

投资评级 优于大市 维持

国内业务快速发展, 1H19 扣非归母净利润稳定增长

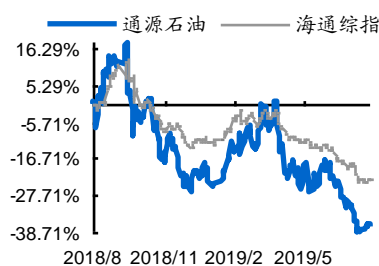
股票数据

08月27日收盘价(元)	5.17
52周股价波动(元)	4.92-9.86
总股本/流通A股(百万股)	451/321
总市值/流通市值(百万元)	2333/1657

相关研究

《北美工作量提升, 2018 年归母净利润大幅增长》2019.04.03

《油价上涨推动业务量增加, 前三季度利润大幅增长》2018.10.30

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-8.8	-21.5	-16.1
相对涨幅 (%)	-7.7	-21.0	-21.0

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:

- 1H19 公司扣非归母净利润稳步增长。**2019 年上半年, 公司实现营业收入 7.19 亿元, 同比-5.94%; 归母净利润 3756.46 万元, 同比-42.84%。公司归母净利润同比下滑主要由于非经营性损益减少, 1H19 公司因延迟支付东证通源海外石油产业投资基金股权收购款, 产生资金使用补偿费(营业外支出)1662.93 万元; 而 2018 年同期, 公司因收到参股公司一龙恒业业绩补偿股权以及对一龙恒业现金增资, 确认营业外收入 2833.57 万元。若扣除非经常性损益影响, 1H19 公司扣非归母净利润 4945.38 万元, 同比+21.19%。
- 受制管输瓶颈, 北美作业有所放缓。**2019 年上半年, 公司对海外业务平台 TWG 的持股比例由 55.26% 提高至 89.22%, TWG 作为北美射孔分段领域的行业龙头, 旗下经营实体 APS、Cutters 业务覆盖美国 Permian、Eagle Ford、DJ Basin 等页岩油气主要开发热点区域。1H19 由于美国 Permian 盆地受输油管道瓶颈以及恶劣天气影响, 北美作业开展有所放缓, 公司北美业务收入同比下降。根据贝克休斯数据, 截至 2019 年 8 月 23 日, 美国油气总钻机数由 2019 年初 1075 部持续降至 916 部。我们预计随着 Permian 盆地新建管道逐步投产, 公司北美业务或将有所改善。
- 国内业务快速发展。**2019 年上半年, 国内油气勘探开发力度加大, 公司国内业务快速发展, 四川、长庆、新疆、大庆、吉林、辽河、延长等主要油田的项目全面开展, 工作量持续攀升。1H19 公司国内业务收入同比增长 39%。
- 积极布局其他海外市场。**公司参股一龙恒业 28.99% 股权, 布局其他海外市场。1H19, 一龙恒业在阿尔及利亚、哈萨克斯坦以及国内的业务稳定运行; 新中标的伊拉克、乌克兰项目进入全面作业状态。
- 上游资本开支稳步增长有助于油服市场业绩继续改善。**2017 年以来, 全球石油企业上游资本支出企稳回升。根据中海油服 2018 年报援引的 IHS Markit 数据, 预计 2019 年全球上游勘探开发投资 4721 亿美元, 同比+15.63%。同时, 国内加强保障能源安全, 三桶油(中石油、中石化、中海油)2019 年上游勘探开发计划资本支出 3578-3678 亿元, 同比增长 19.12%-22.45%。我们认为上游资本开支稳步增长有助于油服行业盈利继续改善。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计通源石油 2019~2021 年 EPS 分别为 0.38、0.54、0.78 元, 2019 年 BPS 为 3.98 元。根据可比公司估值水平, 按照 2019 年 BPS 以及 2.2-2.5 倍 PB, 对应合理价值区间 8.76-9.95 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

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	817	1593	2017	2565	3272
(+/-)YoY(%)	104.2%	95.1%	26.6%	27.1%	27.6%
净利润(百万元)	44	104	169	244	352
(+/-)YoY(%)	100.8%	134.8%	63.4%	44.4%	44.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.10	0.23	0.38	0.54	0.78
毛利率(%)	38.4%	36.4%	37.6%	39.5%	41.4%
净资产收益率(%)	2.8%	6.1%	9.4%	12.3%	15.4%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 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

1H19 公司扣非归母净利润稳步增长。2019 年上半年,公司实现营业收入 7.19 亿元,同比-5.94%;归母净利润 3756.46 万元,同比-42.84%。公司归母净利润同比下滑主要由于非经营性损益减少,1H19 公司因延迟支付东证通源海外石油产业投资基金股权收购款,产生资金使用补偿费(营业外支出)1662.93 万元;而 2018 年同期,公司因收到参股公司一龙恒业业绩补偿股权以及对一龙恒业现金增资,确认营业外收入 2833.57 万元。若扣除非经常性损益影响,1H19 公司扣非归母净利润 4945.38 万元,同比+21.19%。

受制管输瓶颈,北美作业有所放缓。2019 年上半年,公司对海外业务平台 TWG 的持股比例由 55.26%提高至 89.22%,TWG 作为北美射孔分段领域的行业龙头,旗下经营实体 APS、Cutters 业务覆盖美国 Permian、Eagle Ford、DJ Basin 等页岩油气主要开发热点区域。1H19 由于美国 Permian 盆地受输油管道瓶颈以及恶劣天气影响,北美作业开展有所放缓,公司北美业务收入同比下降。根据贝克休斯数据,截至 2019 年 8 月 23 日,美国油气总钻机数由 2019 年初 1075 部持续降至 916 部。我们预计随着 Permian 盆地新建管道逐步投产,公司北美业务或将有所改善。

国内业务快速发展。2019 年上半年,国内油气勘探开发力度加大,公司国内业务快速发展,四川、长庆、新疆、大庆、吉林、辽河、延长等主要油田的项目全面开展,工作量持续攀升。1H19 公司国内业务收入同比增长 39%。为进一步拓展新疆市场,公司控股子公司大德广源拟出资 2000 万元在新疆库尔勒市设立全资子公司新疆大德,从事油气钻完井一体化总承包技术服务等业务。

积极布局其他海外市场。公司参股一龙恒业 28.99%股权,布局其他海外市场。1H19,一龙恒业在阿尔及利亚、哈萨克斯坦以及国内的业务稳定运行;新中标的伊拉克、乌克兰项目进入全面作业状态。

并购基金投资上下游,完善产业链布局。公司与万融时代、西创投资以及张春龙共同设立万融基金,总规模 10 亿元人民币。2017 年 12 月,基金出资 3000 万元投资信维源,其产品技术主要应用于油气田的三次采油,是油气田后期开发主力服务技术。2018 年,基金投资大庆宝日花石油技术有限公司,其全资子公司西安中油石油有限公司与中石化中原油田签订油田合作开发协议,合作开发内蒙古自治区二连盆地苏尼特右旗萨如勒庙石油天然气区块,合同期限为 30 年,预计可探明储量为 6505 万吨,可采储量 1301 万吨。

上游资本开支稳步增长有助于油服市场业绩继续改善。2017 年以来,全球石油企业上游资本支出企稳回升。根据中海油服 2018 年报援引的 IHS Markit 数据,预计 2019 年全球上游勘探开发投资 4721 亿美元,同比+15.63%。同时,国内加强保障能源安全,三桶油(中石油、中石化、中海油)2019 年上游勘探开发计划资本支出 3578-3678 亿元,同比增长 19.12%-22.45%。我们认为上游资本开支稳步增长有助于油服行业盈利继续改善。

表 1 三桶油上游勘探开发资本支出(亿元)

	2012	2013	2014	2015	2015	2017	2018	2019E
中石油	2272	2264	2215	1578	1302	1620	1961	2282
中石化	791	888	802	547	322	313	422	596
中海油	600	894	1057	659	487	497	621	700-800
合计	3663	4045	4074	2784	2112	2431	3004	3578-3678
合计增速	40.12%	10.44%	0.70%	-31.66%	-24.15%	15.10%	23.58%	19.12%-22.45%

资料来源:中国石油、中国石化、中国海洋石油 2012-2018 年报,海通证券研究所

盈利预测与投资评级:我们预计通源石油 2019~2021 年 EPS 分别为 0.38、0.54、0.78 元,2019 年 BPS 为 3.98 元。根据可比公司估值水平,按照 2019 年 BPS 以及 2.2-2.5 倍 PB,对应合理价值区间 8.76-9.95 元,维持“优于大市”投资评级。

表 2 可比公司估值(以 2019.8.27 价格作为收盘价)

	收盘价(元)	BPS(2019E,元)	PB(2019E,倍)
中海油服	11.64	7.56	1.54
石化油服	2.36	0.35	6.74
杰瑞股份	24.75	9.85	2.51
平均	-	5.92	3.60

资料来源:Wind 一致预期,海通证券研究所

风险提示:原油价格下行;上游资本支出不及预期等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	1593	2017	2565	3272
每股收益	0.23	0.38	0.54	0.78	营业成本	1014	1259	1552	1916
每股净资产	3.79	3.98	4.41	5.08	毛利率%	36.4%	37.6%	39.5%	41.4%
每股经营现金流	0.45	0.50	0.63	0.90	营业税金及附加	5	6	7	9
每股股利	0.10	0.11	0.11	0.11	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	247	311	392	497
P/E	27.09	13.78	9.54	6.62	营业费用率%	15.5%	15.4%	15.3%	15.2%
P/B	1.64	1.30	1.17	1.02	管理费用	139	175	221	278
P/S	1.46	1.16	0.91	0.71	管理费用率%	8.7%	8.7%	8.6%	8.5%
EV/EBITDA	11.19	7.65	5.22	3.38	EBIT	171	244	364	535
股息率%	1.6%	2.1%	2.1%	2.1%	财务费用	17	18	21	24
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.1%	0.9%	0.8%	0.7%
毛利率	36.4%	37.6%	39.5%	41.4%	资产减值损失	9	10	10	10
净利润率	6.5%	8.4%	9.5%	10.8%	投资收益	16	20	20	20
净资产收益率	6.1%	9.4%	12.3%	15.4%	营业利润	145	244	361	529
资产回报率	3.6%	5.4%	6.9%	8.4%	营业外收支	21	20	20	20
投资回报率	7.3%	9.9%	13.8%	18.8%	利润总额	165	264	381	549
盈利增长 (%)					EBITDA	276	335	467	649
营业收入增长率	95.1%	26.6%	27.1%	27.6%	所得税	19	32	46	66
EBIT 增长率	284.4%	42.9%	49.2%	46.9%	有效所得税率%	11.7%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	134.8%	63.4%	44.4%	44.1%	少数股东损益	42	63	90	130
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	104	169	244	352
资产负债率	37.2%	36.7%	36.4%	36.0%					
流动比率	1.5	1.8	2.0	2.3	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.2	1.4	1.6	1.9	货币资金	244	250	384	679
现金比率	0.3	0.3	0.5	0.7	应收账款及应收票据	582	718	913	1166
经营效率指标					存货	218	259	319	394
应收账款周转天数	131.1	130.0	130.0	130.0	其它流动资产	71	75	82	92
存货周转天数	75.3	75.0	75.0	75.0	流动资产合计	1115	1302	1699	2330
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	长期股权投资	275	295	315	335
固定资产周转率	4.0	5.3	6.5	8.3	固定资产	372	389	395	389
					在建工程	33	38	43	48
					无形资产	50	53	55	56
					非流动资产合计	1800	1825	1858	1879
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	2915	3127	3557	4209
净利润	104	169	244	352	短期借款	140	41	0	0
少数股东损益	42	63	90	130	应付票据及应付账款	138	166	204	252
非现金支出	115	100	112	124	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	16	-27	-24	-21	其它流动负债	449	536	633	754
营运资金变动	-75	-78	-137	-177	流动负债合计	727	742	837	1006
经营活动现金流	202	227	286	408	长期借款	269	319	369	419
资产	-66	-70	-90	-90	其它长期负债	89	89	89	89
投资	-187	-20	-20	-20	非流动负债合计	357	407	457	507
其他	-39	20	20	20	负债总计	1085	1149	1294	1513
投资活动现金流	-292	-70	-90	-90	实收资本	451	451	451	451
债权募资	178	-99	-41	50	普通股股东权益	1712	1797	1992	2294
股权募资	7	0	0	0	少数股东权益	118	181	271	401
其他	-62	-52	-21	-74	负债和所有者权益合计	2915	3127	3557	4209
融资活动现金流	123	-151	-61	-24					
现金净流量	33	6	134	294					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 27 日

资料来源: 公司年报 (2018), 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： 恒力石化, 滨化股份, 上海石化, 通源石油, 桐昆股份, 胜利股份, ST 中天, 中国石化, 卫星石化, 石大胜华, 中油工程, 新潮能源, 华锦股份, 新奥股份, 中国石油, 中海油服, 荣盛石化, 齐翔腾达, 金正大, 恒逸石化, 华鲁恒升

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。