



中信证券研究部



刘海博  
首席机械分析师  
S1010512080011



李睿  
机械分析师  
S1010519040003



联系人：李越

核心观点

近期非常规油气电压裂行业电动化升级加速，海内外巨头纷纷入局，北美前五大油服厂商均推出电驱/涡轮车队方案或规划，中国石油则首次带量集中采购招标电驱压裂撬。公司前瞻性研制大功率电驱压裂泵，电驱与涡轮综合解决方案已具备全球竞争力，料将充分受益于北美和国内的压裂设备电动化升级浪潮。维持“买入”评级。

**北美：初创型厂商开启电驱转型序幕，近期头部厂商纷纷入局。**（1）**先驱企业布局多年，周期淬炼验证电驱卓越性能：**北美以 US Well Services 和 Evolution Well Services 为代表的初创型公司较早布局电驱车队，US Well Services 早在 2014 年即推出其首代电驱车队 Clean Fleet。在 2020 年油价暴跌背景下，北美现有电驱压裂车队展现出强大的运营能力与效率，占总活跃压裂车队比例一度提升至 30%。（2）**降本增效需求与 ESG 理念推动下，头部厂商纷纷布局新型压裂：**自 2020 年 11 月，北美第一大油服公司哈里伯顿在 Permian 盆地已完成电驱作业 340 段；整合斯伦贝谢北美压裂业务后，第二大油服公司 Liberty Oilfield Services 预计于今年推出 digiFrac 电驱车队；全球完井设备龙头 NOV 则于 2020 年 10 月推出其电驱压裂车队 Ideal eFrac，目前该车队正为北美第三大油服商 NexTier Oilfield Solutions 进行测试；北美第四、第五大油服厂商 ProPetro 和 BJ Services 分别拥有其电驱和涡轮压裂车队。（3）**不同技术方案发展：**BJ Services 重点发展涡轮压裂；大部分现存电驱车队利用廉价井口气发电，但配套昂贵的燃气涡轮发动机使得初始资本开支较传统柴驱设备更高；哈里伯顿为了规避过高的资本支出，在北美首次采用电网供电的电驱压裂作业形式。未来在北美何种技术方案成为主流，值得关注。

**国内：（1）中国石油首次对外招标采购电驱压裂撬。**根据中国石油招标投标网，中国石油于 2020 年 12 月进行 5000 型电驱压裂撬带量集中采购招标。目前在标段包 1 中，杰瑞评标结果排名第一。（2）**电网供电将成为国内电驱压裂发展方向：**根据《国内电驱压裂经济性和制约因素分析》（董征，展恩强，刘颖等），电驱压裂设备在国内已得到一定应用，购置支出/运行费用较传统柴油设备降低约 30%/20%。西南油气田规划“十四五”期间从国家电网多个变电站输出 6 回 110 千伏专线和 64 回 35 千伏专线，将可满足 73 套全电动压裂机组和 140 套钻机同时作业的需求。新疆油田和长庆油田也规划进行变电站建设、线路改造和增容工作。随着电网建设逐步到位，未来新型电驱压裂设备大规模使用带来的降本增效作用值得期待。

**公司：前瞻性布局电驱，将充分享受电动化升级红利。**（1）**公司新型压裂解决方案具有全球竞争力：**杰瑞较早开始研发电驱压裂技术，掌握大功率柱塞泵制造核心技术，研制出全球最大功率 7000HHP 的电驱压裂泵。公司电驱设备自制率较传统柴油设备有所提升，因此毛利率更高；涡轮压裂方面，公司为北美知名油服公司 BJ Services 提供首套涡轮直驱压裂设备并顺利通过 1000 小时井场测试，产品竞争力得到充分彰显。（2）**国内外新型压裂升级空间巨大。**国内：根据草根调研，压裂设备存量替换空间达到约 250 万 HHP，同时对标北美页岩油气快速上产时期，新增需求广阔；美国：根据 IHS Markit 数据，存量压裂设备约 2400 万 HHP，约 1/3 存量设备需进行替换，市场空间达 80 亿美金。尽管存在美国本土设备企业竞争，但公司凭借具有性价比的系统解决方案和完善及时的售后服务，如能在北美电动化升级浪潮中取得一定份额，足以再造一个杰瑞。

**风险因素：**油价长期低迷的风险；国内油公司上游勘探开发低于预期的风险；核心零部件供应受制于欧美的风险。

**投资建议：**公司拥有核心技术，在周期淬炼下已具备全球化竞争力。我们继续看好公司在新技术革命替代、品类及市场扩张上的巨大机遇。我们看好公司长期发展前景，维持 2020/21/22 年归母净利润预测 17.9/22.0/28.5 亿元，现价对应 PE 为 24/19.5/15 倍。维持公司“买入”评级。

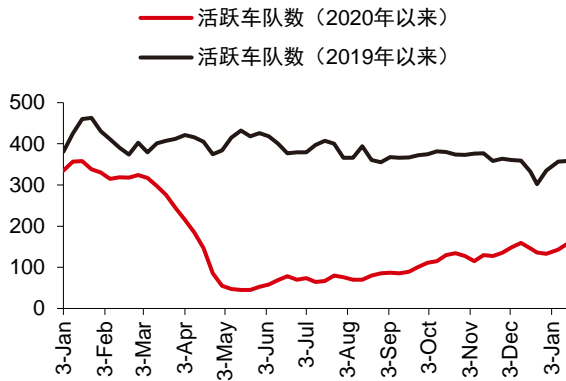
杰瑞股份	002353
评级	买入（维持）
当前价	44.75 元
总股本	958 百万股
流通股本	603 百万股
52 周最高/最低价	45.08/20.68 元
近 1 月绝对涨幅	23.35%
近 6 月绝对涨幅	0.39%
近 12 月绝对涨幅	19.33%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4596.8	6925.4	8442.1	9547.9	11462.4
增长率 YoY%	44.2	50.7	21.9	13.1	20.1
净利润(百万元)	615.2	1360.7	1789.7	2203.2	2847.9
增长率 YoY%	740.8	121.2	31.5	23.1	29.3
每股收益 EPS(基本)(元)	0.64	1.42	1.87	2.30	2.97
毛利率%	31.7	37.4	38.7	39.2	41.0
PE	69.7	31.5	24.0	19.5	15.1
PB	5.1	4.4	3.8	3.2	2.8

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

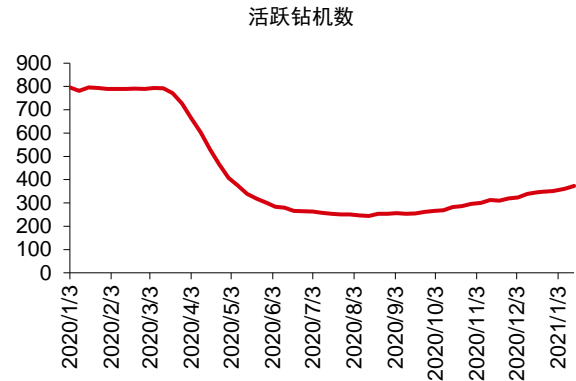
注: 股价为 2021 年 1 月 18 日收盘价

图 1: 北美活跃压裂车队数回升 (单位: 支数)



资料来源: Primary Vision, 中信证券研究部

图 2: 北美活跃钻机数回升 (单位: 个数)



资料来源: Baker Hughes, 中信证券研究部

表 1: 海内外新型压裂进展情况

公司	行业地位	新技术	具体情况
中国石油	国内最大的油气勘探开发企业	电驱压裂	2020年12月, 中国石油首次进行5000型电驱压裂撬带量集中采购招标。
US Well Services	北美电驱先行者	电驱压裂	US Well Services 于2012年成立, 于2014、2015年分别部署一支电驱压裂车队, 均为 Clean Fleet 首代技术。2019年, 公司部署了3支第二代电驱压裂车队, 当年压裂总段数接近5000段。截止20H1, 电驱压裂作业累计达到14667段。
Evolution Well Services	北美首个100%纯电驱车队	电驱压裂	EWS 于2020年10月达到电驱压裂20000段作业的里程碑。
哈里伯顿	北美第一大油服公司	电驱压裂	自2020年11月, 北美第一大油服公司哈里伯顿在 Permian 盆地已完成电驱作业340段。哈里伯顿为了规避过高的资本支出, 在北美首次采用电网供电的电驱压裂作业形式。
Liberty Oilfield Services	北美第二大油服公司	电驱压裂	整合斯伦贝谢北美压裂业务后, Liberty Oilfield Services 升为北美第二大油服公司。预计于今年推出digiFrac电驱车队。
NexTier Oilfield Services	北美第三大油服公司	电驱压裂	2020年10月, NOV 推出其电驱压裂车队 Ideal eFrac, 目前该车队正为北美第三大油服商 NexTier Oilfield Solutions 进行测试。
NOV	全球完井设备龙头	电驱压裂	2020年10月, NOV 推出其电驱压裂车队 Ideal eFrac, 目前该车队正为北美第三大油服商 NexTier Oilfield Solutions 进行测试。
ProPetro	北美第四大油服公司	电驱压裂	ProPetro 拥有三支电驱车队, 为 Diamondback Energy 等在 Permian 盆地工作。
BJ Services	北美第五大油服公司	涡轮压裂	2019年采购杰瑞成套涡轮压裂设备, 发展 TITAN 涡轮压裂项目。
Weir Oil&Gas	设备商	电驱压裂	推出 SPM E-frac 5000HHP 电驱压裂泵。
AF Global	设备商	电驱压裂	推出 DuraStim 6000HHP 电驱压裂泵。

资料来源: 各公司官网, Spears & Associates, 中信证券研究部

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,597	6,925	8,442	9,548	11,462
营业成本	3,142	4,338	5,172	5,803	6,761
毛利率	31.7%	37.4%	38.7%	39.2%	41.0%
销售费用	346	391	371	411	458
销售费用率	7.5%	5.7%	4.4%	4.3%	4.0%
管理费用	244	287	304	347	390
管理费用率	5.3%	4.1%	3.6%	3.6%	3.4%
研发费用	144	273	325	386	436
研发费用率	3.1%	3.9%	3.9%	4.0%	3.8%
财务费用	-34	-4	95	-4	-19
财务费用率	-0.7%	-0.1%	1.1%	0.0%	-0.2%
投资收益	93	35	80	80	80
营业利润	762	1,660	2,160	2,662	3,403
营业利润率	16.6%	24.0%	25.6%	27.9%	29.7%
营业外收入	24	6	6	8	14
营业外支出	32	49	55	70	74
利润总额	754	1,618	2,111	2,600	3,342
所得税	118	225	285	352	451
所得税率	15.6%	13.9%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	637	1,452	1,826	2,248	2,891
净利率	13.9%	21.0%	21.6%	23.5%	25.2%
归母净利润	615	1,361	1,790	2,203	2,848
每股收益 (元)	0.64	1.42	1.87	2.30	2.97

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	637	1,452	1,826	2,248	2,891
折旧和摊销	284	308	396	490	559
营运资金变动	-830	-1,543	-958	-446	-1,163
其他	-46	17	131	-38	43
经营现金流	45	233	1,395	2,254	2,330
资本支出	-201	-512	-745	-835	-695
其他	358	101	-122	-126	-123
投资现金流	157	-412	-867	-961	-818
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-89	818	550	-100	-20
股利支出	-115	-115	-153	-358	-551
其他	4	-116	-95	4	19
融资现金流	-200	587	302	-454	-552
现金净增加额	2	408	830	839	961

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金&现金类资产	3,152	3,613	4,443	5,282	6,243
存货	2,258	4,165	4,916	5,066	5,902
应收账款&票据	3,147	4,168	4,270	4,923	5,854
其他-流动资产	422	1,039	1,146	1,372	1,550
流动资产	8,980	12,985	14,775	16,644	19,549
固定资产&在建工程	1,698	1,885	2,234	2,579	2,715
无形资产	354	353	353	353	353
商誉	90	90	90	90	90
其他-非流动资产	795	1,206	1,406	1,606	1,806
非流动资产	2,937	3,534	4,083	4,628	4,964
资产总计	11,917	16,519	18,858	21,272	24,513
短期借款	581	1,270	1,670	1,670	1,670
应付账款&票据	1,616	2,937	2,948	3,407	4,134
预收账款	607	834	978	1,172	1,372
其他-流动负债	330	1,147	1,118	1,087	1,079
流动负债	3,134	6,187	6,714	7,336	8,254
长期借款	0	133	283	183	163
其他-非流动负债	117	159	147	149	152
非流动负债	117	292	430	332	315
负债合计	3,251	6,479	7,144	7,668	8,569
股本	958	958	958	958	958
资本公积	3,700	3,720	3,720	3,720	3,720
留存收益	3,868	5,166	6,725	8,570	10,867
所有者权益合计	8,666	10,040	11,713	13,604	15,944
负债股东权益总计	11,917	16,519	18,858	21,272	24,513

#### 主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	44.2	50.7	21.9	13.1	20.1
营业利润增长率	983.5	117.9	30.2	23.2	27.8
归母净利润增长率	740.8	121.2	31.5	23.1	29.3
毛利率	31.7	37.4	38.7	39.2	41.0
营业利润率	16.6	24.0	25.6	27.9	29.7
净利率	13.9	21.0	21.6	23.5	25.2
净资产收益率	7.1	14.5	16.5	17.4	19.3
总资产收益率	5.3	8.4	9.6	10.5	11.8
资产负债率	27.3	39.2	37.9	36.0	35.0
所得税率	15.6	13.9	13.5	13.5	13.5
股利支付率	18.7	11.2	20.0	25.0	25.0

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalamal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。