

油气钻采服务

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 宋哲建

S0960207090131

0755-82026810

songzhejian@cjis.cn

6-12个月目标价: 38元

当前股价: 30.99元

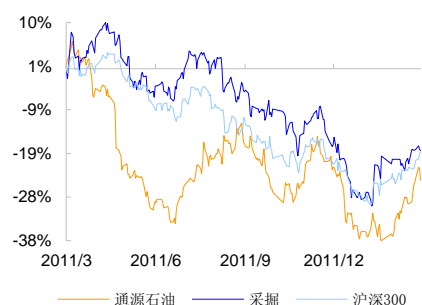
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2428.49
总股本(百万)	79
流通股本(百万)	38
流通市值(亿)	12
EPS	1.25
每股净资产(元)	6.05
资产负债率	42.36%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
通源石油	21.39	-3.35	-11.27
采掘	7.45	3.81	-10.91
沪深300指数	6.32	3.60	-8.23



相关报告

通源石油-技术升级持续提升毛利率, 战略布局开始催生增长点 2011-10-25

通源石油-下半年业绩有保障, 全年实现高速增长可期 2011-08-18

通源石油-油服行业细分领域有优势, 未来规划进入海外 2011-03-12

通源石油

300164

推荐

技术换市场, 时间换空间

公司发布 2011 年年报, 总营收 3.50 亿, 同比增 15.90%, 综合毛利率增加 1.36 个百分点, 归属于上市公司股东的净利润 0.77 亿, 同比增 25.75%, 对应 EPS 0.97 元 (最新摊薄), 加权平均净资产收益率 7.33%。每 10 股转 10 股派 3 元 (含税)。

投资要点:

- 业绩低于我们之前的预期 (EPS 1.12 元), 原因主要是销售费用提升较多, 营业费用/收入比率从 18% 提高到 21%, 比预期的多了 1000 万 (相当于 EPS 0.13 元)。
- 业务结构继续优化。(1) 已完成多级复合射孔、水平井复合射孔的推广应用计划, 对中原、新疆、青海、塔里木、胜利、江苏、吉林、辽河等油田小市场的拓展取得明显效果, 西部油田收入同比增长 393%; (2) 爆燃压裂产品完成第三代产品技术改造, 但受升级产品试用性试验推广影响, 收入下降, 但毛利率提升 3.37%; (3) 测井、修井业务经过前期培育, 已经建立相应作业服务能力, 并在印尼完成 5 口井的修井作业, 测井项目已经开工; (4) 进入煤层气开发作业服务领域, 2011 年完成射孔作业 7 口井, 原计划 50 口井的剩余作业量将顺延至 2012 年 (5) 加大对钻井的投入, 从 2 支队伍增加到 4 支队伍, 并将适时筹建水平井作业服务能力。
- 2012 年业务增长主要来自复合射孔服务继续扩展的市场和加大钻井业务投入。公司的复合射孔技术能使单井产量平均提高一倍以上, 技术优势在开采难动用油藏方面效果明显, 市场需求扩容是必然趋势, 关键的问题是有多快, 我们目前的判断是市场替代率每年 1%。2013 年北美市场将成为公司另一个快速增长点。预计 12 年将产生收入, 13 年顺利经营, 利润可达到 1700 万左右。
- 考虑到业务仍处拓展期, 销售费用率可能依然维持高位, 我们将 12 年业绩从 1.38 元调低到 1.25 元, 但维持 13 年的盈利预测, 主要是看好美国业务的增长。我们认为公司 12 年复合射孔服务和钻井两项业务收入增长仍将超过 50%, 13 年北美业务开始提升射孔器销售和海外射孔业务量, 同时公司继续扩大钻井队伍, 初步成为油田综合服务商。预计 12、13 年 EPS 分别为 1.25 元、1.61 元, 未来 3 年复合增速在 30%, 维持推荐评级, 6-12 个月目标价 38 元。

风险提示: 油价大幅下跌; 经营业绩季节性波动导致的股价波动

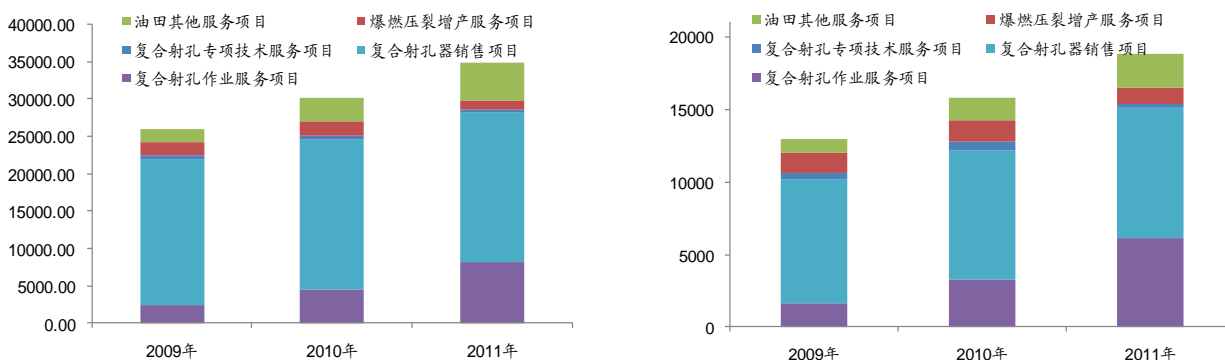
主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	350	437	571	716
收入同比(%)	16%	25%	30%	25%
归属母公司净利润	77	99	127	163
净利润同比(%)	26%	29%	29%	28%
毛利率(%)	53.9%	55.4%	56.4%	57.3%
ROE(%)	6.8%	8.0%	9.3%	10.6%
每股收益(元)	0.97	1.25	1.61	2.05
P/E	32.48	25.26	19.65	15.39
P/B	2.20	2.02	1.83	1.64
EV/EBITDA	22	17	12	9

一、经营情况

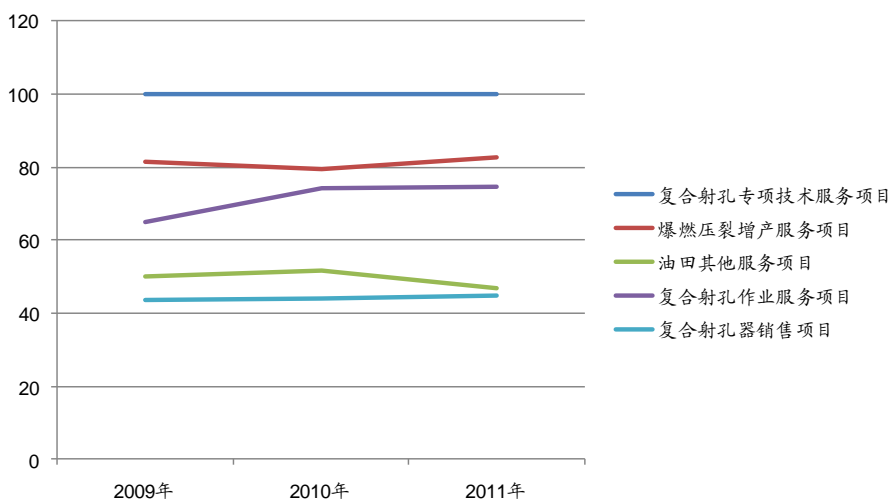
通源石油是一家专注于油田增产技术的集研发、产品推广和作业服务为一体的油田增产服务企业。主要业务：(1) 复合射孔器销售 (2) 复合射孔作业服务 (3) 复合射孔专项技术服务 (4) 爆燃压裂作业服务 (5) 油田其他服务 (钻井等)。

图 1 通源石油历年的收入 (左) 和利润 (右) (单位: 万元)



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 2 通源石油各项业务毛利率



资料来源: 中投证券研究所

整体而言, 公司经营稳健, 业务平稳推进, 毛利率略有提升, 但业绩略低于预期的主要原因是销售费用提升较多, 营业/收入比率从 18% 提高到 21%, 比之前预期的多了 1000 万。

但另一方面, 销售费用的提升换来了市场拓展的快速推进, 对中原、新疆、青海、塔里木、胜利、江苏、吉林、辽河等油田小市场的拓展取得明显效果, 特别是西部油田收入同比增长 39%。预计 2012 年公司借助复合射孔行业标准的发布之机, 仍将加大推广力度, 但短期费用率较高, 是为了快速提升市场份额, 长远看, 利大于弊。

二、技术换市场、时间换空间

2.1 复合射孔替代传统射孔匀速推进

公司的复合射孔技术能使单井产量平均提高一倍以上，技术优势在开采难动用油藏方面效果明显，市场需求扩容是必然趋势，关键的问题是有又快。

目前，除中东地区以外，全球探明可采储量中难动用油藏已经超过 60%。难动用油藏具有“油气埋藏条件复杂、开发难度大、成本高、对开发技术要求高”的特征。我国难动用油藏广泛分布在全国的各个油气区，最近五年探明储量中难动用油藏储量的比重已增至 50%至 60%，剩余石油资源中难动用油藏储量占到 76.5%，其中松辽、鄂尔多斯、柴达木和准噶尔四大盆地难动用油藏的比例均在 85%以上。

目前我国已开发油田平均采收率为 32%，但我国各油田之间采收率发展很不均衡，其中大庆油田达到 47.47%，其他油田平均为 25.5%，多数油田在提高采收率方面还有较大潜力。

据中国爆破器材行业协会预测，2012 年国内射孔市场总体规模 60 亿元。其中，复合射孔占射孔市场总体规模从 2009 年的 13.45%份额继续稳步提升。公司 2011 年此项业务增速 84%，收入增量在 4000 万，是区域市场打开的一年。

2.2 业务结构继续优化

(1) 已完成多级复合射孔、水平井复合射孔的推广应用计划，对中原、新疆、青海、塔里木、胜利、江苏、吉林、辽河等油田小市场的拓展取得明显效果，西部油田收入同比增长 393%；

(2) 爆燃压裂产品完成第三代产品技术改造，但受升级产品试用性试验推广影响，收入下降，但毛利率提升 3.37%；

(3) 测井、修井业务经过前期培育，已经建立相应作业服务能力，并在印尼完成 5 口井的修井作业，测井项目已经开工；

(4) 进入煤层气开发作业服务领域，2011 年完成射孔作业 7 口井，原计划 50 口井的剩余作业量将顺延至 2012 年；

(5) 加大对钻井的投入，从 2 支队伍增加到 4 支队伍，并将适时筹建水平井作业服务能力，尽快进入高端钻井领域。

2.3 看好公司北美项目

具体内容公司已有项目可行性方案，可参见。我们认为公司从 11 年初定调北美战略，从考察到敲定方案历时不足 1 年，显示出对技术的自信和对市场的看好。另一方面，美国平均单口井产油在 2.8 吨/天，急需采用增产手段提高采收率，北美市场约占海外市场的 50%，是最大的市场。

三、投资建议

在三项费用率和 11 年一样的假设下，我们预计公司 12 年比 11 年的增长来自如下几个方面：

(1) 其他油田服务。11 年是 9 月份新投两台，12 年全年贡献业绩，按照 1 年 1500 万收入/台，12 年收入 6000 万，加上其他油田服务，这块业务增速达到 50% 问题不大。关键是毛利率，单纯的陆地钻井业务毛利率在 30% 就很好了，因此 12 年其他油田服务这块毛利率会下降，但不多（除非它继续买大量的钻机）；

(2) 复合射孔服务。11 年 8200 万收入，同比增 84%，这个增速明显是区域市场取得突破的样子，按照 12 年 1% 替代，对应市场 0.6 个亿，通源市场占有率 60% 以上，加上复合射孔行业标准已经发布，12 年收入增长 50%，有望到 1.2 个亿；

(3) 射孔器材收入增速 10%，主要是考虑自用部分和美国市场的增量。

因此，我们将 12 年业绩从 1.38 元调低到 1.25 元，对应股东利润 0.99 亿。但我们维持 13 年的盈利预测，主要是看好美国业务的增长，正常情况 13 年应该能贡献 0.17 亿利润，加上国内复合射孔和钻机的增长（我们认为公司会继续扩张钻机业务）。

我们预计公司 12、13 年 EPS 分别为 1.25、1.6 元，未来 3 年复合增速在 30%，维持推荐评级，6-12 个月目标价 38 元。

风险因素：(1) 海外业务进展低于预期；(2) 国内民营企业经营环境变差；(3) 业务的季节性波动。

超预期可能：(1) 公司煤层气业务突进；(2) 水平井钻井突进。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1198	1113	1317	1561
现金	761	619	658	749
应收账款	309	352	474	588
其他应收款	2	3	4	5
预付账款	32	34	46	55
存货	74	93	118	145
其他流动资产	19	12	18	18
非流动资产	173	388	369	348
长期投资	0	0	0	0
固定资产	112	289	328	327
无形资产	20	18	16	13
其他非流动资产	41	81	25	8
资产总计	1371	1501	1686	1909
流动负债	195	225	283	343
短期借款	0	0	0	0
应付账款	99	130	162	200
其他流动负债	97	95	121	143
非流动负债	36	37	36	37
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	36	37	36	37
负债合计	231	262	319	379
少数股东权益	0	0	0	0
股本	79	79	79	79
资本公积	845	845	845	845
留存收益	216	315	442	605
归属母公司股东权益	1140	1239	1367	1530
负债和股东权益	1371	1501	1686	1909

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-28	61	25	71
净利润	77	99	127	163
折旧摊销	12	13	19	21
财务费用	-18	-19	-18	-19
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-123	-33	-106	-95
其他经营现金流	23	1	2	2
投资活动现金流	-618	-222	-4	1
资本支出	68	228	0	0
长期投资	-550	0	0	0
其他投资现金流	-1100	6	-4	1
筹资活动现金流	753	19	18	19
短期借款	-12	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	30	0	0	0
资本公积增加	769	0	0	0
其他筹资现金流	-34	19	18	19
现金净增加额	107	-142	39	92

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	350	437	571	716
营业成本	161	195	249	306
营业税金及附加	5	6	8	10
营业费用	76	95	124	156
管理费用	36	46	60	75
财务费用	-18	-19	-18	-19
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	86	112	145	187
营业外收入	5	4	5	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	91	117	150	191
所得税	14	18	22	29
净利润	77	99	127	163
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	77	99	127	163
EBITDA	81	106	147	188
EPS (元)	0.97	1.25	1.61	2.05

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	15.9%	25.2%	30.4%	25.4%
营业利润	29.2%	30.1%	29.5%	28.6%
归属于母公司净利润	25.8%	28.6%	28.5%	27.7%
获利能力				
毛利率	53.9%	55.4%	56.4%	57.3%
净利率	22.1%	22.7%	22.3%	22.7%
ROE	6.8%	8.0%	9.3%	10.6%
ROIC	14.5%	12.2%	14.8%	17.6%
偿债能力				
资产负债率	16.8%	17.4%	18.9%	19.9%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	6.14	4.95	4.66	4.55
速动比率	5.76	4.53	4.24	4.13
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.30	0.36	0.40
应收账款周转率	1	1	1	1
应付账款周转率	1.53	1.70	1.70	1.69
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.25	1.61	2.05
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.36	0.77	0.31	0.89
每股净资产(最新摊薄)	14.40	15.65	17.26	19.31
估值比率				
P/E	32.48	25.26	19.65	15.39
P/B	2.20	2.02	1.83	1.64
EV/EBITDA	22	17	12	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

宋哲建, 中投证券研究所石油化工行业分析师, 清华大学化工系学士、硕士, 2011 年初加入中投证券。主要覆盖石化、油服、煤化工和部分化纤, 重点关注中石化、中海油服、英力特、荣盛石化、通源石油、惠博普、海默科技等公司。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434