

分析师：符彩霞  
 执业证书编号：A0220200010018  
 Tel：010-59355977  
 Email：qiqs@chinans.com.cn  
 地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100033)



# 通源石油 (300164. SZ)

## 油田增产新技术的排头兵

### 投资要点

● **油田增产新技术的排头兵。**公司是一家专注于油田增产技术的企业，向油田客户提供复合射孔器销售、复合射孔作业服务、复合射孔专项技术服务、爆燃压裂作业服务及油田其他服务。本次发行 1700 万股，发行后总股本 6600 万股，发行价格 51.1 元。

● **复合射孔将成为增产主流技术。**在高油价的背景下，为实现我国原油稳产、天然气增产的目标，未来的几年射孔服务业务需求将显著提升，在西部新油田的新井射孔、东部老油田的技术改造再射孔以及在海外延伸的国际射孔服务市场都将有大的发展空间。

● **高壁垒保证高毛利。**由于油气井复合射孔作业环境均是在井下实现爆燃作业，对于安全性有着极高的要求，油田客户在招标时只选择一些有着长期合作经验的公司，在复合射孔市场中公司以 80% 的份额处于绝对的优势地位，我们预计公司复合射孔业务毛利率持续保持在 50% 以上。

● **爆燃压裂市场广阔。**目前爆燃压裂技术在我国还处于起步阶段，随着公司该项技术在长庆的成功应用会起到示范作用，未来 2-3 年是爆燃压裂高速增长期，在国内外其它油田进行大规模推广应用有着巨大潜力。

● **预计上市首日价格在 60-65 元之间。**预计未来 3 年公司 EPS 分别达到 1.00、1.58 和 2.38 元，根据与类似上市公司对比，我们预计公司上市首日价格在 60-65 元之间。

采掘	
上市首日区间(元)	60-65

发行上市资料	
发行价格(元)	51.10
发行市盈率(倍)	73.00
发行股数(万股)	1700
发行后总股本(万股)	8300
发行日期	2011/1/4
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	0
上市日期	2011年1月13日

基础数据(发行前)	
每股净资产(元)	5.43
总股本/流通 A 股(万股)	6600/0
流通 B 股/H 股(万股)	0/0
2011年1月4日	

### 相关研究

盈利预测				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	265.09	302.49	394.10	550.28
增长率(%)	26.89	35.87	57.79	56.13
净利润(百万)	48.91	65.94	104.27	157.01
增长率(%)	33.88	34.80	58.13	50.58
EPS(元)	1.16	1.00	1.58	2.38
毛利率(%)	48.78	51.87	56.90	58.98
净资产收益率(%)	20.18	5.63	8.25	11.17

财务指标					
	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	1.87	1.45	48.65	0.00	0.00
2008A	1.61	1.11	46.27	6.55	2.83
2009A	2.29	1.82	34.51	3.93	2.57

来源：招股说明书、民族证券

## 正文目录

一、公司概况：油田增产新技术的排头兵 .....	3
（一）公司简介 .....	3
（二）公司股权结构 .....	3
（三）公司募投项目 .....	3
二、复合射孔将成为增产主流技术 .....	4
（一）高油价支撑油田增产加速 .....	4
（二）公司复合射孔技术领先 .....	4
（三）高壁垒保证高毛利 .....	5
三、爆燃压裂市场广阔 .....	6
四、公司盈利预测与估值 .....	6
（一）盈利预测 .....	6
（二）相对估值 .....	7
五、公司风险因素分析 .....	7
（一）客户集中度较高 .....	7
（二）经营活动现金流较差 .....	7

## 图表目录

图 1：公司 IPO 前股权结构.....	3
图 2：公司募投项目概况 .....	3
图 3：油层射孔渗流示意图 .....	4
图 4：射孔领域经济规模 .....	5
图 5：复合射孔器销售价格（元 / 米） .....	5
图 6：复合射孔作业服务价格（元 / 米） .....	5
表 1：重要假设表 .....	6
表 2：盈利预测简表 .....	6
表 3：板块内上市公司估值对比 .....	7
附录：财务预测表 .....	错误！未定义书签。

## 一、公司概况：油田增产新技术的排头兵

通源石油发行前总股本 4900 万，本次发行 1700 万股，发行后总股本 6600 万股。2009 年公司营业收入 2.65 亿元，净利润 4900 万元，毛利率 48.8%，每股收益 1.16 元，发行摊薄后为 0.74 元。

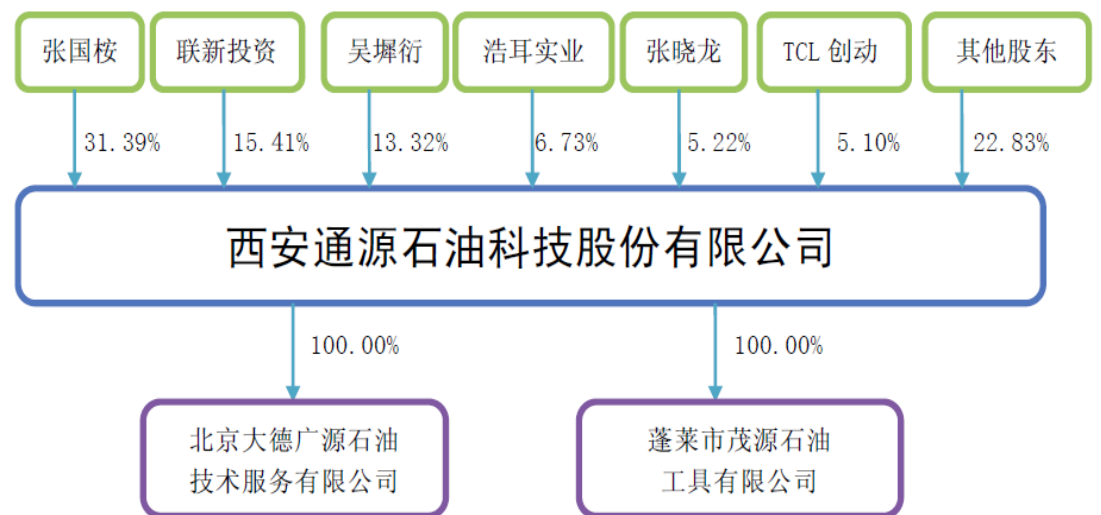
### （一）公司简介

公司是一家专注于油田增产技术的企业，依托自主研发的油气增产技术，向油田客户提供复合射孔器销售、复合射孔作业服务、复合射孔专项技术服务、爆燃压裂作业服务及油田其他服务。公司还配备了先进的测井服务装备，能够完成裸眼井测井、套管井测井、射孔作业以及其他工程测井作业。

### （二）公司股权结构

公司公开发行股票前，张国桢持有通源石油 31.39% 的股权，IPO 后张国桢仍持有公司 23.3% 的股权，仍然是公司的事迹控制人。

图 1：公司 IPO 前股权结构



数据来源：招股书、民族证券

### （三）公司募投项目

本次发行募集的全部资金都将主要用于 3 个项目，分别为复合射孔技术升级项目、爆燃压裂技术升级项目和公司研发中心的建设，项目达产之后公司对油田客户的服务能力将大大提高。

图 2：公司募投项目概况

序号	项目名称	募集资金投资金额（万元）
1	油气井复合射孔技术产业化升级建设项目	18,000
2	油气井爆燃压裂增产技术产业化建设项目	4,800
3	研发中心建设项目	4,000
4	营销管理体系建设项目	3,000

数据来源：招股书、民族证券

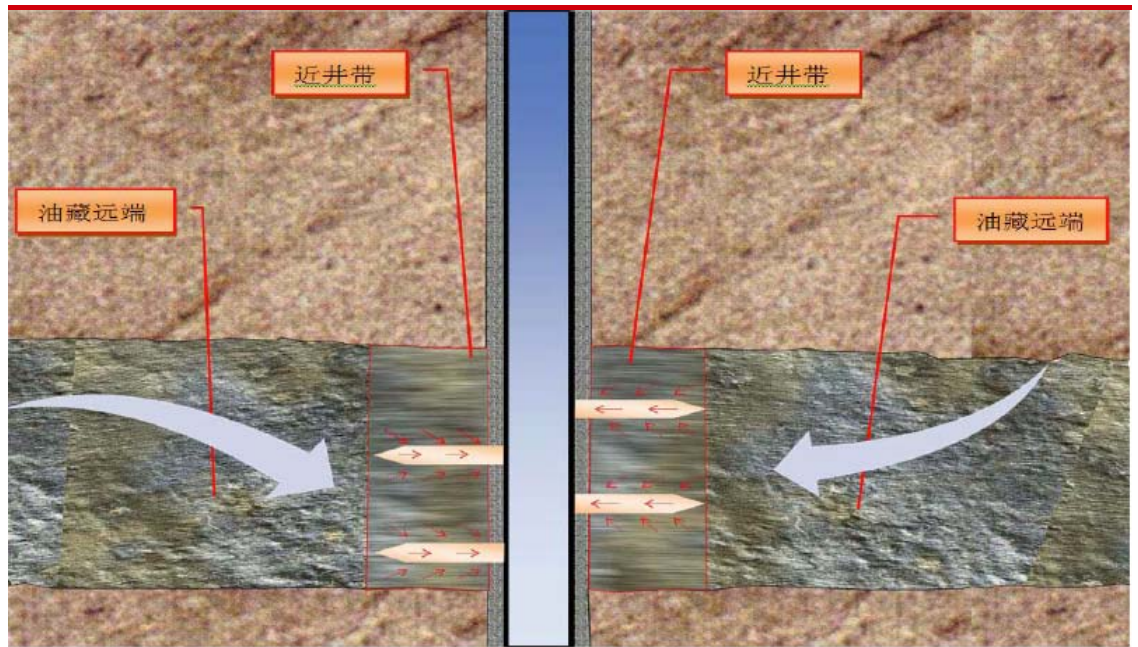
## 二、复合射孔将成为增产主流技术

未来国内石油天然气产量和消费量的持续上升，是油气井射孔行业市场空间得以快速扩大的首要因素。为实现我国原油稳产、天然气增产的目标，未来的几年射孔服务业务需求将显著提升，在西部新油田的新井射孔、东部老油田的技术改造再射孔以及在海外延伸的国际射孔服务市场都将有大的发展空间。

### （一）高油价支撑油田增产加速

进入 2011 年以来，原油价格一直在 90 美元每桶上下徘徊，随着以美国为首的各大经济体的货币政策来看，流动性仍将充斥着整个资本市场，对于原油之类的大宗商品价格将会持续走高，我们明年国际原油全年均价将达到 93 美元/桶，高点突破 100 美元大关也是大概率事件。在高油价的背景下，油公司的资本开支无疑会有大幅增长，而相对于扩大探勘范围、多打井，使“老井”增产是一个相对成本低、见效快的方法。

图 3：油层射孔渗流示意图



数据来源：公司招股书、民族证券

国内油气井射孔领域主要分为两类，一是传统聚能射孔技术，二是以公司为代表的复合射孔新技术。公司掌握的复合射孔技术与传统射孔相比对于油田增产有着明显优势，在传统的聚能射孔技术下，由于射孔穿深的局限，既不能提高导流能力，也不能解决近井带污染，致使单井产量的提升受到制约；而复合射孔技术使近井带形成大面积的孔缝结合型裂缝网络，将射孔穿深提高 3.6 倍，从而大幅度提升油气产量。复合射孔技术在难动用油藏开发阶段成为射孔的主流技术，具有强大的生命力和广阔的市场空间。

### （二）公司复合射孔技术领先

公司复合射孔技术及产品在国内油田累计应用超过 3 万口井，近三年来每年都保持 5,000 口井以上的应用规模，并呈不断扩大态势。公司的产品和技术已推广至中石油、中石化、中海油三大石油集团所属的大庆、长庆、辽河、胜利、吉林、大港、中原、江苏、青海、吐哈、克拉玛依、塔里木、普光、中海油渤海等十多个油田区块，复合射孔技术及产品已成功进入印尼、苏丹和哈萨克斯坦等海外油田市场。

公司已经取得了美国 API 质量管理体系认证并每年通过 API 的严格复审，是国内民营石油服务企业中，能够取得 API 认证并持续通过复审的少数企业之一。API 认证作为世界上油服市场最权威的标准，是公司开拓国际市场的敲门砖。

我国石油海外发展战略的实施带动了射孔服务需求增长。在国内原油产量增长幅度受限的背景下，国内三大石油集团均采取了国际化战略，拓展海外油气资源。对于在国内射孔服务领域与主要油田客户保持良好合作关系的射孔器材和服务供应商而言，采取“借船出海”的方式，与油田客户共同开拓海外射孔服务是非常现实的选择，有利于其竞争实力的提升。

### （三）高壁垒保证高毛利

油气井复合射孔技术是民爆和油藏两大类科学范畴的综合，存在很高的专业性壁垒，由于作业环境均是在井下实现爆燃作业，对于安全性有着极高的要求，油田客户在招标时一般只选择一些有着长期合作经验的公司，以射孔为代表的高壁垒油田增产服务行业的整体毛利率处于较高水平。

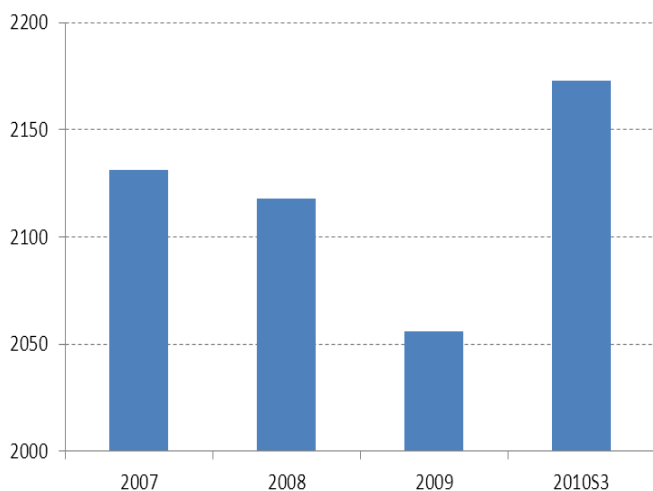
图 4：射孔领域经济规模

项目	2009 年	2008 年	2007 年
射孔总体经济规模（亿元）	53.82	52.26	48.66
常规射孔经济规模（亿元）	46.58	45.94	43.22
复合射孔经济规模（亿元）	7.24	6.32	5.43
复合射孔经济规模占射孔总体经济规模的比例（%，即复合射孔替代率）	13.45	12.09	11.17
采用本公司复合射孔器完成射孔的经济规模（亿元）	5.74	4.90	4.14
采用本公司复合射孔器完成射孔的经济规模占复合射孔经济规模的比例（%）	79.28	77.53	76.24

数据来源：招股书、民族证券

油田射孔的市场规模在 2010 预计达到 60 亿元，虽然复合射孔目前只占其中 13%左右的份额，但是这一比例连续 3 年在提高，而在复合射孔市场中公司以 80%的份额处于绝对的优势地位，我们预计公司复合射孔业务毛利率持续保持在 50%以上。

图 5：复合射孔器销售价格（元 / 米）



资料来源：招股书，民族证券

图 6：复合射孔作业服务价格（元 / 米）



资料来源：招股书，民族证券

### 三、爆燃压裂市场广阔

爆燃压裂能够在油气井近井带产生多条裂缝，增加油井产量和注水井的吸水能力，还有着明显的解堵效果。公司的爆燃压裂技术于 2009 年实现了规模化生产和作业服务，经过在国内长庆油田等油田 400 余口井 600 多层位的规模应用，使 90%以上的低产井都达到了工业油流，而其作业成本仅是水力压裂作业成本的 1/5，这对油田降低开发成本、增产节支具有重要的意义。目前爆燃压裂技术在我国还处于起步阶段，大部分油田对于公司这种业务还不熟悉，随着公司该项技术在长庆的成功应用会起到示范作用，未来 2-3 年是爆燃压裂高速增长期，在国内外其它油田进行大规模推广应用有着巨大潜力。

除了复合射孔与爆燃压裂业务外，公司目前还逐步向钻井、测井等更上游的油服领域拓展，由于公司原有业务就需要比如测井等相关操作，对于新开展的业务还是有一定技术基础的。另外公司储备项目压裂示踪、复合射孔与 DSP 联作、防沙射孔、动态负压射孔等都处于行业领先地位，在 IPO 资金到位后，我们预计一些关于油田服务的新项目将会给市场带来惊喜。

### 四、公司盈利预测与估值

#### (一) 盈利预测

根据公司募投项目推进程度和经营情况，对公司 3 年内主营业务假设见下表。

表 1：重要假设表

产 品	2010E	2011E	2012E
<b>射孔器销售</b>			
销量（万米）	8.60	9.80	10.30
售价（元/米）	2,330.00	2,400.00	2,550.00
毛利率	44.00%	46.00%	48.00%
<b>射孔作业</b>			
销量（万米）	0.54	0.56	0.70
售价（元/米）	8,800.00	11,000.00	13,000.00
毛利率	67.00%	75.00%	75.00%
<b>射孔技术服务</b>			
次	16.00	27.00	50.00
售价（万元/次）	55.00	50.00	48.00
毛利率	93.00%	93.00%	90.00%
<b>爆燃压裂</b>			
销量（层）	400	500	700
售价（万元/层）	4.66	4.76	4.90
毛利率	45.00%	47.00%	47.00%

资料来源：民族证券

表 2：盈利预测简表：

单位（万元）	2010E	2011E	2012E
营业总收入	30249	39410	55028
营业成本	14557.50	16984.19	22573.392
销售费用	332.73	433.51	605.308

管理费用	6380.69	8165.68	10943.52
财务费用	1340.12	1567.59	2086.08
资产减值损失	120.00	413.40	338.10
投资净收益	0.00	0.00	0.00
营业利润	7457.45	11766.81	18371.54
营业外收支	300.00	500.00	100.00
利润总额	7757.45	12266.81	18471.54
所得税	1163.62	1840.02	2770.73
净利润	6593.83	10426.79	15700.81
少数股东损益	0.00	0.00	0.00
归属母公司的净利润	6593.83	10426.79	15700.81
每股收益（元）	<b>1.00</b>	<b>1.58</b>	<b>2.38</b>

数据来源：民族证券研发中心

根据前文对公司各项业务的假设,我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.0、1.58、2.38 元。

## （二）相对估值

我们把与公司主营业务相似的中小板及创业板内油田服务类上市公司与之作比较,平均市盈率达到 70 倍左右,但是我们认为例如海默科技和准油股份的估值已经偏高,综合考虑公司未来 2-3 年内的成长性,以及技术含量较高等特点,给予公司 60-65 倍 PE,按 2010 年 1.00 元业绩计算,公司上市首日合理股价在 60-65 元附近。

表 3：板块内上市公司估值对比

证券代码	证券简称	动态市盈率
000852.SZ	江钻股份	44.6
002207.SZ	准油股份	101
002278.SZ	神开股份	47.3
002353.SZ	杰瑞股份	58.6
300084.SZ	海默科技	130
平均		72.3

资料来源：民族证券

## 五、公司风险因素分析

### （一）客户集中度较高

公司的最终客户主要为三大石油集团下属的十余家油田,与各油田公司通过招投标方式展开业务合作。由于国内油田分布广泛、各油田地质条件差异大,具体的生产采购计划制订和实施由各油田负责。目前大庆油田和长庆油田占公司营收比例在 80%以上,如果这两家公司大幅压缩勘探开发支出或财务状况恶化,将导致公司业务拓展受阻,并对公司的收入来源和现金流状况造成负面影响。

### （二）经营活动现金流较差

受油田客户生产作业的计划性和射孔作业所处工序影响,公司的业务主要在下半年开展,而油田客户也会根据年初制订的采购计划在每年年末或次年年初支付当年的采购款,集中支

付的特点非常明显。这就使得公司在某时间段内应收账款规模较大，对公司短期现金流构成不利影响，也加大了应收账款发生坏账的风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	28845.66	112494.39	121484.68	137770.31
现金	12306.07	94862.05	99381.19	107407.73
应收账款	9737.95	10027.75	13064.68	18242.16
其它应收款	597.90	745.87	971.75	1356.85
预付账款	286.34	331.50	431.89	603.05
存货	5917.40	6527.23	7635.16	10160.53
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	8176.02	11662.76	13263.54	13859.70
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5192.57	8673.37	10264.98	10845.53
无形资产	2959.15	2959.15	2959.15	2959.15
其他	24.31	30.25	39.41	55.03
<b>资产总计</b>	37021.68	124157.15	134748.21	151630.02
<b>流动负债</b>	12579.58	7110.60	8317.55	11068.62
短期借款	2000.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	8674.14	6935.18	8112.35	10795.56
其他	159.30	175.42	205.19	273.06
<b>非流动负债</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	200.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	12779.58	7110.60	8317.55	11068.62
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	480.42	2621.74	2954.04	3376.16
<b>负债和股东权益</b>	37021.68	124157.15	134748.21	151630.02

现金流量表

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	1815.00	3535.76	9229.86	12379.17
净利润	4891.42	6593.83	10426.79	15700.81
折旧摊销	581.36	1389.60	1663.03	1863.90
财务费用	265.78	120.00	413.40	338.10
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-3977.79	-4622.23	-3343.02	-5618.08
其它	54.22	54.56	69.66	94.44
<b>投资活动现金流</b>	-1749.66	-4870.40	-3254.64	-2444.45
资本支出	-1749.66	-4870.40	-3254.64	-2444.45
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	6784.22	83890.62	-1456.08	-1908.18
短期借款	-450.00	-2200.00	0.00	0.00
长期借款				
普通股增加	8212.50	86923.12	-1042.68	-1570.08
资本公积增加				
其他	-978.28	-832.50	-413.40	-338.10
<b>现金净增加额</b>	6849.55	82555.98	4519.14	8026.54

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	26509.02	30249	39410	55028
营业成本	12996.05	14557.50	16984.19	22573.392
营业税金及附加	299.17	332.73	433.51	605.308
营业费用	5021.10	6380.69	8165.68	10943.52
管理费用	2374.57	1340.12	1567.59	2086.08
财务费用	265.78	120.00	413.40	338.10
资产减值损失	63.79	60.50	78.82	110.06
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
<b>营业利润</b>	5488.55	7457.45	11766.81	18371.54
营业外收支	292.18	300.00	500.00	100.00
<b>利润总额</b>	5780.73	7757.45	12266.81	18471.54
所得税	889.31	1163.62	1840.02	2770.73
<b>净利润</b>	4891.42	6593.83	10426.79	15700.81
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	4891.42	6593.83	10426.79	15700.81
EBITDA	6399.48	9027.55	13922.06	20683.60
EPS (元)	0.74	1.00	1.58	2.38

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	26.89%	14.11%	30.29%	39.63%
营业利润	34.18%	35.87%	57.79%	56.13%
归属母公司净利润	33.88%	34.80%	58.13%	50.58%
<b>获利能力</b>				
毛利率	50.97%	51.87%	56.90%	58.98%
净利率	18.45%	21.80%	26.46%	28.53%
ROE	20.18%	5.63%	8.25%	11.17%
ROIC	18.64%	5.55%	8.24%	11.39%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	34.52%	5.73%	6.17%	7.30%
流动比率	2.29	15.82	14.61	12.45
速动比率	1.82	14.90	13.69	11.53
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.72	0.24	0.29	0.36
应收帐款周转率	2.72	3.02	3.02	3.02
应付帐款周转率	1.53	2.15	2.15	2.15
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.74	1.00	1.58	2.38
每股经营现金	0.27	0.54	1.40	1.88
每股净资产	3.67	17.73	19.16	21.30
<b>估值比率</b>				
P/E	68.95	51.15	32.35	21.48
P/B	13.91	2.88	2.67	2.40
EV/EBITDA	52.78	27.64	17.68	11.65

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn