

审慎推荐-A (维持)

通源石油 300164.SZ

当前股价: 8.73 元
2017年04月03日

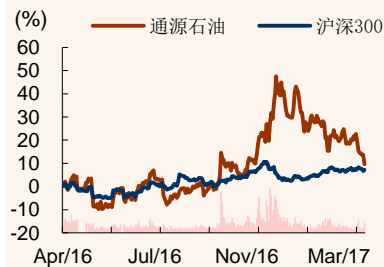
业绩扭亏为盈, 完善北美及国内产业链布局

基础数据

| | |
|------------|-------|
| 上证综指 | 3223 |
| 总股本(万股) | 44043 |
| 已上市流通股(万股) | 30718 |
| 总市值(亿元) | 38 |
| 流通市值(亿元) | 27 |
| 每股净资产(MRQ) | 3.4 |
| ROE(TTM) | 1.5 |
| 资产负债率 | 21.8% |
| 主要股东 | 张国校 |
| 主要股东持股比例 | 26.1% |

股价表现

| | | | |
|------|-----|----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -10 | 8 | 6 |
| 相对表现 | -10 | 2 | -2 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

通源石油公布 2016 年年报, 报告期内营业收入 39986 万元, 同比下降 37.09%, 归母净利润 2197 万元, 同比上升 147.31%。公司预告 2017 年一季度亏损 1000-1500 万元, 去年同期亏损 1695 万元。公司业绩符合预期。

- **公司降本增效, 实现扭亏为盈。**公司 2016 年营业收入与 4.00 亿元, 其中射孔业务收入 2.05 亿元, 同比下降 47.53%, 毛利率 55.17%, 同比下降 8.17pct, 压裂完井收入 1.15 亿元, 同比增长 59.47%, 毛利率 48.79%, 同比下降 7.53pct。收购的大庆永晨 2016 年净利润 5272 万元, 比承诺利润高 22.98%。公司通过控制成本、调整撤出不盈利项目等措施, 成功扭亏为盈。
- **通过并购完善国内油服产业链一体化布局。**公司 2016 年收购大庆永晨剩余 55% 股权, 并参股一龙恒业 18.07% 股权及胜源宏 16.5% 股权, 公司在增产、钻井、压裂等业务的一体化油服产业链布局日益完善。永晨和一龙恒业 2017 年承诺利润分别为 4437 万和 5500 万元。永晨在手订单充裕, 国内三大油公司均上调 2017 年勘探开发资本开支, 公司 2017 年国内业务业绩值得期待。
- **收购北美射孔公司, 推动射孔业务全球布局。**公司 2015 年完成对安德森 (APS) 收购, 2016 年 12 月通过并购基金完成对 Cutters 收购, 此外公司拟收购 RWS 90% 股权。公司通过收购拓展射孔业务全球化布局, 并实现中美两地技术及市场联动。近期美国活跃钻井平台数持续增长, 创 2015 年 9 月新高, 公司北美业务有望充分受益北美勘探开发景气度回升。
- **发布股权激励计划, 未来成长可期。**公司 3 月公告, 拟向 116 名公司高管授予 1100 万股限制性股票 (约占总股本 2.50%), 其中首次授予 900 万股 (授予价格 4.91 元/股), 解禁条件为 2017-2019 年净利润增长率比 2016 年基数分别不低于 100%、150%、200%。
- **维持“审慎推荐-A”评级。**公司通过国内及北美两地布局, 油服产业链一体化布局基本成型, 有望充分受益全球油气复苏。我们预测公司 2017-2019 年营业收入为 6.04、8.49、9.86 亿元, 2017-2019 年 EPS 为 0.19、0.25、0.35 元。
- **风险提示:** 原油价格下行; 外延收购不达预期

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

刘旭

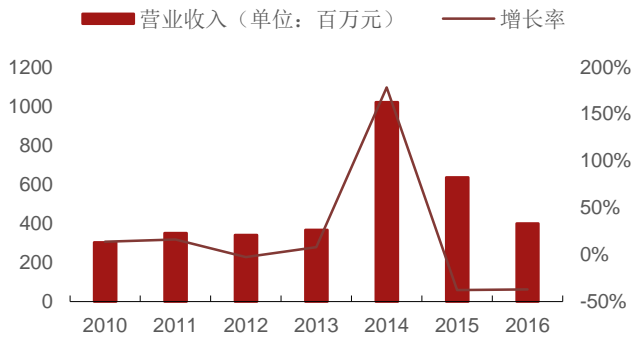
liuxu2@cmschina.com.cn
S1090516090004

财务数据与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 636 | 400 | 604 | 849 | 986 |
| 同比增长 | 61% | -37% | 51% | 41% | 16% |
| 营业利润(百万元) | -51 | -6 | 105 | 148 | 211 |
| 同比增长 | -249% | -89% | -1897% | 42% | 42% |
| 净利润(百万元) | -46 | 22 | 86 | 111 | 153 |
| 同比增长 | -490% | -147% | 291% | 29% | 38% |
| 每股收益(元) | -0.11 | 0.05 | 0.19 | 0.25 | 0.35 |
| PE | -76.2 | 175.0 | 44.8 | 34.7 | 25.1 |
| PB | 2.7 | 2.6 | 2.4 | 2.3 | 2.2 |

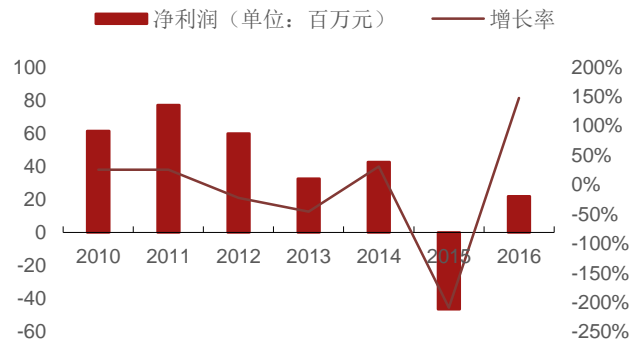
资料来源: 公司数据、招商证券

图1: 通源石油收入增长情况



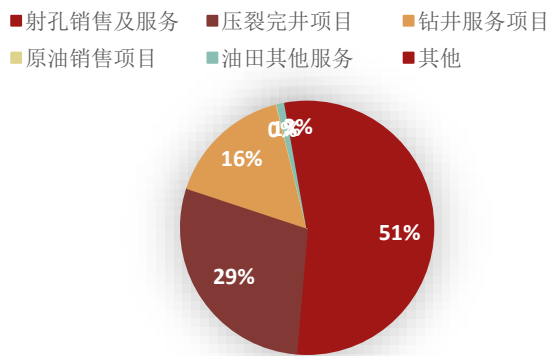
资料来源: 公司定期公告、招商证券

图2: 通源石油净利润增长情况



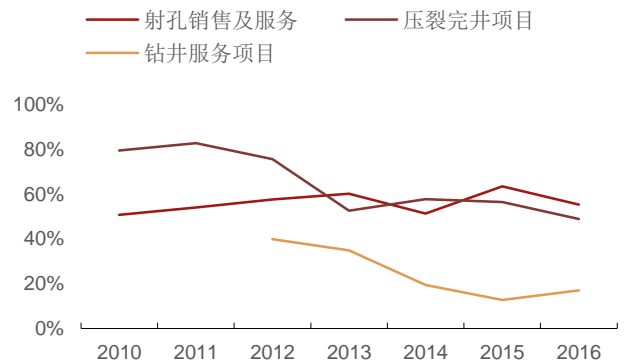
资料来源: 公司定期公告、招商证券

图3: 通源石油收入结构



资料来源: 公司定期公告、招商证券

图4: 通源石油产品毛利率



资料来源: 公司定期公告、招商证券

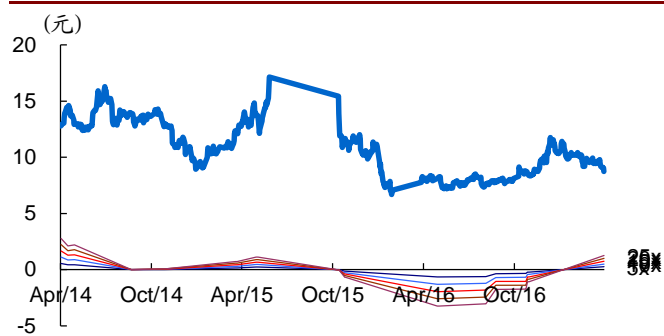
表1: 通源石油季度业绩回顾

| (百万元) | 15Q1 | 15Q2 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 | 16Q2 | 16Q3 | 16Q4 |
|-------------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 营业收入 | 135 | 129 | 154 | 218 | 65 | 53 | 135 | 146 |
| 营业毛利 | 87 | 57 | 80 | 86 | 27 | 27 | 63 | 66 |
| 营业费用 | 78 | 58 | 56 | 67 | 39 | 30 | 32 | 54 |
| 管理费用 | 16 | 17 | 15 | 19 | 15 | 12 | 15 | 5 |
| 财务费用 | 1 | 2 | -4 | -2 | 3 | -6 | -2 | -10 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0 | 4 |
| 营业利润 | -9 | -22 | 10 | -30 | -29 | -3 | 16 | 10 |
| 归属母公司净利润 | -11 | -17 | 9 | -28 | -17 | 5 | 20 | 13 |
| EPS (元) | -0.02 | -0.04 | 0.02 | -0.06 | -0.04 | 0.01 | 0.05 | 0.03 |
| 主要比率 | | | | | | | | |
| 毛利率 | 64.1% | 44.3% | 52.1% | 39.6% | 40.9% | 51.3% | 46.5% | 45.0% |
| 营业费用率 | 57.9% | 44.8% | 36.7% | 30.6% | 60.0% | 56.8% | 23.8% | 36.6% |
| 管理费用率 | 12.2% | 13.3% | 9.6% | 8.7% | 23.5% | 21.9% | 11.3% | 3.4% |
| 营业利润率 | -6.6% | -17.1% | 6.5% | -13.8% | -44.2% | -6.4% | 11.9% | 7.2% |
| 有效税率 | -1.8% | 21.0% | 12.8% | 30.8% | 22.7% | -9.5% | 3.7% | 7.2% |
| 净利率 | -7.9% | -13.1% | 5.9% | -12.8% | -25.9% | 9.8% | 15.2% | 9.0% |
| YoY | | | | | | | | |
| 收入 | 734.9% | 76.5% | -2.5% | 47.9% | -51.6% | -58.5% | -12.5% | -32.8% |
| 归属母公司净利润 | -37.7% | -1099% | -54.3% | -464.2% | 58.7% | -131.1% | 126.6% | -147.5% |

资料来源: 公司数据、招商证券

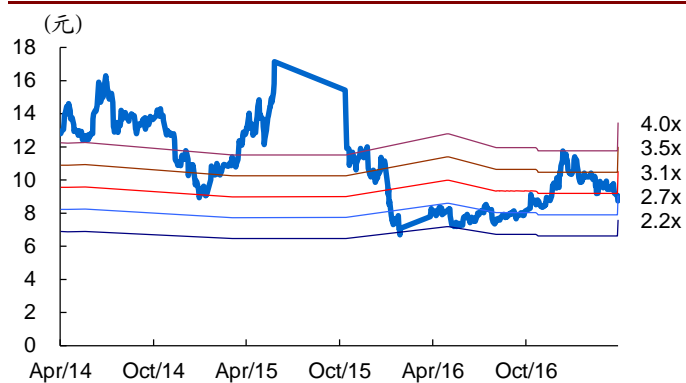
敬请阅读末页的重要说明

图 5: 通源石油历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 通源石油历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 1093 | 884 | 906 | 1142 | 1337 |
| 现金 | 423 | 177 | 207 | 242 | 299 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 19 | 33 | 50 | 71 | 83 |
| 应收款项 | 419 | 397 | 357 | 419 | 487 |
| 其它应收款 | 3 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 存货 | 169 | 177 | 142 | 197 | 223 |
| 其他 | 60 | 99 | 148 | 212 | 245 |
| 非流动资产 | 931 | 1216 | 1338 | 1327 | 1317 |
| 长期股权投资 | 0 | 128 | 250 | 250 | 250 |
| 固定资产 | 421 | 313 | 315 | 306 | 299 |
| 无形资产 | 15 | 14 | 11 | 9 | 6 |
| 其他 | 496 | 762 | 762 | 762 | 761 |
| 资产总计 | 2024 | 2100 | 2243 | 2469 | 2654 |
| 流动负债 | 383 | 203 | 260 | 388 | 437 |
| 短期借款 | 162 | 40 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 173 | 142 | 206 | 322 | 364 |
| 预收账款 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 47 | 21 | 54 | 66 | 73 |
| 长期负债 | 38 | 256 | 256 | 256 | 256 |
| 长期借款 | 0 | 208 | 208 | 208 | 208 |
| 其他 | 38 | 48 | 48 | 48 | 48 |
| 负债合计 | 422 | 459 | 516 | 644 | 693 |
| 股本 | 405 | 440 | 440 | 440 | 440 |
| 资本公积金 | 670 | 800 | 800 | 800 | 800 |
| 留存收益 | 231 | 253 | 334 | 420 | 539 |
| 少数股东权益 | 297 | 148 | 153 | 165 | 182 |
| 归属于母公司所有者权益 | 1306 | 1493 | 1575 | 1660 | 1779 |
| 负债及权益合计 | 2024 | 2100 | 2243 | 2469 | 2654 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|------------|--------------|-----------|-----------|-----------|
| 经营活动现金流 | 198 | (15) | 238 | 90 | 119 |
| 净利润 | (46) | 22 | 86 | 111 | 153 |
| 折旧摊销 | 85 | 61 | 51 | 51 | 50 |
| 财务费用 | 7 | (14) | 12 | 11 | 10 |
| 投资收益 | 0 | (8) | (21) | (21) | (21) |
| 营运资金变动 | 162 | (52) | 106 | (75) | (91) |
| 其它 | (10) | (24) | 4 | 13 | 18 |
| 投资活动现金流 | 157 | (275) | (172) | (40) | (40) |
| 资本支出 | (30) | (28) | (50) | (40) | (40) |
| 其他投资 | 188 | (247) | (122) | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (231) | 112 | (36) | (15) | (23) |
| 借款变动 | (348) | (34) | (40) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 25 | 35 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 128 | 130 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (38) | (41) | (4) | (26) | (33) |
| 其他 | 2 | 22 | 9 | 10 | 11 |
| 现金净增加额 | 124 | (178) | 30 | 35 | 57 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 636 | 400 | 604 | 849 | 986 |
| 营业成本 | 325 | 217 | 315 | 493 | 558 |
| 营业税金及附加 | 6 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 营业费用 | 259 | 155 | 127 | 136 | 138 |
| 管理费用 | 67 | 47 | 60 | 81 | 89 |
| 财务费用 | (3) | (15) | 12 | 11 | 10 |
| 资产减值损失 | 32 | 9 | 4 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 8 | 21 | 21 | 21 |
| 营业利润 | (51) | (6) | 105 | 148 | 211 |
| 营业外收入 | 6 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 营业外支出 | 6 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | (52) | 4 | 114 | 157 | 220 |
| 所得税 | (13) | (5) | 23 | 34 | 50 |
| 净利润 | (39) | 9 | 90 | 123 | 170 |
| 少数股东损益 | 8 | (13) | 5 | 12 | 17 |
| 归属于母公司净利润 | (46) | 22 | 86 | 111 | 153 |
| EPS (元) | (0.11) | 0.05 | 0.19 | 0.25 | 0.35 |

主要财务比率

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 61% | -37% | 51% | 41% | 16% |
| 营业利润 | -249% | -89% | -1897% | 42% | 42% |
| 净利润 | -490% | -147% | 291% | 29% | 38% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 48.8% | 45.7% | 47.7% | 42.0% | 43.5% |
| 净利率 | -7.3% | 5.5% | 14.2% | 13.1% | 15.5% |
| ROE | -3.6% | 1.5% | 5.5% | 6.7% | 8.6% |
| ROIC | -2.3% | 0.3% | 4.5% | 5.9% | 7.6% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 20.8% | 21.8% | 23.0% | 26.1% | 26.1% |
| 净负债比率 | 8.0% | 11.8% | 9.3% | 8.4% | 7.8% |
| 流动比率 | 2.9 | 4.4 | 3.5 | 2.9 | 3.1 |
| 速动比率 | 2.4 | 3.5 | 2.9 | 2.4 | 2.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 |
| 存货周转率 | 2.0 | 1.3 | 2.0 | 2.9 | 2.7 |
| 应收帐款周转率 | 1.4 | 1.0 | 1.6 | 2.2 | 2.2 |
| 应付帐款周转率 | 1.7 | 1.4 | 1.8 | 1.9 | 1.6 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | -0.11 | 0.05 | 0.19 | 0.25 | 0.35 |
| 每股经营现金 | 0.49 | -0.03 | 0.54 | 0.21 | 0.27 |
| 每股净资产 | 3.22 | 3.39 | 3.58 | 3.77 | 4.04 |
| 每股股利 | 0.10 | 0.01 | 0.06 | 0.08 | 0.10 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | -76.2 | 175.0 | 44.8 | 34.7 | 25.1 |
| PB | 2.7 | 2.6 | 2.4 | 2.3 | 2.2 |
| EV/EBITDA | 34.6 | 25.4 | 5.3 | 4.3 | 3.3 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，深圳市地方级领军人才，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。

刘旭，毕业于清华大学会计系，曾从事跨境私募股权投资工作，2016 年 1 月加入招商证券任机械行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。