

投资评级 优于大市 维持

## 工作量下滑，2020H1 经营承压

### 股票数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| 08月27日收盘价(元)  | 4.86      |
| 52周股价波动(元)    | 3.78-6.51 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 514/364   |
| 总市值/流通市值(百万元) | 2496/1769 |

### 相关研究

《1Q20 作业放缓，收入下滑》2020.04.29  
《国内业务快速发展，1H19 扣非归母净利润稳定增长》2019.08.28

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M  | 2M   | 3M   |
|---------|-----|------|------|
| 绝对涨幅(%) | 5.4 | 15.4 | 12.9 |
| 相对涨幅(%) | 6.9 | -1.8 | -5.3 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇  
Tel: (021)23219404  
Email: dengyong@htsec.com  
证书: S0850511010010

分析师: 朱军军  
Tel: (021)23154143  
Email: zjj10419@htsec.com  
证书: S0850517070005

分析师: 胡歆  
Tel: (021)23154505  
Email: hx11853@htsec.com  
证书: S0850519080001

联系人: 张璇  
Tel: (021)23219411  
Email: zx12361@htsec.com

### 投资要点:

- 工作量下滑，2020H1 业绩承压。** 2020H1，公司实现营业收入 3.39 亿元，同比下滑 52.88%；归母净利润-6823.53 万元，同比下滑 281.65%。受国内外疫情以及低油价影响，全球油气勘探开发支出下滑，油服行业工作量萎缩，公司上半年工作量大幅下滑，经营承压。
- 2020H1 北美业务收入同比减少 56%。** 北美是公司最主要的业务地区，2019 年北美油田贡献公司收入约 70%。2Q20 受美国疫情影响，美国订单暂缓执行，北美业务基本停摆，2020H1 公司北美业务收入同比-56%。
- 2020H1 国内业务收入同比减少 46%。** 在国内复工复产推进下，公司国内业务 3 月下旬实现全面复工，但受服务价格下滑、公司关停低毛利率项目等因素影响，2020H1 公司国内业务收入同比-46%。但受益于国内持续推进油气增储上产，上半年公司在松辽盆地、四川盆地、鄂尔多斯盆地等地区中标射孔、旋转导向、压裂增产一体化等项目订单，为后续业务提供保障。
- 推进收购一龙恒业剩余股权，巩固全球化布局。** 公司拟以发行股份及可转换债券的方式购买一龙恒业剩余 71.01% 股权，交易对价暂定 5.44 亿元，其中股份支付对价 4.11 亿元（发行价 5.26 元/股），可转债支付对价 1.33 亿元（票面利率 0.01%/年，初始转股价 5.26 元/股）。同时，公司拟配套融资用于支付中介费用和标的公司项目建设，募资总额不超过交易价格的 100%。2019 年，一龙恒业净利润 6235 万元。此次交易承诺一龙恒业 2020-2023 年扣非归母净利润（剔除汇兑损益影响）分别为不低于 6100 万元、7750 万元、8200 万元、8600 万元。一龙恒业为公司海外（除北美外）战略布局的重要平台，我们认为此次收购完成后有助于公司进一步巩固全球产业链，优化整体业务布局。
- 非公开发行引入国有资本、油服领军人物等，实现多种资源协同。** 2020 年初，公司完成非公开发行股票数量 6244.81 万股，募集资金总额 3 亿元。通过此次增发，公司引入了陕西省、西安市高新区国有资本、油服行业领军人物及券商，形成政策、资本、行业、治理、金融服务等多种资源协同。
- 盈利预测与投资评级。** 由于上半年公司工作量大幅下滑，我们下调盈利预测，预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 -0.17、-0.05、0.03 元，2020 年 BPS 为 3.33 元。根据可比公司估值水平，按照 2020 年 BPS 以及 1.6-1.7 倍 PB，对应合理价值区间 5.33-5.66 元，维持“优于大市”投资评级。
- 风险提示：** 原油价格下行，上游资本支出不及预期等。

### 主要财务数据及预测

|             | 2018   | 2019   | 2020E   | 2021E | 2022E  |
|-------------|--------|--------|---------|-------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 1593   | 1556   | 763     | 909   | 1083   |
| (+/-)YoY(%) | 95.1%  | -2.3%  | -50.9%  | 19.1% | 19.2%  |
| 净利润(百万元)    | 104    | 45     | -86     | -28   | 16     |
| (+/-)YoY(%) | 134.8% | -56.4% | -290.8% | 67.5% | 156.2% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.20   | 0.09   | -0.17   | -0.05 | 0.03   |
| 毛利率(%)      | 36.4%  | 34.9%  | 27.1%   | 31.7% | 33.5%  |
| 净资产收益率(%)   | 6.1%   | 2.6%   | -5.0%   | -1.7% | 0.9%   |

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 可比公司估值 (以 2020.8.27 价格作为收盘价)**

|           | 收盘价 (元)  | BPS (2020E, 元) | PB (2020E, 倍) |
|-----------|----------|----------------|---------------|
| 中海油服      | 13.50    | 8.23           | 1.64          |
| 石化油服      | 1.88     | 0.43           | 4.37          |
| 杰瑞股份      | 33.70    | 11.88          | 2.84          |
| <b>平均</b> | <b>/</b> | <b>6.85</b>    | <b>2.95</b>   |

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

**表 2 通源石油分业务盈利预测**

|               | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>射孔销售及服</b> |        |        |        |        |
| 营业收入 (百万元)    | 1277   | 638    | 766    | 919    |
| 营业成本 (百万元)    | 844    | 479    | 529    | 616    |
| 毛利率           | 33.91% | 25.00% | 31.00% | 33.00% |
| <b>钻井服务</b>   |        |        |        |        |
| 营业收入 (百万元)    | 73     | 58     | 64     | 70     |
| 营业成本 (百万元)    | 69     | 49     | 56     | 62     |
| 毛利率           | 4.45%  | 15.00% | 12.00% | 12.00% |
| <b>压裂完井</b>   |        |        |        |        |
| 营业收入 (百万元)    | 197    | 59     | 71     | 85     |
| 营业成本 (百万元)    | 97     | 25     | 32     | 38     |
| 毛利率           | 50.97% | 58.00% | 55.00% | 55.00% |
| <b>其他</b>     |        |        |        |        |
| 营业收入 (百万元)    | 9      | 8      | 8      | 8      |
| 营业成本 (百万元)    | 4      | 3      | 4      | 4      |
| 毛利率           | 60.64% | 58.41% | 48.64% | 48.46% |
| <b>合计</b>     |        |        |        |        |
| 营业收入 (百万元)    | 1556   | 763    | 909    | 1083   |
| 营业成本 (百万元)    | 1013   | 556    | 621    | 720    |
| 毛利率           | 34.86% | 27.13% | 31.69% | 33.49% |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标             | 2019        | 2020E        | 2021E        | 2022E        | 利润表 (百万元)          | 2019        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>每股指标 (元)</b>    |             |              |              |              | <b>营业总收入</b>       | <b>1556</b> | <b>763</b>   | <b>909</b>   | <b>1083</b>  |
| 每股收益               | 0.09        | -0.17        | -0.05        | 0.03         | 营业成本               | 1013        | 556          | 621          | 720          |
| 每股净资产              | 3.39        | 3.33         | 3.27         | 3.29         | 毛利率%               | 34.9%       | 27.1%        | 31.7%        | 33.5%        |
| 每股经营现金流            | 0.33        | 0.42         | 0.03         | 0.11         | 营业税金及附加            | 4           | 2            | 3            | 3            |
| 每股股利               | 0.08        | 0.01         | 0.01         | 0.01         | 营业税金率%             | 0.3%        | 0.3%         | 0.3%         | 0.3%         |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |             |              |              |              | 营业费用               | 221         | 153          | 164          | 173          |
| P/E                | 44.84       | -23.49       | -72.35       | 128.63       | 营业费用率%             | 14.2%       | 20.0%        | 18.0%        | 16.0%        |
| P/B                | 1.16        | 1.18         | 1.21         | 1.20         | 管理费用               | 154         | 122          | 118          | 119          |
| P/S                | 1.14        | 2.65         | 2.23         | 1.87         | 管理费用率%             | 9.9%        | 16.0%        | 13.0%        | 11.0%        |
| EV/EBITDA          | 10.88       | 377.46       | 28.60        | 15.78        | EBIT               | 147         | -85          | -14          | 46           |
| 股息率%               | <b>2.0%</b> | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  | 财务费用               | 24          | 26           | 27           | 28           |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |             |              |              |              | 财务费用率%             | 1.5%        | 3.4%         | 3.0%         | 2.6%         |
| 毛利率                | 34.9%       | 27.1%        | 31.7%        | 33.5%        | 资产减值损失             | -45         | -20          | -10          | -10          |
| 净利润率               | 2.9%        | -11.3%       | -3.1%        | 1.5%         | 投资收益               | 16          | 8            | 10           | 12           |
| 净资产收益率             | 2.6%        | -5.0%        | -1.7%        | 0.9%         | <b>营业利润</b>        | <b>81</b>   | <b>-121</b>  | <b>-39</b>   | <b>22</b>    |
| 资产回报率              | 1.5%        | -3.3%        | -1.1%        | 0.6%         | 营业外收支              | -18         | 0            | 0            | 0            |
| 投资回报率              | 4.7%        | -2.9%        | -0.5%        | 1.5%         | <b>利润总额</b>        | <b>63</b>   | <b>-121</b>  | <b>-39</b>   | <b>22</b>    |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |             |              |              |              | EBITDA             | 255         | 6            | 78           | 139          |
| 营业收入增长率            | -2.3%       | -50.9%       | 19.1%        | 19.2%        | 所得税                | 13          | -24          | -8           | 4            |
| EBIT 增长率           | -14.2%      | -158.1%      | 83.0%        | -414.8%      | 有效所得税率%            | 19.8%       | 20.0%        | 20.0%        | 20.0%        |
| 净利润增长率             | -56.4%      | -290.8%      | 67.5%        | 156.2%       | 少数股东损益             | 5           | -11          | -3           | 2            |
| <b>偿债能力指标</b>      |             |              |              |              | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>45</b>   | <b>-86</b>   | <b>-28</b>   | <b>16</b>    |
| 资产负债率              | 36.6%       | 29.3%        | 32.0%        | 35.1%        |                    |             |              |              |              |
| 流动比率               | 1.28        | 1.48         | 1.46         | 1.49         | <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| 速动比率               | 0.99        | 1.23         | 1.22         | 1.26         | 货币资金               | 195         | 300          | 350          | 480          |
| 现金比率               | 0.21        | 0.51         | 0.52         | 0.59         | 应收账款及应收票据          | 533         | 261          | 311          | 371          |
| <b>经营效率指标</b>      |             |              |              |              | 存货                 | 244         | 134          | 150          | 174          |
| 应收账款周转天数           | 124.95      | 124.95       | 124.95       | 124.95       | 其它流动资产             | 196         | 179          | 182          | 185          |
| 存货周转天数             | 87.98       | 88.00        | 88.00        | 88.00        | 流动资产合计             | 1168        | 875          | 993          | 1210         |
| 总资产周转率             | 0.53        | 0.29         | 0.34         | 0.39         | 长期股权投资             | 278         | 278          | 278          | 278          |
| 固定资产周转率            | 4.01        | 2.41         | 3.71         | 6.31         | 固定资产               | 388         | 317          | 245          | 172          |
|                    |             |              |              |              | 在建工程               | 37          | 47           | 57           | 67           |
|                    |             |              |              |              | 无形资产               | 45          | 39           | 33           | 27           |
|                    |             |              |              |              | 非流动资产合计            | 1785        | 1717         | 1649         | 1580         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>资产总计</b>        | <b>2953</b> | <b>2592</b>  | <b>2642</b>  | <b>2790</b>  |
| 净利润                | 45          | -86          | -28          | 16           | 短期借款               | 192         | 47           | 109          | 207          |
| 少数股东损益             | 5           | -11          | -3           | 2            | 应付票据及应付账款          | 197         | 106          | 119          | 138          |
| 非现金支出              | 170         | 111          | 102          | 103          | 预收账款               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 非经营收益              | 11          | -2           | -4           | -6           | 其它流动负债             | 524         | 439          | 451          | 470          |
| 营运资金变动             | -61         | 201          | -53          | -59          | 流动负债合计             | 914         | 592          | 679          | 814          |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>170</b>  | <b>213</b>   | <b>13</b>    | <b>55</b>    | 长期借款               | 100         | 100          | 100          | 100          |
| 资产                 | -106        | -24          | -24          | -24          | 其它长期负债             | 66          | 66           | 66           | 66           |
| 投资                 | -140        | 0            | 0            | 0            | 非流动负债合计            | 166         | 166          | 166          | 166          |
| 其他                 | -6          | 8            | 10           | 12           | <b>负债总计</b>        | <b>1080</b> | <b>758</b>   | <b>845</b>   | <b>980</b>   |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>-252</b> | <b>-15</b>   | <b>-14</b>   | <b>-12</b>   | 实收资本               | 451         | 514          | 514          | 514          |
| 债权募资               | 292         | -145         | 62           | 98           | 普通股股东权益            | 1739        | 1711         | 1678         | 1689         |
| 股权募资               | 0           | 63           | 0            | 0            | 少数股东权益             | 134         | 123          | 119          | 121          |
| 其他                 | -261        | -11          | -11          | -11          | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>2953</b> | <b>2592</b>  | <b>2642</b>  | <b>2790</b>  |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>31</b>   | <b>-93</b>   | <b>51</b>    | <b>87</b>    |                    |             |              |              |              |
| <b>现金净流量</b>       | <b>-48</b>  | <b>105</b>   | <b>50</b>    | <b>130</b>   |                    |             |              |              |              |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 27 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

邓勇 石油化工行业  
朱军军 石油化工行业  
胡歆 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 皇马科技,梅花生物,恒力石化,滨化股份,上海石化,苏博特,东华能源,德美化工,浙江龙盛,通源石油,东方盛虹,中石化冠德,桐昆股份,飞凯材料,石大胜华,海油发展,中国石化,卫星石化,万顺新材,金石资源,华锦股份,中油工程,新宙邦,嘉化能源,中国石油,星湖科技,八亿时空,新奥股份,中国海洋石油,荣盛石化

### 投资评级说明

|  | 类别     | 评级   | 说明                            |
|--|--------|------|-------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b><br>以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;           |
|  |        | 中性   | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;     |
|  |        | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;        |
|  |        | 无评级  | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。    |
| <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b><br>A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。                | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;      |
|  |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间; |
|  |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。     |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。