

业绩拐点显现；并购基金完成 Cutters 收购，切入全球射孔市场及油服全产业链 投资要点：

1. 事件

公司公告，2016年12月31日，公司接并购基金通知，并购基金已完成了收购 Cutters 的交割事项。至此，公司通过并购基金收购 Cutters 的投资事项已完成。

公司发布业绩预告，2016年归属于上市公司净利润在2000-2500万之间，实现扭亏为盈。

2. 我们的分析与判断

(一) 行业低迷期控制管理费用，成功实现扭亏为盈

根据公司公告，2016年公司通过裁员降薪、降低应收账款、降低库存等，管理费用和管理成本大幅下降；淘汰和撤出不盈利项目和无效产能，关停、转让短期内竞争力难以提升的子公司业务，使公司的亏损项得到控制。

另外，公司2016年参股一龙恒业公司18%股权、盛源宏公司16.5%的股权、收购永晨石油剩余55%股权，提升了公司盈利规模，促使公司全年成功实现扭亏为盈。

(二) 并购基金完成收购 Cutters，射孔业务全球化布局

公司此前与东证融成资本管理有限公司（简称“东证融成”）签署了《深圳东证通源海外石油产业投资基金合伙企业（有限合伙）合伙协议》（简称“合伙协议”）。基金规模为7亿元人民币，公司认缴人民币0.35亿元（占比5%）参与基金的设立。东证融成为基金的普通合伙人，负责基金的管理。公司作为有限合伙人参与基金的设立。

根据公司公告，Cutters是一家以射孔、测井业务为主的北美公司。此前公司于2015年3月完成对美国APS的收购，APS与Cutters在业务、技术、区域上具备显著协同效应和互补性，收购Cutters完成后，公司将在北美拥有超过80支射孔、测井队伍，业务覆盖到全美主力油区，从而成为在北美市场具有一定规模和影响力的电缆射孔服务公司。

Cutters电缆测井、射孔等其他电缆作业服务能力将对公司电缆服务技术水平和作业能力形成有效的补充和加强；同时将进一步促进公司国内产品向美国市场的出口。我们认为公司在油服低迷期收购行业优质标的并加大整合力度，在强化射孔业务的同时布局一体化服务能力，未来将受益于北美页岩油开发复苏及行业转暖。

(三) 收永晨石油、参股一龙恒业等，打造一体化服务能力

公司于2016年7月完成对永晨石油的全部收购，目前持有永晨石油100%股权。永晨石油主要业务包括旋转导向钻井、LWD(MWD)、快钻桥

通源石油（300164.SZ）

谨慎推荐 维持评级

分析师

王华君 机械军工行业首席分析师

电话：(8610) 66568477

邮箱：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

贺泽安

电话：(0755) 23913136

邮箱：hezean@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516080005

特此鸣谢

刘兰程

电话：(8610) 83571383

邮箱：liulancheng@chinastock.com.cn

于文博

电话：yuwenbo@chinastock.com.cn

对本报告编写提供的信息帮助

市场数据

时间 2017.1.4

A股收盘价(元)	11.21
A股一年内最高价(元)	11.97
A股一年内最低价(元)	6.6
上证指数	3158.79
市净率	3.34
总股本(亿股)	4.40
实际流通A股(亿股)	3.08
A股总市值(亿元)	49.37
流通A股市值(亿元)	34.54

相关研究

《公司点评——通源石油（300164）：收北美油服公司切入全球射孔服务市场；搭建资本化平台打造一体化油服服务商》

2016-12-8

塞与射孔联作、指示剂产能跟踪与评价及连续油管集成作业等，并通过与哈里伯顿合作具备了高端服务能力。此次收购永晨石油承诺 2016-2018 年业绩不低于 4287 万、4437 万、4579 万元。

公司目前持有一龙恒业 18% 股权，一龙恒业近年来业务发展迅速，形成了以定向井、钻井施工等为主体的钻井服务板块，以裸眼井分段压裂、电缆泵送射孔-桥塞联作分段压裂、连续油管拖动分段压裂等为主体的完井压裂板块等九大工程技术服务板块，业务已经遍及全国各产油区和缅甸、哈萨克斯坦等海外地区，在全国主要产油区建立了现场服务基地，海外业务形成面向中东、中亚等国际主要产油区的国际业务网络。**一龙恒业承诺 2016-2018 年业绩不低于 5000 万、5500 万、5800 万元。**

另外，公司 2016 年 9 月公告以实物出资 2064 万增资胜源宏，增资后持有胜源宏 16.5% 股权。胜源宏拥有较先进的压裂设备，主要业务为钻井、压裂等，其业务能力可满足吉林及周边地区压裂需要。公司通过实物出资投资胜源宏，利用胜源宏在压裂业务的优势，将进一步巩固公司在东北市场的地位，完善公司一体化战略。

我们认为，油价低迷期收购永晨石油、参股一龙恒业和胜源宏将进一步拓展公司业务布局，助力公司形成一体化服务能力、形成协同效应，同时还将增强公司的盈利能力。

(四) 复合射孔业务国内领先，收 APS 切入北美射孔市场

公司主要业务为向油田客户提供复合射孔器销售、复合射孔作业服务及油田其他服务。公司是国内复合射孔行业的领军企业，参与制订了相关行业标准；拥有技术专利 38 项，其中在美国、加拿大、俄罗斯等国拥有 4 项 20 年有效期的发明专利；2008 年通过了 HSE 管理体系认证。

2015 年 3 月公司向实际控制人张国桉、蒋芙蓉夫妇发行股份购买其合计持有的华程石油 100% 股权。华程石油与通源石油已于 2013 年 7 月通过通源油服完成了对 APS 的联合收购，共同控制 APS 公司 67.5% 股权。此次收购华程石油完成后，公司持有 APS 公司 67.5% 股权，切入北美射孔服务市场，未来受益于北美油气市场复苏。

3. 投资建议

考虑 APS、永晨石油、一龙恒业的业绩贡献（未在上市公司内的 Cutters 及 RWS 暂不考虑），我们预计 2016-2018 年公司备考业绩为 0.23 亿、0.68 亿及 0.92 亿元，备考 EPS 为 0.05/0.16/0.21 元，备考 PE 为 228/71/54 倍。公司通过外延并购有望成为全球射孔服务一线公司，APS 及拟收购标的未来受益北美页岩油气业务复苏，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：国际原油价格大幅下滑、项目收购进展低于预期、业务整合低于预期、北美油气行业复苏低于预期。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

王华君、贺泽安，机械与军工行业证券分析师。2人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（1766.HK）、中航科工（2357.HK）等。

A股：北方创业（600967.SH）、海特高新（002023.SZ）、潍柴重机（000880.SZ）、天奇股份（002009.SZ）、威海广泰（002111.SZ）、鼎汉技术（300011.SZ）、中鼎股份（000887.SZ）、中航电子（600372.SH）、洪都航空（600316.SH）、隆华节能（300263.SH）、南风股份（300004.SZ）、航空动力（600893.SH）、三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、恒泰艾普（300257.SZ）、新天科技（300259.SZ）、林州重机（002534.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn