

**评级：强烈推荐（维持）**
**石油石化**
**公司年报点评**
**证券研究报告**

分析师 王皓宇 S1080510120005

联系人 王浩 S1080111120010

电话：0755-25832477

邮件：wanghao3@fcsc.cn

## 通源石油(300164)

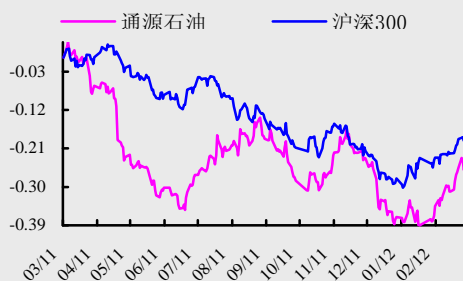
### 印尼北美齐发力，非常规气更添彩

**交易数据**

上一日交易日股价（元）	31.61
总市值（百万元）	2,504
流通股本（百万股）	39
流通股比率（%）	49.07

**资产负债表摘要（12/11）**

股东权益（百万元）	1,140
每股净资产（元）	14.40
市净率（倍）	2.20
资产负债率（%）	16.84

**公司与沪深300指数比较**

**相关报告**

**事件：**公司于3月2日发布2011年年报，2011年度公司实现收入34952万元，同比增长15.90%；实现净利润7709万元，同比增长25.75%，全面摊薄EPS为0.97元。

- **公司以复合射孔为主的增产业务，在报告期内大市场稳步增长，小市场快速发展，促进了公司业务收入的总体增长。**公司新技术、新产品推广应用取得较好效果，多级复合射孔、水平井射孔等高附加值、高效能产品的应用、收入均增加。公司新一代复合射孔技术-多级复合射孔，以其对地层更好的压裂效果、更高的做功效率获得油田客户的广泛认同，已经形成规模化应用。
- **公司的爆燃压裂与常规水力压裂效果相仿，但成本降低很多，深受油田欢迎。**新一代复合射孔新技术-“多级复合射孔”在大庆已进入规模应用；另外公司加大了中原、新疆、青海、塔里木、胜利、江苏、吉林、辽河等潜力市场的开发，公司市场战略推进的投入已初见成效，为未来主营业务收入规模和盈利能力奠定了坚实的基础。新油田区块的顺利开拓是公司未来业绩增长的重要拉动力量。
- **钻井业务取得显著发展，是公司核心业务的拓展和延伸。**钻井工程与射孔技术关联密切，是射孔作业的龙头工序，并为相互促进。报告期内，公司取得了中石油的钻井作业服务资质，公司新建两支整装包括两部4,000米自有钻机设备的钻井服务队伍，钻井业务在原有长庆油田市场基础上，开拓和进入了青海油田市场。钻井服务队伍增加为四支，作业服务能力进一步得到了增强，公司已经逐步形成了从钻井装备管理、钻井定向服务、钻井作业服务等全过程的钻井服务能力。
- **海外市场开拓好于预期。**对于印尼市场，经过近年持续的市场开拓和培育，公司已经培养出一批符合国际化需求的管理、业务、作业人员，业务模式日趋完善，由单纯的产品销售模式，拓展为销售与作业服务并重，并引入修井作业服务、测井作业服务。根据合作意向，2012年公司复合射孔技术在北美市场应用将实现零的突破。鉴于北美市场是全球最大的石油技术服务市场，也是公司未来国际市场重点发展方向，公司同多家北美石油公司、油服公司进行技术交流，就复合射孔技术在美国应用前景进行了推广和宣传，并就向美国相关公司采购射孔弹进行商讨。为进一步推进北美市场开发，公司决定在美国德克萨斯州休斯顿市投资设立全资子公司，设立筹备工作顺利进行中。



- **公司射孔作业服务进入煤层气开发项目,标志着公司业务进入市场潜力巨大的非常规油气资源开发领域。**非常规油气开发领域是国家十二五期间大力发展的方向,市场潜力巨大。目前,煤层气作业服务市场对作业服务队伍需求旺盛,公司将在市场突破的基础上增加开拓力度,并增加服务队伍,把握市场机遇,尽快形成规模化效益。
- **维持“强烈推荐”评级。**为弥补油气产能的不足,“十二五规划”明确提出了能源战略,三大油的开发投资逐年增加,并积极采用新技术,油气田增产、稳产需求强烈。这为油服领域企业,尤其专注油气田增产领域企业的发展带来了难得的发展机遇。预计公司2012-2013年EPS分别为1.26元、和1.69元,按照最新股价31.61元,对应的PE分别为25.1倍、18.7倍。

### 风险提示:

- 1.油气井射孔和爆燃压裂领域火工品应用的风险
- 2.境外经营风险
- 3.油价大幅下跌风险



表 1: 公司的主要财务数据

简要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	30,156	34,952	43,690	56,797	70,996
同比 (%)	13.8%	15.9%	25.0%	30.0%	25.0%
营业毛利	15,831	18,854	23,568	30,639	38,298
同比 (%)	22.4%	19.1%	25.0%	30.0%	25.0%
归属母公司净利润	6,130	7,709	9,984	13,396	17,224
同比 (%)	25.3%	25.8%	29.5%	34.2%	28.6%
总股本 (万股)	7,920.0	7,920.0	7,920.0	7,920.0	7,920.0
每股收益 (元)	0.77	0.97	1.26	1.69	2.17
ROE	20.7%	6.8%	8.1%	9.7%	11.1%
P/E (倍)	40.8	32.5	25.1	18.7	14.5

数据来源: 公司公告、第一创业研究所



盈利预测:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>1,197.9</b>	<b>1,363.0</b>	<b>1,567.8</b>	<b>1,814.3</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>349.5</b>	<b>436.9</b>	<b>568.0</b>	<b>710.0</b>
货币资金	761.1	871.2	925.9	1,012.9	减:营业成本	161.0	201.2	261.6	327.0
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	4.9	3.7	4.8	6.1
应收款项	314.8	402.0	521.9	651.4	销售费用	76.2	74.3	96.6	120.7
预付款项	32.1	57.1	78.1	98.5	管理费用	36.5	41.0	47.2	53.1
存货	74.2	30.3	39.4	49.2	财务费用	-17.6	2.3	2.6	2.8
其他流动资产	15.7	2.4	2.4	2.4	资产减值损失	2.5	1.5	2.4	2.6
<b>非流动资产</b>	<b>173.3</b>	<b>161.3</b>	<b>149.2</b>	<b>137.2</b>	加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中:联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	112.1	98.8	85.5	72.2	<b>二、营业利润</b>	<b>86.2</b>	<b>112.8</b>	<b>152.8</b>	<b>197.7</b>
在建工程	38.7	40.0	41.2	42.5	加:营业外收入	4.5	4.7	4.8	4.9
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减:营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0
无形及递延性资产	20.9	20.9	20.9	20.9	<b>三、利润总额</b>	<b>90.7</b>	<b>117.5</b>	<b>157.6</b>	<b>202.6</b>
其它非流动资产	1.5	1.5	1.5	1.5	减:所得税费用	13.6	17.6	23.6	30.4
<b>资产总计</b>	<b>1,371.3</b>	<b>1,524.3</b>	<b>1,717.0</b>	<b>1,951.5</b>	<b>四、净利润</b>	<b>77.1</b>	<b>99.8</b>	<b>134.0</b>	<b>172.2</b>
<b>流动负债</b>	<b>195.1</b>	<b>248.3</b>	<b>307.1</b>	<b>369.3</b>	归属母公司净利润	77.1	99.8	134.0	172.2
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	172.2	211.0	271.8	339.2	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>79.2</b>	<b>79.2</b>	<b>79.2</b>	<b>79.2</b>
预收帐款	0.0	0.1	0.1	0.2	<b>EPS(元)</b>	<b>0.97</b>	<b>1.26</b>	<b>1.69</b>	<b>2.17</b>
其它流动负债	22.9	37.2	35.1	29.9	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>35.8</b>	<b>35.8</b>	<b>35.8</b>	<b>35.8</b>	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
长期借款	35.8	35.8	35.8	35.8	<b>成长能力</b>				
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	15.9%	25.0%	30.0%	25.0%
其它非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业毛利	19.1%	25.0%	30.0%	25.0%
<b>负债合计</b>	<b>230.9</b>	<b>284.1</b>	<b>342.9</b>	<b>405.1</b>	主业盈利	2.1%	64.3%	35.3%	28.7%
<b>少数股东权益</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	母公司净利	25.8%	29.5%	34.2%	28.6%
股本	79.2	79.2	79.2	79.2	<b>获利能力</b>				
资本公积与其它	874.2	874.2	874.2	874.2	毛利率	53.9%	53.9%	53.9%	53.9%
留存收益	186.9	286.8	420.7	593.0	主业盈利/收入	20.3%	26.7%	27.8%	28.6%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,140.4</b>	<b>1,240.2</b>	<b>1,374.2</b>	<b>1,546.4</b>	ROS	22.1%	22.9%	23.6%	24.3%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,371.3</b>	<b>1,524.3</b>	<b>1,717.0</b>	<b>1,951.5</b>	ROE	6.8%	8.1%	9.7%	11.1%
					ROIC	6.6%	7.8%	9.5%	10.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	16.8%	18.6%	20.0%	20.8%
					利息保障倍数	n/a	42.8	52.1	60.8
					速动比率	5.68	5.36	4.97	4.77
					经营净现金/当期债务	n/a	n/a	n/a	n/a
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.25	0.29	0.33	0.36
					应收款天数	324.27	331.21	330.82	330.30
					存货天数	165.98	54.18	54.18	54.18
					<b>每股指标(元)</b>				
					主业盈利/股本	0.90	1.47	1.99	2.57
					每股经营现金流	-0.36	1.27	0.74	1.15
					每股净资产	14.40	15.66	17.35	19.53
					<b>估值比率</b>				
					P/E	32.48	25.07	18.69	14.54
					P/B	2.20	2.02	1.82	1.62
					P/S	7.16	5.73	4.41	3.53
					EV/EBITDA	21.00	12.88	9.48	7.15

数据来源:公司公告、第一创业研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135