

# 通源石油(300164)调研报告

——油田射孔服务的先锋

能源/石油天然气

谨慎推荐

首次覆盖

发布时间：2011 年 9 月 8 日

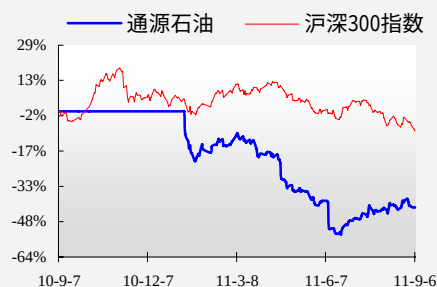
## 投资要点：

- 公司是一家专业化的油田增产服务企业,已经发展成为我国复合射孔技术研发和产品推广的领先企业和爆燃压裂技术的倡导者。
- 公司的复合射孔技术经过 2.5 万口井以上的射孔作业,单井产量平均提高一倍以上,其高性能、可靠性和安全性得到充分验证,为提高油气产量做出了积极贡献。
- 爆燃压裂技术是公司在国内率先推出的另一项新兴增压技术。经过一定的规模化作业,表现出作业成本低、增压效果显著的应用优势,对于遏制老油田产量下滑起到了重要作用。
- 基于油气勘探开发行业上市公司的平均估值水平,再结合公司的基本面,给予公司股票的目标价格为 40.00 元,对应 2011 年、2012 年预期 P/E 值分别为 36.36 倍和 25.81 倍。给予公司股票“谨慎推荐”的投资评级。
- 风险提示:公司的募集资金项目存在一定的技术风险,以及市场开拓方面的不确定性,从而可能影响预期收益的实现。

## 业绩预测：

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公<br>司净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率(%) |
|-------|--------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2010  | 30155.57     | 13.76      | 6130.09              | 25.32      | 1.25       | 20.67      | 45.43      |              |
| 2011E | 35282.23     | 17.00      | 8712.00              | 42.12      | 1.10       |            | 31.80      |              |
| 2012E | 44338.67     | 25.67      | 12276.00             | 40.91      | 1.55       |            | 22.57      |              |
| 2013E |              |            |                      |            |            |            |            |              |

走势图



## 市场数据

2011-9-7

|          |         |
|----------|---------|
| 收盘价：     | 34.98 元 |
| 52 周最高价： | 59.53 元 |
| 52 周最低价： | 27.00 元 |
| 平均持仓成本：  | 33.70 元 |

## 基本数据

2011Q2

|             |       |
|-------------|-------|
| 总股本（万股）：    | 7,920 |
| 流通 A 股（万股）： | 7,920 |
| 每股收益（元）：    | 0.12  |
| 每股净资产（元）：   | 13.54 |
| 每股经营现金流（元）： | -0.68 |
| 市净率：        | 2.58  |

分析师：王伟纲

执业证书编号：S0550511010004

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangwg@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

## 复合射孔领域的龙头

公司是一家专业化的油田增产服务企业，依托于领先的复合射孔技术和爆燃压裂技术，坚持不懈地推动技术创新和技术推广，已经发展成为我国复合射孔技术研发和产品推广的领先企业和爆燃压裂技术的倡导者。经过公司十多年坚持不懈地推广，复合射孔技术对传统射孔技术的替代已成为我国油气井射孔领域主要的发展趋势。

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，自主研发了高分辨率动态 p-t 压力参数测试、含能材料内弹道特性测试、含能材料的耐高温性能测试等高精尖设备。针对以往射孔技术领域专注于射孔产品性能和制造工艺技术的状况，公司发展和丰富了射孔技术体系，围绕油田增产的要求，通过射孔优化设计将油藏地质工程特征与射孔技术有效结合，建立系统的射孔技术解决方案，涵盖射孔产品技术、射孔工艺技术和效果测试评价技术等核心技术。组建了一支涵盖石油地质、石油工程、爆炸物理、内弹道、材料力学、数值优化分析、机械设计、软件设计等多专业在内的研发团队。

公司的复合射孔业务包括三个方面的内容：一是以八大系列 90 多个品种为基础的复合射孔器产品的销售；二是包括电缆传输射孔工艺、油管传输射孔工艺及其延伸的测井服务在内的复合射孔作业服务；三是包括复合射孔与测试联作、酸化联作、水力压裂联坐等复合射孔专项技术服务。公司的复合射孔技术经过 2.5 万口井以上的射孔作业，单井产量平均提高一倍以上，其高性能、可靠性和安全性得到充分验证，为提高油气产量做出了积极贡献。公司已发展成为国内复合射孔领域技术研发和产品供应能力最强、市场占有率最高的服务企业。公司近年来的经营业绩如图 1 所示。

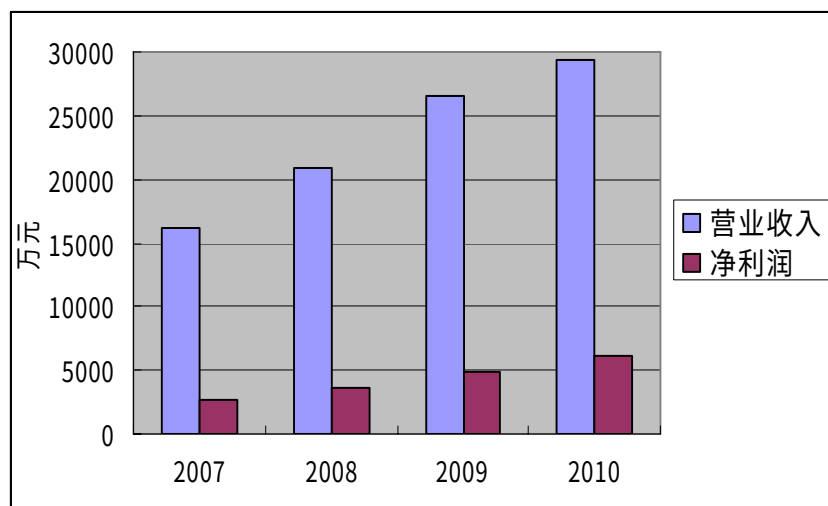


图 1 公司经营业绩示意图

数据来源：公司年报、东北证券

多级复合射孔技术是公司研发的新一代复合射孔技术。该技术改单一的火药装药为多级火药装药，变二次做功为多次做功，做功效率更高，对地层的压裂效果更好，市场推广前景广阔。电缆输送复合射孔动态增压技术是公司开发的一种新工艺技术，可以有效阻止二次能量向井筒轴向传播，同时增强压裂效果。油藏地质压裂模型研究课题是一项世界性的难题。公司经过多年来对地质压裂的理论和试验研究，提出了特殊有限元分析方法，初步推导并建立了初步的油藏地质压裂模型。该模型的建立，对量化复合射孔

压裂效果、完善复合射孔技术体系，以及对复合射孔向智能化发展有着重要的意义。

此外，针对页岩气市场，公司研发了选发射孔技术。页岩气地层岩石比较致密，要求的破裂压力较高，并需要分段压裂。该技术可以降低破裂压力，提高压裂效率和起裂效果，对于页岩气的开发将有着积极的应用价值和意义。

### 爆燃压裂技术的倡导者

作为公司复合射孔技术的延伸，爆燃压裂技术是公司在国内率先推出的另一项新兴增压技术。经过一定的规模化作业，表现出作业成本低、增压效果显著的应用优势，对于遏制老油田产量下滑起到了重要作用。公司将依托在复合射孔领域建立的各项优势，快速推动爆燃压裂业务在国内的产业化发展。

爆燃压裂技术对油田低渗油藏的增产和注水井的改造起到非常好的作用。为了进一步扩大爆燃压裂技术的应用范围，公司研发中心着力于研发更高品质的爆燃压裂技术，成功开发出具有能量大、耐温性能更高产品。该产品特别适用于高温井、地层破裂压力高的井的爆燃增压施工，目前已获得初步成果，近期将组织批量生产，并逐步实现规模化应用。

### 公司面临良好发展机遇

随着全球油气产量和消费量的上升，大量低成本的易开采油气资源占全球油气资源的比例已经很小。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%，我国的这一比例要更高。因此，加强难动用油藏的有效开发、提高采收率和单井产能成为摆在油气行业勘探开发领域的严峻课题。

在传统的聚能射孔技术下，由于射孔穿深的局限，既不能改善低渗油层致密的岩石孔道导流作用，也不能解决近井带污染，致使单井产量的提升受到制约。以公司为代表的复合射孔技术，改变了聚能射孔技术的单一孔道联通方式，在射孔孔道基础上使近井带形成大面积的孔缝结合裂缝网络，一举将射孔深提高 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市场空间。

我国天然气产业将呈现更加快速的发展，我国计划在十二五末将天然气占基础能源的消费比率由目前的 4% 提高到 8%，增速将由十一五的年均 18% 上升到十二五的年均 28%。我国从 2007 年起，已经成为天然气净进口国，预计 2011 年对外依存度将超过 18%。此外，页岩气、煤层气等非常规天然气在我国也已进入实质性开发阶段，这将为油气勘探开发行业打开一个新的广阔的发展空间。

从射孔产品及服务的供给分析，国内市场总体能够满足需求。然而，复合射孔的占比还不到总量的 20%，且提供者仅为以公司为代表的少数公司。复合射孔仍处于快速发展的初期，在射孔产品及服务逐步市场化的背景下，复合射孔产品及服务存在较大的提升空间。

### 募集资金项目助推业绩增长

公司 IPO 募集资金共 8.69 亿元，将投入“油气井复合射孔技术产业化升级建设项目”等五个项目（含超募资金补充流动资金 1 亿元），具体如表 1 所示。

**表 1 公司募集资金投向统计表**

| 项目名称                   | 预计投资<br>(万元) | 达产时间   | 预计年实现利润<br>总额 (万元) |
|------------------------|--------------|--------|--------------------|
| 油气井复合射孔技术产业化升级<br>建设项目 | 18000        | 2013 年 | 5640.77            |
| 油气井爆燃压裂增产技术产业化<br>建设项目 | 4800         | 2013 年 | 4162.97            |
| 研发中心建设项目               | 4000         | 2013 年 |                    |
| 营销体系建设项目               | 3000         | 2013 年 |                    |
| 补充流动资金                 | 10000        |        |                    |

数据来源：公司公告书、东北证券

复合射孔技术作为一项创新的油田增产技术，理论和实践过程只有十多年时间，仍然存在众多的技术课题和挑战。因此，进一步加强技术的研发投入，推动复合射孔技术在技术基础、作用机理、产品设计和作业工艺等四大领域的技术升级是十分必要的。

爆燃压裂项目适应了油田开发稳定和提高老油田产量的迫切需求，其技术的产业化和国际化是一个系统工程。在技术研发方面，针对油田地质特征进行个性化设计，爆燃压裂测试等领域都存在大量的课题；在服务能力方面，需要在设备、人力资源培训及技术服务工艺等进行大量投入。

通过上述项目的建设，公司将全面提升复合射孔技术优势，推进复合射孔升级产品技术、特殊井射孔技术、定方位射孔技术、全通径射孔技术等新技术新产品的应用，提高技术和产品的盈利能力，进一步巩固公司在复合射孔技术的领导地位。

## 估值及评级

根据公司的经营状况以及基本面情况，对公司 2011 年、2012 年经营业绩预测如表 2 所示。

基于油气勘探开发行业上市公司的平均估值水平，再结合公司的基本面，给予公司股票的目标价格为 40.00 元，对应 2011 年、2012 年预期 P/E 值分别为 36.36 倍和 25.81 倍。给予公司股票“谨慎推荐”的投资评级。

**表 2 公司 2011、2012 年业绩预测表**

| 项目       | 2009 年   | 2010 年   | 2011 年 E | 2012 年 E |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入     | 26509.02 | 30155.57 | 35282.23 | 44338.67 |
| 营业成本     | 13577.41 | 14324.70 | 15767.83 | 18126.32 |
| 税金及附加    | 299.18   | 384.20   | 450.00   | 540.00   |
| 销售费用     | 4439.74  | 5515.32  | 6900.00  | 7900.00  |
| 管理费用     | 2374.57  | 2973.89  | 3500.00  | 4200.00  |
| 财务费用     | 265.78   | 196.32   | -1200.00 | -500.00  |
| 资产减值损失   | 63.79    | 138.22   | 10.00    | 20.00    |
| 公允价值变动收益 |          |          |          |          |
| 投资收益     |          | 48.02    |          |          |

|          |         |         |          |          |
|----------|---------|---------|----------|----------|
| 营业利润     | 5488.55 | 6670.95 | 9854.40  | 14052.35 |
| 营业外收入    | 299.09  | 513.19  | 400.00   | 400.00   |
| 营业外支出    | 6.91    | 0.33    | 5.00     | 10.00    |
| 利润总额     | 5780.73 | 7183.81 | 10249.40 | 14442.35 |
| 所得税      | 889.31  | 1053.71 | 1537.40  | 2166.35  |
| 净利润      | 4891.42 | 6130.09 | 8712.00  | 12276.00 |
| 归属母公司净利润 | 4891.42 | 6130.09 | 8712.00  | 12276.00 |
| 少数股东损益   |         |         |          |          |
| EPS      | 1.16    | 1.25    | 1.10     | 1.55     |

数据来源：公司各期报告、东北证券

注：除 EPS 单位为元外，其余均为万元。

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。