

投资评级 优于大市 维持

业绩快速增长，海外市场进一步突破

股票数据

04月25日收盘价(元)	26.70
52周股价波动(元)	26.20-46.30
总股本/流通A股(百万股)	1027/690
总市值/流通市值(百万元)	27420/18419

相关研究

《Q2 单季度盈利能力环比修复上行；上半年新增订单同比+35.89%》2022.08.23

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.0	-13.7	-17.3
相对涨幅(%)	0.6	-11.3	-12.0

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- 事件。**杰瑞股份披露 2022 年年报，公司 2022 年实现营业收入 114.09 亿元，yoy+30.00%；归母净利润 22.45 亿元，yoy+41.54%；扣非归母净利润 21.26 亿元，yoy+43.78%。其中，2022Q4 单季度，公司实现营业收入 42.96 亿元，yoy+32.28%，归母净利润 7.50 亿元，同比+70.38%。
- 盈利能力：2022 年公司净利率稳步提升，费用率管控良好。**1) 盈利能力：2022 年公司毛利率、净利率分别为 33.23%、20.05%，yoy-1.63pct、+1.69pct；其中，22Q4 单季度毛利率为 31.54%，yoy-0.39pct、qoq-2.50pct；净利率为 17.92%，yoy+4.01pct，qoq-2.56pct。2) 费用与减值：2022 年公司期间费用率为 8.63%，同比大幅减少 4.34 pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.15%/3.67%/-2.4%/3.22%，同比变动-0.78/-0.53/-2.64/-0.39pct；Q4 单季度期间费用率为 11.72%，同比减少 2.65pct。其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.96%/3.22%/1.48%/3.06%，同比变动 -0.91/-0.56/-0.50/-0.69pct。
- 2022 年公司各项业务收入增长快速，重要子公司净利润表现优秀。**2022 年公司收入分拆与主要子公司情况如下，1) 收入分拆：油气装备制造及技术服务收入为 91.31 亿元，yoy+29.41%，毛利率为 33.11%，yoy-3.14pct；维修改造及配件销售业务实现营收 16.32 亿元，yoy+33.04%，毛利率 32.28%，yoy+4.49pct；环保业务收入 6.12 亿元，yoy+32.02%，毛利率 37.73%，yoy+6.04pct；其他业务收入为 0.34 亿元，yoy+13.47%。2) 子公司情况：石油装备技术公司实现收入 50.79 亿元 (yoy+20.07%)，净利润 12.93 亿元 (yoy+19.06%)；能源服务公司实现收入 17.16 亿元 (yoy+23.10%)，净利润 2.71 亿元 (yoy+171.00%)；石油天然气工程公司实现收入 22.45 亿元 (yoy+49.07%)，净利润 4.47 亿元 (yoy+46.56%)。
- 公司海外市场进一步突破，海外收入占比、品牌影响力提升。**根据公司 2022 年年报，2022 年公司持续推进海外市场战略，聚焦重点国家和地区，实现了海外市场的进一步突破；2022 年公司海外业务实现收入 40.59 亿元，同比增长 67.33%，海外收入占比提升至 35.58%。公司聚焦全球战略客户，在高端油气装备及配件销售、油气田技术服务、油气工程、环保等业务领域不断开拓，市场和品牌影响力进一步提升。

分析师:赵玥炜

Tel:(021)23219814

Email:zyw13208@haitong.com

证书:S0850520070002

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8776	11409	12511	14651	16804
(+/-)YoY(%)	5.8%	30.0%	9.7%	17.1%	14.7%
净利润(百万元)	1586	2245	2419	2958	3576
(+/-)YoY(%)	-6.2%	41.5%	7.7%	22.3%	20.9%
全面摊薄 EPS(元)	1.54	2.19	2.36	2.88	3.48
毛利率(%)	34.9%	33.2%	33.8%	34.6%	35.4%
净资产收益率(%)	12.7%	13.0%	12.3%	13.1%	13.6%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

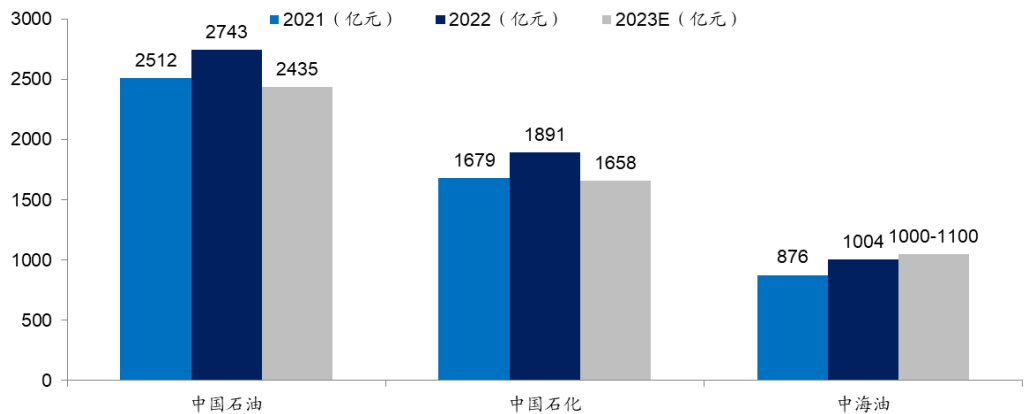
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测。**预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 24.19/29.58/35.76 亿元，EPS 分别为 2.36/2.88/3.48 元/股。我们选取四方达、海油工程、中海油服为可比公司，参考可比公司估值，我们给予公司 2023 年 16-19 倍 PE 估值，合理价值区间为 37.69-44.75 元/股（预计 2023 年公司 EPS 为 2.36 元），合理市值区间为 387-460 亿元，给予“优于大市”评级。参考 PB 估值，按照我们的合理价值区间，公司 2023 年 PB 为 1.97-2.33 倍（2023 年可比公司 PB 范围为 1.11-3.71 倍），估值具备合理性。
- **风险提示。**油价下行；石油公司资本支出不及预期；汇率不利变动；公司产能释放缓慢。

盈利预测关键假设如下:

1) 油气装备制造及技术服务: 公司油气装备制造与技术服务是油气行业的上游设备供应商, 主要与油气公司资本开支相关、油价及相关政策相关。我们认为, 在油气公司资本开支相对稳健、油价企稳以及政策支持情形下, 公司油气装备制造与技术服务收入有望维持稳健增长 (其中 2023 年由于油气公司资本开略有下行, 业务增速相比 22 年有所下滑), 毛利率企稳回升, 预计 2023/2024/2025 年收入增速为 8.50%/18.50%/15.50%, 毛利率为 35.00%/36.00%/37.00%。

① 油气公司资本开支: 2023 年, 中国石油、中国石化、中海油预计资本开支为 2435 亿元、1658 亿元、1000-1100 亿元, 分别同比 -11.2%、-12.3%、+4.6% (2023 年取中值 1050 亿元计算), 23 年整体资本开支相对稳健, 其中, 中石油、中石化略有下行。

图1 三大油资本开支情况


资料来源: 中石油 2022 年年报、中石化 2021-2022 年年报、中海油 2022 年报, 海通证券研究所

② 油价情况: 从油价看, 截至 2023 年 4 月 21 日, 4 月油价相比 3 月油价有所企稳, 我们预计随着油价企稳, 油气公司资本开支有望逐步企稳、上行。

图2 期货结算价 (连续): 布伦特原油价格


资料来源: WIND, 海通证券研究所

③ 政策情况: 根据中国政府网援引能源局网站的《国家能源局关于印发加快油气勘探开发与新能源融合发展行动方案 (2023-2025 年) 的通知》, 通知指出, 到 2025 年, 大力推动油气勘探开发与新能源融合发展, 积极扩大油气企业开发利用绿电规模, 主要发展目标是: 油气供给稳步增长、绿色发展效果显著、行业转型明显加快。

2) 维修改造及贸易配件: 我们认为, 公司维修改造及贸易配件业务与公司客户、设备存量有关, 预计随着公司市场设备存量逐年提升, 有望维持稳健增长及毛利率稳健, 我们预计维修改造及贸易配件 2023/2024/2025 年收入增速为 14.50%/12.50%/12.00%, 毛利率为 28.00%/27.50%/27.00%。

3) 环保服务: 根据公司 2022 年年报, 公司 2022 年环保设备销售 152 台, 同比增长 623.81%, 主要原因是公司子公司杰瑞环境科技推出深度清洁车、小型扫路机、机场除胶车、垃圾转运等系列环境清洁装备, 2022 年度销售量较多。我们认为, 随着公司新产品逐步放量, 环保服务业务能够维持稳健增长, 预计 2023/2024/2025 年收入增速为 14.00%/10.00%/10.00%, 毛利率为 32.50%/32.50%/32.50%。

4) 其他业务: 预计 2023/2024/2025 年收入增速为 10.00%/10.00%/10.00%, 毛利率为 30.00%/30.00%/30.00%。

表 1 公司分业务收入拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
分产品销售收入 (百万元)				
油气装备制造及技术服务	9130.72	9906.83	11739.59	13559.23
维修改造及贸易配件	1631.78	1868.39	2101.94	2354.17
环保服务	612.16	697.86	767.65	844.41
其他业务	34.35	37.79	41.57	45.72
合计主营业务收入	11409.01	12510.87	14650.75	16803.54
分产品销售增长率 (%)				
油气装备制造及技术服务	29.41	8.50	18.50	15.50
维修改造及贸易配件	33.04	14.50	12.50	12.00
环保服务	32.02	14.00	10.00	10.00
其他业务	13.47	10.00	10.00	10.00
主营业务收入同比增长率	30.00	10.00	17.00	15.00
分产品销售毛利率 (%)				
油气装备制造及技术服务	33.11	35.00	36.00	37.00
维修改造及贸易配件	32.28	28.00	27.50	27.00
环保服务	37.73	32.50	32.50	32.50
其他业务	29.72	30.00	30.00	30.00
合计主营业务毛利率	33.23	33.80	34.58	35.35
分产品销售毛利				
油气装备制造及技术服务	3023.49	3467.39	4226.25	5016.91
维修改造及贸易配件	526.77	523.15	578.03	635.63
环保服务	230.94	226.81	249.49	274.43
其他业务	10.21	11.34	12.47	13.72
合计主营业务毛利	3791.41	4228.68	5066.24	5940.69
分产品销售成本				
油气装备制造及技术服务	6107.23	6439.44	7513.34	8542.31
维修改造及贸易配件	1105.01	1345.24	1523.91	1718.55
环保服务	381.22	471.06	362.67	423.43
其他业务	24.14	26.45	21.88	24.07
合计主营业务成本	7617.60	8282.19	9584.50	10862.85

资料来源: 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

我们选取四方达、海油工程、中海油服为可比公司, 参考可比公司估值, 我们给予公司 2023 年 16-19 倍 PE 估值, 合理价值区间为 37.69-44.75 元/股 (预计 2023 年公司 EPS 为 2.36 元), 合理市值区间为 387-460 亿元, 给予“优于大市”评级。参考 PB 估值, 按照我们的合理价值区间, 公司 2023 年 PB 为 1.97-2.33 倍 (2023 年可比公司 PB 范围为 1.11-3.71 倍), 估值具备合理性。

表 2 可比公司估值 (2023/4/25)

公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	预估归母净利润 (亿元)		PE (倍)		PB (倍)	
			2023 年	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年
四方达	9.5	46.16	2.26	3.10	20.47	14.89	3.71	3.08
海油工程	6.31	278.99	16.89	21.11	16.52	13.21	1.11	1.03
中海油服	16.15	770.61	34.56	42.23	22.30	18.25	1.82	1.69
平均值					19.76	15.45	2.21	1.93

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 可比公司 2023、2024 年归母净利润来自 wind 一致预测。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	11409	12511	14651	16804
每股收益	2.19	2.36	2.88	3.48	营业成本	7618	8282	9585	10863
每股净资产	16.81	19.17	22.05	25.53	毛利率%	33.2%	33.8%	34.6%	35.4%
每股经营现金流	0.98	1.04	3.15	1.87	营业税金及附加	56	63	73	84
每股股利	0.33	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	473	500	542	588
P/E	12.21	11.34	9.27	7.67	营业费用率%	4.1%	4.0%	3.7%	3.5%
P/B	1.59	1.39	1.21	1.05	管理费用	419	438	483	504
P/S	2.40	2.19	1.87	1.63	管理费用率%	3.7%	3.5%	3.3%	3.0%
EV/EBITDA	9.93	7.48	5.46	4.29	EBIT	2146	3010	3747	4546
股息率%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-274	11	15	-39
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-2.4%	0.1%	0.1%	-0.2%
毛利率	33.2%	33.8%	34.6%	35.4%	资产减值损失	-45	-52	-66	-67
净利润率	19.7%	19.3%	20.2%	21.3%	投资收益	134	50	51	50
净资产收益率	13.0%	12.3%	13.1%	13.6%	营业利润	2577	2783	3411	4131
资产回报率	7.7%	7.8%	7.6%	8.5%	营业外收支	36	35	35	35
投资回报率	9.2%	11.0%	11.7%	12.1%	利润总额	2613	2818	3446	4166
盈利增长 (%)					EBITDA	2718	3370	4131	4951
营业收入增长率	30.0%	9.7%	17.1%	14.7%	所得税	325	352	431	521
EBIT 增长率	20.4%	40.3%	24.5%	21.3%	有效所得税率%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润增长率	41.5%	7.7%	22.3%	20.9%	少数股东损益	43	47	57	69
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2245	2419	2958	3576
资产负债率	38.0%	33.7%	39.1%	35.2%					
流动比率	2.17	2.49	2.20	2.49	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.37	1.61	1.50	1.74	货币资金	4034	5564	9323	11815
现金比率	0.40	0.59	0.66	0.86	应收账款及应收票据	7423	7414	9418	9814
经营效率指标					存货	4970	5101	6496	6648
应收账款周转天数	158.60	160.00	160.00	160.00	其它流动资产	5417	5463	5874	6063
存货周转天数	215.52	220.00	220.00	220.00	流动资产合计	21843	23543	31111	34341
总资产周转率	0.47	0.42	0.42	0.42	长期股权投资	227	227	227	227
固定资产周转率	5.62	5.34	5.68	6.08	固定资产	2209	2475	2684	2845
					在建工程	1231	1065	932	825
					无形资产	813	933	1053	1173
					非流动资产合计	7383	7522	7639	7734
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	29226	31065	38749	42075
净利润	2245	2419	2958	3576	短期借款	1683	2683	3783	4983
少数股东损益	43	47	57	69	应付票据及应付账款	5398	3574	6809	4959
非现金支出	971	519	602	690	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-46	37	81	132	其它流动负债	3004	3201	3535	3865
营运资金变动	-2205	-1955	-460	-2543	流动负债合计	10085	9458	14127	13807
经营活动现金流	1008	1067	3240	1925	长期借款	552	552	552	552
资产	-1527	-465	-465	-465	其它长期负债	467	467	467	467
投资	-271	0	0	0	非流动负债合计	1019	1019	1019	1019
其他	-2101	50	51	50	负债总计	11104	10477	15146	14826
投资活动现金流	-3898	-415	-414	-415	实收资本	1027	1027	1027	1027
债权募资	958	1000	1100	1200	归属于母公司所有者权益	17266	19685	22643	26220
股权募资	3052	0	0	0	少数股东权益	855	902	960	1029
其他	-619	-122	-168	-218	负债和所有者权益合计	29226	31065	38749	42075
融资活动现金流	3391	878	932	982					
现金净流量	571	1530	3758	2493					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 25 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵玥炜 机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 巨一科技,银都股份,欧科亿,杭氧股份,埃斯顿,先导智能,杰瑞股份,海目星

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。