

证券研究报告·上市公司简评

房地产

# 马腾和克山油田成本下降，海外油气并购持续推进

## 事件

2016年10月29日公司发布三季报，报告期内公司实现营业收入8.57亿，同比下降11.21%，实现归属于上市公司股东的净利润877.64万元，同比增长77.58%，实现归属于上市公司股东的扣非后的净利润-3570万元，同比下滑0.03%，实现每股EPS 0.0039元。

## 简评

### 一、原油销量稳步增长，油价下跌导致毛利率下滑

2016年前三季度公司原油销量达到45.99万吨，同比提升18.04%，预计今年全年能达到65万吨左右。2016年前三季度公司整体毛利率50.24%，同比下降3.35%，其中2016Q3整体毛利率为51%，同比上升3.63%，环比基本持平，公司整体毛利率的下滑主要还是油价的均价下滑所致，2016年前三季度布伦特原油的均价为43.09美元/桶，而去年同期为56.73美元/桶，同比下降了22.61%。

不过从毛利率下滑的幅度远小于油价的下跌幅度看，公司的原油开采成本有所下降。从中报的子公司数据看，2016年上半年Brent原油价格约40美元/桶，马腾石油和克山公司上半年实现油价只有约33美元/桶，但分别贡献净利润3829万元和1030万元，上半年29.38万吨的销量相当于实现每桶净利润约3美元/桶，这表明公司通过扩边挖潜、降本增效，使得马腾和克山油田的完全成本控制到了30美元/桶左右。

### 二、公司持续对马腾克山油田投入，在建工程大幅增加

截止到2016年三季度末，在建工程超过2亿元，同比增长140%，主要是公司持续对马腾克山油田进行投入。报告期内马腾公司的马亭、东科和卡拉三个成熟油田通过补孔、堵水、换层、调参等一系列措施延缓了产量的递减；在马亭南扩区（已完成三维地震勘探）确定探井井位并实施了钻井，正在积极组织试油工作；在马油田部署了一系列新井并已完钻投产六口直井；在卡拉油田部署水平井一口，计划于十月底完钻投产。

## 洲际油气(600759)

**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31日

当前股价：8.61元

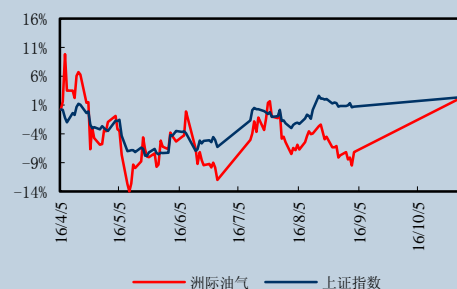
 目标价格6个月：**9.0元**

### 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
	7.76/3.86	5.77/1.58	9.89/18.25
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)	194.89		
流通市值(亿元)	136.11		
近3月日均成交量(万)	1797.97		
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

16.10.26	20161026公司简评报告_继续推进海外油气并购，进军中大型油气公司
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；



克山公司按计划完成了新井钻探、试油、投产，老井大修复产、管柱优化等工作，截止九月底共完成钻井 25 口。克山公司道勒塔利区块的勘探工作接近尾声，正在着手向哈萨克斯坦政府部门申请开发许可。持续的新井投放和老井改进为未来产量提升打下了坚实的基础。

### 三、大手笔战略抄底海外油气资产，向中大型油气公司不断挺进

公司 2016 年 9 月 21 日发布公告，拟以 33.6 亿元人民币收购涇洲鑫科 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。

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。

### 四、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。

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。

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 1 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 )	每股拥有的剩余可采储量 ( 桶 )	每股对应的原油产量 ( 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

## 五、收购班克斯和 NCP 之后, 公司将采用新技术提升其油气产量, 实现降本增效

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。

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。

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



公司披露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 65.14%（截止到 2016-9-30），大幅高于同行业的平均水平，速动比例和现金比例仅为 0.40 和 0.11，也大幅低于行业平均。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 9 月 30 日，公司账上现金仅 3 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 35 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 8.6 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。

## 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 0.40 亿元、6.61 亿元和 14.79 亿元；按本次增发后约 32 亿股股本全面摊薄，对应 2016-2018 年 EPS 分别为 0.02 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	1,253.81	4,631.88	6,622.04
营业收入增长率	-9.13%	-0.50%	269.42%	42.97%
EBITDA（百万）	299.01	277.40	1,680.56	2,438.60
EBITDA 增长率	-12.86%	-7.23%	505.83%	45.11%
净利润（百万）	64.81	39.70	660.56	1,478.5
净利润增长率	-23.66%	-38.7%	1563.88%	123.83%
ROE	0.00%	0.80%	5.12%	14.39%
EPS（元）	0	0.02	0.21	0.46
P/E	/	/	41.0	18.72
P/B	4.8	3.7	2.0	1.8
EV/EBITDA	84	195	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