

分析师： 刘俊 (8621)68751310 fengxt@cjsc.com.cn 执业证书编 S0490208090171

联系人： 冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

梅崧 垒 (8621) 68751310 meiyl@cjsc.com.cn

张翔 (8627) 65799773 zhangxiang1@cjsc.com.cn

通源石油：复合射孔的细分龙头

事件描述

■ 发行与募投项目

公司本次拟向社会公开发行人民币普通股不超过 1,700 万股，发行后总股本 6600 万股，公司实际控制人张国桢持股 23.30%。公司募集资金在扣除发行费用后将用于油气井复合射孔技术产业化升级建设项目、油气井爆燃压裂增产技术产业化建设项目、研发中心建设项目、营销管理体系建设项目，预计总投资 2.98 亿元。

其中油气井复合射孔技术产业化升级建设项目和油气井爆燃压裂增产技术产业化建设项目，建设期为 2 年，合计投资 2.28 亿，5 年间平均每年可实现净利润合计 4378 万元，按公司发行后股本计算，可提高每股收益 0.66 元。

■ 公司是射孔技术潮流的引领者

公司主要从事油田增产技术的研发、推广和作业服务，包括复合射孔器销售及其作业服务、爆燃压裂作业服务等，是目前国内复合射孔器市场占有率最高的生产服务商。公司承担了包括重点国家级火炬计划项目在内的 16 项科研计划，拥有专利 25 项，包括国外发明专利 3 项，是复合射孔技术潮流的引领者。

■ 油气开发遭遇难题，复合射孔迎来发展良机

世界油气开采遭遇难动用油藏问题。目前除中东地区以外，全球探明可采储量中这类难动用油藏已经超过 60%。为油田提高采收率的射孔技术前景广阔，国内市场 2012 年将达到 60 亿，国际市场约为 100 亿美元。

作为射孔技术中的先进潮流，复合射孔逐步替代传统技术，在射孔市场中的份额逐年提高，从 2007 年的 11.16% 增长到 2009 年的 13.45%。公司作为复合射孔的龙头企业，将充分享受这一技术替代的广阔前景，未来发展值得期待。

■ 盈利预测与申购价格

我们预计，2010-2012 年公司每股收益分别为 0.94 元、1.47 元和 2.40 元。按照 2011 年 30-35 市盈率，合理申购价格为 44.10-51.45 元。

事件评论

公司概况：射孔技术潮流的引领者

公司主要提供以复合射孔解决方案为核心的油田增产技术研发、推广和作业服务，包括复合射孔器销售及其作业服务、

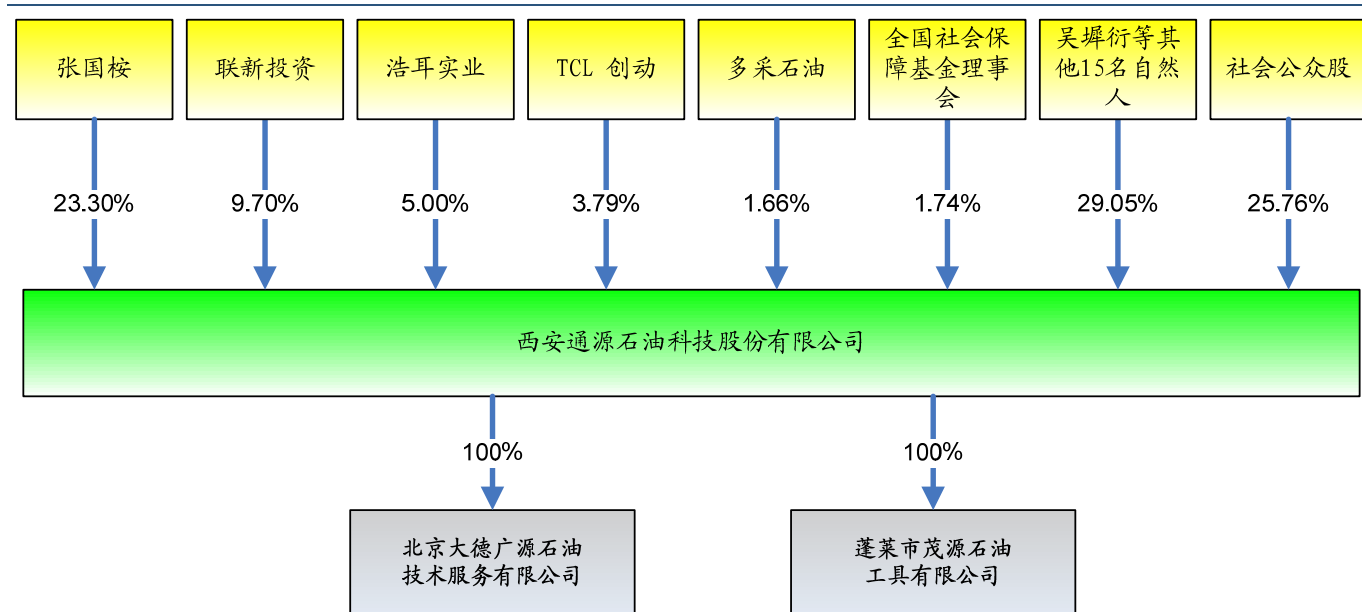
爆燃压裂作业服务等，是目前国内复合射孔器市场占有率最高的生产服务商。作为复合射孔技术的龙头企业，公司承担了包括重点国家级火炬计划项目在内的 16 项科研计划，拥有专利 25 项（包括国外发明专利 3 项），引领着我国射孔技术的前进潮流。

股权结构

西安通源石油科技股份有限公司本次拟发行普通股 1700 万股，发行后总股本 6600 万股，公司董事长兼总经理张国桢持股 23.30%，为公司的实际控制人。

公司下有 2 个全资子公司北京大德广源石油技术服务有限公司和蓬莱市茂源石油工具有限公司。其中北京大德广源石油技术服务有限公司主要提供销售、运输与技术服务；茂源石油工具有限公司拟于近期注销。

图 1：发行后通源石油股权结构图



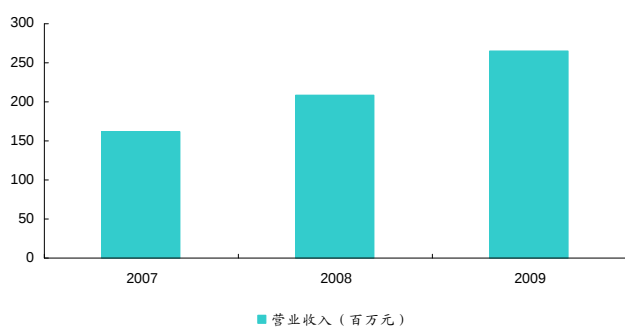
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司经营情况稳步上升

公司营业收入从 2007 年的 1.62 亿元稳步增长到 2009 年的 2.65 亿元，三年营收复合增长率 28%；营业利润从 2007 年的 3386 万元增长到 2009 年的 5489 万元，三年复合增长率 27.32%；净利润从 2007 年的 2721 万增长到 2009 年的 4891 万元，三年净利润复合增速 34.1%；毛利率三年均保持在 47%到 51%之间，净利率保持在 16%~18.5%。

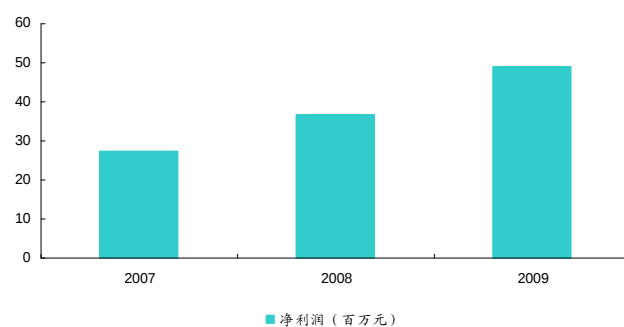
图 2：近三年公司营业收入变化（百万元）

图 3：近三年公司净利润变化（百万元）



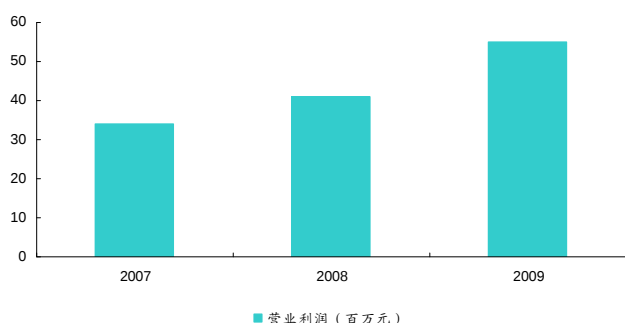
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4: 近三年公司营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5: 近三年公司毛利率、净利率变化



资料来源：公司公告，长江证券研究部

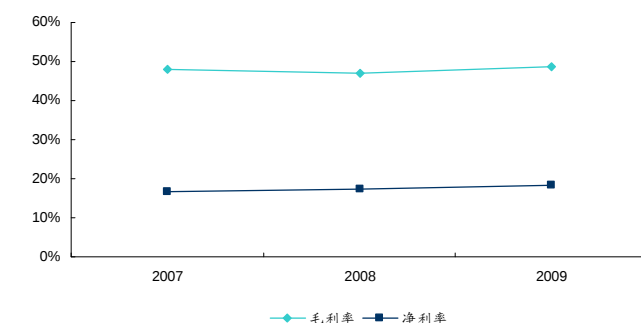
行业分析：油气开发遭遇难题，复合射孔迎来发展良机

难动用油藏开发问题凸显，射孔技术升级需求迫切

世界油气开采遭遇难动用油藏问题。经过多年开采，目前全球易开采油气资源已经不多。大量油气埋藏条件复杂、开发难度大。除中东地区以外，全球探明可采储量中这类难动用油藏已经超过 60%。在我国，难动用油藏占最近五年探明储量的 50%~60%、剩余石油资源的 76.5%。油藏开发问题凸显。

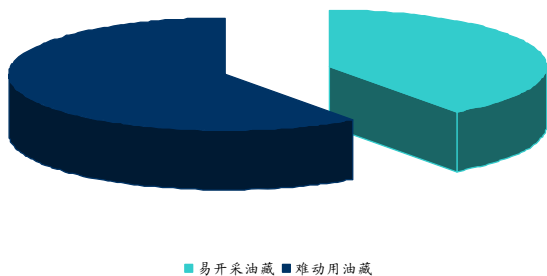
要解决难动用油藏开发问题，关键在于提高采收率。通过提高采收率技术，可以增加油井约一倍的开采潜力。目前我国除大庆油田采收率较高外，其他油田平均仅为 25.5%，与美国平均采收率 33.3% 左右相去较远。

图 6: 难动用油藏已占全球（除中东）探明可采储量 60%

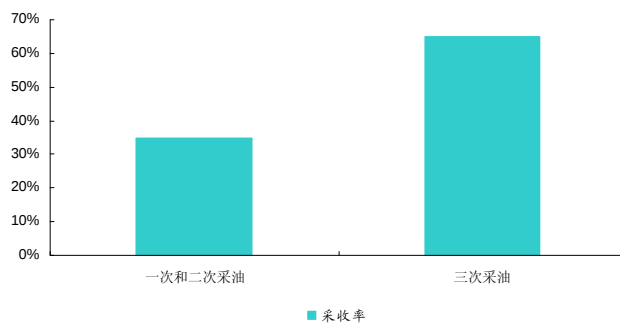


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7: 提高采收率技术可以大幅提高油田开采潜力



资料来源：公司公告，长江证券研究部

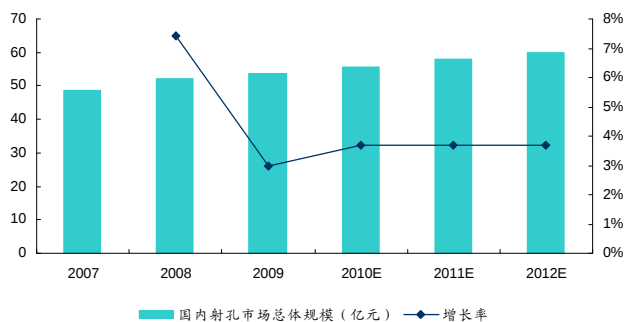


资料来源：公司公告，长江证券研究部

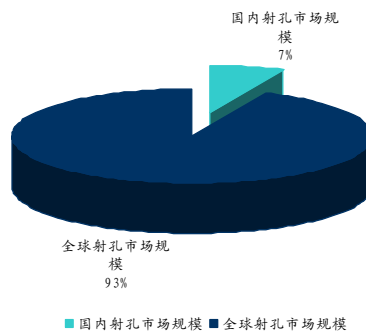
油井开发在钻井完成后，需要进行完井作业定产。全球范围内，90%左右的油气井完井采用射孔作业。射孔技术被认为决定油井产能和寿命的首要关键。随着我国油气开采力度的加大，国内射孔市场稳步增长。2009 年国内射孔产值约为 46.58 亿，预计到 2012 年，总体规模将达到 60 亿元。而在全球范围内，每年全球油气井射孔米数约为 500 万米，市场规模约在 100 亿美元。

图 8: 国内射孔市场增长稳定

图 9: 国外射孔市场规模巨大



资料来源：招股说明书，中国爆破器材行业协会，长江证券研究部



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

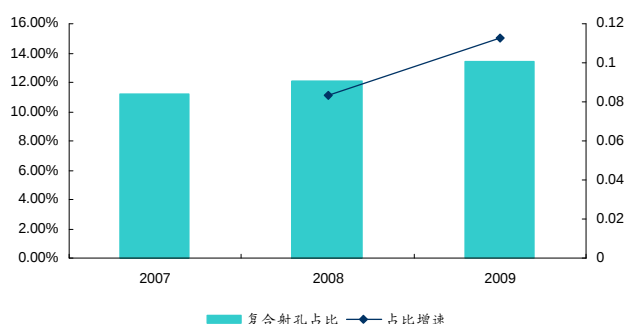
随着难动用油藏问题逐渐浮现，传统射孔技术由于穿深有限，提产作用受到制约。油气开采工程亟需新的射孔技术。更加先进的复合射孔技术因而得到发展，在难动用油藏开发阶段逐渐成为射孔的主流技术。

相较传统技术，复合射孔作业可将射孔穿深提高 3.6 倍，解决了近井地带污染，提高了油井的导流能力。通源石油的作业经验显示，复合射孔作业可使单井产量平均提高一倍以上，大幅提高油井的采收率。

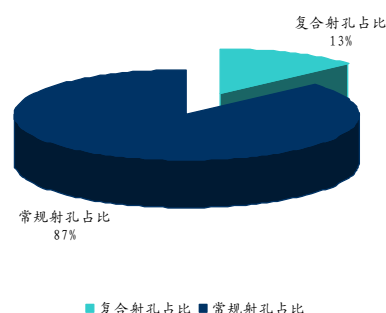
由于优势明显，复合射孔正在逐步成为市场主流，但目前份额仍然偏小，仅为 13%，远低于我国难动用油藏占最近五年探明储量 50%~60%的比例。随着技术的进步、推广力度的不断加大，爆发性增长空间非常巨大。

图 10: 复合射孔逐步替代传统技术

图 11: 复合射孔市场空间广阔



资料来源：招股说明书，中国爆破器材行业协会，长江证券研究部



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

传统作业补充技术，爆燃压裂前景广阔

爆燃压裂主要针对油田老井增产，是与传统水力压裂作业互为补充的作业方法。相对传统水力压裂作业，其工艺简单、作业周期短、污染小，而成本仅为传统作业成本的 20%。应用爆燃压裂后，可使 90% 以上的低产井达到工业油流。

由于爆燃压裂技术 2008 年才由通源石油公司推出，进入市场的时间较短，目前还处于成长期。2009 年产值仅 1693.78 万。但长远看来发展前景极为广阔，2008 年我国在产井有 71542 口，大部分有爆燃压裂增产需要，即使仅有 50% 的在产井应用爆燃压裂，且保守假设每井只作业一层，以 30000 元/井/层计算，国内市场也有 10.7 亿。而在全球范围，2008 年在产井有 867,853 口，市场约为 130 亿。

由于爆燃压裂技术壁垒很高，目前仅有通源石油一家公司可以开展作业。作为技术的研发者和市场的先行者，公司将充分享受这一技术的丰硕果实。

公司分析：主营业务优势尽显

公司毛利稳定，核心业务增长飞跃

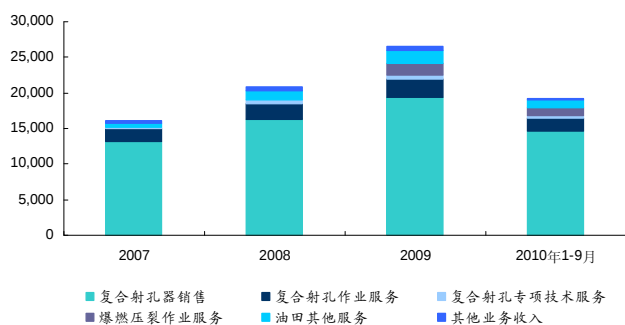
公司主营业务为复合射孔器销售、作业、技术服务，以及爆燃压裂作业服务，是目前国内复合射孔器市场占有率最高的细分行业龙头。

从主营产品的营业收入占比来看，公司各项业务占比较为稳定。复合射孔器销售始终保持在营收比例 73% 以上，复合射孔作业及技术服务占比保持在 11% 左右，爆燃压裂作业服务保持在 6.3% 左右。

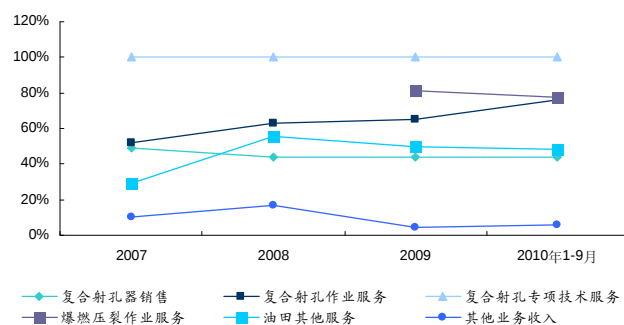
从产品毛利率的角度来看，公司毛利率总体呈稳定上升趋势。复合射孔器销售毛利率小幅下降，但其作业服务则从 2007 年的 52.03% 逐步提高到 2010 年的 75.80%。而 2008 年的新增业务爆燃压裂作业服务毛利率较高，达到 77% 以上。随着爆燃压裂的推广，未来公司毛利率将有进一步提升空间。

图 13：2007~2010 公司主营构成按产品分类

图 14：2007~2010 公司各产品毛利率变化



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

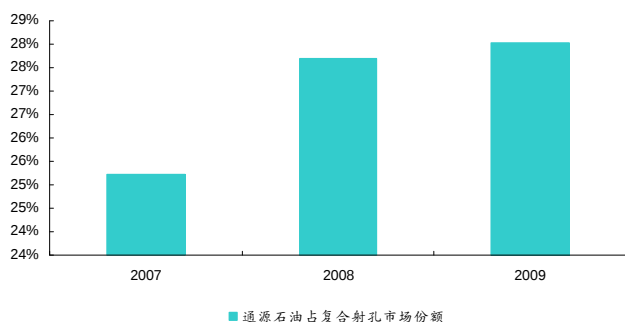
技术研发实力强劲，市场份额逐步增大

公司科研实力强劲，承担了包括重点国家级火炬计划项目在内的 16 项科研计划，拥有专利 25 项，包括国外发明专利 3 项。公司建立了国内专业化程度最高的射孔研发中心和复合射孔动态研究实验室，研发中心被认定为省级“企业技术中心”，通过不断的科技研发，公司引领着我国射孔技术的前进潮流。

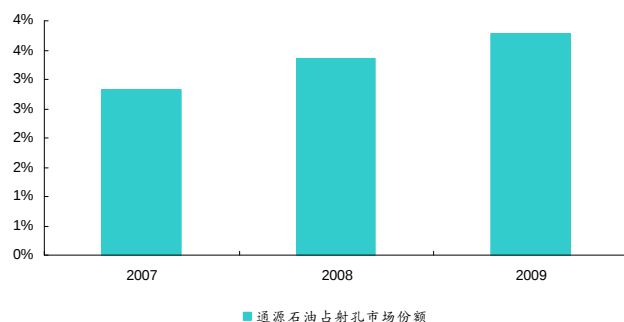
凭借技术优势，公司占国内复合射孔经济规模的比例逐步提升，分别为 25.23%、27.69%和 28.04%，牢牢占据市场第一的龙头位置。随着复合射孔技术的推广，公司业务占射孔市场比例也在逐年提升。

图 15: 公司牢牢占据复合射孔市场龙头

图 16: 公司各产品毛利率变化



资料来源: 公司公告, 中国爆破器材行业协会。长江证券研究部

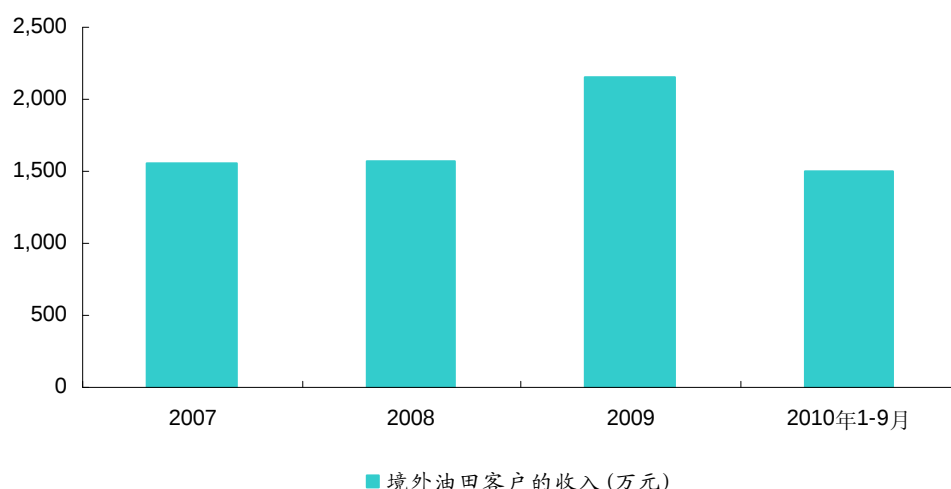


资料来源: 公司公告, 中国爆破器材行业协会。长江证券研究部

扩展国际市场，开拓崭新天地

相比国内，国际油井数量更多，约为国内的 14 倍，市场前景更为广阔。公司利用自身技术优势，开展了以印尼、苏丹和哈萨克斯坦为主的境外油田增产服务市场。在上述境外市场，从 2009 年开始，公司依托作业服务能力建设取得的显著成效，积极将复合射孔作业服务模式复制到境外市场，不仅拓展了市场，而且提升了盈利质量。

图 17: 公司境外业务逐年递增



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

募投项目

公司本次拟向社会公开发行人民币普通股不超过 1,700 万股，募集资金在扣除发行费用后将用于油气井复合射孔技术产业化升级建设项目、油气井爆燃压裂增产技术产业化建设项目、研发中心建设项目、营销管理体系建设项目，预计总投资 2.98 亿元。

表 1：公司募投项目资金使用情况 单位：万元

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

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 2：项目投入产出预测 单位：万元

项目名称		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
油气井复合射孔技术产业化升级建设项目	销售收入	5100	8400	12600	16800	22600
	净利润	671	955	2064	3209	4795
油气井爆燃压裂增产技术产业化建设项目	销售收入	2805	3927	5105	6637	8628
	净利润	838	1259	1931	2629	3539

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司募投项目建设期 2 年，投产后，预计 5 年平均年销售收入为 18520 万元，5 年间平均每年可实现利润总额 5150 万元，实现净利润 4378 万元，按公司发行后股本计算，可提高每股收益 0.66 元。此外，通过建设研发中心和营销管理体系，进一步增强公司的科研实力与市场开发能力，在未来将大幅提高公司潜力。

盈利预测与申购价格

我们预计，2010-2012 年公司每股收益分别为 0.94 元、1.47 元和 2.40 元。按照 2011 年 30-35 市盈率，合理申购价格为 44.10-51.45 元。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	265	310	428	601	货币资金	123	568	318	267
营业成本	136	154	200	254	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	129	156	228	347	应收账款	98	115	159	223
% 营业收入	48.8%	50.3%	53.3%	57.8%	存货	59	67	87	110
营业税金及附加	3	4	5	7	预付账款	6	7	9	11
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	44	52	72	99	流动资产合计	288	760	576	617
% 营业收入	16.7%	16.7%	16.7%	16.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	24	28	39	54	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	3	-1	-2	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	固定资产合计	64	434	757	929
资产减值损失	1	0	0	1	无形资产	30	28	27	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	55	73	114	187	其他非流动资产	-12	-12	-12	-12
% 营业收入	20.7%	23.6%	26.7%	31.2%	资产总计	370	1211	1348	1559
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	20	0	0	0
利润总额	58	73	114	187	应付款项	87	99	128	161
% 营业收入	21.8%	23.6%	26.7%	31.2%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	9	11	18	29	应付职工薪酬	2	2	2	3
净利润	49	62	97	159	应交税费	16	20	30	48
归属于母公司所有者					其他流动负债	2	2	2	3
的净利润	48.9	62.1	96.7	158.6	流动负债合计	126	122	163	215
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.74	0.94	1.47	2.40	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	2	2	2	2
经营活动现金流净额	12	86	152	254	负债合计	128	124	165	217
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	242	1086	1183	1342
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	242	1086	1183	1342
固定资产投资	-13	-403	-404	-306	负债及股东权益	370	1211	1348	1559
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-13	-403	-404	-306		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.741	0.941	1.466	2.403
股权融资	81	782	0	0	BVPS	4.95	22.17	17.93	20.33
银行贷款增加（减少）	-5	-20	0	0	PE	18.40	14.50	9.31	5.68
筹资成本	7	1	2	1	PEG	0.38	0.30	0.19	0.12
其他	-14	0	0	0	PB	2.76	0.62	0.76	0.67
筹资活动现金流净额	70	763	2	1	EV/EBITDA	12.60	3.10	2.97	1.97
现金净流量	68	445	-251	-51	ROE	20.2%	5.7%	8.2%	11.8%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

梅崧玺，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。