税前利润	73	754	1,616	2,008	2,494	2,893
利润率	2.3%	16.4%	23.3%	22.7%	22.9%	22.0%
所得税	3	-118	-225	-297	-369	-428
所得税率	-4.4%	15.6%	13.9%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	76	637	1,391	1,711	2,125	2,465
少数股东损益	8	21	32	0	0	0
归属于母公司的净利润	**68**	**615**	**1,359**	**1,711**	**2,125**	**2,465**
净利率	2.1%	13.4%	19.6%	19.4%	19.5%	18.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	76	637	1,392	1,711	2,125	2,465
少数股东损益	8	21	32	0	0	0
非现金支出	440	373	352	364	307	404
非经营收益	-39	-134	35	-12	-102	134
营运资金变动	-33	-831	-1,545	-2,375	-2,418	-2,700
经营活动现金净流	**444**	**45**	**235**	**-312**	**-88**	**303**
资本开支	-119	-199	-512	-743	-977	-1,092
投资	-107	-13	-32	900	800	900
其他	-52	370	132	130	125	90
投资活动现金净流	**-277**	**157**	**-412**	**287**	**-52**	**-102**
股权募资	0	18	5	0	0	0
债权募资	42	-89	818	487	586	974
其他	-355	-106	-200	50	-211	-457
筹资活动现金净流	**-313**	**-176**	**623**	**537**	**375**	**516**
现金净流量	**-147**	**26**	**446**	**512**	**235**	**717**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,311	1,540	2,202	2,232	2,607	3,041
应收款项	2,449	3,582	4,262	5,844	6,253	7,518
存货	1,575	1,572	4,165	4,465	5,492	6,718
其他流动资产	2,126	2,110	2,379	2,314	2,438	2,592
流动资产	7,460	8,805	13,008	14,855	16,789	19,869
%总资产	71.9%	73.9%	78.7%	78.6%	77.7%	77.8%
长期投资	152	142	255	305	305	305
固定资产	2,263	2,229	2,430	3,066	3,764	4,516
%总资产	21.8%	18.7%	14.7%	16.2%	17.4%	17.7%
无形资产	377	521	443	483	518	559
非流动资产	2,917	3,112	3,511	4,048	4,821	5,655
%总资产	28.1%	26.1%	21.3%	21.4%	22.3%	22.2%
资产总计	**10,377**	**11,917**	**16,519**	**18,904**	**21,611**	**25,523**
短期借款	642	581	1,272	1,427	1,651	1,765
应付款项	1,380	2,473	3,947	4,648	5,075	5,865
其他流动负债	107	111	968	262	349	445
流动负债	2,128	3,165	6,187	6,336	7,075	8,075
长期贷款	0	0	133	300	450	500
其他长期负债	78	104	159	362	176	692
负债	**2,207**	**3,269**	**6,479**	**6,998**	**7,701**	**9,267**
普通股股东权益	**7,953**	**8,414**	**9,766**	**11,632**	**13,635**	**15,982**
少数股东权益	218	234	274	274	274	274
负债股东权益合计	**10,377**	**11,917**	**16,519**	**18,904**	**21,611**	**25,523**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.071	0.642	1.419	1.786	2.211	2.570
每股净资产	8.303	8.784	10.195	12.143	14.235	16.685
每股经营现金净流	0.464	0.047	0.245	-0.326	-0.091	0.630
每股股利	0.030	0.120	0.120	0.120	0.120	0.120
回报率						
净资产收益率	0.85%	7.31%	13.92%	11.05%	14.18%	16.48%
总资产收益率	0.60%	5.16%	8.23%	7.83%	9.34%	10.58%
投入资本收益率	2.20%	6.29%	11.95%	10.61%	13.50%	15.64%
增长率						
主营业务收入增长率	12.47%	44.23%	50.66%	27.61%	23.13%	21.08%
EBIT增长率	186.68%	270.27%	131.79%	34.22%	26.15%	22.07%
净利润增长率	-43.82%	807.57%	120.91%	25.88%	23.81%	16.22%
总资产增长率	12.82%	5.01%	38.61%	14.44%	14.32%	18.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	211.9	192.2	153.8	160.0	170.0	170.0
存货周转天数	268.7	182.8	241.4	305.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	122.1	159.6	179.4	180.0	190.0	195.0
固定资产周转天数	245.0	169.9	110.1	100.2	94.7	90.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.29%	-11.15%	-9.02%	-8.63%	-5.50%	-4.22%
EBIT利息保障倍数	2.1	-20.0	-384.8	15.4	8.1	7.8
资产负债率	28.00%	27.43%	39.22%	27.27%	32.64%	34.56%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	7	26	80
增持	0	0	2	5	16
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**1.22**	**1.16**	**1.17**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-11-17	买入	28.96	37.60～37.60
2	2019-11-26	买入	31.63	37.60～37.60
3	2020-01-07	买入	39.49	46.50～46.50
4	2020-02-03	买入	36.98	52.20～52.20
5	2020-02-16	买入	40.50	52.20～52.20
6	2020-03-03	买入	35.23	52.20～52.20
7	2020-03-10	买入	32.45	52.20～52.20
8	2020-03-17	买入	25.92	41.80～41.80

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH