

杰瑞股份(002353)

报告日期: 2019 年 10 月 24 日

营收和净利继续高增长, 毛利率大幅改善

——杰瑞股份 2019 年三季度业绩点评

✍ : 李锋 执业证书编号: S1230517080001
☎ : 021-80105916
✉ : lifeng1@stocke.com.cn

报告导读

事件: 10 月 24 日公司发布三季度业绩公告, 2019 年三季度实现营业收入 16.62 亿元, 同比增长 41.18%, 实现归母净利润 4.05 亿元, 同比增长 129.29%, 扣非后净利润 4.06 亿元, 同比增长 148.28%。业绩处于前期预告区间中值, 符合预期。

投资要点

□ 钻完井设备收入占比提高, 毛利率大幅改善

2019 年 Q3 公司毛利率达到 38.89%, 环比提升 2.51pct, 同比提升 9.05pct。钻完井设备的毛利率一直在各业务中是最高的, 除 2017 年之外也一直维持在 40% 以上水平。根据我们对公司三季度收入拆分, 预计三季度钻完井设备收入占比高达 42.12%, 与上半年相比提升了 4.88pct., 与 2018 年相比提升了 10pct。因此, 高毛利率的钻完井设备收入占比提升将会带来毛利率的大幅度提升。预计随着压裂车等设备陆续交付四季度的毛利率有望进一步改善。

□ 期间费用增速大幅低于收入增速, 净利润弹性充分释放

2019 年前三季度公司营收同比增长 45.88%, 但销售费用仅增长 13.06%, 管理费用增长 12.23%, 财务费用同比减少 115.49% (主要是汇兑损益增加), 期间费用中除研发费用由于基数小增长 149% 之外, 其他费用增速均大幅低于营收增速。公司的利润弹性得到充分释放。2019 年三季度实现净利润 4.09 亿元, 二季度实现净利润 3.95 亿元, 连创近三年以来的新高。

□ 盈利预测及估值

由于毛利率改善超预期, 加之压裂车等设备交付确认收入, 预计四季度钻完井设备收入占比和毛利率水平预计仍将进一步提升。我们调增 2019-2020 年归母净利润分别为 13.84 亿元、18.43 亿和 20.58 亿元, 调增幅度分别为 17.69%、23.44% 和 11.97%, 同比增长 124.93%、33.18% 和 11.65%, 对应 PE 为 20.95 倍、15.736 倍和 14.09 倍。维持买入评级。

风险提示: 1) 国家油价持续大幅下跌影响海外业务; 三桶油资本支出实际数远小于预算数

财务摘要

(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	4597	6432	8050	9162
(+/-)	44.23%	39.92%	25.17%	13.81%
净利润	615	1384	1843	2058
(+/-)	807.57%	124.93%	33.18%	11.65%
每股收益 (元)	0.64	1.44	1.92	2.15
P/E	47.13	20.95	15.73	14.09

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 30.27

单季度业绩

元/股

3Q/2019	0.43
2Q/2019	0.41
1Q/2019	0.12
4Q/2018	0.27



公司简介

杰瑞从最初的配件贸易公司升级到优秀的油田服务设备公司, 再拓展到油田服务和油田工程。目前致力于成为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。创新与变革永远是杰瑞的主旋律。

相关报告

- 1 《业绩符合前期预告, 毛利率大幅提升——杰瑞股份 2019 年 H1 业绩点评》2019.08.04
- 2 《H1 业绩大幅超预期, 国内资本开支驱动逻辑正兑现——杰瑞股份 2019 年 H1 业绩预告点评》2019.07.07
- 3 《善积跬步, 乃至千里——杰瑞股份首次覆盖报告》2019.05.08

报告撰写人: 李锋

数据支持人: 李锋

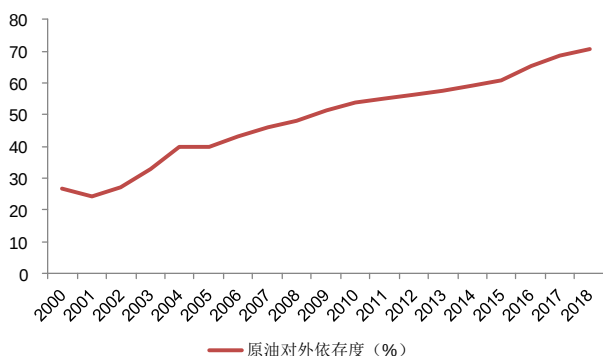
1. 事件内容

事件：10月24日公司发布三季报业绩公告，2019年三季度实现营业收入16.62亿元，同比增长41.18%，实现归母净利润4.05亿元，同比增长129.29%，处于前期预告中值，符合预期。2019年前三季度实现营收42.41亿元，同比增长45.88%，归母净利润9.05亿元，同比增长149.46%。

2. 钻完井设备收入占比提高，毛利率大幅改善

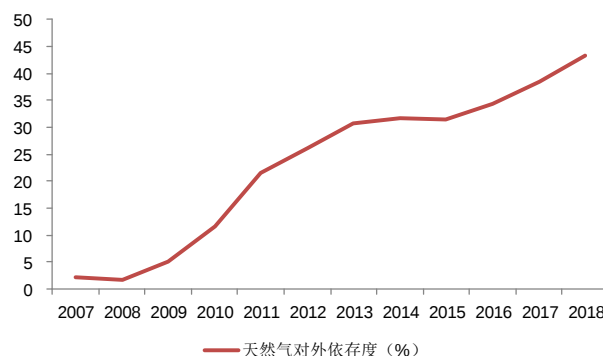
2019年我国原油对外依存度超过70%，天然气对外依存度上升至48-50%，我油气对外依存度不断攀升。受益于国家能源战略的推进和三桶油加大非常规油气资源的勘探开发力度，国内油田设备及服务市场整体呈现良好的上升态势，公司钻完井设备及油田技术服务需求旺盛，2019年上半年订单增长超过30%。

图 1：我国原油对外依存度屡创新高



资料来源：Wind、浙商证券研究所

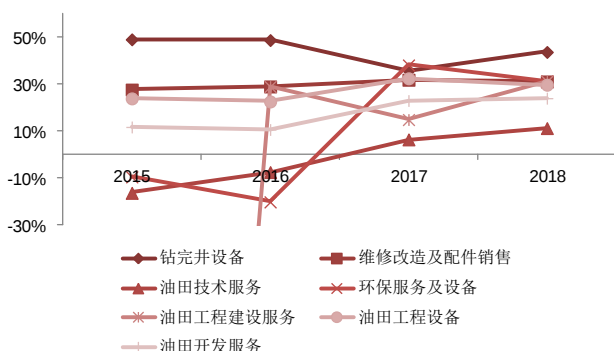
图 2：我国天然气对外依存度也创历史新高



资料来源：Wind、浙商证券研究所

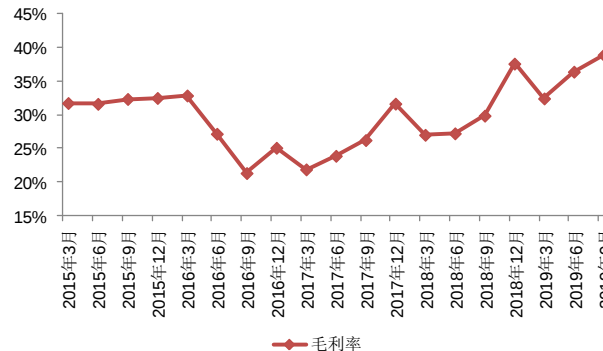
高毛利率的钻完井设备收入占比提升是毛利率大幅改善的主要原因。2019年Q3公司毛利率达到38.89%，环比提升2.51pct，同比提升9.05pct。毛利率改善幅度大幅超预期。毛利率改善超预期的原因主要我们认为高毛利率的钻完井设备收入占比大幅提升。根据公司历史数据来看，钻完井设备的毛利率一直在各业务中是最高的，除2017年之外也一直维持在40%以上水平。根据我们对公司三季度收入拆分，预计三季度钻完井设备收入占比高达42.12%，与上半年相比提升了4.88pct，与2018年相比提升了10pct，钻完井设备收入占比超过我们之前的预期40%。因此，高毛利率的钻完井设备收入占比提升将会带来毛利率的大幅度提升。预计随着压裂车等设备陆续交付公司四季度的毛利率有望进一步改善。

图 3：钻完井设备的毛利率在各类业务中最高



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 4：2019年Q3毛利率创2015年以来新高

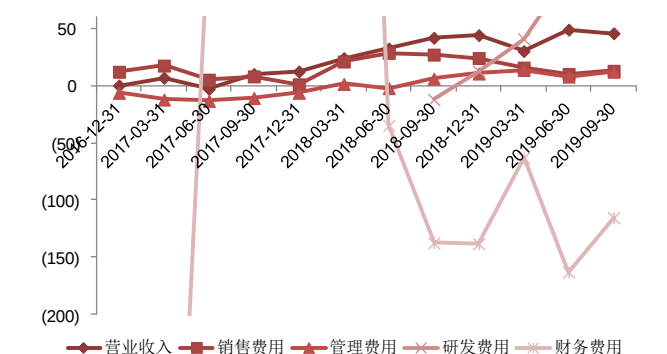


资料来源：Wind、浙商证券研究所

3. 期间费用增速大幅低于收入增速，净利润弹性充分释放

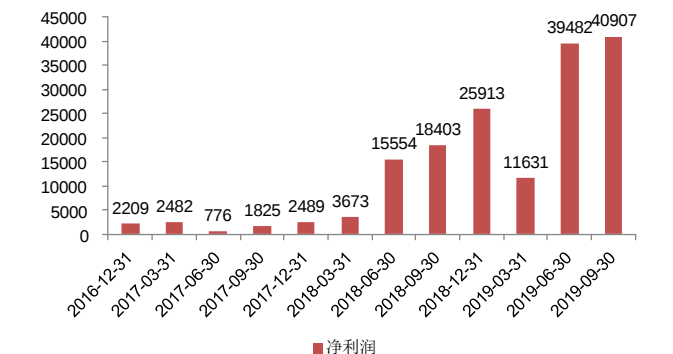
期间费用增速大幅低于收入增速，净利润弹性充分释放。2019 年前三季度公司营业收入同比增长 45.88%，但是销售费用仅增长 13.06%，管理费用增长 12.23%，财务费用同比减少 115.49%。其中影响较大的财务费用，三季度财务费用 -4234 万元，主要是因为汇兑损益增加，财务费用减少超出我们预期 3000 万。期间费用中除了研发费用由于基数小增长 149% 之外，其他主要费用增速均大幅低于营收增速。因此，在毛利率逐季上升的前提下，公司的利润弹性得到充分释放。2019 年三季度实现净利润 4.0 亿元，二季度实现净利润 3.95 亿元，连创近三年以来的新高。四季度为传统旺季，预计净利润将进一步得到提升。

图 5：期间费用增速大幅低于营收增速（%）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 6：2019 年二季度、三季度净利润弹性得到充分释放（万元）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

4. 盈利预测与估值

由于毛利率改善超预期，加之四季度压裂车等设备交付确认收入，预计钻完井设备收入占比将会进一步提升，四季度毛利率水平预计仍将进一步提升。我们调增 2019-2020 年净归母净利润分别为 13.84 亿元、18.43 亿和 20.58 亿元，调增幅度分别为 17.69%、23.44%和 11.97%，同比增长 124.93%、33.18%和 11.65%，对应 PE 为 20.95 倍、15.736 倍和 14.09 倍。维持买入评级。

表附录：三大报表预测值

资产负债表	单位: 百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	8980	11349	13879	16454
现金	1540	2138	2987	4677
交易性金融资产	5	7	7	6
应收账款	3147	3880	4953	5252
其它应收款	90	123	160	179
预付账款	278	308	388	455
存货	2258	3078	3577	4124
其他	1661	1814	1807	1761
非流动资产	2937	2900	2976	2987
金额资产类	39	48	45	44
长期投资	103	110	130	150
固定资产	1609	1584	1558	1531
无形资产	354	370	382	401
在建工程	89	111	129	143
其他	743	676	732	717
资产总计	11917	14248	16855	19441
流动负债	3134	4021	4793	5277
短期借款	581	650	700	800
应付款项	1616	2221	2590	2813
预收账款	607	674	891	1061
其他	330	476	612	603
非流动负债	117	152	116	129
长期借款	0	0	0	0
其他	117	152	116	129
负债合计	3251	4173	4909	5406
少数股东权益	252	277	305	337
归属母公司股东权益	8414	9798	11641	13699
负债和股东权益	11917	14248	16855	19441
现金流量表	单位: 百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	45	530	908	1689
净利润	637	1409	1871	2089
折旧摊销	295	116	119	124
财务费用	(34)	10	49	32
投资损失	(93)	(93)	(93)	(93)
营运资金变动	441	(136)	(582)	(21)
其它	(1200)	(776)	(456)	(442)
投资活动现金流	157	(61)	(84)	(29)
资本支出	134	(83)	(115)	(95)
长期投资	(70)	(16)	(17)	(19)
其他	93	38	49	86
筹资活动现金流	(200)	129	24	29
短期借款	147	69	50	100
长期借款	0	0	0	0
其他	(347)	60	(26)	(71)
现金净增加额	2	598	849	1689

利润表	单位: 百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4597	6432	8050	9162
营业成本	3142	4038	4980	5625
营业税金及附加	32	90	97	92
营业费用	346	373	443	486
管理费用	244	289	346	385
研发费用	144	193	201	211
财务费用	(34)	10	49	32
资产减值损失	78	0	81	137
公允价值变动损益	(1)	21	21	22
投资净收益	93	93	93	93
其他经营收益	24	29	39	31
营业利润	762	1602	2032	2371
营业外收支	(8)	(8)	(8)	(8)
利润总额	754	1594	2025	2363
所得税	118	185	154	274
净利润	637	1409	1871	2089
少数股东损益	21	25	28	31
归属母公司净利润	615	1384	1843	2058
EBITDA	1055	1719	2156	2503
EPS (最新摊薄)	0.64	1.44	1.92	2.15
主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	44.23%	39.92%	25.17%	13.81%
营业利润增长率	983.50%	110.24%	26.87%	16.64%
归属于母公司净利润	807.57%	124.93%	33.18%	11.65%
获利能力				
毛利率	31.65%	37.21%	38.14%	38.60%
净利率	13.85%	21.91%	23.24%	22.80%
ROE	7.30%	14.77%	16.74%	15.84%
ROIC	7.13%	13.40%	15.11%	14.42%
偿债能力				
资产负债率	27.28%	29.29%	29.12%	27.80%
净负债比率	17.87%	17.24%	16.14%	15.80%
流动比率	2.87	2.82	2.90	3.12
速动比率	2.14	2.06	2.15	2.34
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.49	0.52	0.50
应收账款周转率	2.05	2.25	2.22	2.18
应付账款周转率	3.57	2.98	2.92	2.99
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.64	1.44	1.92	2.15
每股经营现金流 (最)	0.05	0.55	0.95	1.76
每股净资产 (最新摊)	8.78	10.23	12.15	14.30
估值比率				
P/E	47.13	20.95	15.73	14.09
P/B	3.45	2.96	2.49	2.12
EV/EBITDA	12.94	16.23	12.58	10.20

资料来源: Wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn