

## 通源石油 (300164)


 爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO.,LTD.

## 具备领先技术，赢得发展先机

海洋工程及能源服务行业 2011. 01. 04

目标价格: 61.60-69.30 元

## 投资要点:

- ❖ **公司专注于油田服务细分市场** 公司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;
- ❖ **油气开勘探进入难动用油藏开发阶段，油气增产技术需求提高** 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%；我国难动用油藏占总储量比重也已升至50%至60%，剩余石油资源中难动用油藏储量占近8成，四大盆地该比例均超过85%；在此背景下，提高油田产量的勘探开发技术日益受到油田客户的重视；另外，国内现有油田采收率提高仍有空间，如果全国已开发油田平均提高采收率1%，就可增加可采储量1.8亿吨，相当于新探明一个5-6亿吨的大油田，靠技术增产意义重大；
- ❖ **公司自主研发的油气增产技术是公司的核心竞争力** 公司自主研发的复合射孔技术和爆燃压裂技术具有优良的增产效果，公司现阶段业务主要围绕这两项技术展开。公司是国内外极少数掌握复合射孔技术的企业，在技术上有一定的独创性，公司的复合射孔器完成的射孔业务规模占总复合射孔市场近80%的份额；

- **复合射孔技术解决方案**: 改变了聚能射孔技术的单一孔道连通方式，在射孔孔道基础上使近井带形成大面积的孔缝结合型裂缝网络，一举将射孔穿深提高3.6倍，解决了近井带污染，提高了油井的导流能力，从而大幅度提升油气产量；公司已形成了八大产品系列、九十多个品种和八项射孔施工工艺，并经过2.5万口井以上的射孔作业，能使单井产量平均提高一倍以上；

- **爆燃压裂技术解决方案**: 在国内率先推出的油田生产领域的新兴增产技术，公司已于2009年实现了400多口井、600多层的规模化作业，使90%以上的低产井达到工业油流；爆燃压裂作业成本仅是水力压裂作业成本的1/5，这对于油田降低开发成本、增产节支具有一定意义；该业务暂时没有可比竞争对手。

- ❖ **复合射孔替代规模扩大潜力广阔** 我国石油产量在2010年至2020年间将进入高峰期，高峰期年产量预计为1.8亿到2亿吨左右，西

## 发行上市资料

发行股数 (万股)	1700
发行前总股本 (万股)	4900
发行后总股本 (万股)	6600
发行日期	2011/01/04
上市日期	2011-/-
主承销商	平安证券

联系人: 乐旻旻

研究员: 张欣

(执业证书 S08200208030013)

电话 021-32229888\*3501

邮箱 leminy@ajzq.com

## 相关报告

部新油田的开发和东部老油田的优化稳产的需求使射孔技术的市场应用得到了保证；另外，海外市场对于射孔市场规模大约是国内射孔市场经济规模的30多倍，同时，三大石油企业也正在海外进行油气开发，这都将为复合射孔技术的应用打开巨大空间；

射孔技术是连通地层和井筒的关键技术之一，已得到广泛应用；目前，国内射孔市场总规模约为53.8亿元，据中国爆破器材行业协会预测，到2012年，国内射孔市场总体规模将达到60亿元，复合增长率为4.86%，增速高于国内产油增速；

而复合射孔市场市场份额占比不到14%，增速却远高于传统射孔市场的增速，证明其技术优势已逐渐得到市场的认同；随着难找油气的开采越来越普遍，复合射孔器及服务业务的需求将进一步得到激发。

❖ **区域垄断减弱和市场化运作的深入，为公司逐步打开市场空间** 近些年，五大钻探公司进行的专业化重组，国内油田服务市场的区域垄断逐步减弱；同时，市场化的公开招标方式逐步推进，为类似于公司这样的民营企业的生存和发展打开了一定的空间。另外，公司在开拓国内市场的同时，也进入东南亚、东欧和非洲的油田增产服务市场，并且公司获得美国API认证，有望打开北美市场；

❖ **公司以技术为核心，目标成为综合性的油服公司** 公司在技术上保持持续的投入，研发费用的投入基本保持在3.6%以上，以确保持续的进一步发展；公司所处行业技术和资质壁垒较高，新进入者较难短期内得到市场的认可；

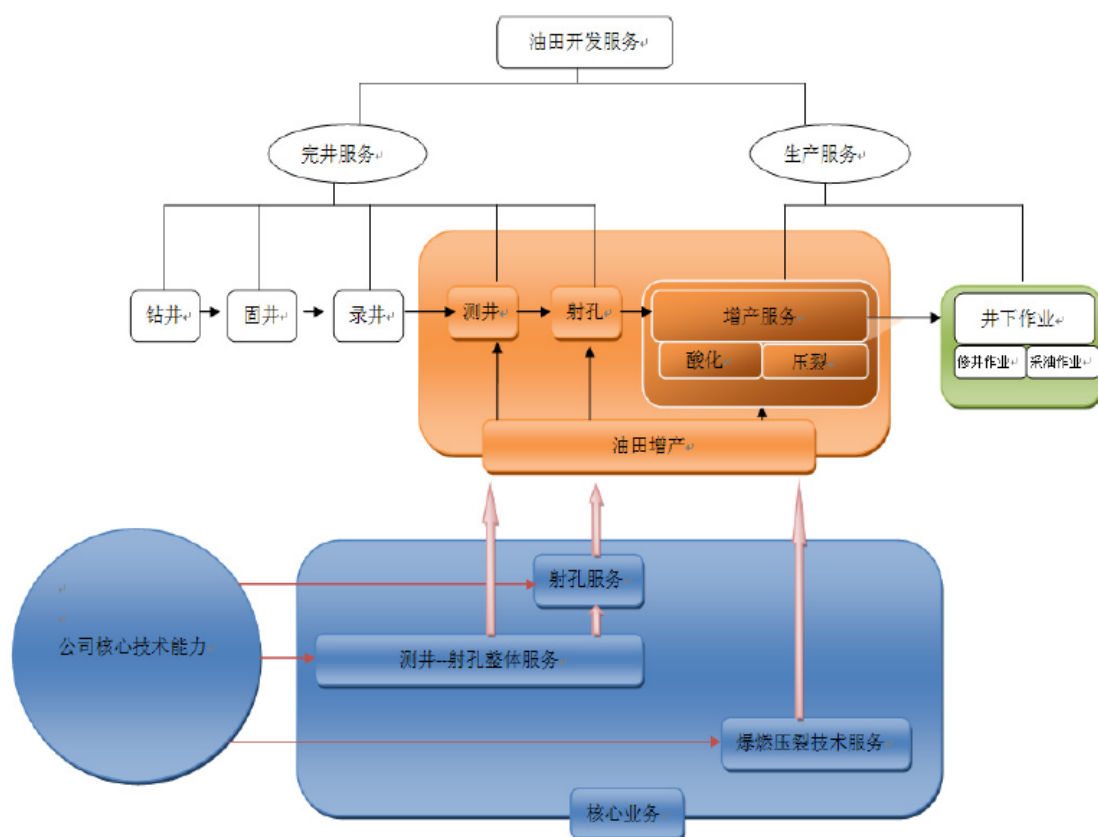
现阶段，公司的主营收入仍然主要来自于复合射孔器的销售，其约占总收入的80%左右，但是公司在营销方面注重提供整体解决方案，而不是单一的产品，强调服务于油田开采企业，而不是传统的作业单位，这为公司成为综合性的油田服务公司打下了基础。

❖ **公司募投项目** 公司欲募集2.98亿元，主要投入复合射孔技术和爆燃压裂技术的产业化升级建设项目，进一步敦实自身的技术优势；此外，募投项目还包括了研发中心的建设项目和营销管理体系建设项目；

❖ **盈利预测和估值** 我们预测公司2010年、2011年和2012年每股收益分别为1.03元、1.54元和2.10元，我们给与公司2011年40-45倍市盈率估值，对应估价为61.60-69.30元；

❖ **风险提示：**1) 宏观经济波动，导致石油价格下滑；2) 区域垄断导致市场拓展速度低于预期。

图1: 公司业务定位



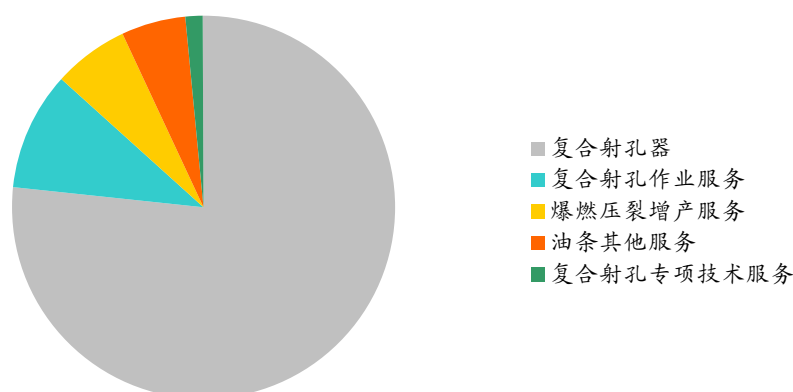
资料来源: 公司招股说明书

表 1: 公司股权结构

股东名称	持股数量(股)	持股比例 (%)	股本性质
张国桢	15,380,387	31.39	个人股
上海联新投资中心(有限合伙)	7,552,402	15.41	国家股
吴捍衍	6,527,051	13.32	个人股
上海浩耳实业发展有限公司	3,300,000	6.73	境内法人股
张晓龙	2,556,839	5.22	个人股
无锡 TCL 创动投资有限公司	2,500,000	5.1	境内法人股
陈立北	2,100,000	4.29	个人股
黄建庆	1,709,180	3.49	个人股
陈进华	1,461,159	2.98	个人股
张志坚	1,272,511	2.6	个人股
合计	44,359,529	90.53	

资料来源: 公司招股说明书

图 2: 公司业务收入主要还是通过对作业单位出售射孔器实现



资料来源: Wind

表 2: 公司毛利率稳步提升

毛利率 (%)	2007	2008	2009	2010 前三季
复合射孔器	48.7	44.05	43.66	44.06
复合射孔作业服务	52.02	62.75	65.02	75.79
爆燃压裂增产服务	-	-	81.51	77.84
油条其他服务	28.96	55.53	49.96	48.28
综合毛利率	47.96	47.15	48.78	50.21

资料来源: Wind

表 3: 复合射孔应用增速明显高于常规射孔应用

单位: 亿元	2007	2008	2009
射孔总市场规模	48.66	52.26	53.82
增速	-	7.40%	2.99%
常规射孔市场规模	43.22	45.94	46.58
增速	-	6.29%	1.39%
复合射孔市场规模	5.43	6.32	7.24
增速	-	16.39%	14.56%
复合射孔市场份额占比	11.17%	12.09%	13.45%

资料来源: 公司招股说明书, 爱建证券整理

表 4: 盈利预测

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
一、营业总收入	208.91	265.09	318.11	416.72	533.41
营业收入	208.91	265.09	318.11	416.72	533.41
二、营业总成本	168.01	210.2	240.6	298.96	372.2
营业成本	110.41	135.77	152.69	191.72	245.36
营业税金及附加	2.54	2.99	4.78	6.22	6.93
销售费用	30.7	44.4	53.38	64.06	75.58
管理费用	21.68	23.75	26.83	34.35	41.22
财务费用	2.52	2.66	1.63	1.78	2.45
资产减值损失	0.15	0.64	1.29	0.83	0.66
三、其他经营收益	0	0	0	0	0
四、营业利润	40.9	54.89	77.51	117.76	161.21
加: 营业外收入	2.18	2.99	2.38	2.21	2.33
减: 营业外支出	0.04	0.07	0.33	0.14	0.19
五、利润总额	43.04	57.81	79.56	119.83	163.35
减: 所得税	6.49	8.89	11.93	17.97	24.5
六、净利润	36.56	48.91	67.63	101.86	138.85
减: 少数股东损益	0.02	0	0	0.01	0.01
归属于母公司所有者的净利润	36.54	48.91	67.63	101.85	138.84
七、每股收益:					
(一) 基本每股收益	0.91	1.16	1.38	2.08	2.83
(二) 稀释每股收益	0.55	0.74	1.03	1.54	2.10

资料来源: 爱建证券整理

表 5: 可比上市公司估值

证券代码	证券简称	PE (TTM)	2010E	2011E	2012E
002353.SZ	杰瑞股份	64.4	58.4	39.4	28.9
002207.SZ	准油股份	103.2	131.3	90.8	64.6
002490.SZ	山东墨龙	33.5	33.0	23.7	17.9
300084.SZ	海默科技	134.7	123.7	42.1	26.7
002278.SZ	神开股份	47.7	41.2	31.1	24.6
	平均	76.7	77.5	45.4	32.5

资料来源: wind

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映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。

### 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

#### ● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

#### ● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

### 重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。