

评级：强烈推荐（维持）
石油石化
公司半年报点评
证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005

联系人 王浩 S1080111120010

电话：0755-25832477

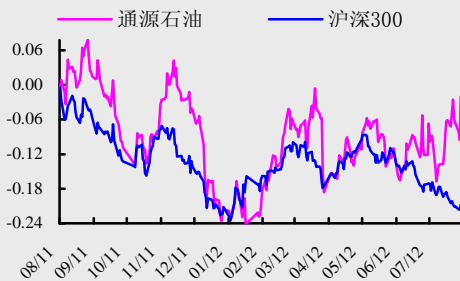
邮件：wanghao3@fcsc.cn

通源石油(300164)
一体化服务能力显著增强，水平井钻井将成为重点
交易数据

上一日交易日股价（元）	16.17
总市值（百万元）	2,561
流通股本（百万股）	78
流通股比率（%）	49.07

资产负债表摘要（06/12）

股东权益（百万元）	1,131
每股净资产（元）	7.14
市净率（倍）	2.26
资产负债率（%）	14.67

公司与沪深300指数比较

相关报告

事件：公司发布2012年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入11,718.98万元，同比增长16.65%；实现营业利润1,149.75万元，同比增长49.02%；实现净利润1,440.09万元，同比增长63.26%。上半年实现EPS 0.09元。

点评：

- **公司推动以复合射孔技术为主的增产业务稳步发展，深化推进钻完井领域业务布局，一体化服务能力建设取得显著成绩，经营业绩同比显著提高。**公司主营业务综合毛利率为55.33%，同比上升了2.89%，公司盈利能力继续保持在较高的水平。公司复合射孔相关作业服务项目收入也大幅增长，较上年同期增长了140.55%。公司布局钻完井领域业务的战略呈现良好效果，公司钻井业务取得显著进展，实现收入1,988.66万元，同比大幅增长了414.72%。
- **政府补助和利息收入对利润影响较大。**公司由于收到592.95万元的政府补助，致报告期净利润增长幅度大于营业利润增长幅度；另外，报告期利息收入对利润正影响较大，同比去年增加的利息收入约为458万元（去年同期利息收入约为778万元）。
- **公司在东部油田收入同比下降52.08%，西部油田市场同比大幅增长313.71%。**报告期内，东部油田客户作业施工整体启动晚于往年，影响公司报告期内实现收入减少；同时大庆油田市场油田客户自本年6月起采用新的器材采购模式，所有射孔器均以不含射孔弹方式进行采购。西部油田收入增长主要是由于公司在往年收入较少油田市场的良好开拓。
- **在海外油田市场，公司在印尼作业开展顺利，印尼油田收入较上年同期相比有137.41%的增长。**公司根据印尼市场特点，在通过与中石油海外油田服务公司合作基础上，主动出击，自主拓展业务，搭建作业服务供应商网络。报告期内，作为海外市场拓展重点的北美取得进展，北美全资子公司注册完成，将以北美全资公司为主体，积极进行国际先进油服技术引进工作，以反哺国内市场。
- **下半年，水平井钻井将会成为公司钻井作业的主要方向。**以钻井为主业的全资子公司-西安通源正合石油工程有限公司于2012年1月30日注册成立。报告期内，四支钻井队伍共完成



11 口钻井作业，主业有益补充地位进一步确立。钻井业务第一口水平井钻井作业已在报告期内开工，进展顺利。作为进一步完善公司业务布局重要一环，水力压裂业务在报告期内筹备进展顺利。

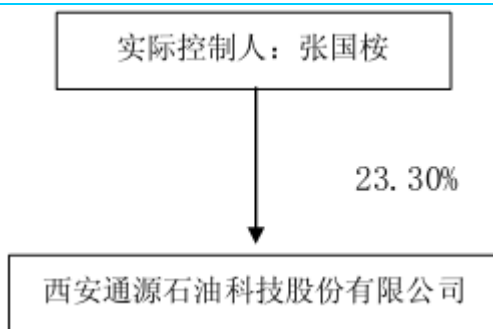
- **公司将加强对煤层气领域的开拓。**报告期内，公司对煤层气业务进行市场拓展策略调整，针对煤层气作业普遍采用常规射孔现状，公司根据煤层气特殊储层条件开发高性价比产品，以多级复合射孔技术为先导，已完成多级复合射孔煤层气应用试验，取得显著对比效果。
- **维持“强烈推荐”评级。**公司作为国内复合射孔领域的行业龙头，把握市场机遇，持续提升核心竞争力，复合射孔产品、技术在国内油田射孔领域应用继续呈现放大趋势。预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.62 元、0.81 元和 1.09 元，按照最新股价 16.17 元，对应的 PE 分别为 26 倍、20 倍和 15 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示

- 新拓展油服项目低于预期的风险。
- 国内外油气勘探增长低于预期的风险。
- 地缘政治导致的海外市场风险。



图 1: 公司股权结构



数据来源：公司公告、第一创业研究所

报告期公司主营业务综合毛利率为 55.33%，同比上升了 2.89%，公司盈利能力继续保持在较高的水平。报告期内，公司继续加强在三大石油集团下属小油田市场的拓展，取得显著效果；同时高效能、高附加值新产品、新技术的进一步推广应用，也为公司收益带来较大贡献。公司的多级复合射孔、水平井复合射孔等技术产品带来的收入大幅增长，使复合射孔作业服务毛利率达到 73.98%；同时公司复合射孔相关作业服务项目收入也大幅增长，较上年同期增长了 140.55%。报告期，公司布局钻完井领域业务的战略呈现良好效果，公司钻井业务取得显著进展，实现收入 1,988.66 万元，同比大幅增长了 414.72%。

图 2: 报告期主营业务及主要产品

单位：元

分产品	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	毛利率比上年同期增减(%)
复合射孔器销售项目	43,949,776.63	25,813,014.95	41.27%	-37.2%	-31.27%	-5.07%
复合射孔作业服务项目	41,777,907.89	10,871,368.95	73.98%	140.55%	96.02%	5.91%
复合射孔专项技术服务项目	1,549,050.00		100%	-7.09%		
爆燃压裂增产服务项目	3,517,000.00	577,348.25	83.58%	-26.48%	-29.96%	0.82%
钻井服务项目	19,886,591.74	14,136,838.12	28.91%	414.72%	274.35%	26.66%
油田其他服务项目	6,473,420.23	933,356.68	85.58%	135.44%	1,682.51%	-12.51%
合计	117,153,746.49	52,331,926.95	55.33%	16.67%	9.58%	2.89%

数据来源：公司公告、第一创业研究所



报告期内，公司在东部油田收入同比下降 52.08%，主要原因是 2012 年东部油田市场整体施工启动较晚，影响报告期内收入实现。同时在大庆油田市场，应甲方油田客户要求，自本年 6 月份开始采用了新的器材供应模式，所有射孔器均以不含射孔弹方式进行销售，导致产品销售结算单价下降，收入总额也相应下降。上述虽然对公司报告期内东部油田收入形成一定影响，但不会对利润情况产生较大影响。同时，东部油田市场整体施工虽然启动较晚，但全年工作量稳中有升。报告期内，西部油田市场实现营业收入 4,884.17 万元，同比大幅增长 313.71%，主要是由于公司在往年收入较少油田市场的良好开拓，以及高效能、高附加值新产品、新技术的推广应用，实现水平井复合射孔等收入大幅增加。

在海外油田市场，公司在印尼作业开展顺利，印尼油田收入较上年同期相比有 137.41% 的增长。

图 3: 报告期主营业务分地区情况

单位：元

地区	营业收入	营业收入比上年同期增减 (%)
东部油田	29,117,429.56	-52.08%
中部油田	31,940,840.32	32.08%
西部油田	48,841,717.58	313.71%
其他地区	1,336,733.93	35.43%
境内油田客户小计	111,236,721.39	13.82%
印尼油田	5,601,545.1	137.41%
哈萨克斯坦油田	315,480	-2.5%
境外油田客户小计	5,917,025.1	120.53%
合计	117,153,746.49	16.67%

数据来源：公司公告、第一创业研究所

报告期内，公司销售费用累计 4,452.54 万元，同比增长 29.08%，主要是公司继续加强多级复合射孔、水平井复合射孔等高附加值技术产品的市场推广应用力度，并加大了市场规模较小但潜力大的市场开发。在钻井作业服务领域的布局进一步深化，成立了以钻井服务为主的全资子公司。海外市场拓展在北美取得重大进展，美国全资子公司注册完成。同时，为适应公司多元的专业化发展，公司招聘补充了各类营销人员和专业技术人才，相应增加了工资、差旅费用、办公费用等销售费用。

报告期内，公司管理费用累计 1,765.92 万元，同比增长 11.86%，主要原因是公司为持续保持技术领先性，继续加大对研发项目的投入力度，本期研发费用投入同比增长了 35.96%。

报告期内，公司财务费用累计 -1,151.89 万元，同比下降 84.66%，主要是公司定期银行存款利息收入同比增加所致。

报告期内，公司所得税费用累计 298.54 万元，同比增长 64.92%，主要是公司利润总额增加所致。



图 4: 报告期主要费用情况

单位: 元

项目	2012年1-6月	2011年1-6月	变动比例 (%)
销售费用	44,525,432.12	34,494,656.00	29.08%
管理费用	17,659,207.99	15,786,279.35	11.86%
财务费用	-11,518,932.05	-6,237,770.27	-84.66%
期间费用合计	50,665,708.06	44,043,165.08	15.04%
所得税费用	2,985,435.65	1,810,185.65	64.92%

数据来源: 公司公告、第一创业研究所

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	40,360	52,025	65,020
同比 (%)	13.8%	15.9%	15.5%	28.9%	25.0%
营业毛利	15,831	18,854	23,511	30,626	38,486
同比 (%)	22.4%	19.1%	24.7%	30.3%	25.7%
归属母公司净利润	6,130	7,709	9,855	12,842	17,321
同比 (%)	25.3%	25.8%	27.8%	30.3%	34.9%
总股本 (万股)	15,840.0	15,840.0	15,840.0	15,840.0	15,840.0
每股收益 (元)	0.39	0.49	0.62	0.81	1.09
ROE	20.7%	6.8%	8.1%	9.6%	11.4%
P/E (倍)	42.1	33.5	26.2	20.1	14.9

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
流动资产	1,197.9	1,372.4	1,564.9	1,814.8	一、营业收入	349.5	403.6	520.2	650.2
货币资金	761.1	731.9	743.1	795.5	减: 营业成本	161.0	168.5	214.0	265.3
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	4.9	9.2	11.6	14.6
应收款项	314.8	522.5	667.1	828.5	销售费用	76.2	90.4	104.0	117.0
预付款项	32.1	87.5	117.3	145.7	管理费用	36.5	39.9	45.6	51.3
存货	74.2	25.4	32.2	39.9	财务费用	-17.6	-18.4	-7.3	-3.4
其他流动资产	15.7	5.2	5.2	5.2	资产减值损失	2.5	3.8	2.9	3.3
非流动资产	173.3	167.9	155.2	142.4	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	122.9	109.4	95.9	二、营业利润	86.2	110.3	149.3	202.0
在建工程	38.7	24.0	24.8	25.6	加: 营业外收入	4.5	6.2	2.0	2.0
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.0	0.1	0.2	0.2
无形及递延性资产	20.9	19.8	19.8	19.8	三、利润总额	90.7	116.4	151.1	203.8
其它非流动资产	1.5	1.2	1.2	1.2	减: 所得税费用	13.6	17.8	22.7	30.6
资产总计	1,371.3	1,540.3	1,720.1	1,957.3	四、净利润	77.1	98.5	128.4	173.2
流动负债	195.1	289.3	340.7	404.7	归属母公司净利润	77.1	98.5	128.4	173.2
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	241.1	299.3	368.3	五、总股本(百万股)	158.4	158.4	158.4	158.4
预收帐款	0.0	0.1	0.1	0.1	EPS (元)	0.49	0.62	0.81	1.09
其它流动负债	22.9	48.2	41.3	36.3					
非流动负债	35.8	35.9	35.9	35.9	主要财务比率				
长期借款	35.8	35.9	35.9	35.9	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	15.9%	15.5%	28.9%	25.0%
负债合计	230.9	325.2	376.6	440.5	营业毛利	19.1%	24.7%	30.3%	25.7%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利	2.1%	34.8%	51.4%	39.3%
股本	79.2	158.4	158.4	158.4	母公司净利	25.8%	27.8%	30.3%	34.9%
资本公积与其它	874.2	795.0	795.0	795.0	获利能力				
留存收益	186.9	261.7	390.1	563.4	毛利率	53.9%	58.3%	58.9%	59.2%
股东权益合计	1,140.4	1,215.1	1,343.5	1,516.7	主业盈利/收入	20.3%	23.7%	27.9%	31.0%
负债和股东权益	1,371.3	1,540.3	1,720.1	1,957.3	ROS	22.1%	24.4%	24.7%	26.6%
					ROE	6.8%	8.1%	9.6%	11.4%
					ROIC	6.6%	7.9%	9.3%	11.2%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债率	16.8%	21.1%	21.9%	22.5%
经营活动现金流	-28.1	-8.8	4.7	49.8	利息保障倍数	n/a	n/a	n/a	n/a
净利润	77.1	98.5	128.4	173.2	速动比率	5.68	4.64	4.48	4.37
折旧摊销	14.6	18.3	16.4	16.8	经营净现金/当期债务	n/a	n/a	n/a	n/a
财务费用	4.1	-6.1	-7.3	-3.4	营运能力				
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.25	0.26	0.30	0.33
营运资金变动	-122.6	-119.6	-132.3	-136.3	应收款天数	324.27	466.05	461.64	458.73
其它变动	-1.3	0.1	-0.5	-0.4	存货天数	165.98	54.20	54.18	54.18
投资活动现金流	-618.4	-4.0	-0.8	-0.8	每股指标(元)				
资本支出	-68.4	-24.8	-0.8	-0.8	主业盈利/股本	0.45	0.60	0.91	1.27
长期投资	-550.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	-0.18	-0.06	0.03	0.31
其它变动	0.0	20.8	0.0	0.0	每股净资产	7.20	7.67	8.48	9.58
筹资活动现金流	753.5	-16.4	7.3	3.4	估值比率				
债务融资	-14.1	0.0	0.0	0.0	P/E	33.45	26.17	20.08	14.89
权益融资	803.9	0.0	0.0	0.0	P/B	2.26	2.12	1.92	1.70
其它变动	-36.3	-16.4	7.3	3.4	P/S	7.38	6.39	4.96	3.97
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	6.83	16.71	11.78	8.48
现金净增加额	107.0	-29.2	11.2	52.4					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(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

第一创业证券股份有限公司

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