

强烈推荐-A (上调)

通源石油 300164.SZ

目标估值: 9.75 元

当前股价: 6.98 元

2017 年 06 月 21 日

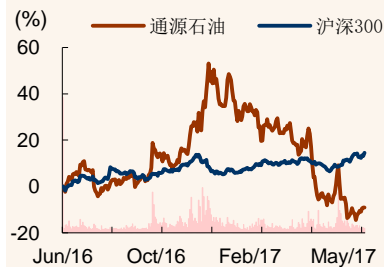
中美两地油气上游景气回暖, 推动订单大幅增长

基础数据

上证综指	3156
总股本(万股)	44926
已上市流通股(万股)	31213
总市值(亿元)	31
流通市值(亿元)	22
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	1.7
资产负债率	21.3%
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	-14	-40	-10
相对表现	-19	-47	-24



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《通源石油(300164)一业绩扭亏为盈, 完善北美及国内产业链布局》2017-04-03
- 2、《通源石油(300164)一最坏时刻已经过去, 并购、定增打开新空间》2016-09-13

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

刘旭

liuxu2@cmschina.com.cn
S1090516090004

近期, 我们与公司管理层进行了深入交流。如我们预期, 公司在中美两地布局, 充分受益美国页岩气开发热潮及中国上游勘探开发温和复苏, 订单大幅增长, 同时公司通过技术进步不断拓展客户, 业绩值得期待

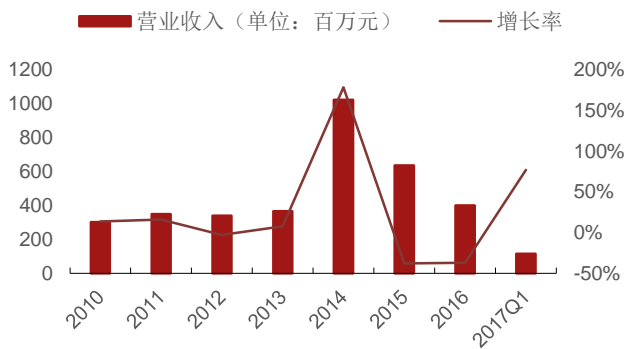
- 公司 2017 年一季度营收大幅增长, 固定成本过高导致亏损。公司 2017 年一季度营业收入 1.15 亿元, 同比增长 76.71%, 达到公司去年半年收入 1.19 亿元的 97.16%, 但受油田一季度作业量较小, 加之订单增长, 公司相应支出增加影响, 一季度亏损 1373 万元, 但同比收窄 19.03%。
- 美国上游勘探开发活跃度持续提升, 公司业务有望量价齐升。截至 6 月 16 日, 美国活跃钻井平台数每周增长 10.22 台的速度连续增长 22 周至 747 台, 刷新 2015 年 4 月以来新高。受益美国上游景气回暖, APS 从去年 8 月份工作量显著增加, 今年一季度营收增长 60.79%, 二季度维持增长态势, 并有望向客户提高服务单价, 今年大概率扭亏为盈。Cutters 已于 2016 年 12 月 31 日完成交割进入并购基金, 业绩弹性及与 APS 协同效应有望逐步显现。
- 国内油气行业温和复苏, 公司通过技术进步不断开拓新市场。公司通过收购永晨并参股一龙恒业, 不断完善油服一体化服务布局。2017 年中石油、中石化、中海油上游勘探开发计划资本开支较 2016 年分别增加 10.25%、56.89%、20%-40%。公司国内业务触底反弹, 射孔业务订单翻倍, 拓展了山西煤层气等新客户, 并在储层改造、老井增产技术应用取得重要突破。子公司方面, 永晨钻完井一体化业务持续获得新客户, 部分延期订单重新开始作业, 一龙恒业凭借技术实力与服务口碑, 在获得壳牌合同外, 中标雪佛龙、EOG 中国区订单, 并在阿尔及利亚、哈萨克斯坦、墨西哥等海外市场获得钻井、修井及压裂合同。
- 给予“强烈推荐-A”投资评级。我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 6.69 亿、8.22 亿、9.03 亿元, 每股收益分别为 0.24、0.39、0.47。我们认为公司战略规划明确, 射孔业务全球布局及油服一体化能力建设成效逐步显现, 未来业绩弹性巨大, 给予 2018 年 25 倍动态市盈率估值, 目标价 9.75 元。
- 风险提示: 国际原油价格下行, 业务整合低于预期, 油服业务合同意外取消

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	669	822	903
同比增长	61%	-37%	67%	23%	10%
营业利润(百万元)	-51	-6	130	237	293
同比增长	-249%	-89%	-	82%	23%
净利润(百万元)	-46	22	104	171	208
同比增长	-490%	-	374%	64%	22%
每股收益(元)	-0.11	0.05	0.24	0.39	0.47
PE	-60.9	139.9	29.5	18.0	14.8
PB	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6

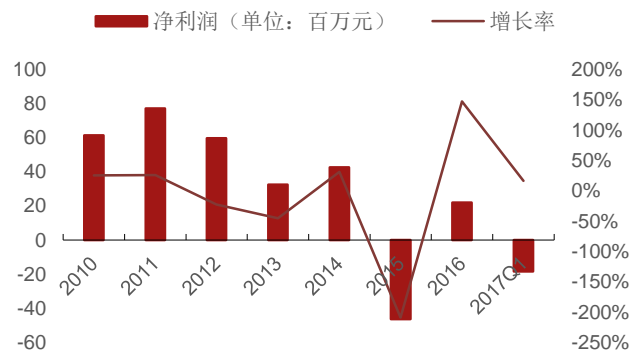
资料来源: 公司数据、招商证券

图1: 通源石油收入增长情况



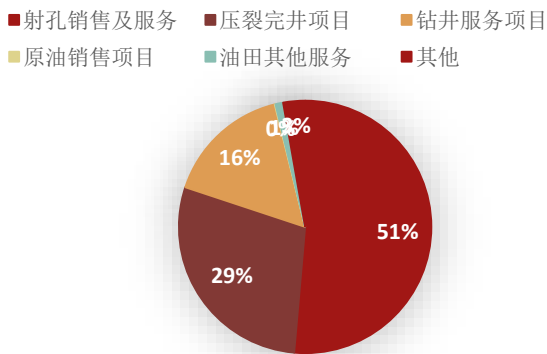
资料来源: 公司定期公告、招商证券

图2: 通源石油净利润增长情况



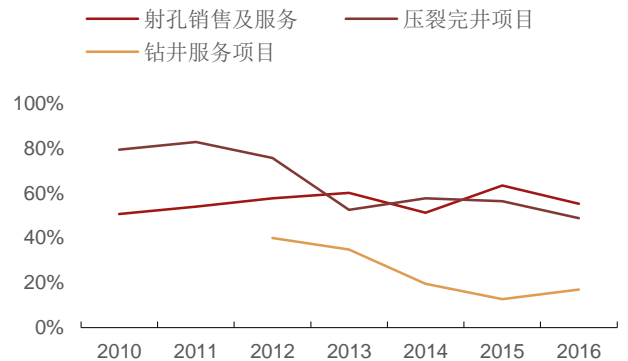
资料来源: 公司定期公告、招商证券

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



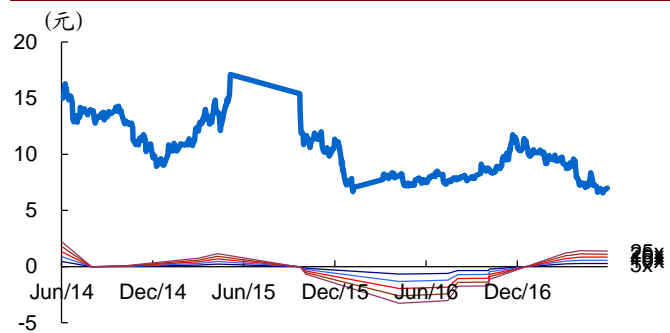
资料来源: 公司定期公告、招商证券

表1: 通源石油各季度业绩回顾

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	135	129	154	218	65	53	135	146	115
营业毛利	87	57	80	86	27	27	63	66	43
营业费用	78	58	56	67	39	30	32	54	53
管理费用	16	17	15	19	15	12	15	5	14
财务费用	1	2	-4	-2	3	-6	-2	-10	2
投资收益	0	0	0	0	0	4	0	4	0
营业利润	-9	-22	10	-30	-29	-3	16	10	-24
归属母公司净利润	-11	-17	9	-28	-17	5	20	13	-14
EPS (元)	-0.02	-0.04	0.02	-0.06	-0.04	0.01	0.05	0.03	-0.04
主要比率									
毛利率	64.1%	44.3%	52.1%	39.6%	40.9%	51.3%	46.5%	45.0%	38.0%
营业费用率	57.9%	44.8%	36.7%	30.6%	60.0%	56.8%	23.8%	36.6%	46.3%
管理费用率	12.2%	13.3%	9.6%	8.7%	23.5%	21.9%	11.3%	3.4%	12.1%
营业利润率	-6.6%	-17.1%	6.5%	-13.8%	-44.2%	-6.4%	11.9%	7.2%	-21.2%
有效税率	-1.8%	21.0%	12.8%	30.8%	22.7%	-9.5%	3.7%	7.2%	20.9%
净利率	-7.9%	-13.1%	5.9%	-12.8%	-25.9%	9.8%	15.2%	9.0%	-11.9%
YoY									
收入	734.9%	76.5%	-2.5%	47.9%	-51.6%	-58.5%	-12.5%	-32.8%	76.7%
归属母公司净利润	-37.7%	-1099%	-54.3%	-464%	58.7%	-131%	126.6%	-147%	-19.0%

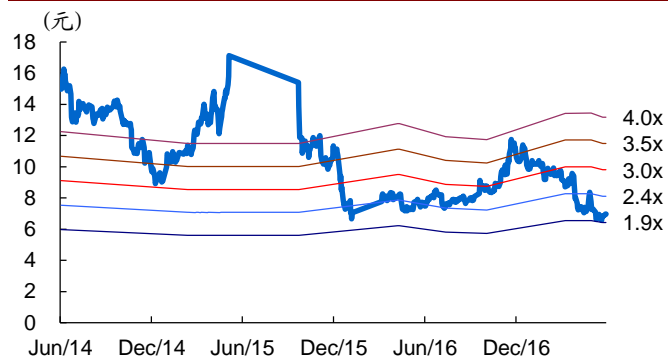
资料来源: 公司数据、招商证券

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	1051	1274	1490
现金	423	177	275	429	566
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	19	33	56	69	76
应收款项	419	397	396	405	445
其它应收款	3	1	1	1	2
存货	169	177	159	169	182
其他	60	99	164	201	220
非流动资产	931	1216	1238	1227	1217
长期股权投资	0	128	150	150	150
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	2289	2500	2707
流动负债	383	203	286	339	365
短期借款	162	40	0	0	0
应付账款	173	142	231	276	297
预收账款	1	0	0	0	0
其他	47	21	55	64	69
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	542	595	621
股本	405	440	440	440	440
资本公积金	670	800	800	800	800
留存收益	231	253	353	492	649
少数股东权益	297	148	154	173	196
归属于母公司所有者权益	1306	1493	1593	1732	1889
负债及权益合计	2024	2100	2289	2500	2707

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	198	(15)	205	214	216
净利润	(46)	22	104	171	208
折旧摊销	85	61	51	51	50
财务费用	7	(14)	12	10	8
投资收益	0	(8)	(21)	(21)	(21)
营运资金变动	162	(52)	54	(16)	(53)
其它	(10)	(24)	5	19	24
投资活动现金流	157	(275)	(72)	(40)	(40)
资本支出	(30)	(28)	(50)	(40)	(40)
其他投资	188	(247)	(22)	0	0
筹资活动现金流	(231)	112	(35)	(20)	(39)
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)	(31)	(51)
其他	2	22	9	11	13
现金净增加额	124	(178)	98	154	137

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	669	822	903
营业成本	325	217	353	422	454
营业税金及附加	6	1	1	2	2
营业费用	259	155	134	115	108
管理费用	67	47	56	58	59
财务费用	(3)	(15)	12	10	8
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)	130	237	293
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	139	246	302
所得税	(13)	(5)	30	56	70
净利润	(39)	9	110	190	231
少数股东损益	8	(13)	5	19	23
归属于母公司净利润	(46)	22	104	171	208
EPS (元)	(0.11)	0.05	0.24	0.39	0.47

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	61%	-37%	67%	23%	10%
营业利润	-249%	-89%	-2337%	82%	23%
净利润	-490%	-147%	374%	64%	22%
获利能力					
毛利率	48.8%	45.7%	47.2%	48.7%	49.7%
净利率	-7.3%	5.5%	15.6%	20.8%	23.1%
ROE	-3.6%	1.5%	6.5%	9.9%	11.0%
ROIC	-2.3%	0.3%	5.5%	8.8%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	20.8%	21.8%	23.7%	23.8%	23.0%
净负债比率	8.0%	11.8%	9.1%	8.3%	7.7%
流动比率	2.9	4.4	3.7	3.8	4.1
速动比率	2.4	3.5	3.1	3.3	3.6
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	2.0	1.3	2.1	2.6	2.6
应收帐款周转率	1.4	1.0	1.7	2.1	2.1
应付帐款周转率	1.7	1.4	1.9	1.7	1.6
每股资料 (元)					
每股收益	-0.11	0.05	0.24	0.39	0.47
每股经营现金	0.49	-0.03	0.47	0.49	0.49
每股净资产	3.22	3.39	3.62	3.93	4.29
每股股利	0.10	0.01	0.07	0.12	0.14
估值比率					
PE	-60.9	139.9	29.5	18.0	14.8
PB	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	65.0	47.7	8.7	5.6	4.8

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。