



Research and  
Development Center

# 管道瓶颈解除，北美射孔龙头迎来高增长

—— 通源石油（300164.sz）首次覆盖报告

2019年05月17日

杜煜明 机械行业分析师  
陈淑娴 石化行业研究助理  
洪英东 石化行业研究助理

# 管道瓶颈解除，北美射孔龙头迎来高增长

## 通源石油（300164.sz）首次覆盖报告

2019年05月17日

### 本期内容提要：

- ◆ **北美业务有望受益于管道瓶颈解除实现高增长。**受管道瓶颈制约，全美 43 家油气上市公司 2018 年所投放的资本开支（完成钻井）未能完全转化成油气产能（完井尚未完成），2019 年下半年起，伴随着美国新投产管道运力的逐步增加，管道瓶颈对美国原油增产的影响将逐渐消除。由于页岩油完井需要先分段射孔再分段压裂，所以随着美国油气公司完井需求的大幅提升，必将带来美国射孔业务的大幅增长，TWG（公司北美业务主体）作为全美射孔行业的领先企业（市占率 15%、技术领先），有望充分受益于行业的高增长。
- ◆ **国内业务有望持续优化。**2018 年，公司调整国内业务结构，转向轻资产运行，从而使得公司国内业务的营业收入稳定但毛利率上升。未来，公司国内业务将围绕压裂完井、爆燃压裂增产服务、射孔等领域，持续优化业务结构，着重发展盈利性高和现金流量好的业务项目，加快资金回笼，继续提升盈利质量。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计通源石油 2019 年至 2021 年的归属母公司净利润分别为 1.81 亿元，2.36 亿元和 2.42 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.40 元/股、0.52 元/股和 0.54 元/股。首次覆盖我们给予通源石油“买入”的评级。
- ◆ **风险因素：**国际原油价格超预期下跌至 50 美元/桶之下的风险；美国管道建设进度不及预期的风险；TWG 未能招募足够技术人员以射孔业务扩张的风险；国内业务结构调整不及预期的风险；海外业务未能成功执行订单的风险。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	816.60	1,593.10	1,912.36	2,232.62	2,577.88
增长率 YoY %	104.22%	95.09%	20.04%	16.75%	15.46%
归属母公司净利润(百万元)	44.12	103.61	181.35	236.37	242.01
增长率 YoY%	100.79%	134.83%	75.03%	30.34%	2.38%
毛利率%	38.40%	36.36%	40.00%	38.59%	37.06%
净资产收益率 ROE%	2.85%	6.25%	10.19%	12.02%	10.97%
EPS(摊薄)(元)	0.10	0.23	0.40	0.52	0.54
市盈率 P/E(倍)	66	28	16	12	12
市净率 P/B(倍)	1.81	1.70	1.57	1.40	1.25

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 05 月 17 日收盘价

## 证券研究报告

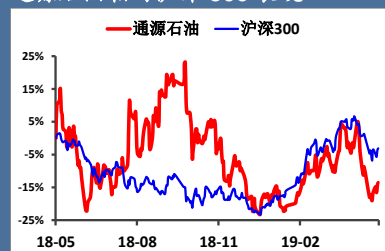
### 公司研究——首次覆盖

## 通源石油（300164.sz）



首次评级

### 通源石油相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

### 公司主要数据（2019.5.17）

收盘价(元)	6.45
52周内股价波动区间(元)	5.76-9.86
最近一月涨跌幅(%)	-16.56
总股本(亿股)	4.51
流通 A 股比例(%)	70.29
总市值(亿元)	29.10

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
邮编：100031

**杜煜明** 机械行业分析师  
执业编号：S1500518100002  
联系电话：+86 10 83326727  
邮箱：duyuming@cindasc.com

**陈淑娴** 石化行业研究助理  
联系电话：+86 10 83326791  
邮箱：chenshuxian@cindasc.com

**洪英东** 石化行业研究助理  
联系电话：+86 10 83326702  
邮箱：hongyingdong@cindasc.com

## 目 录

投资聚焦 .....	1
公司介绍 .....	4
公司简介 .....	4
营业收入与净利润随公司战略布局推进快速增长 .....	5
北美、海外、国内市场三驾马车，齐头并进 .....	7
美国业务 .....	8
美国原油管道瓶颈破除，页岩油完井需求带动射孔业务加速增长 .....	8
整合 APS 和 Cutters，TWG 美国射孔业绩加快释放 .....	12
海外业务 .....	17
国内业务 .....	18
我们与市场不同的观点 .....	19
行业层面：关注油服行业内部的区域性需求（地区差异） .....	19
公司层面：2018 年北美业务毛利率下降的主因是财务结构的变化 .....	20
盈利预测、估值与投资评级 .....	21
盈利预测及假设 .....	21
风险因素 .....	23

## 表 目 录

表 1：2018-2021 年 Permian 地区管道投建情况 .....	11
表 2：通源石油北美业务/国内业务历年毛利率情况 .....	20
表 3：通源石油主营业务收入预测 .....	21
表 4：赢合科技可比公司列表 .....	22

## 图 目 录

图 1：油服行业产业链及公司涵盖业务 .....	4
图 2：通源石油历史沿革 .....	5
图 3：通源石油营业收入与同比增速 .....	6
图 4：通源石油归属母公司净利润与同比增速 .....	6
图 5：通源石油毛利率与净利率 .....	7
图 6：通源石油销售费用、同比增速与占营收比重 .....	7
图 7：通源石油业务结构 .....	7
图 8：2019 年美国 43 家油气生产商资本开支计划（百万美元） .....	9
图 9：2019 年美国 43 家油气生产商产量计划（千桶/日） .....	9
图 10：2019 年美国 43 家油气生产商资本开支（按原油主产地） .....	9
图 11：2019 年美国 43 家油气生产商原油产量计划（按原油主产地） .....	9
图 12：7 大页岩油区产量及占本土 48 州原油产量比例（千桶/日，%） .....	10
图 13：7 大页岩油区和 Permian 地区投产率（%） .....	10
图 14：美国 7 大页岩油区原油产量月度变化和 WTI 油价（千桶/日，美金/桶） .....	11
图 15：美国页岩油区盈亏平衡油价（美金/桶） .....	11
图 16：2013-2018 年公司在美国的资本运作梳理 .....	12
图 17：TWG 的股权结构图，经营主体为 APS 和 Cutters .....	12
图 18：公司美国油田射孔收入及其占总营收的比例（百万元人民币，%） .....	14
图 19：通源石油、APS、Cutters 应收账款周转天数（天） .....	14
图 20：公司射孔、钻井、爆燃压裂三类业务毛利率对比（%） .....	15
图 21：公司射孔、FTS 压裂与哈里伯顿、斯伦贝谢、贝克休斯 3 家综合油服公司毛利率对比（%） .....	15
图 22：TWG 在美国的 9 大基地分布 .....	15
图 23：TWG 主要客户 2019 年资本开支计划（百万美元，%） .....	16
图 24：TWG 主要客户 2019 年原油生产计划（千桶/日，%） .....	16
图 25：一龙恒业营业收入、归属母公司净利润及增速 .....	17
图 26：通源石油（一龙恒业）海外市场分布图 .....	18
图 27：通源石油国内业务分布情况 .....	19

## 投资聚焦

### 核心观点/投资逻辑

#### 1. 北美业务有望受益于管道瓶颈解除实现高增长

公司营收中 75% 为北美业务 (TWG, 持股 89.22%) 所贡献。受管道瓶颈制约, 全美 43 家油气上市公司 2018 年所投放的资本开支 (完成钻井) 未能完全转化成油气产能 (完井尚未完成), 2019 年下半年起, 伴随着美国新投产管道运力的逐步增加 (2019 年下半年新增运力有望达到 200 万桶/日, 2020-2021 年, Jupiter 和 PAA/XOM 管道的建成投产将继续新增百万桶量级的管道运力), 管道瓶颈对美国原油增产的影响将逐渐消除。由于页岩油完井需要先分段射孔再分段压裂, 所以随着美国油气公司完井需求的大幅提升, 必将美国射孔业务的大幅增长, 射孔服务价格有望稳步增长, 毛利率有望稳步提升, TWG 作为全美射孔行业的领先企业 (市占率 15%、技术领先), 有望充分受益于行业的高增长。

#### 2. 海外业务有望受益于大型订单驱动带来可观业绩

公司海外业务的经营主体是联营公司一龙恒业 (公司参股 28.99%)。2018 年, 一龙恒业新中标的阿尔及利亚西南部某油田开发钻机及相关服务 (合同期限为两年, 金额为 2.85 亿元, 公司测算每年净利润为 5000-6000 万元)、伊拉克修井业务, 设备已进入施工作业阶段; 新中标的乌克兰修井业务, 设备进入准备作业状态; 同时一龙恒业在哈萨克斯坦、墨西哥、秘鲁的连续油管、压裂、油田化学等业务稳定运行。公司表示, 未来将在完成对 TWG 的股权收购后, 立即启动对一龙恒业的全资收购, 积极拓展公司在海外市场的业务。我们认为, 受益于大型海外订单的驱动, 一龙恒业业绩有望实现高速增长, 为公司带来可观的投资收益。

#### 3. 国内业务有望持续优化

2018 年, 公司调整国内业务结构, 放弃钻井业务, 专注于爆燃压裂增产服务、压裂前端设计服务等业务, 从而使得公司国内业务的营业收入从 2017 年的 4 亿元下降到 2018 年的 3.95 亿元, 但毛利率从 29.52% 上升到 39.26%。2018 年公司新增长庆油田-苏里格气田、四川页岩气区块、山西煤层气区块、延长油田和塔里木油田等 5 个订单。未来, 公司国内业务将围绕压裂完井、爆燃压裂增产服务、射孔等领域, 持续优化业务结构, 着重发展盈利性高和现金流量好的业务项目, 加快资金回笼, 继续以轻资产化方式运营。我们认为, 基于公司国内业务订单饱满, 业务结构持续优化, 北美领先 (也是全球领先) 的射孔技术有望引入国内等多方面因素, 公司国内业务有望持续向好发展。

### 与市场不同之处。

#### 行业层面: 关注油服行业内部的区域性需求 (地区差异)

市场认为, 油服行业整体的市场规模周期与国际原油价格周期相比有一年的滞后期, 我们整体上认同这种观点, 但是我们认为要更加关注油服行业内部区域性的需求差异。

1. 美国: 目前美国正施行能源独立战略, 加大其国内原油生产, 以增加对全球的原油出口, 不论国际油价如何宽幅震荡, 只

要油价在油井的成本线以上就会继续大力生产。另外，与传统长周期油田项目不同的是，美国的原油供应是以页岩气油田为主，钻井周期仅 18 天，完井周期亦仅 18 天，页岩油作业周期很短，因此美国射孔压裂业务和油价之间并不会明显的滞后 1 年的关系。对公司业务而言，目前公司北美射孔业务整体上受油价下行风险影响较小。

2. 中东地区与其他主要产油国：中东地区采油成本很低，其他主要产油国的成本线有所不同。中东与其他主要产油国原油的产量主要与国际油价相关，国际政治、经济、军事等因素亦构成影响因素。

3. 中国大陆：尽管整体而言，我国采油成本偏高，但我国的油服行业的景气程度基本与国际油价脱钩。目前驱动我国油服行业快速发展的主要动力包括国家能源安全、三桶油大幅增加资本开支与页岩气加强勘探开采等。

市场可能担心 2019 年油价持续下行，油服行业景气度亦随之向下。结合以上分析，我们认为不能笼统分析油价周期和油服行业的时间滞后关系，应该更加关注油服行业内部区域性的需求差异。

### 公司层面：2018 年北美业务毛利率下降的主因是财务结构的变化

从报表上看，公司毛利率呈下降趋势。分阶段看，公司北美业务毛利率由 2014 年的 41.35% 突然上升至 2015 年的 65.88%，到 2017 年下降至 46.92% 又快速下降至 2018 年的 35.40%。公司表示北美业务毛利率快速下降有以下两点原因：

1. 2015 年将 APS 并表上市公司，因此实现公司北美业务营收的大幅增长，尽管 2015 年全年，国际油价持续下行，2016 年国际油价缓慢上升，由于 2015-2016 年美国页岩油成本相对较高，彼时的油价环境不足以支撑美国页岩油生产复苏，2015-2016 年油服行整体持续下行，行业拐点未至，APS 通过大量削减人员和优化业务结构（仅做高毛利项目）实现了北美业务逾 60% 的高毛利率。2017 年油服行业显著回暖，公司大量招募员工，扩张业务规模，使 APS 毛利率有所下降，但业务规模显著回升；

2. 2017 年起，Cutters 并表上市公司，增厚公司北美业务的营收规模。Cutters 在被并表之前，一直将其部分射孔、测井业务的人工成本、相关资产折旧费用、直接作业费等成本项放在其销售费用科目之下，导致其毛利率极高、销售费用极高。2018 年公司对 Cutters 进行进一步财务梳理，公司销售费用率由 2017 年的 23.47% 下滑到 2018 年的 15.51%，下降 7.96pct，公司北美业务（2018 年营收占比达 75.20%）毛利率由 2017 年的 46.92% 下滑至 2018 年的 35.40%，下降 11.92pct（事实上，35.40% 是公司北美业务的相对合理毛利率）。我们认为，美国管道瓶颈解除，射孔行业持续增长，公司具有技术优势与价格优势，市占率提升，业务规模持续扩张，公司北美业务毛利率有望保持在 35%-40% 之间。

### 股价催化剂。

国际油价持续上行；美国管道建设超预期；公司斩获大型油服订单。

### 盈利预测与投资评级

我们预计通源石油 2019 年至 2021 年的营业收入分别为 19.12 亿元、22.33 亿元和 25.78 亿元，归属母公司净利润分别为 1.81 亿元，2.36 亿元和 2.42 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.40 元/股、0.52 元/股和 0.54 元/股。

考虑到伴随美国管道瓶颈解除，公司北美业务有望高增长；国内业务有望持续轻资产运行，盈利质量提升；海外业务有望执行大单，获得可观投资收益。首次覆盖我们给予通源石油“买入”的评级。

#### 风险因素

1、国际原油价格超预期下跌至 50 美元/桶之下的风险；2、美国管道建设进度不及预期的风险；3、TWG 未能招募足够技术人员以射孔业务扩张的风险；4、国内业务结构调整不及预期的风险；5、海外业务未能成功执行订单的风险。

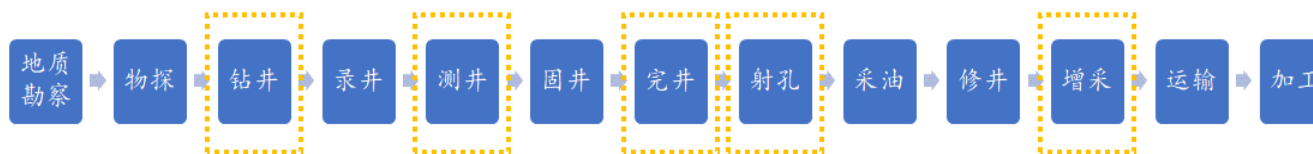
## 公司介绍

### 公司简介

西安通源石油科技股份有限公司始创于 1995 年，前身为西安市通源石油科技产业有限公司，2001 年公司整体变更为股份有限公司，2011 年 1 月在深圳证券交易所创业板挂牌上市，股票代码为 300164.sz。

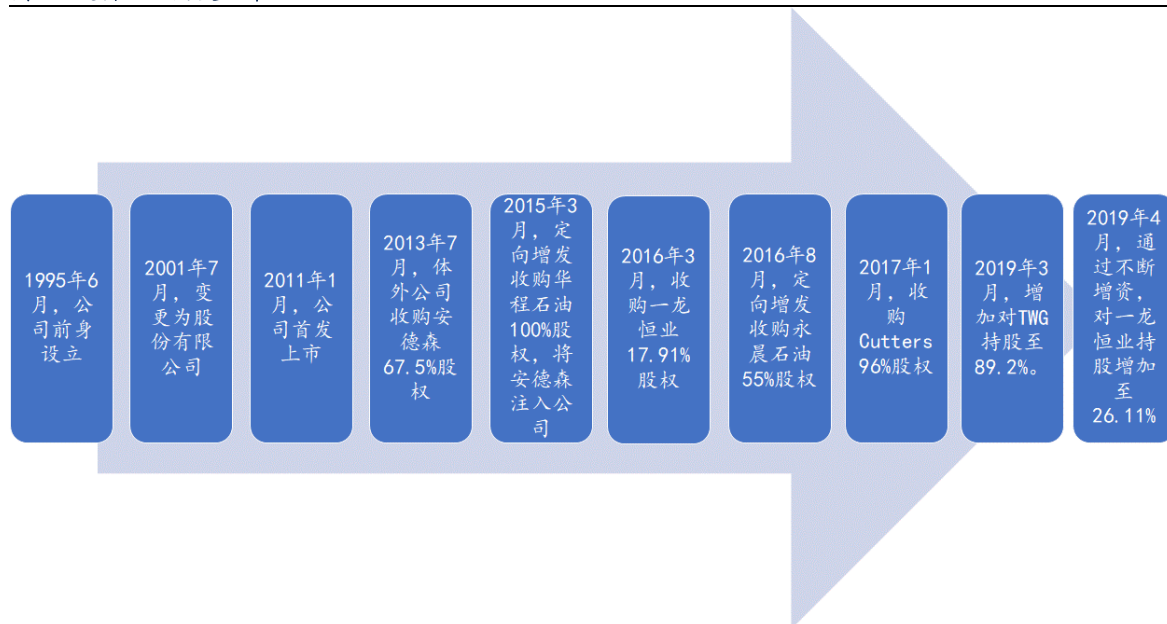
公司属于油田服务行业，是一家以油田增产为核心业务的国际油服企业，业务涵盖整个油气服务产业链，包括钻井、定向、完井压裂、测井、射孔、带压作业、连续油管 and 采油、油田化学等，公司可以在每个环节上提供油藏研究、方案设计、施工组织、现场作业、后期评估等一体化服务。公司有两种经营模式，以购置作业所需专业装备并配备作业队伍、为油田现场提供一揽子作业服务为主，以向作业服务的承包商专业服务公司销售射孔枪等产品为辅。公司复合射孔技术国际领先，国内一流，已经形成了围绕复合射孔技术的研发、生产、销售、服务一体化模式。

图 1：油服行业产业链及公司涵盖业务



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司通过自主研发和并购整合等方式，自成立以来不断扩充油田服务业务范围，实现油田服务全产业链布局和公司业务全球化布局。在国内，公司通过先后收购永晨石油、大庆井泰等公司，参股一龙恒业公司，实现从单一射孔业务向钻井、射孔、压裂等一体化油田服务业务的跨越；在国外，公司通过 The Wireline Group（以下简称“TWG”）先后收购北美射孔服务公司 Cutters、泵送射孔技术公司 Anderson Perforating Service（以下简称“APS”），扩充公司在美国的业务，构成公司的主要盈利来源。截至目前，公司在国内、北美、南美、北非、中亚等地域都有业务分布，国内外业务协同发展。

**图 2：通源石油历史沿革**


资料来源：Wind，信达证券研发中心（2019年4月30日，通源石油发布公告：对一龙恒业持股将增至28.99%）

## 营业收入与净利润随公司战略布局推进快速增长

### 1、营业收入方面：

自2011年上市以来，伴随着公司持续的并购重组，整体而言公司实现了营收规模的快速增长，营业收入由2011年的3.5亿元上升到2018年的15.93亿元，复合增长率为24.86%。2018年公司整体战略布局稳步推进，实现营业收入15.93亿元，同比增长95.09%，业绩表现突出，我们认为有以下几点原因：

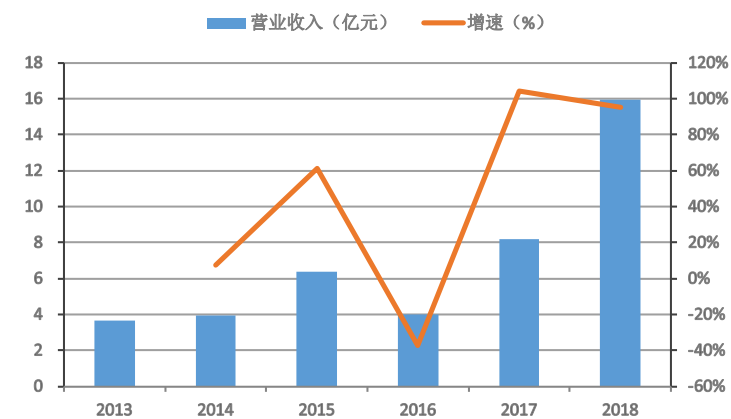
- 美国业务方面：子公司 TWG 随着美国页岩油产量增长而业务量显著增加，收入和利润大幅增长；
- 国内业务方面：公司出售 4 部钻机及其配套组件，减少毛利率低、盈利差的业务，重点关注压裂技术服务前端设计等高毛利率项目，尽管收入规模收缩，但盈利质量显著提升；
- 海外业务方面：公司通过参股公司一龙恒业将海外市场扩展到南美、中亚、北非等地。2018年12月，一龙恒业新中标阿尔及利亚西南部某油田开发钻机及相关服务、伊拉克修井业务，设备已进入施工作业阶段。



## 2、净利润方面：

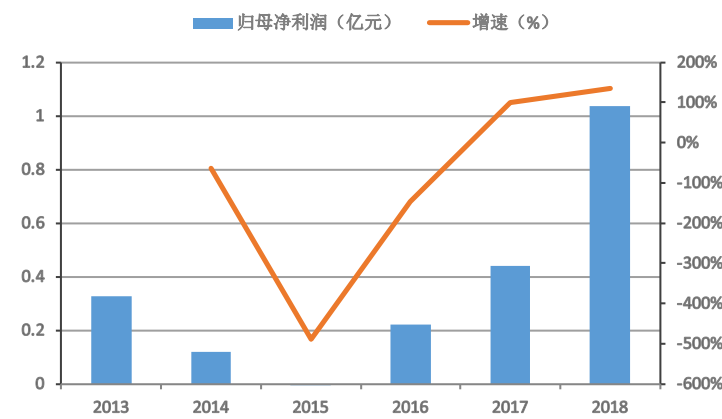
伴随着国际油价的大幅波动，公司利润走势呈现“V”型反转，归属母公司净利润由2011年的0.77亿元上升到2018年的1.04亿元。我们认为归属母公司净利润呈现此趋势的原因与国际油价的波动趋势有关。国际油服行业发展与油价走势有一定的正相关关系，油价趋高的时候，石油公司会增加资本开支，为油服企业带来增量业务机会。一般而言，油服企业利润上升相对于之前的油价上升有一年左右的滞后期。2014至2015年下半年，国际原油价格持续下跌并低位震荡运行，通源石油归属母公司净利润持续下滑；2016年上半年起，国际原油价格缓慢回升，在2018年冲高回落，公司归属母公司净利润也随之呈现上升趋势，2018年实现归属母公司净利润1.04亿元，同比增长134.83%。

图3：通源石油营业收入与同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

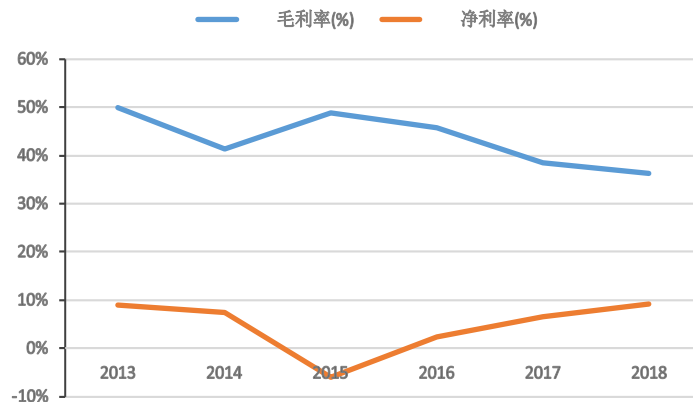
图4：通源石油归属母公司净利润与同比增速



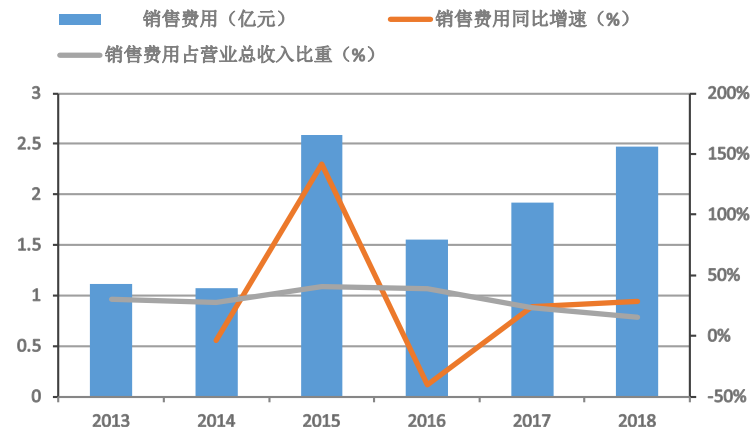
资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 3、毛利率与净利率方面：

整体而言，公司毛利率呈下降趋势，由2013年的49.99%下降到2018年的36.36%；净利率伴随国际油价的波动呈现“V”形反转趋势，由2013年的8.98%下降至2015年的最低点，此后上升至2018年的9.16%。值得关注的是，关于毛利率的大幅波动，公司表示：毛利率发生大幅波动的原因是Cutters在被并表之前，一直将其部分射孔、测井业务的人工成本、相关资产折旧费用、直接作业费等成本项放在其销售费用科目之下，导致其毛利率极高、销售费用极高。2018年公司对Cutters进行进一步财务梳理，公司销售费用率由2017年的23.47%下滑到2018年的15.51%，下降7.96pct，公司北美业务（2018年营收占比达75.20%）毛利率由2017年的46.92%下滑至2018年的35.40%，下降11.92pct（在“与市场不同的观点章节进一步介绍”）。

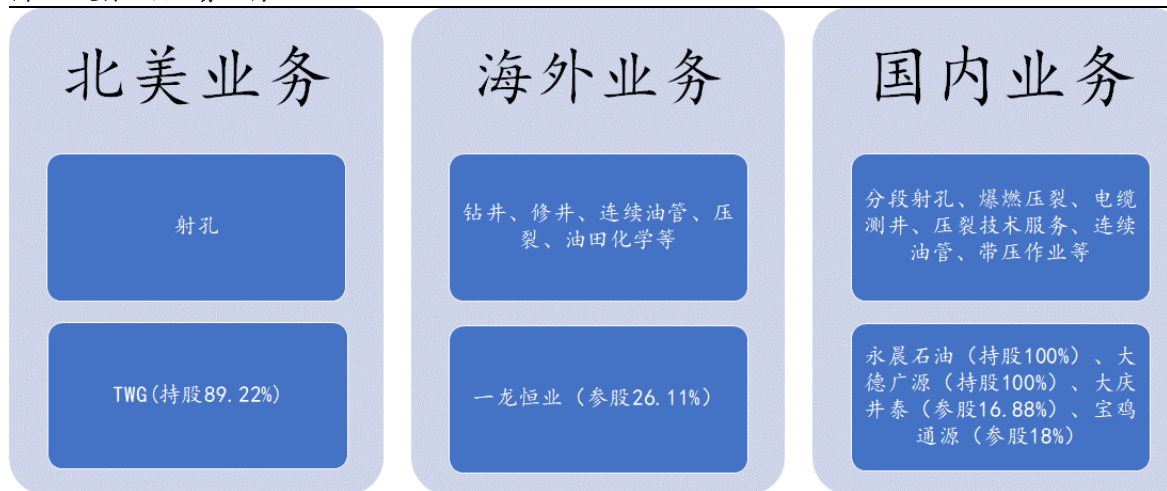
**图 5：通源石油毛利率与净利率**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 6：通源石油销售费用、同比增速与占营收比重**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 北美、海外、国内市场三驾马车，齐头并进

**图 7：通源石油业务结构**


资料来源：公司公告、信达证券研发中心（2019年4月30日，通源石油发布公告：对一龙恒业持股将增至28.99%）

公司通过对海外市场的不断拓展，形成了以北美业务为主、国内业务与海外业务为辅的业务分布格局。北美业务指公司在美国展开的业务，海外业务是指公司在除北美和国内以外地区开展的业务，这些地区包括阿尔及利亚、乌克兰、墨西哥

等。

北美市场是公司主要的收入、利润来源，公司通过在美控股子公司 TWG 开展以射孔为核心的主营业务，2018 年北美业务实现营业收入 11.98 亿元，占公司总营业收入的 75.20%。

海外市场是公司未来积极拓展的业务市场，公司通过参股公司一龙恒业在海外发展钻井、修井、连续油管、压裂、油田化学等服务。此外，一龙恒业还具有较少的国内业务，2018 年一龙恒业成功中标雪弗龙中国作业区带压作业业务，中石油、中石化区块以及四川涪陵等市场的近钻头、连续油管等技术服务业务。2018 年，一龙恒业对公司贡献投资收益 1559 万元，占利润总额的 9.43%。

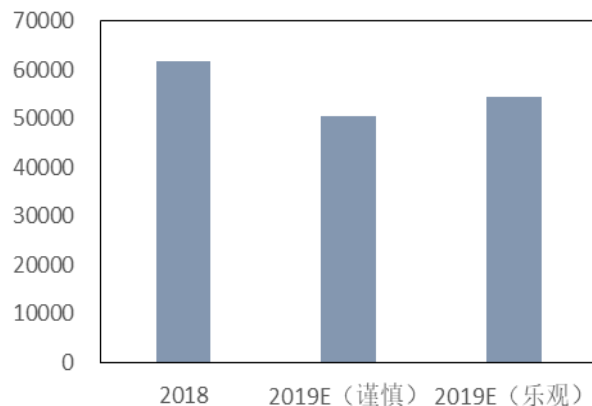
国内业务是公司的传统业务，公司通过永晨石油、大庆井泰等进行国内业务的扩展，主要发展分段射孔、爆燃压裂、电缆测井、压裂技术服务、连续油管、带压作业等业务，2018 年国内业务实现营业收入 3.95 亿元，占公司总营业收入的 24.80%；得益于公司国内业务结构的改善（退出国内业务中的重资产业务，专营轻资产业务），2018 年，公司国内业务毛利率达 39.29%，同比提升 9.77pct。

## 美国业务

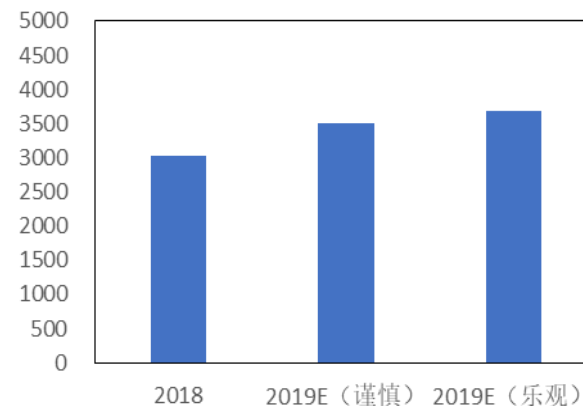
### 美国原油管道瓶颈破除，页岩油完井需求带动射孔业务加速增长

我们统计了 43 家美国油气上市公司全部披露的 2019 年生产支出计划（Guidance），油气生产公司在年初制定的生产计划中，对资本开支和原油产量通常会给出一个预期范围，我们分别对谨慎预期和乐观预期两种情况进行比较分析。我们发现，43 家油气公司 2019 年资本开支预算范围约为 500-550 亿美元，原油产量范围约为 350-370 万桶/日，与 2018 相比，整体下调了 2019 年资本开支预算。与此同时，43 家油气公司反而增加了 2019 年的产量计划，43 家油气公司 2019 年预计增产 50-65 万桶/日。在谨慎预期下，43 家油气生产商资本开支同比下降 18%，而原油产量同比增长 16%；而在乐观预期下，43 家油气生产商资本开支同比下降 12%，而原油产量同比增长 22%。

我们认为，企业降低 2019 年资本支出预算但是原油产量却增加的主要原因是：油气生产商在 2018 年已经进行了大量钻井活动，但由于管输瓶颈未突破，无法进行完井操作释放产量，因此在 2019 年管输瓶颈有望突破的环境下，无需再进行大规模钻井活动，只需通过射孔、压裂等环节增加完井数量、开发库存井，就能以较低的成本释放原油产量。

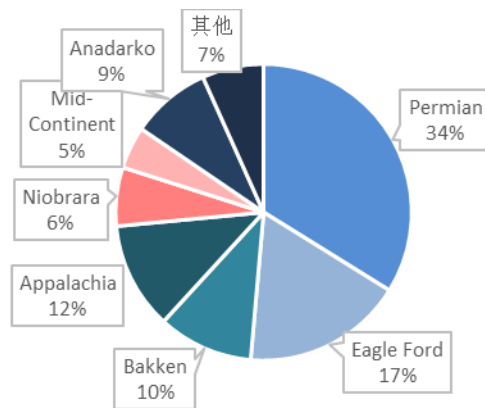
**图 8：2019 年美国 43 家油气生产商资本开支计划（百万美元）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

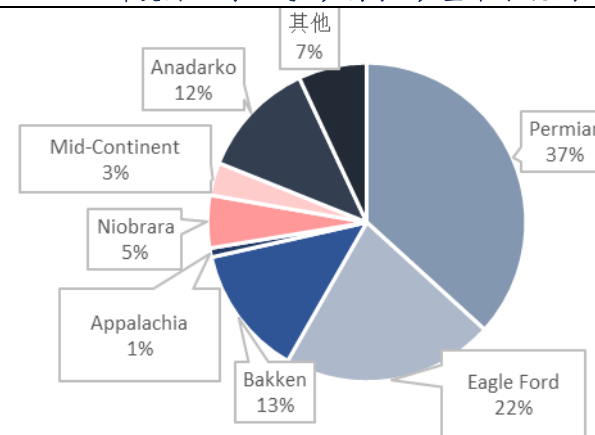
**图 9：2019 年美国 43 家油气生产商产量计划（千桶/日）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

分地区来看，43 家油气公司 2019 年资本开支主要集中在 Permian (34%)、Eagle Ford (17%) 和 Appalachia (12%) 这三个页岩油产区，合计占 63%，原油产量主要集中在 Permian (37%)、Eagle Ford (13%) 和 Bakken (14%) 这三个页岩油产区，合计占 64%。

**图 10：2019 年美国 43 家油气生产商资本开支（按原油主产地）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 11：2019 年美国 43 家油气生产商原油产量计划（按原油主产地）**


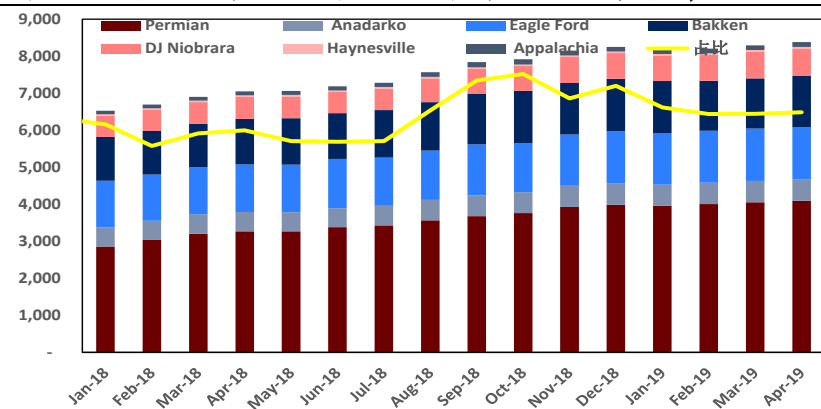
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

截至 2018 年年底，美国 7 大页岩油产区产量约 800 万桶/日。根据我们的统计，43 家美国油气生产上市企业的资本开支

和原油生产主要集中在美国 7 大页岩油产地，这些油气生产商 2018 年原油产量约为 300 万桶/日，占美国 7 大页岩油产区产量的 37.5%。据这些油气生产商的年报披露，2019 年原油产量预计将增长 16%-22%，如果 2019 年美国 7 大页岩油产区原油总产量也能实现 16%-22% 的产量增速，则美国页岩油 2019 年将增产约 150 万桶/日左右。

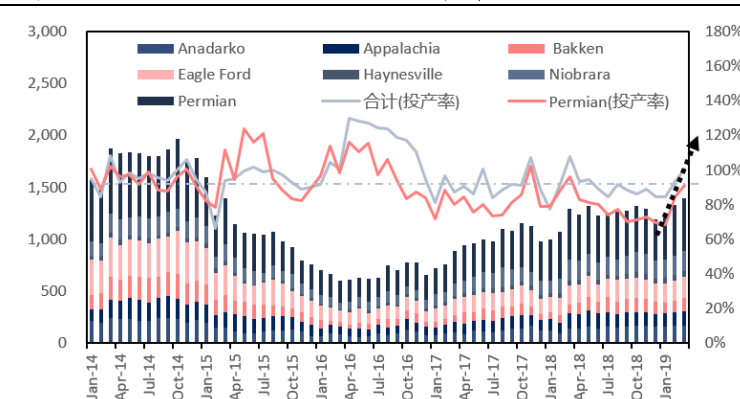
我们认为，油价和管道运输能力是影响美国页岩油区完井率的主要因素。2019 年 1 季度以来，油价上涨促使页岩油商的投产热情大幅提升，与此同时，2019 年 1 月 Bridgetex 4 万桶/日管道扩建投产和 2019 年 2 月 Seminole 20 万桶/日管道改造投产，Permian 地区新增管道运力达到 24 万桶/日。根据美国能源信息署（EIA）在 2019 年 4 月发布的钻井-完井-库存井（Drilling Productivity Report, DPR）报告显示，美国七大页岩油区在 2019 年 3 月完井率（完井数/新打井数）已经达到 100%，较 2018 年 12 月提高了 16 个百分点，其中 Permian 地区完井率达到 91%，较 2018 年 12 月提高了 21 个百分点。随着完井率的提高，美国将迎来新一轮页岩油大幅增产。

图 12: 7 大页岩油区产量及占本土 48 州原油产量比例 (千桶/日, %)



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

图 13: 7 大页岩油区和 Permian 地区投产率 (%)

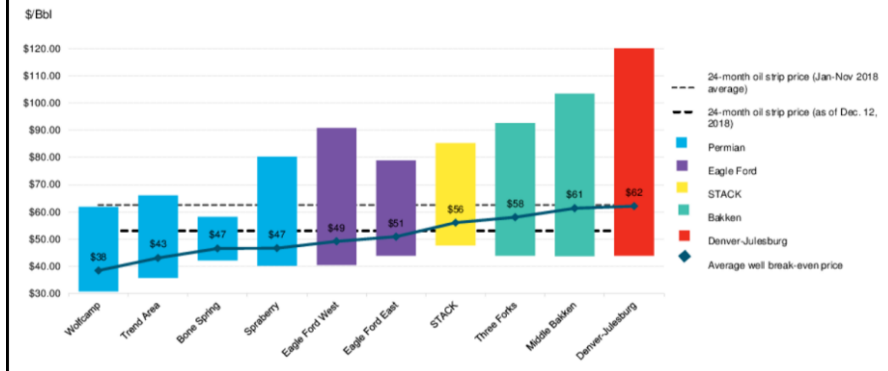


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

一方面，OPEC 与美国的博弈成为中长期油价的主要演绎逻辑，我们认为 2019-2021 年油价（Brent）中枢将处于 50-75 美金/桶。未来 1-3 年随着未来三年美国原油产量每年百万桶量级的增量，美国原油出口也将继续大幅增加，将继续挤压 OPEC 原油的市场份额。如果 OPEC 减产，则 OPEC 市场份额会继续减小，而中高油价环境下美国页岩油商受企业利益驱动会大幅增产，油价很难持续突破 75 美金/桶；而如果 OPEC 不减产，那么全球原油供应将仍然过剩，油价则维持在中低水平，但是一旦油价跌破美国页岩油 50 美金/桶（WTI）的盈亏平衡线，美国原油增产速度会放缓，甚至可能出现产量下滑，因此 50 美金/桶（WTI）是重要的油价中枢的下界。

**图 14: 美国 7 大页岩油区原油产量月度变化和 WTI 油价 (千桶/日, 美金/桶)**


资料来源: EIA, 万得, 信达证券研发中心

**图 15: 美国页岩油区盈亏平衡油价 (美金/桶)**


资料来源: BNEF, 信达证券研发中心

另一方面, 2019 年上半年新投产的管道较少, 而下半年新投产的管道运力将达到 200 万桶/日, 因此, 2019 年上半年美国管输瓶颈仍将对美国原油增产有所制约, 百万桶量级的美国原油增量将会在 2019 年下半年逐步释放。而在 2020-2021 年, Jupiter 和 PAA/XOM 管道的建成投产将继续新增百万桶量级的管道运力, 也将继续释放百万桶量级的原油增量!

**表 1: 2018-2021 年 Permian 地区管道投建情况**

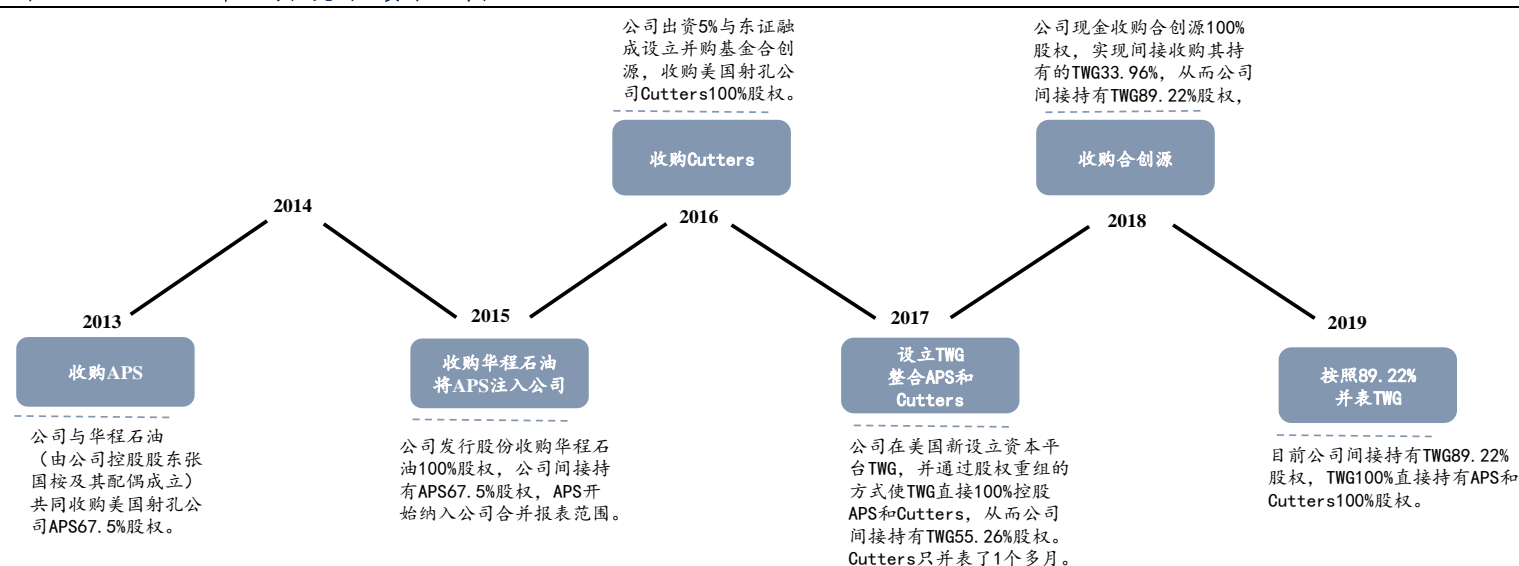
名称	运营商	新建/扩产	始发地	到达地	运输能力 (千桶/日)	投产日期
Midland to Sealy	Enterprise Products Partners LP	新建	Midland, TX, USA	Sealy, TX, USA	210	2018/5/1
Midland to Sealy	Enterprise Products Partners LP	新建	Midland, TX, USA	Sealy, TX, USA	35	2018/6/1
Permian Express 3	Energy Transfer Partners LP	扩建	Permian basin	Nederland Texas	40	2018/7/1
Sunrise expansion	Plains All American	新建	Permian Basin, Texas, USA	Cushing, OK, USA	500	2018/11/1
Bridgetex	Magellan	扩产	Permian Basin, Texas, USA	Houston, TX, USA	40	2019/1/1
Seminoel Pipeline	Enterprise Products Partners LP	转换	Midland, TX, USA	Sealy, TX, USA	200	2019/2/1
EPIC Pipeline	Texstar	新建	Orla/Crane Texas, USA	Corpus Christi, TX, USA	425	2019/7/1
Cactus 2	Plains All American	新建	Permian Basin, Texas, USA	Corpus Christi, TX, USA	670	2019/10/1
EPIC Pipeline expansion	Texstar	扩产	Orla/Crane Texas, USA	Corpus Christi, TX, USA	150	2019/10/1
Gray Oak	Phillips 66 Partners	新建	Permian Basin, Texas, USA	Corpus Christi, TX, USA	900	2019/11/1
ETP NLG conversion	Enterprise Products Partners LP	转换	Permian Basin, Texas, USA	Houston, TX, USA	200	2020/1/1
Jupiter Pipeline	Jupiter MLP	新建	Permian Basin, Texas, USA	Brownsville, Texas	1000	2020Q4
PAA/XOM JV Permian	ExxonMobil and Plains All American Pipeline	新建	Permian Basin	Texas Gulf Coast	1000	2021H1

综上所述，2019年将是美国页岩油完井需求结构性增长的一年，由于页岩油完井需要先分段射孔再分段压裂，所以随着美国油气公司完井需求的大幅提升，必将美国射孔业务的大幅增长，服务价格有望稳步增长，毛利率有望稳步提升，而2020-2021年油价处于中高位和原油管道运力释放均将有利于美国页岩油的持续生产，因此射孔业务量将持续饱满。

### 整合 APS 和 Cutters, TWG 美国射孔业绩加快释放

公司从 2013 年起开始布局美国射孔业务，先后通过多次收购和股权重组在 2018 年实现了以 **The Wireline Group (TWG)** 为资本运作平台核心，以 **Anderson Perforating Service (APS)** 和 **Cutters** 为两大射孔业务主体的“双轮驱动”经营架构。

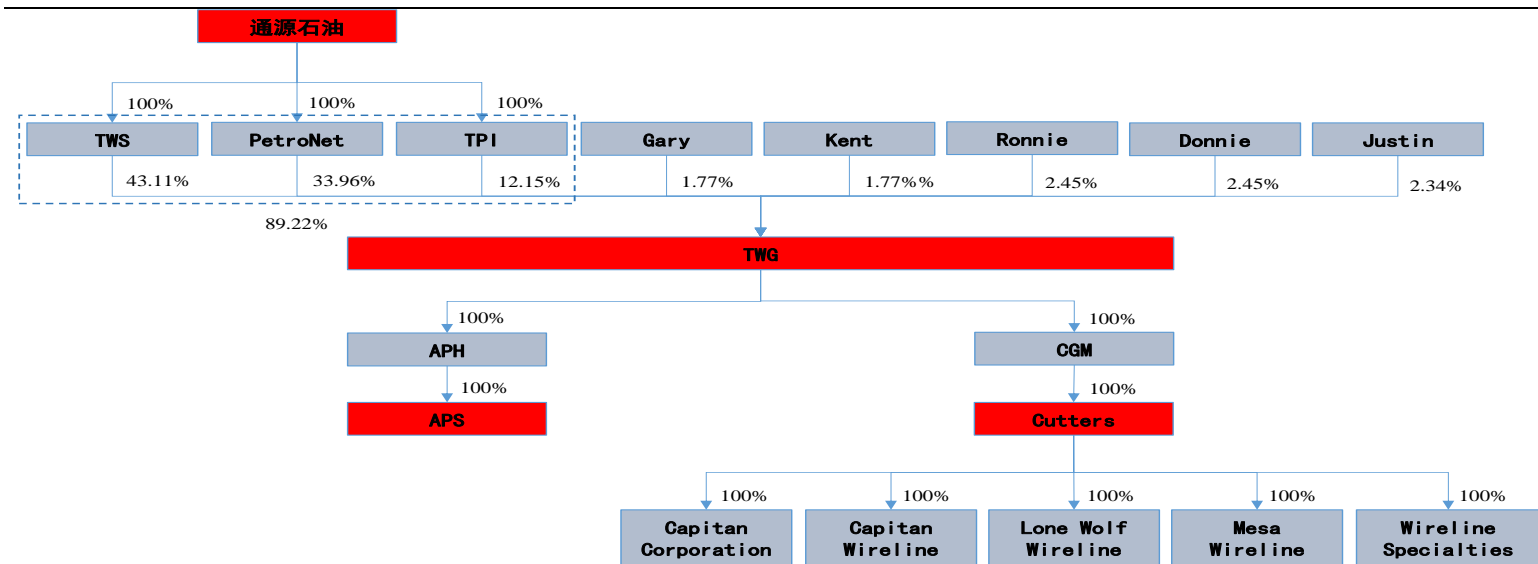
图 16：2013-2018 年公司在美国的资本运作梳理



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前公司间接持有 TWG89.22% 股权，并于 2019 年 1 月 1 日起正式按照 89.22% 将 TWG 并表。

图 17：TWG 的股权结构图（截至 2019.5.17），经营主体为 APS 和 Cutters

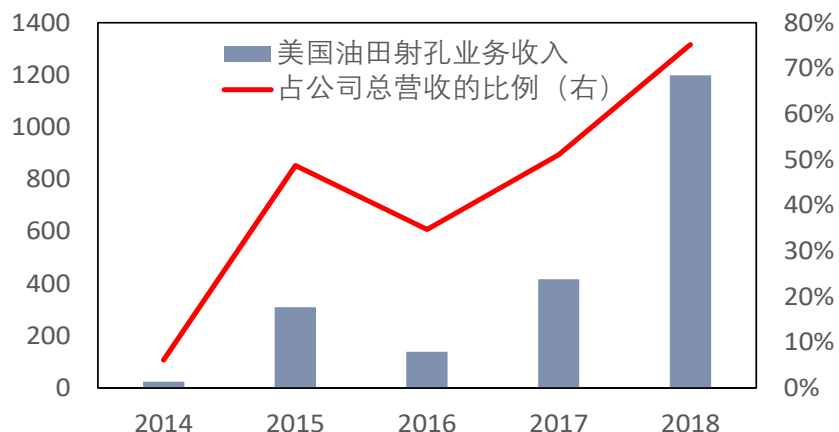


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

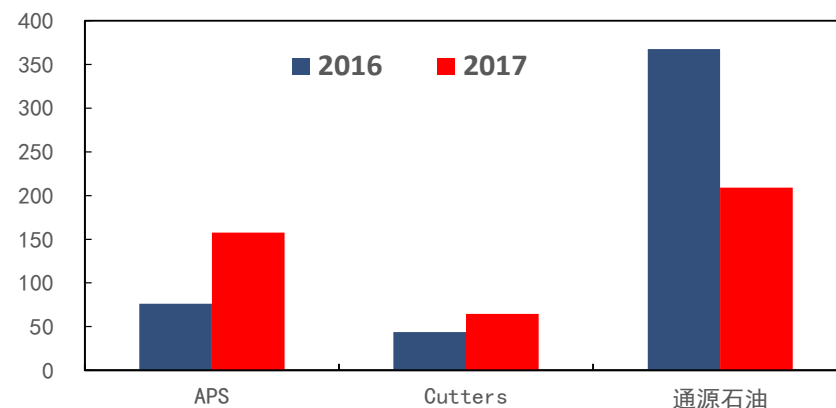
2014年至今，公司大力发展美国射孔业务，截止2018年底，公司在美国油田射孔业务收入已经达到12亿元，占公司总营收的75%，成为公司第一核心业务，美国射孔业务也将是公司往后继续发展的第一主力方向。我们认为，在公司3大类油田服务类型中，美国射孔业务有两大优势：

1、根据公司2017年设立TWG时提供APS和Cutters2016年至2017年1-4月财务数据（公司并没有2017年全年财务数据），可以发现APS的应收账款周转天数在100天左右，Cutters的应收账款周转天数在50左右，而同期公司整体（包括美国、国内、海外）的应收账款周转天数在200天以上，我们认为主要是由于国内为三桶油提供钻井、修井、爆燃压裂增产等服务的回款周期一般是1年，而在美国为油气公司提供射孔业务的回款周期一般不超过120天，因此公司的经营现金流大幅好转，而计提坏账减值准备的风险也大幅降低。



**图 18: 公司美国油田射孔收入及其占总营收的比例 (百万元人民币, %)**


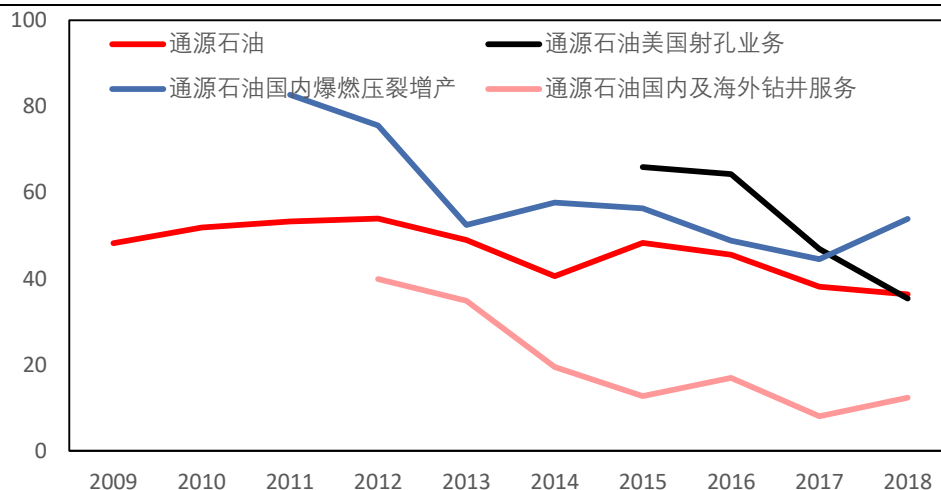
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 19: 通源石油、APS、Cutters 应收账款周转天数 (天)**


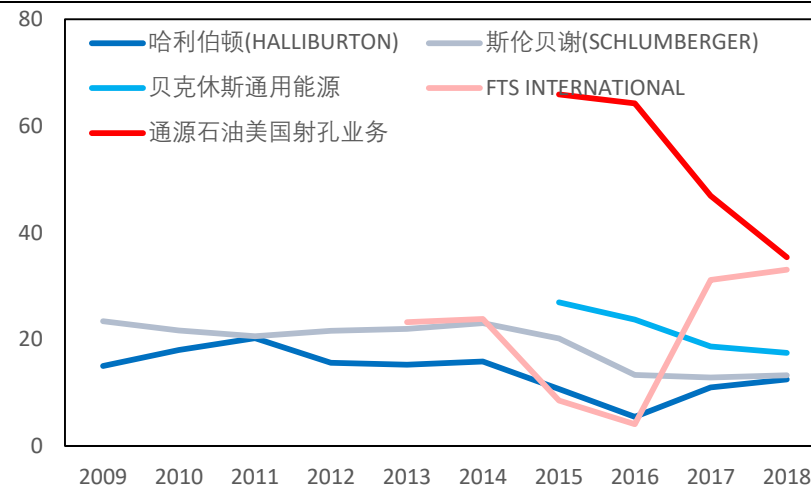
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2、在公司 3 大类油田服务类型中, 美国射孔业务营收规模大, 且毛利率一直较高, 远高于自身的钻井业务和哈里伯顿、斯伦贝谢、贝克休斯这 3 家国际综合油服公司。与美国大型压裂服务公司 FTS (原名为 Fractec) 相比, 2015-2016 年油价处于低位, FTS 毛利率大幅下滑, 而公司美国射孔业务毛利率却一反常态高达 60%, 这主要是由于 APS 管理层一方面大幅裁员, 占公司营业成本最大的人力成本项大幅缩小, 另一方面收入规模大幅缩小, APS 当时只挑毛利率高的业务做, 这体现了美国射孔业务的管理层应对油价波动风险具有较强的经营和调节能力。

2017 年以来, 随着油价中枢的提升和美国页岩油快速增产, Fractec 毛利率已达到 35%, 并超过 2013-2014 年上一轮油价高峰时的毛利率水平, 而公司在美国大幅招新人, 占公司营业成本最大的人力成本项大幅增加, 从而公司美国射孔业务毛利率水平下滑至 35%, 我们认为 2019-2021 年随着美国页岩油生产和完井需求的提升, 公司美国射孔业务毛利率水平有望稳步提升。

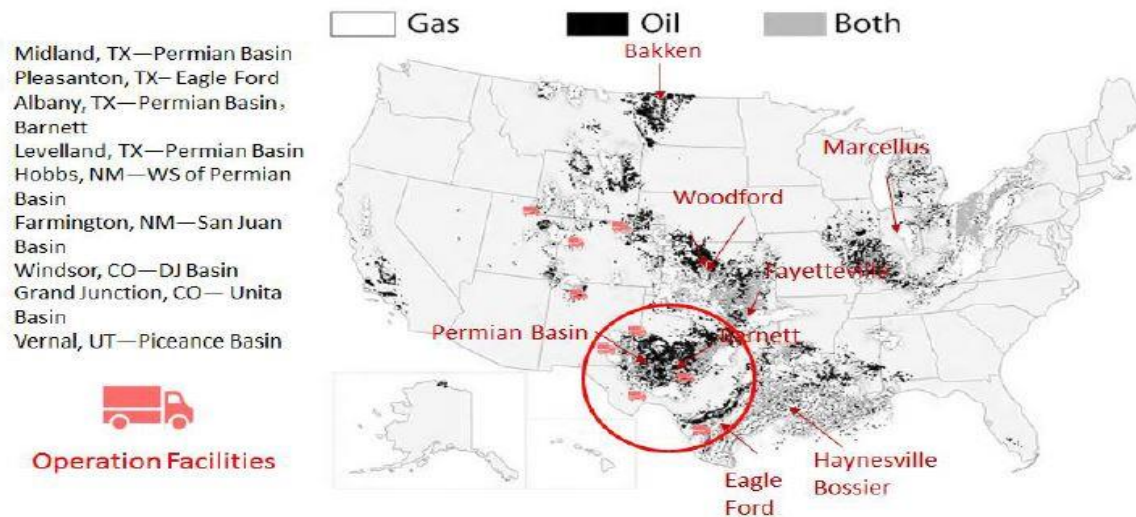
**图 20: 公司射孔、钻井、爆燃压裂三类业务毛利率对比 (%)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 21: 公司射孔、FTS 压裂与哈里伯顿、斯伦贝谢、贝克休斯 3 家综合油服公司毛利率对比 (%)**


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

TWG 在美国主要有 9 大射孔服务基地, 主要在 Permian 和 Eagle ford 两大页岩油盆地。

**图 22: TWG 在美国的 9 大基地分布**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

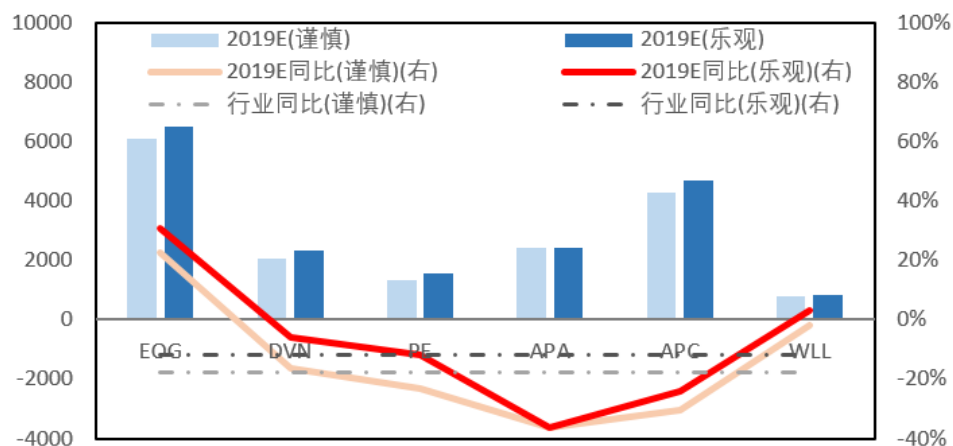
根据公司 2017 年设立 TWG 时提供 APS 和 Cutters 2017 年 1-4 月营业收入和前五大客户情况，合计占比均达 50% 左右，其中包括 E.O.G. RESOURCES, INC (EOG)、DEVON ENERGY (DVN)、PARSLEY ENERGY (PE)、APACHE CORPORATION (APA)、Anadarko Petroleum (APC) 和 Whiting Oil & Gas Corp (WLL) 这 6 家大型油气上市公司，并且也在我们统计 2019 年生产支出计划 (Guidance) 的 43 家公司范围内。需要补充说明的是，雪佛龙在 2019 年 4 月宣布 Anadarko Petroleum，可能会影响 APC 公司 2019 年实际生产支出情况，本文以 2019 年初 APC 自己披露的 2019 年 Guidance 为统计口径。

由于 TWG 全资控股的 APS 和 Cutters 的射孔技术在美国和全球均为领先水平，客户粘性很强，因此我们分析了 EOG、DVN、PE、APA、APC 和 WLL 这 6 家大型油气上市公司 2019 年 Guidance，我们发现：

1、APS 的大客户 EOG 公司 2019 年资本开支与 2018 年相比预计仍大幅增长 23-31%，WLL 公司资本开支基本与 2018 年持平，而另外 4 家公司 2019 年资本开支下降约 20% 左右，6 家公司资本开支平均下降 8-15%，而 43 家公司资本开支预计平均下降 12-18%，因此我们认为 TWG 的油气公司客户资本开支总体水平降幅有望低于行业平均降幅。

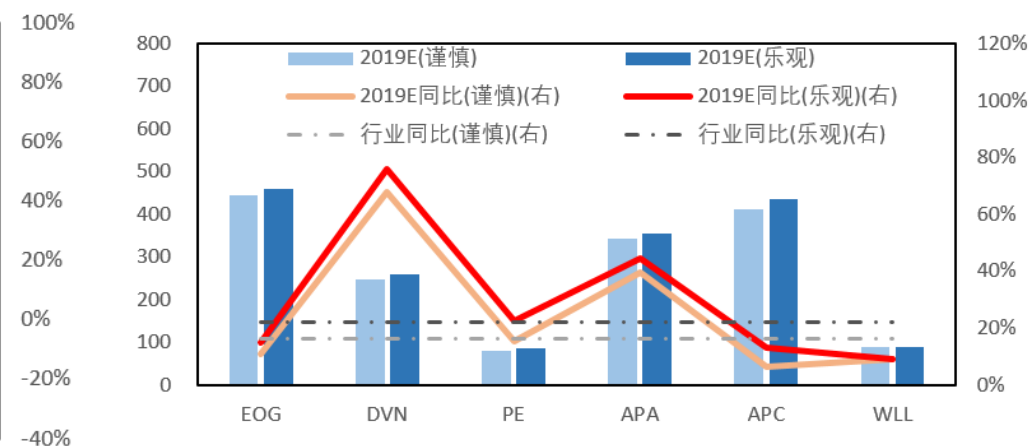
2、TWG 的 6 家大型油气公司客户 2019 年原油产量预计均继续增加，平均增加 21-26%，而 43 家公司原油产量预计平均增加 16-22%，因此我们认为 TWG 的油气公司客户原油产量增幅有望高于行业增幅。

图 23: TWG 主要客户 2019 年资本开支计划 (百万美元, %)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 24: TWG 主要客户 2019 年原油生产计划 (千桶/日, %)



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

综上所述，公司在美国已通过 TWG 形成 APS 和 Cutters 射孔业务“双轮驱动”的格局，鉴于 TWG 客户在 2019 年资本开支降幅有望低于行业平均降幅，而 2019 年原油产量增幅有望高于行业增幅，2019 年公司美国射孔服务价格有望稳步增

长，毛利率有望稳步提升。另外，受益于美国射孔回款周期较短，公司现金流稳健和坏账计提风险较小。我们认为，随着2020-2021年油价处于中高位和原油管道运力释放均都将有利于美国页岩油的持续生产，公司美国射孔业务量将持续饱满，业绩将持续释放。

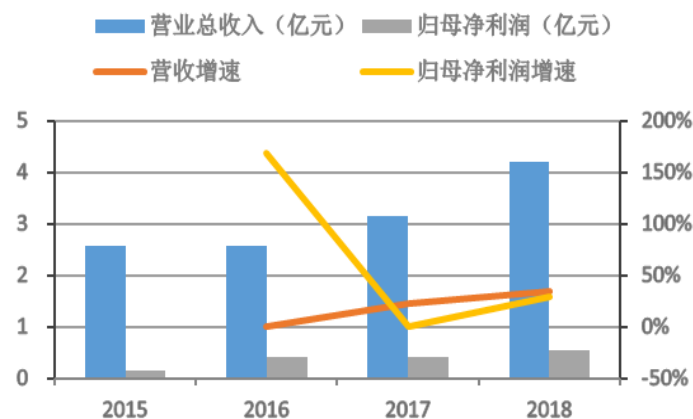
## 海外业务

公司海外业务的经营主体是联营公司一龙恒业（公司参股28.99%）。

一龙恒业成立于2004年，总部位于北京望京科技园区，主营业务包括钻井服务、完井压裂、射孔、特种修井作业、采油技术服务、油田化学技术服务、井下工具研发与技术服务、高硫化氢气井测试和连续油管服务等，不仅可以为客户提供单一的油田作业，还可以提供一体化整套总承包的油气田作业服务。

近年来，一龙恒业营业收入和归属母公司净利润实现了持续的增长，营业总收入由2015年的2.57亿元增长到2018年的4.20亿元，复合增长率为13.04%；归属母公司净利润由2015年的0.16亿元增长到2018年的0.54亿元，复合增长率为36.51%。

图 25：一龙恒业营业收入、归属母公司净利润及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

通源石油自2010年参股一龙恒业后，多次增资，为一龙恒业第一大股东。2019年4月30日，公司发布公告，受让嘉兴贤毅股权投资合伙企业持有的一龙恒业2.8777%股权，公司对一龙恒业持股将达到28.99%。一龙恒业为公司拓展了广阔的海外市场，在乌克兰、伊拉克、阿尔及利亚、哈萨克斯坦、墨西哥和秘鲁等地都有业务开展，多为公司带来了更多机遇和市

场。2018年，一龙恒业新中标的阿尔及利亚西南部某油田开发钻机及相关服务(合同期限为两年，金额为2.85亿元，公司测算每年净利润为5000-6000万元)、伊拉克修井业务，设备已进入施工作业阶段；新中标的乌克兰修井业务，设备进入准备作业状态；同时一龙恒业在哈萨克斯坦、墨西哥、秘鲁的连续油管、压裂、油田化学等业务稳定运行。

图 26：通源石油（一龙恒业）海外市场分布图



资料来源：信达证券研发中心整理

## 国内业务

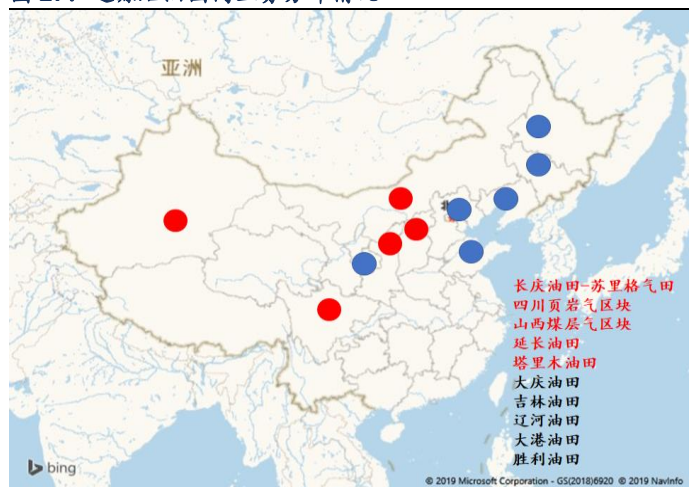
2017年及以前，公司的国内业务主要以复合射孔、压裂和钻井为主，客户主要为三桶油下的油田，中部和东部油田占比较大。2018年，中部油田占公司总营业收入的12.9%，东部油田占营业收入的11.0%，西部油田占营业收入的0.8%。

2018年，公司缩减了许多毛利率低、账期长、盈利能力差的业务，重点开发分段射孔、爆燃压裂、电缆测井、压裂技术服务、连续油管、带压作业等毛利率高的项目。公司调整国内业务结构，放弃钻井业务，专注于压裂技术的前端设计服务业务。钻井业务属于重资产业务，一方面公司承担国内钻井车的运送费用，运送费用非常昂贵；另一方面国内钻井协议签约时间短，通常为一年一签，公司面临着年末未能续约导致设备运送成本增加，公司国内钻井业务毛利率较低。2018年，公司出售4部钻机及其配套组件，减少了毛利率低、盈利差的业务，重点关注压裂技术前端设计服务等高毛利率项目，从而使得公司国内业务的营业收入虽然减少，但毛利率得以提高。

公司为多个油田提供服务，例如大庆油田、吉林油田、辽河油田等，2018 年公司新增 5 个油田订单，分别是长庆油田-苏里格气田、四川页岩气区块、山西煤层气区块、延长油田和塔里木油田，我们预计未来公司的国内业务有望实现持续增长。

公司未来将围绕压裂完井领域，继续轻资产化运营模式，优化国内业务结构，着重发展盈利性高和现金流量好的业务项目，加快资金回笼，推进产业链各个关键技术的研发。同时，公司将建立国内产品制造基地和工程服务培训基地，将国内优质的产品和服务输送到海外，提升公司海外竞争力。公司还会将美国先进的射孔技术引入国内，与公司现有的射孔技术整合，提高射孔技术在国内的市场。由于 2018 年新增订单急剧增加，公司将进一步发展大庆井泰，巩固和完善公司钻完井一体化全产业链能力建设，加强和提升公司油田一体化服务能力。

**图 27：通源石油国内业务分布情况**



资料来源：公司提供，信达证券研发中心

## 我们与市场不同的观点

### 行业层面：关注油服行业内部的区域性需求（地区差异）

市场认为，油服行业整体的市场规模周期与国际原油价格周期相比有一年的滞后期，我们整体上认同这种观点，但是我们认为要更加关注油服行业内部区域性的需求差异。位于全球不同地区的产油国，由于其政治、经济等因素的诉求不同，油价的变化对该地区（或该国家）的油服行业（尤其是射孔与压裂行业）的景气度影响传导机理亦有很大的差异：

1. 美国：目前美国正施行能源独立战略，加大其国内原油生产，以增加对全球的原油出口，不论国际油价如何宽幅震荡，只要油价在油井的成本线以上就会继续大力生产。另外，与传统长周期油田项目不同的是，美国的原油供应是以页岩气油田为主，钻井周期仅 18 天，完井周期亦仅 18 天，页岩油作业周期很短，因此美国射孔压裂业务和油价之间并不会有明显的滞后 1 年的关系。对公司业务而言，目前公司北美射孔业务整体上受油价下行风险影响较小。

2. 中东地区与其他主要产油国：中东地区采油成本很低，其他主要产油国的成本线有所不同。中东与其他主要产油国原油的产量主要与国际油价相关，国际政治、经济、军事等因素亦构成影响因素。

3. 中国大陆：尽管整体而言，我国采油成本偏高，但我国的油服行业的景气程度基本与国际油价脱钩。目前驱动我国油服行业快速发展的主要动力包括国家能源安全、三桶油大幅增加资本开支与页岩气加强勘探开采等。

市场可能担心 2019 年油价持续下行，油服行业景气度亦随之向下。结合以上分析，我们认为不能笼统分析油价周期和油服行业的时间滞后关系，应该更加关注油服行业内部区域性的需求差异。

## 公司层面：2018 年北美业务毛利率下降的主因是财务结构的变化

从报表上看，公司毛利率呈下降趋势。分阶段看，公司北美业务毛利率由 2014 年的 41.35% 突然上升至 2015 年的 65.88%，到 2017 年下降至 46.92% 又快速下降至 2018 年的 35.40%。公司表示北美业务毛利率快速下降有以下两点原因：

1. 2015 年将 APS 并表上市公司，因此实现公司北美业务营收的大幅增长，尽管 2015 年全年，国际油价持续下行，2016 年国际油价缓慢上升，由于 2015-2016 年美国页岩油成本相对较高，彼时的油价环境不足以支撑美国页岩油生产复苏，2015-2016 年油服行整体持续下行，行业拐点未至，APS 通过大量削减人员和优化业务结构（仅做高毛利项目）实现了北美业务逾 60% 的高毛利率。2017 年油服行业显著回暖，公司大量招募员工，扩张业务规模，使 APS 毛利率有所下降，但业务规模显著回升；

2. 2017 年起，Cutters 并表上市公司，增厚公司北美业务的营收规模。Cutters 在被并表之前，一直将其部分射孔、测井业务的人工成本、相关资产折旧费用、直接作业费等成本项放在其销售费用科目之下，导致其毛利率极高、销售费用极高。2018 年公司对 Cutters 进行进一步财务梳理，公司销售费用率由 2017 年的 23.47% 下滑到 2018 年的 15.51%，下降 7.96pct，公司北美业务（2018 年营收占比达 75.20%）毛利率由 2017 年的 46.92% 下滑至 2018 年的 35.40%，下降 11.92pct（事实上，35.40% 是公司北美业务的相对合理毛利率）。我们认为，美国管道瓶颈解除，射孔行业持续增长，公司具有技术优势与价格优势，市占率提升，业务规模持续扩张，公司北美业务毛利率有望保持在 35%-40% 之间。

表 2：通源石油北美业务/国内业务历年毛利率情况

报告期	2013 年报	2014 年报	2015 年报	2016 年报	2017 年报	2018 年报
<b>北美业务</b>						
收入 (亿元)	0.29	0.37	3.10	1.39	4.17	11.98
成本 (亿元)	0.17	0.22	1.06	0.50	2.21	7.74
毛利率(%)	40.80%	41.35%	65.88%	64.13%	46.92%	35.40%
<b>国内业务</b>						
收入 (亿元)	3.38	3.55	3.26	2.61	4.00	3.95
成本 (亿元)	1.66	2.08	2.20	1.67	2.82	2.40
毛利率(%)	50.80%	41.41%	32.54%	35.83%	29.52%	39.26%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

**北美业务:** 北美业务公司营收的主要来源, 2018 年, 北美业务贡献了公司营收的 75.20%。我们预计, 伴随着美国管道瓶颈解除, 射孔行业持续增长, 公司具有技术优势与价格优势, 市占率有望提升, 业务规模持续扩张, 2019-2021 年公司北美业务的营收增速有望达到 25%、20%和 18%。由于目前美国各大油田对射孔需求旺盛, 我们假设 2019-2021 年该业务毛利率为 40%、38%和 36%。

**国内业务:** 国内业务是通源石油业务的重要补充, 2018 年国内业务营收占比为 24.80%。2018 年, 公司国内业务发生重大变化, 出售钻机、优化业务结构。未来, 公司国内业务将围绕压裂完井、爆燃压裂增产服务、射孔等领域, 持续优化业务结构, 着重发展盈利性高和现金流量好的业务项目, 加快资金回笼, 继续以轻资产化方式运营。此外, 2018 年公司新增长庆油田-苏里格气田、四川页岩气区块、山西煤层气区块、延长油田和塔里木油田等 5 个订单。我们认为, 基于公司国内业务订单饱满, 业务结构持续优化, 北美领先 (也是全球领先) 的射孔技术有望引入国内等多方面因素, 公司国内业务有望持续向好发展。我们预计 2019-2021 年该项业务营收增速为 5%、5%和 5%, 我们假设 2019-2021 年该业务毛利率为 40%、41%和 42%。

我们对通源石油分业务收入预测如下表所示:

**表 3: 通源石油主营业务收入预测**

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年



北美业务					
营业收入 (亿元)	4.17	11.98	14.98	17.97	21.20
营收增速	200.00%	187.29%	25.00%	20.00%	18.00%
毛利率(%)	46.92%	35.40%	40.00%	38.00%	36.00%
国内业务					
营业收入 (亿元)	4.00	3.95	4.15	4.35	4.57
营收增速	53.26%	-1.25%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	29.52%	39.26%	40.00%	41.00%	42.00%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

## 估值与投资评级

我们预计通源石油 2019 年至 2022 年的营业收入分别为 19.12 亿元、22.33 亿元和 25.78 亿元, 归属母公司净利润分别为 1.81 亿元, 2.36 亿元和 2.42 亿元, 对应摊薄 EPS 分别为 0.40 元/股、0.52 元/股和 0.54 元/股。通源石油可比公司如下表所示:

表 4: 通源石油可比公司列表

代码	上市公司	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2019 (E)	2020 (E)	2021 (E)	2019 (E)	2020 (E)	2021 (E)
600871.sh	石化油服	2.52	478.41	0.05	0.07	0.08	52	37	30
601808.sh	中海油服	9.23	440.42	0.16	0.33	0.44	57	28	21
600339.sh	中油工程	4.10	228.91	0.24	0.31	0.39	17	13	11
600583.sh	海油工程	5.43	240.08	0.18	0.29	0.39	31	19	14
603619.sh	中曼石油	16.51	66.04	0.78	1.27	0.00	21	13	0
000852.sz	石化机械	8.35	49.95	0.25	0.34	0.45	34	25	18
002353.SZ	杰瑞股份	22.77	218.10	0.96	1.29	1.60	24	18	14
	行业平均值						34	22	15
<b>300164.sz</b>	<b>通源石油</b>	<b>6.45</b>	<b>29.10</b>	<b>0.40</b>	<b>0.52</b>	<b>0.54</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>12</b>

资料来源: Wind, 注: 除通源石油为信达证券研发中心预测外, 其余公司 EPS 与 PE 均取自 Wind 一致预期, 股价取自 2019 年 5 月 17 日收盘价。

可比公司 2019 年 PE 估值平均值为 34 倍。按照 2019 年 5 月 17 日收盘价 6.45 元/股计算, 通源石油 2019 年 PE 为 16 倍, 低于行业平均水平。考虑到伴随美国管道瓶颈解除, 公司北美业务有望高增长; 国内业务有望持续轻资产运行, 盈利质

量提升；海外业务有望执行大单，获得可观投资收益。首次覆盖我们给予通源石油“买入”的评级。

## 风险因素

- 1、国际原油价格超预期下跌至 50 美元/桶之下的风险；
- 2、美国管道建设进度不及预期的风险；
- 3、TWG 未能招募足够技术人员以射孔业务扩张的风险；
- 4、国内业务结构调整不及预期的风险；
- 5、海外业务未能成功执行订单的风险。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1,099.94	1,114.65	1,321.63	1,676.30	2,042.68
货币资金	228.97	244.04	417.28	582.63	793.89
应收票据	11.71	56.04	55.31	68.76	77.94
应收账款	550.35	526.45	573.71	690.19	789.85
预付账款	27.77	19.03	17.21	22.12	25.62
存货	200.70	217.52	206.54	261.02	303.80
其他	80.44	51.58	51.58	51.58	51.58
<b>非流动资产</b>	1,620.18	1,800.40	1,817.99	1,829.18	1,837.99
长期股权投资	134.13	274.70	274.70	274.70	274.70
固定资产(合计)	428.69	372.08	372.22	387.57	385.80
无形资产	51.05	50.11	60.60	66.63	71.06
其他	1,006.32	1,103.51	1,110.47	1,100.28	1,106.43
<b>资产总计</b>	2,720.12	2,915.05	3,139.62	3,505.48	3,880.68
<b>流动负债</b>	498.65	727.42	741.67	774.61	808.93
短期借款	73.34	139.93	139.93	139.93	139.93
应付票据	9.58	9.15	5.74	8.51	9.48
应付账款	119.09	128.73	143.43	172.20	203.47
其他	296.65	449.61	452.58	453.96	456.05
<b>非流动负债</b>	206.90	357.45	357.45	357.45	357.45
长期借款	129.40	268.53	268.53	268.53	268.53
其他	77.50	88.91	88.91	88.91	88.91
<b>负债合计</b>	705.55	1,084.86	1,099.12	1,132.06	1,166.38
少数股东权益	410.69	117.94	192.02	288.58	387.44
归属母公司股东权益	1,603.88	1,712.25	1,848.48	2,084.85	2,326.85
<b>负债和股东权益</b>	2,720.12	2,915.05	3,139.62	3,505.48	3,880.68

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	816.60	1,593.10	1,912.36	2,232.62	2,577.88
同比(%)	104.22%	95.09%	20.04%	16.75%	15.46%
归属母公司净利润	44.12	103.61	181.35	236.37	242.01
同比(%)	100.79%	134.83%	75.03%	30.34%	2.38%
毛利率(%)	38.40%	36.36%	40.00%	38.59%	37.06%
ROE%	2.85%	6.25%	10.19%	12.02%	10.97%
EPS(摊薄)(元)	0.10	0.23	0.40	0.52	0.54
P/E	66	28	16	12	12
P/B	1.81	1.70	1.57	1.40	1.25
EV/EBITDA	35.51	14.06	8.96	7.79	7.00

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	816.60	1,593.10	1,912.36	2,232.62	2,577.88
营业成本	503.00	1,013.86	1,147.42	1,371.16	1,622.40
营业税金及附加	3.96	5.13	5.74	7.21	8.20
销售费用	191.65	247.01	286.85	323.73	360.90
管理费用	73.53	138.81	152.99	156.28	167.56
研发费用	0.00	17.43	20.93	24.43	28.21
财务费用	30.53	16.82	46.95	9.52	39.98
减值损失合计	-2.86	9.48	5.29	6.54	8.14
投资净收益	7.58	15.59	24.00	24.00	24.00
其他	3.72	-15.45	1.74	1.72	1.73
<b>营业利润</b>	28.09	144.68	271.94	359.48	368.21
营业外收支	13.14	20.60	17.35	17.58	17.84
<b>利润总额</b>	41.23	165.28	289.29	377.06	386.05
所得税	-12.08	19.34	33.86	44.13	45.18
<b>净利润</b>	53.31	145.94	255.43	332.93	340.87
少数股东损益	9.18	42.33	74.08	96.56	98.86
<b>归属母公司净利润</b>	44.12	103.61	181.35	236.37	242.01
EBITDA	93.56	244.60	383.64	441.23	490.95
EPS(当年)(元)	0.10	0.23	0.40	0.52	0.54

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	13.13	201.88	305.69	215.96	300.01
净利润	53.31	145.94	255.43	332.93	340.87
折旧摊销	58.45	105.37	50.15	55.18	61.33
财务费用	37.25	16.78	44.20	9.00	43.57
投资损失	-7.58	-15.59	-24.00	-24.00	-24.00
营运资金变动	-118.19	-74.91	-24.76	-162.92	-128.94
其它	-10.08	24.29	4.67	5.77	7.19
<b>投资活动现金流</b>	-114.52	-291.87	-43.12	-41.60	-45.19
资本支出	-28.19	-65.76	-67.12	-65.60	-69.19
长期投资	79.28	-48.27	24.00	24.00	24.00
其他	-165.62	-177.84	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	150.67	123.32	-63.56	-17.17	-17.81
吸收投资	43.27	7.16	0.00	0.00	0.00
借款	120.38	177.68	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	19.30	28.09	63.56	17.17	17.81
<b>现金流净增加额</b>	43.38	40.38	173.24	165.35	211.25

## 研究团队简介

**杜煜明** 机械行业研究员。中国人民大学国际贸易学硕士，大连理工大学化工机械专业学士。2016年7月加入信达证券研发中心，从事机械军工行业研究。

**陈淑娴**，北京大学数学科学学院（SMS）金融数学系学士，北京大学国家发展研究院（CCER）经济学双学士和西方经济学硕士。2017年7月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

**洪英东**，清华大学工学博士，2018年4月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准20%以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。