

2013年03月04日

专用设备

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 17.17

通源石油(300164)

一体两翼战略框架明朗化

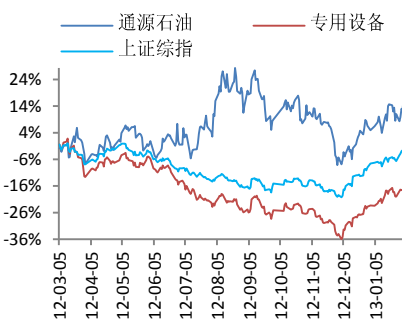
投资评级: B--持有(首次)

高端制造分析师: 王合绪
 执业证书编号: S0890510120008
 电话: 021-68778302
 邮箱: wanghexu@cnhbstock.com
 联系人: 夏元
 电话: 021-68778072

公司基本数据

总股本(万股)	15840.00
流通 A 股/B 股(万股)	9267.58/0.00
资产负债率(%)	21.42
每股净资产(元)	7.43
市净率(倍)	2.31
净资产收益率(加权)	5.17
12 个月内最高/最低价	33.78/13.36

股价走势图



相关研究报告

◎事项:

2月28日,通源石油公布2012年年度报告,全年实现营业收入33968.87万元,同比下降2.81%;实现营业利润6646.74万元,同比下降22.88%;实现归属于上市公司股东的净利润5975.24万元,同比下降22.49%。

◎主要观点:

◆**营收下降、期间费用上升致净利润下跌。**2012年,通源石油在营业收入下降2.81%的情况下,期间费用仍维持较高涨幅,导致2012年净利润下降22.49%。

从分产品业务收入看,导致本期营业收入下降的主要原因在于占比最高的复合射孔业务收入的下降。具体原因是客户结算价格的下降,这一因素在未来仍具不确定性。

值得一提的是,报告期内公司开拓北美市场、拓展煤层气射孔业务,预计将为2013年收入加分。

◆**新业务等待发力。**报告期内公司分别以通源正合和大德广源为主体力推钻井业务和水力压裂业务。2012年钻井业务实现营业收入0.62亿,占总营业收入的18.24%。水力压裂业务筹备顺利,预计今年将为公司贡献业绩,形成新利润点。

◆**一体两翼战略框架明朗化。**2012年,公司成立通源正合、设立美国子公司 Tong Petrotech Inc、增资大德广源,以复合射孔业务为主、压裂和钻井加速发展,国内外市场兼顾的战略框架更为清晰。

◆**盈利预测。**公司目前正在进行重大资产重组,不考虑该影响,我们认为公司将在2013年实现30%增长,2013~2015年的每股盈利分别为0.41元、0.47元和0.55元,看好公司未来发展,我们首次给予“持有”评级。

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	301.56	349.52	339.69	441.60	547.58	651.62
同比增速(%)	13.76	15.90	-2.81	30.00	24.00	19.00
净利润(百万)	61.30	77.09	59.75	97.04	112.80	131.10
同比增速(%)	25.32	25.75	-22.49	62.41	16.24	16.23
毛利率(%)	52.5	53.94	55.02	59.00	60.00	59.50
每股盈利(元)	1.25	0.99	0.38	0.41	0.47	0.55
ROE(%)	20.67	7.33	5.08	7.82	8.59	9.37
PE(倍)	—	21.46	45.52	28.03	24.11	20.75

1. 营收下降、期间费用上升致净利润下跌

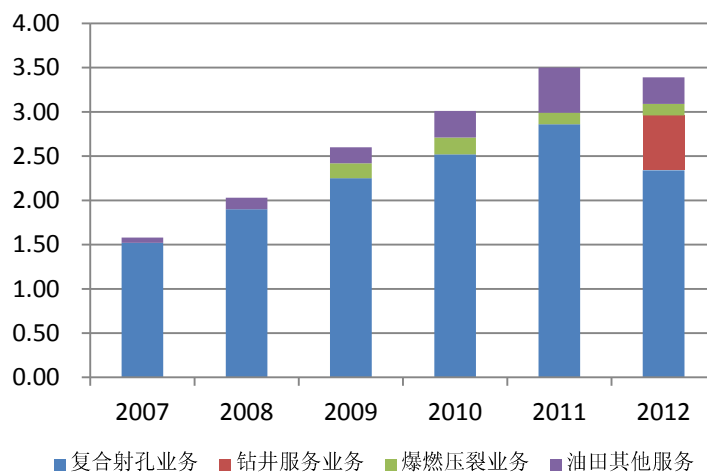
2012 年，通源石油在营业收入下跌 2.81% 的情况下，期间费用仍维持较高涨幅，导致 2012 年净利润下降 22.49%。其中，销售费用上涨 1681.88 万、涨幅 22.08%，管理费用上涨 306.94 万、涨幅 8.42%，财务费用下降 345.86 万、一定程度上缓解了净利润的下降。而销售费用中上涨金额最大的项目主要有：折旧费、备用品消耗和劳务费。

从分产品业务收入看，导致本期营业收入下降的主要原因在于占比最高的复合射孔业务收入的下降，尤其是对营收贡献最大的复合射孔器销售直降 22.69%（图 1）。这主要是由于报告期内受宏观经济影响，部分油田客户进行成本控制，致使结算价格下降，尽管公司实际作业量是稳中有升的。目前该影响是短期的，但未来结算价格仍存在不确定性。

由于复合射孔器销售毛利率较其他业务低，其收入的下降就使得其他毛利率较高的业务相对占比得到提升，进而带动公司整体毛利率较去年同期上升 1.07%。

分客户看，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。这虽然不会对公司东部油田利润情况产生较大影响，但影响报告期收入总额下降。年报显示，2012 年，公司对大庆油田物资集团的销售额由 2011 年的 1.56 亿降至 0.99 亿，下降 0.57 亿。

图 1 2007~2012 年通源石油分产品业务收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、华宝证券研究所

值得一提的是，2012 年公司在美国设立 Tong Petrotech Inc，开拓北美复合射孔市场。美国子公司项目的建设期为 1 年，按此计算，2013 年开始将为公司贡献收入。公司公告认为达产后 5 年计算期内平均销售收入达到 6009.52 万元，平均利润总额 1675.05 万元，平均净利润 1675.05 万元。

再者，公司在报告期内获得了中石油煤层气射孔准入资格，煤层气射孔业务得到拓展。目前合作伙伴主要是中石化、中石油，作业区域集中在山西、河南一带。

2. 新业务等待发力

报告期内，公司一方面稳定复合射孔主业，拓展水平井复合射孔、多级复合射孔等高附加值、高效能射孔产品的应用；另一方面，积极向射孔上游——钻井业务延伸。报告期内，公司钻井服务队伍增加为八支，钻井业务主体——西安通源正合石油工程服务有限公司

完成 25 口钻井作业，其中 7 口为水平井，钻井总进尺 87397.5 米。钻井业务实现营业收入 0.62 亿，占总营业收入的 18.24%（图 1）。

此外，公司还积极推广以大德广源为主体的水平井/分支井分段压裂业务，水力压裂业务筹备顺利，预计今年将为公司贡献业绩，形成新利润点。

尽管上述新建业务受投资进度、市场环境等影响未实现年初设定的盈利目标，我们认为 2013 年新业务将开始发力。

3. 一体两翼战略框架明朗化

公司的战略规划是在保持作为国内复合射孔和爆燃压裂作业服务业务的领先地位的基础上，深入推进以钻完井作业服务和油田综合治理服务为主线的油田综合服务能力建设，加大国内外市场开发。

针对上述目标，公司在报告期内进行了一系列操作，包括：

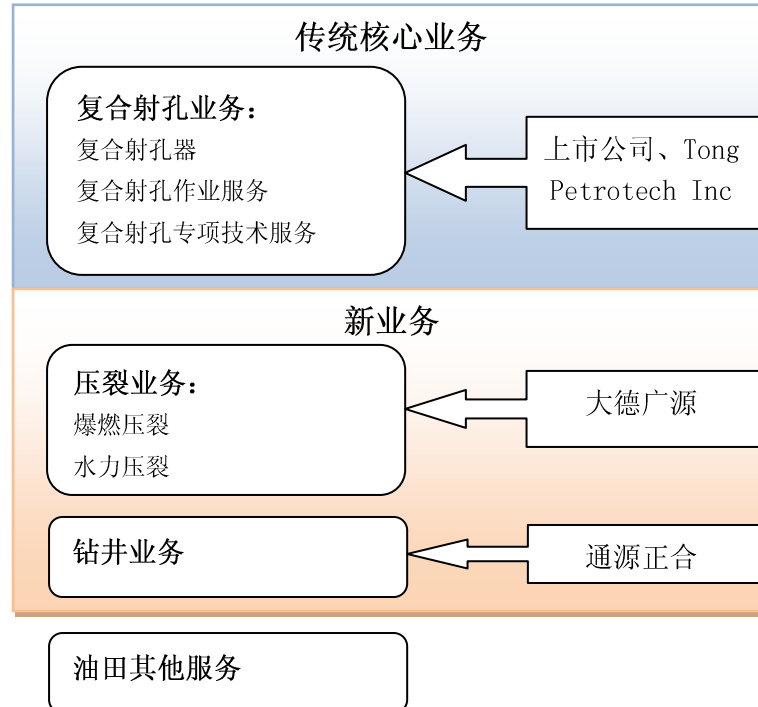
2012 年 1 月，成立全资子公司西安通源正合石油工程有限公司。

2012 年 5 月，在美国休斯顿设立全资子公司 Tong Petrotech Inc。2012 年 9 月，公司又以自有资金 300 万美元对其增资。

2012 年 6 月，以超募资金增资全资子公司北京大德广源石油技术服务有限公司。

通过上述操作，公司的业务布局进一步明晰，呈一体两翼态势：

图 2 通源石油业务布局



资料来源：公司公告、华宝证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1190.28	1218.62	1407.79	1467.69
现金	699.65	676.59	607.15	609.32
应收账款	298.89	406.01	517.73	667.03
其它应收款	2.89	3.80	4.62	5.32
预付账款	69.55	15.99	112.77	25.65
存货	89.58	89.31	135.91	130.04
其他	29.73	26.92	29.61	30.33
非流动资产	306.51	323.81	329.98	336.43
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	238.99	255.48	263.29	270.25
无形资产	25.84	25.57	26.97	27.23
其他	41.68	42.77	39.72	38.95
资产总计	1496.80	1542.43	1737.78	1804.12
流动负债	269.69	262.41	388.92	378.30
短期借款	25.00	12.50	18.75	15.63
应付账款	148.43	153.32	206.15	230.31
其他	96.26	96.58	164.03	132.37
非流动负债	50.86	38.42	35.13	26.12
长期借款	35.91	30.95	23.92	16.78
其他	14.95	7.48	11.21	9.34
负债合计	320.55	300.83	424.06	404.42
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1176.24	1241.60	1313.72	1399.70
负债和股东权益	1496.80	1542.43	1737.78	1804.12

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	34.93	50.91	-15.79	80.87
净利润	59.75	97.04	112.80	131.10
折旧摊销	0.00	25.76	28.96	32.30
财务费用	-21.08	-17.67	-19.18	-17.04
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-4.24	-53.92	-138.52	-65.42
其它	0.49	-0.30	0.15	-0.08
投资活动现金流	-133.79	-42.76	-35.28	-38.67
资本支出	118.84	24.48	2.58	8.24
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-14.95	-18.28	-32.70	-30.43
筹资活动现金流	37.27	-31.22	-18.36	-40.02
短期借款	25.00	-12.50	6.25	-3.13
长期借款	0.11	-4.97	-7.03	-7.14
其他	12.16	-13.75	-17.59	-29.76
现金净增加额	-61.60	-23.06	-69.44	2.17

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	339.69	441.60	547.58	651.62
营业成本	152.80	181.05	219.03	263.91
营业税金及附加	7.86	8.22	11.43	12.86
营业费用	92.98	108.54	142.24	164.71
管理费用	39.53	48.72	62.07	72.88
财务费用	-21.08	-17.67	-19.18	-17.04
资产减值损失	1.13	2.28	2.32	3.07
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	66.47	110.44	129.67	151.23
营业外收入	5.69	5.10	5.40	5.25
营业外支出	0.40	0.20	0.30	0.25
利润总额	71.76	115.35	134.76	156.23
所得税	12.01	18.30	21.97	25.13
净利润	59.75	97.04	112.80	131.10
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	59.75	97.04	112.80	131.10
EBITDA	53.44	122.68	146.30	171.97
EPS (元)	0.38	0.41	0.47	0.55

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-2.81%	30.00%	24.00%	19.00%
营业利润	-22.88%	66.16%	17.41%	16.63%
归属母公司净利润	-22.49%	62.41%	16.24%	16.23%
获利能力				
毛利率	55.02%	59.00%	60.00%	59.50%
净利率	17.59%	21.98%	20.60%	20.12%
ROE	5.08%	7.82%	8.59%	9.37%
ROIC	3.55%	6.27%	7.14%	8.09%
偿债能力				
资产负债率	21.42%	19.50%	24.40%	22.42%
净负债比率	5.18%	4.12%	3.85%	2.89%
流动比率	4.41	4.64	3.62	3.88
速动比率	4.08	4.30	3.27	3.54
营运能力				
总资产周转率	0.24	0.29	0.33	0.37
应收帐款周转率	1.12	1.25	1.19	1.10
应付帐款周转率	1.24	1.20	1.22	1.21
每股指标(元)				
每股收益	0.38	0.41	0.47	0.55
每股经营现金	0.22	0.32	-0.10	0.51
每股净资产	7.43	5.23	5.53	5.89
估值比率				
P/E	45.52	28.03	24.11	20.75
P/B	0.00	2.19	2.07	1.94
EV/EBITDA	-11.67	28.22	24.16	20.47

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期专用设备行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海	北京	深圳
宋歌	程楠	袁月
021-6877 8081	010-6708 5220	0755-3665 9385
138 1882 8414	159 0139 1234	158 1689 6912

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。