

证券研究报告·上市公司简评

石油化工

继续推进海外油气并购，进军中大型油气公司

洲际油气 (600759)

事件

2016年9月21日发布公告，拟以33.6亿元人民币收购涪洲鑫科96.7%的股权并达到完全控股。重组后公司将拥有班克斯公司100%股权和基傲投资100%股权。班克斯公司在阿尔巴尼亚拥有Patos-Marinza、Kucova两个主要产油区块及Block F勘探区块，产油区块证实剩余可采储量125.6百万桶，远景储量291.5百万桶。基傲投资间接控股哈萨克斯坦NCP公司65%的股权，后者拥有里海盆地及周边五个勘探区块矿权，总面积9849平方公里，预计可采储量6.09亿吨。

简评

一、大手笔战略抄底海外油气资产，进军中大型油气公司

公司目前拥有哈国马腾和克山油气区块，可采储量2.18亿桶，产量约60万吨，已成功转型成专业化的中型油气公司。公司秉承“油气并举”和“双轮驱动”的战略，此次增发并购班克斯公司100%股权和基傲投资100%股权，向未来3年成为年产500万吨以上的中大型独立石油公司发展目标迈出扎实一步。

根据之前2016年7月6日重大资产重组修订预案，由于标的资产雅吉欧公司的小股东对标的资产未来前景强烈看好，标的资产股东之间的出售意向不一致，本次重大资产重组收购油气资产由三个调减为两个，即：班克斯公司100%股权和基傲投资100%股权，重组暂时不涉及雅吉欧公司51%股权。公司拟以7.33元发行股份4.586亿股融资33.6亿元购买上海涪洲鑫科99.99%股权；同时拟以7.33元股价发行不超过4.366亿股募集配套资金32亿元。收购班克斯和NCP之后，公司油气储量提升近1倍。

重组完成后，公司将间接控制标的公司100%股权（即班克斯公司100%股权和基傲投资100%股权）。此次资产收购和募集配套资金后，广西正和及一致行动人合计持有公司36.91%，仍为公司的控股股东，许玲仍为公司的实际控制人。大股东大比例参与配套融资彰显信心，资产负债率降低、现金流改善提升未来的资本运作空间。

维持

增持

王强

wangqiangzgs@csc.com.cn

执业证书编号：S1440516080001

发布日期：2016年10月26日

当前股价：7.99元

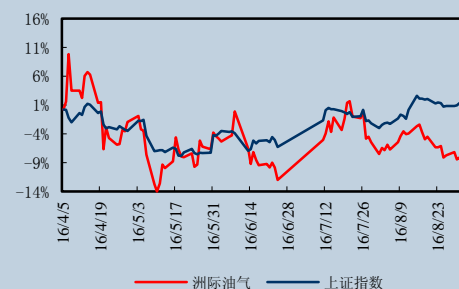
目标价格6个月：8.5元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	0/-3.23	-7.09/-11.04	1.98/10.20
12月最高/最低价(元)			9.6/7.32
总股本(万股)			226350.75
流通A股(万股)			158082.93
总市值(亿元)			180.85
流通市值(亿元)			126.31
近3月日均成交量(万)			1257.10
主要股东			
广西正和实业集团有限公司			29.38%

股价表现

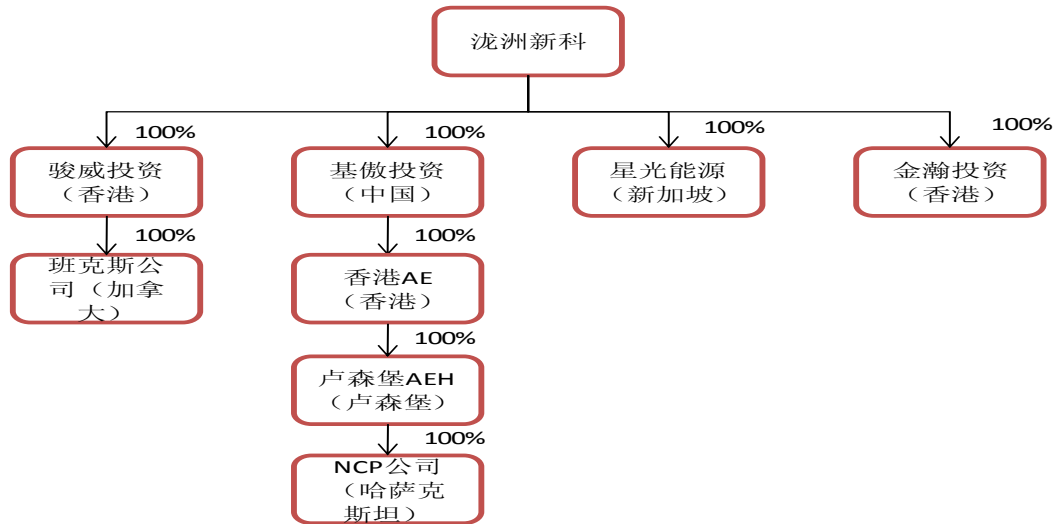


相关研究报告

16.08.29 20160829_公司简评报告：稳健经营哈国油田，继续推进海外油气并购；

公司目前的马腾和克山区块明年的产量有望接近 80 万吨左右（其中马腾 55 万吨左右、克山有望超过 20 万吨）；班克斯公司目前产量 120 万吨左右，第一期开发实施后将提高到 210 万吨；以上油田区块未来 3 年的产量有望达到 300 万吨左右；预计公司未来还将继续油气并购，向年产 500 万吨以上的中大型油气公司目标继续迈进。

图 1 沱洲新科的股权结构

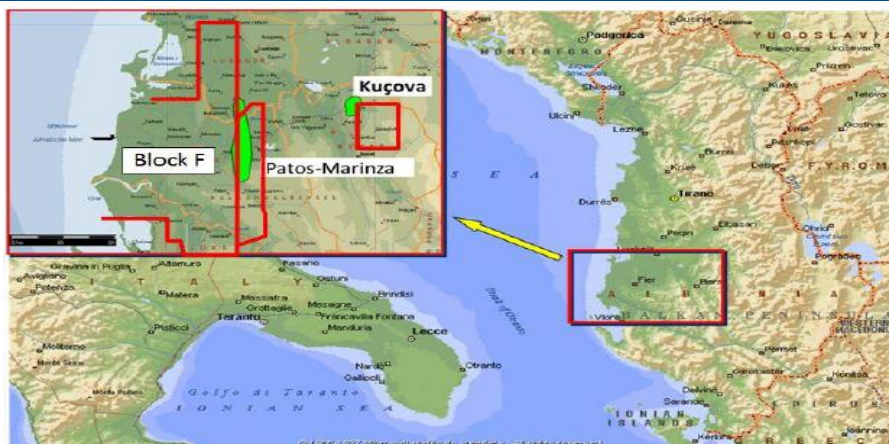


资料来源：公司公告 中信建投证券研究部

二、收购班克斯和 NCP 之后，公司油气储量提升近 1 倍

此次收购班克斯的估值为 4.79 亿美元（29.8 亿人民币），对应公司 199.73 的可采储量（2P），收购成本为 2.39 美元/桶，与国内同行之前的收购国外油气资产相比，成本偏低；截止 2016 年 5 月 31 日，班克斯公司的净资产为 45.20 亿元，高于公司收购价格 51.7%，说明公司此次收购的价格较为合理。NCP 公司目前还处于勘探阶段，但石油地质资源量达到 17.41 亿吨，可采资源量达到 6.09 亿吨，估值 3.48 亿也较为合理。

图 2 班克斯公司主要运营位于阿尔巴尼亚的原油区块



资料来源：公司公告 中信建投证券研究部



班克斯公司在加拿大和英国两地上市，主要运营位于阿尔巴尼亚的 Patos-Marinza、Kucova、Block F 区块，其中，Block F 是勘探区块，尚未进入生产阶段；Patos-Marinza、Kucova 是在产油田区块，是班克斯公司拥有的两个主要区块。Patos-Marinza 油田位于阿尔巴尼亚南部，矿权面积约为 202 平方公里，矿区北部为平原，南部为丘陵，目前该油田主要开发生产区位于矿区中北部；Kucova 油田位于阿尔巴尼亚中心都拉斯盆地的东南部，矿权面积为 53.5 平方公里；Block.F 为勘探区块，紧邻 Patos-Marinza 区块，面积约 750 平方公里。

截至 2015 年 12 月 31 日，班克斯公司在产的生产井 476 口，Patos-Marinza 油田是欧洲大陆（不含俄罗斯）最大的油田，公司的生产井主要集于此，也贡献了班克斯公司的主要产能；班克斯公司的证实+概算储量（也称 2P）约 2 亿桶，地质储量逾 8 亿桶。

表 1 班克斯公司油田剩余可采储量（百万桶）

油田名称	证实储量	证实+概算储量	证实+概算+可能储量
Patos-Marinza	122.8	190.3	263.9
Kucova	2.8	12.0	27.6
总计	125.6	202.3	291.5

资料来源：公司公告 中信建投证券研究部

班克斯油田目前储量动用程度低、剩余可采储量较大，公司收购班克斯后将会对班克斯的原开采工艺进行改进，将采用两项全球最新、最实用的油田开发技术，即将之前的完井工艺由原来的三寸半普通筛管变为 FluxRite 完井管柱，同时将目前的注聚合物驱油变为注交替蒸汽驱油，新的工艺改造实施后，预计班克斯的平均单井开采年限由目前的 3 年增加到 15 年，油田采收率从 11% 提高到 35% 以上，平均单井累计产油由目前的 2 万吨不到提高到 6 万吨，平均每桶开采成本下降三分之一。

按照公司的规划，2017~2019 年计划新钻水平井 450 口，班克斯公司第一期开发计划实施后，预计油田产能将从目前的 120 万吨提高到 211 万吨，待未来三期产能建设完成后，油田产油能力将达 500 万吨/年。

图 3 NCP 公司勘探区块位置





资料来源：公司公告 中信建投证券研究部

上海基傲投资的主要资产是其间接控股 NCP 公司持有的位于 5 个区块资产，主要业务为通过 NCP 公司在哈萨克斯坦从事石油勘探。目前 NCP 公司持有的 5 个区块的地下资源使用合同均处于勘探期并已取得哈萨克斯坦能源部的批准，至 2016 年 11 月 14 日到期。合同到期后，NCP 公司有权将五份合同延期，可延期两次，每次延期为两年；NCP 公司需在合同到期前提前三个月申请延期。根据最新的第三方资源量报告，五个区块合计的石油地质资源量为 17.41 亿吨，可采资源量为 6.09 亿吨。

NCP 公司所拥有的五个油气勘探区块分别位于滨里海盆地的巴雷科什 (Balykshi)、卡拉巴斯 (Karabas)、东扎尔卡梅斯 (Zharkamys East)、位于北乌斯丘尔特盆地的萨伊乌杰斯(Sai-Utes)以及位于曼格什拉克盆地的阿克套 (Aktau)，总面积 9849 平方公里。部分区块勘探已取得石油发现，有望进一步扩大勘探成果；另外仍有大面积未勘探但潜力巨大的区域，未来增储潜力巨大。

通过本次收购，公司油气资源量将得到很大提升；油气剩余可采储量（即证实+概算，2P 储量）将从之前的 2.21 亿桶当量增加到 4.22 亿桶当量，增长 90%以上；年产量将从目前的 58 万吨（2015 年的产量）增长到收购后的 178 万吨，增长 200%以上；未来 3 年通过扩产，产能有望提高到 500 万吨。

按发行后 31.59 亿总股本计算，每万股拥有的剩余可采储量从 987 桶提升到 1334 桶，增长约 35%；每万股对应的原油产量从 2.9 吨提升到 5.63 吨，增长约 94%。

表 2 收购班克斯后公司油气资源量增长 90%以上

油田名称	可采储量 (2P)(百万桶)	2015 年产量 (万吨)	每万股拥有的剩余可采储量 (桶)	每万股对应的原油产量 (吨)
马腾油田	110.89	48.75	987	2.9
克山油田	110.90	5.98		
班克斯油田	199.73	120	2232	13.41
总计	421.52	177.73	1334	5.63

资料来源：公司公告 中信建投证券研究部

三、此次没收购雅吉欧公司 51%股权，但不排除未来继续收购的可能性

2016 上半年原油价格触底回升，雅吉欧公司的小股东对公司未来前景强烈看好，导致股东之间的出售意向不一致，致使公司此次收购雅吉欧 51%的股权失败，但我们认为经过此次接触，双方已经建立了沟通的渠道，互相也非常熟悉，未来公司外延并购的战略不会改变，不排除未来公司继续收购雅吉欧的可能性。

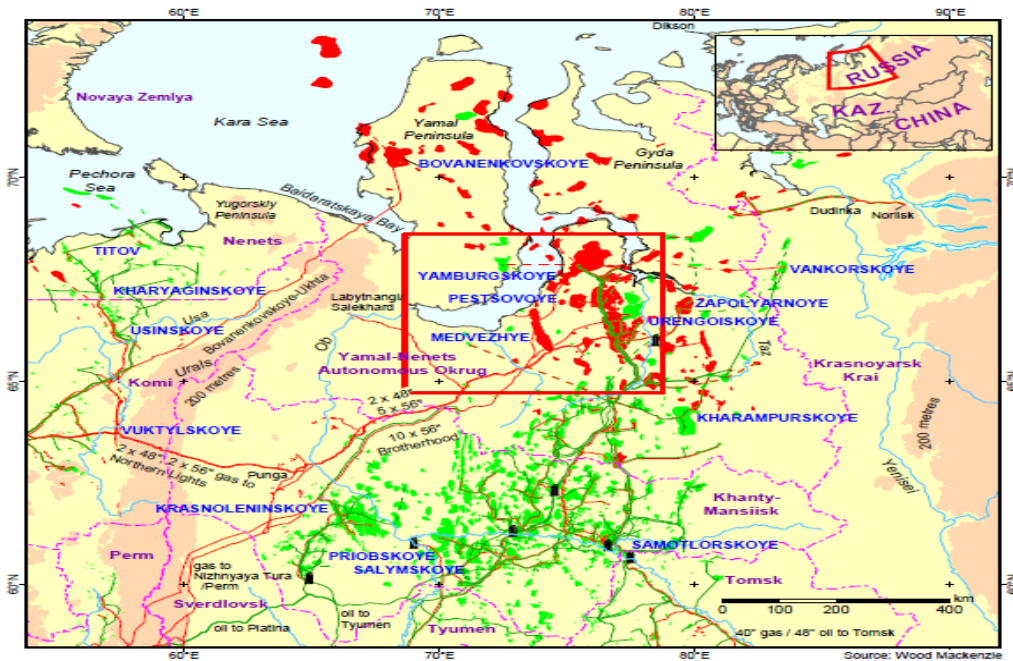
本来重组原预案中要收购的雅吉欧公司 51%股权，其油田资产——亚鲁杰伊斯科耶 (Yarudeyskoye) 油田——是俄罗斯近年来发现的大型整装常规砂岩构造油藏，位于西西伯利亚亚马尔-涅涅茨自治区的亚鲁杰伊油气区，勘探开发总面积为 2036.29 平方公里，其中开发面积 39.27 平方公里，是 Novatek 旗下 2015 年底建成投产



的整装大型油气田。

该油田于 2015 年 12 月刚刚投产，地面配套完善，冬季亦可正常作业，剩余可采储量大，目前处于产量快速上升期，油田质地优良，开发成本低。公司计划未来三年内新钻水平井 32 口、直井 20 口，配套建设石油管道、天然气管道、管道中转站、中央生产设备、传输与接收点、客户服务建设等地面设施；目前日均产量约 9700 吨，及年产量约 350 万吨；新钻井实施完成后，预计油田年产能可达到 400 万吨。我们认为该油田资产优质，未来如果公司继续收购，公司的油气储量和产量都将再上一个台阶。

图 4 雅吉欧公司的主要油田资产所处俄罗斯最著名的天然气生产地区



资料来源：公司公告 中信建投证券研究部

四、大股东大比例参与配套融资彰显信心，资产负债率降低、现金流改善提升未来的资本运作空间

公司此次公告的收购预案修订稿在配套募集资金对象上变动较大，由之前的向不超过 10 名特定投资者（实际控制人及大股东不参与）询价发行变更为向控股股东全资子公司深圳安达畅实业和金砖丝路二期定价发行，其中深圳安达畅实业认购 29 亿元，占比达到 90.63%，彰显了公司实际控制人和控股股东对公司未来发展的信心。通过此次资产收购和配套融资，控股股东及一直行动人的持股比例从 29.38% 提升至 36.91%，大股东持股比例的提升有利于公司未来的资本运作，我们相信公司利用油价低迷的战略机遇期通过外延并购做大做强的决心。

此次收购和配套募集资金公司的资产负债率的 63.78%（截止到 2016-6-30），大幅高于同行业的平均水平（48.85%），速动比例和现金比例仅为 0.41 和 0.19，也大幅低于行业平均的 1.13 和 0.70。过高的资产负债率一方面导致公司财务压力较大，另一方面制约了债务融资的运作空间。此次收购和配套募集资金后，公司的资产负债率将下降到 30% 左右，减轻了公司的财务压力，也打开了未来公司债务融资的运作空间。

配套融资完成后公司现金流将大幅改善，截止 2016 年 6 月 30 日，公司账上现金仅 5.64 亿元，而此次公司募集资金达到 32 亿元，完成后公司账上现金将达到 37.64 亿元，大幅提升。公司还有 2 块非常好的流动资产，



一为公司持有的焦作万方的 8.7% 的股权，按照目前焦作万方的股价测算，价值达 16 亿元左右，目前全部处于非限售状态；二为公司持有的位于广西柳州谷埠街国际商城的商铺，商铺总建筑面积 12.85 万平方米，根据公司 2016 年 5 月 12 日发布的公告，该资产经福建中兴资产评估公司评估的公允价值为 18.29 亿元。公司未来战略聚焦策略下这两块资产都是潜在可处理的资产，是公司未来资产运作的后备现金流来源。

五、公司运营油气田的降本增效能力小试牛刀，未来班克斯油田的成本有望明显下降

虽然公司在收购马腾和克山公司后，原油价格逐步走低，2016 年 1 月份最低跌破 30 美元/桶，但公司自收购后马腾和克山公司一直保持盈利，2015 年马腾和克山公司分别盈利 6223 万元和 1505 万元；特别是 2016H1 分别盈利 3829 万元和 1030 万元，根据我们的测算，2015 年和 2016H1 布伦特原油的均价分别只有 52.95 美元/桶和 42.43 美元/桶，而马腾油田需要部分原油以远低于出口价格销售给哈萨克斯坦国内客户，马腾和克山区块的实现油价仅 33 美元的情况下仍实现微利实属不易。

2015 年马腾和克山公司合计的原油开采完全成本在 39 美元/桶左右，2016H1 完全成本下降至 33 美元/桶左右，这主要得益于公司收购马腾和克山公司后通过优化生产、降本增效的效果显现。

班克斯公司目前的原油开采完全成本在 45 美元/桶左右，之前由于下游炼厂配套检修停产等原因致使班克斯公司的实现油价只有 Brent 油价的 8 折左右，大大影响了班克斯公司的经营效益。

未来随着矿产税的降低，开采完全成本有望下移到 43 美元/桶左右；随着下游炼厂的恢复，实现油价也有望回升到 Brent 油价的 9 折左右；再加上目前班克斯公司的单井产量偏低，公司收购后将会通过技术改造大幅提升单井产量，产量增加将大幅降低单桶折旧与摊销成本，我们相信未来班克斯公司的布伦特原油盈亏平衡点可以下降到 40 美元/桶以下；届时班克斯公司的油气效益会显著改善。

投资建议

公司借力“一带一路”国家战略，打造民营国际化石油公司，公司将从小型公司迈向中大型公司。假设 2016-2018 年 Brent 平均油价分别为 45.55 和 66 美元/桶；假设此次收购 2017 年一季度末完成交割，预计 2016-2018 年原油产量为 70 万吨、190 万吨和 230 万吨；我们预计公司 2016-2018 年归属于母公司净利润分别为 1.45 亿元、6.61 亿元和 14.79 亿元；按本次增发后约 32 亿股本全面摊薄，对应 2016-2018 年 EPS 分别为 0.04 元、0.21 元和 0.46 元，维持“增持”评级。

预测和比率

	2015A	2016F	2017F	2018F
营业收入（百万）	1,260.66	1,259.87	4,631.88	6622.04
营业收入增长率	-9.13%	-0.06%	267.65%	42.97%
EBITDA（百万）	299.01	385.22	1,680.56	2,438.60
EBITDA 增长率	-12.86%	28.83%	336.26%	45.11%
净利润（百万）	64.81	143.22	660.56	1478.5
净利润增长率	-23.66%	120.98%	361.22%	123.83%
ROE	0.00%	0.86%	5.12%	14.39%



EPS (元)	0	0.04	0.21	0.46
P/E	/	/	38.0	17.4
P/B	4.8	4.8	2.0	1.8
EV/EBITDA	77	60	19	13



分析师介绍

王强：中信建投证券研究发展部石化行业首席分析师、总监；浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士，2年石化企业运营经验；7年证券研究经验，曾就职于湘财证券研究所、银河证券研究部，2016年8月加盟中信建投证券。所在团队2011-2015年获得新财富石油化工行业3年第1名、2年第2名，2012-2015年连续4年获得水晶球石油化工行业第1名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-85130905 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622