

## 向千亿市值扬帆起航

——洲际油气（600759）事件点评

2016年03月24日

**强烈推荐/维持**
**洲际油气 | 事件点评**

### 事件：

2016年3月21日，公司公告了发行股份购买资产的预案。公司拟以不低于6.83元/股的价格发行12亿股购买上海泷洲鑫科99.99%股权。

上海泷洲鑫科或其子公司拟收购雅吉欧公司51%股权、基傲投资100%股权和班克斯公司100%股权，相关油气资产分别位于俄罗斯、哈萨克斯坦和阿尔巴尼亚。其中雅吉欧公司拥有证实原油储量1.07亿桶、凝析油570万桶、天然气109.21亿方；基傲投资拥有原油可采资源量预估为6.09亿吨；班克斯公司拥有证实原油储量1.26亿桶。

2016年3月22日，公司在上海证券交易所“上证e互动”网络平台召开投资者说明会，并于3月24日对投资者说明会的情况进行了公告说明。

### 主要观点：

#### 1、中国民营石油生产龙头

此次增发顺利实施后，公司的石油储量和产量将得到极大的提升。公司将成为全国最大的民营石油生产企业，3-6年内或有望达到800万吨原油的年产量，直追中国第四大石油生产企业——陕西延长集团。

目前公司马腾和克山油田的年产能分别约为50万吨和15万吨，并购买实施后雅吉欧公司和班克斯公司将分别带来约177万吨（51%计）和120万吨（100%计）年产能，公司的年原油产能有望在现有基础上增加357%，总计达到362万吨/年；3-6年后，雅吉欧公司和班克斯公司的原油年产能有望分别提升至360万吨和210万吨，马腾和克山油田的总年产能有望提升至150万吨，年产近800万吨级的民营石油生产龙头将破蛹而出。

#### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

#### 杨行远

010-66554024

yangxy@dxzq.net.cn

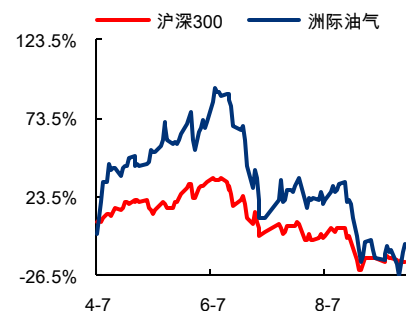
执业证书编号：

S1480115060007

#### 交易数据

52周股价区间（元）	7.85-9.9
总市值（亿元）	177.69
流通市值（亿元）	124.1
总股本/流通A股（万股）	226351/158083
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	2.1

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《洲际油气（600759）事件点评：低油价下继续扩张》2015-08-14
- 2、《洲际油气（600759）深度报告：油气改革前夜，“一带”上的明珠》2015-07-15
- 3、《公司点评：融资渠道多元化，助力未来高速发展》2015-07-02

## 2、中国资本首次控股俄油气资产

中俄互补性极强，但双方能源领域合作却波折不断。此次并购实施后，公司将成为首家获得俄油气公司控股权的中资企业，这对中俄在能源领域的合作具有重要意义，并为双方今后在该领域持续、深入的合作提供了宝贵经验借鉴。

## 3、并购俄油田单井产量高，生产成本低

雅吉欧公司所拥有的俄国亚鲁杰伊斯科耶油田 2015 年 12 月新近投产，目前油井数仅 24 口，年化接近 360 万吨产能，平均单井日产油 404 吨，约合 3000 桶。国内近十年来的单井日产最高记录约为 1184 吨，正常情况单井日产千桶（约合 140 吨）已是很高的产量，亚鲁杰伊斯科耶油田平均单井日产量 404 吨，是一个较高的平均产量。这预示着未来，在该油田增产过程中钻井、场站、管线等各方面的费用将有可能比正常的油田更低；同时，该油田位于北纬 65° 线以北的北极圈附近，或享有一定的税收优惠，这使得该油田极有可能成为公司重要的利润增长点。

## 4、贴合国家“一带”和中俄“全面战略协作伙伴”战略

公司目前的油气资产大部分位于中亚的哈萨克斯坦和俄罗斯，整体布局贴合国家强力推进的“一带”战略和中俄“全面战略协作伙伴”战略。而能源合作是“一带”战略中的重要组成部分，亦是中俄经济协作的重点，俄罗斯与中国的油气合作，正处于史上最好时期，2016 年 3 月 16 日李克强总理在记者会上提到：中俄可以在油气一体化方面进行合作。

公司已列入“一带一路”重点项目的企业名单，未来公司的相关布局，将有望受益于中国-中亚、中国-俄罗斯政治、经济关系的持续升温。

## 5、班克斯公司单桶并购成本较低

班克斯公司的油气资产位于阿尔巴尼亚，是欧洲除俄罗斯外最大的陆上油田。班克斯公司拥有剩余可采储量 2.91 亿桶（证实+概算+可能），此次公告交易对价 29.8 亿元，约合 4.58 亿美元，折合单桶并购成本约为 1.57 美元，处于一个较低的水平。

中阿两国总理于 2015 年 11 月会谈时表示将加强双边合作，该国政府十分重视此次并购，未来该油田的有望受益于两国合作的持续加强。

## 6、低油价下持续扩张正当时

并购方案的时点正好对应国际油价 25-30 美元/桶的历史低位，公司在低油价背景下持续增加油气储量的战略正在稳步推进，不考虑北里海、南哈和丝路油气田以及并购基傲投资带入的 NCP 可能的储量，仅仅计算雅吉欧公司和班克斯公司的资产，公司的剩余可采储量（证实+概算+可能）新增 5.41 亿桶（雅吉欧按油气当量折算），较原先（马腾、克山共计 2.18 亿桶剩余可采储量）大增 248%。未来随着国际油价的持续震荡回升，以及北里海、南哈和丝路油气田以及 NCP 项目的持续推进，公司的油气可采储量将有可能进一步翻倍，价值将进一步凸显。

## 并购方案深度研究:

### 1. 雅吉欧公司并购分析及盈利预测

#### 1.1 中俄“全面战略协作伙伴”，协作则共赢

俄罗斯横跨欧亚大陆，在丝绸之路经济带范围内影响巨大，目前中俄关系已提升至全面战略协作伙伴关系新阶段，双方经济的互补性极强，协作则双赢。

能源合作作为“一带”战略中的重要组成部分，亦是中俄经济协作的重点。2014年乌克兰危机爆发后，西方对俄罗斯严厉制裁，通往欧洲的“南溪”天然气管道中断，西方石油公司与俄油气开采合同中止；随后油价暴跌，锁住了俄油气收入的咽喉。加快东进同中国协作互补，成为俄罗斯的迫切选择，并推动了中俄油气合作的长足发展。

图 1: 中俄“全面战略协作伙伴”关系，协作则共赢

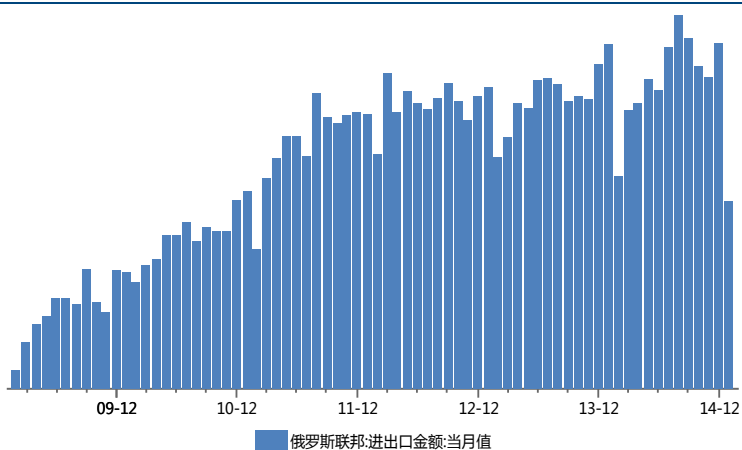


资料来源: 东兴证券研究所

俄对中国的油气出口从 2010 年后一路攀升。除了规划中的斯科沃罗季诺—漠河原油管线，俄还计划通过中哈原油管道等渠道向中国输油，对华原油贸易量有望提高到 4000 万吨；同时中石油和俄罗斯天然气工业股份公司签署了价值达 4000 亿美元的《中俄东线供气购销合同》，自 2018 年起俄将通过东线管道向中国供气，最终供气量将达 380 亿方/年。

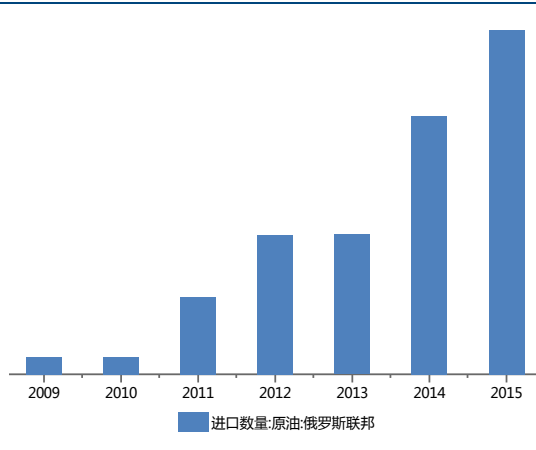
在此背景下，公司对俄国雅吉欧公司的并购将有望受益于中-俄政治、经济关系的持续升温。同时，若公司按计划完成对雅吉欧公司 51% 股权的收购，公司将成为首家获得俄油气公司控股权的中资企业，这对中俄在能源领域的合作具有重要意义，并为双方今后在该领域持续、深入的合作提供了宝贵经验借鉴。

图 2:中俄进出口金额稳步提升



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3:俄出口中国石油显著增加

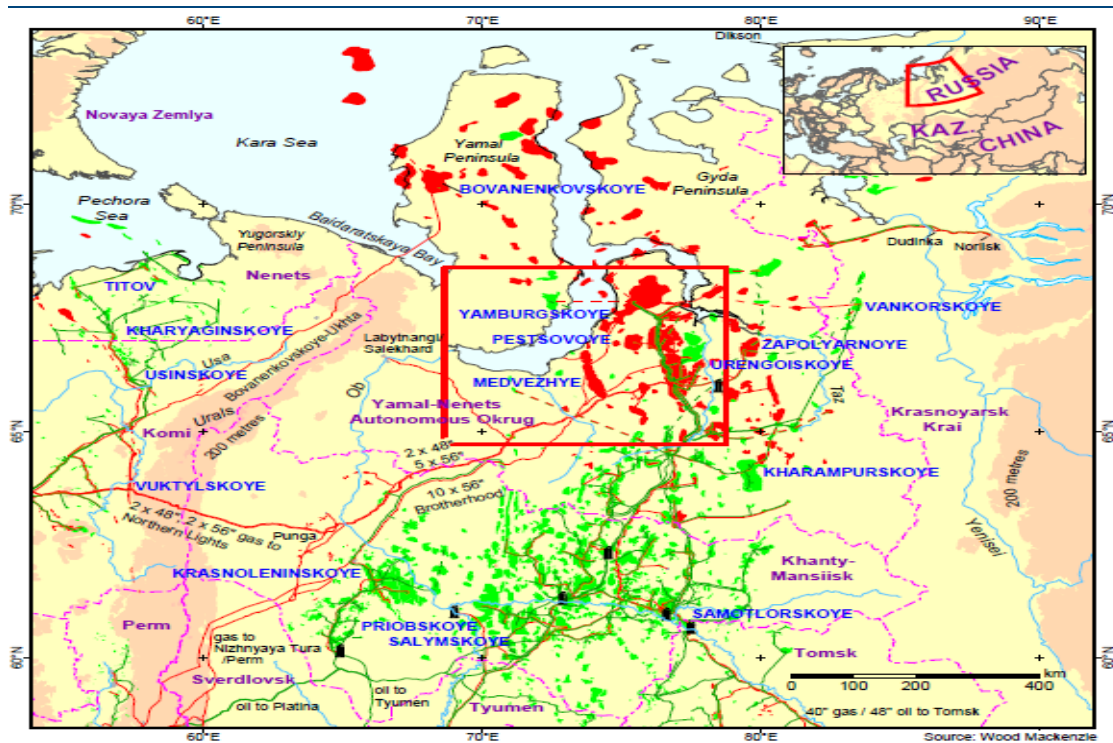


资料来源: wind, 东兴证券研究所

### 1.2 并购油田单井产量高, 未来利润重要增长点

雅吉欧公司的主要油气资产是位于西西伯利亚亚马尔-涅涅茨自治区的亚鲁杰伊油气区的亚鲁杰伊斯科耶 (Yarudeyskoye) 油田, 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。

图 4:亚鲁杰伊斯科耶油田位于西西伯利亚



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

油田的主力产层为侏罗系砂岩, 上气-下油-边底水发育构造。油田含油面积 39.08 km<sup>2</sup>, 孔隙度 14-27%, 渗透率 0.6-417mD, 平均 38mD。密度 0.817 g/cm<sup>3</sup>, 质轻低硫, 地下原油粘度 0.88 mPa.s。其中, 原油+凝析油的证实储量为 1.13 亿桶, 天然气证实储量为 109.21 亿方。

油田 2015 年 12 月新近投产, 目前油井数仅 24 口, 平均日产油 9700 吨, 年化接近 360 万吨产能, 平均单井日产油 404 吨, 约合 3000 桶。国内近十年来的单井日产最高记录约为 1184 吨, 正常情况单井日产千桶 (约合 140 吨) 已是很高的产量, 亚鲁杰伊斯科耶油田平均单井日产量 404 吨, 是一个较高的平均产量。这预示着未来, 在该油田增产过程中钻井、场站、管线等各方面的费用将有可能比正常的油田更低; 同时, 该油田位于北纬 65° 线以北的北极圈附近, 或享有一定的税收优惠, 这使得该油田极有可能成为公司重要的利润增长点。

**图 5: 亚鲁杰伊斯科耶油田石油储量**

Yarudeyskoye 油田剩余可采石油储量 (百万桶)			
公司名称	证实储量	证实+概算储量	证实+概算+可能储量
雅吉欧公司	106.94	250.75	357.70
Yarudeyskoye 油田剩余可采凝析油储量 (百万桶)			
公司名称	证实储量	证实+概算储量	证实+概算+可能储量
雅吉欧公司	5.70	8.11	13.81
Yarudeyskoye 油田剩余可采天然气储量 (百万立方米)			
公司名称	证实储量	证实+概算储量	证实+概算+可能储量
雅吉欧公司	10,921	17,461	22,418

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

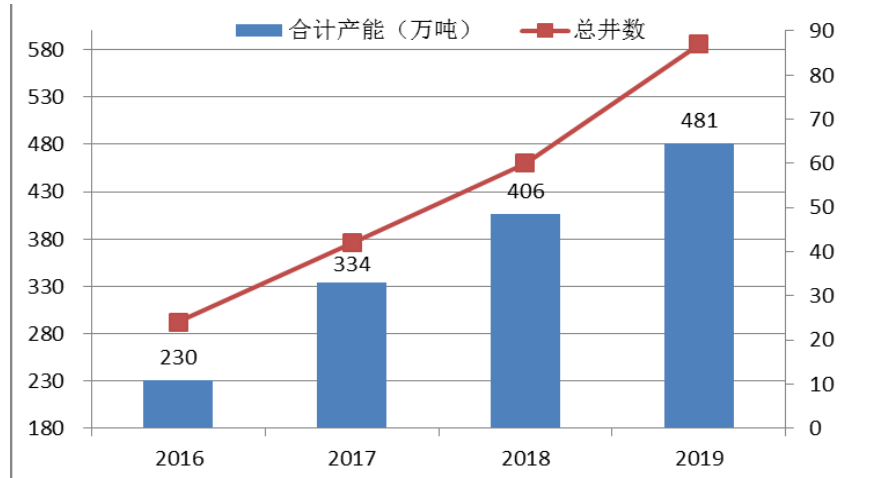
公告显示, 公司计划未来三年内新钻直井、水平井共计 52 口。假设单井产能不变, 每年新增油井数相同, 每口井的年衰减率在 30-35% 之间, 则至 2019 年公司的总产能约为 481 万吨。

**表 1: 亚鲁杰伊斯科耶油田产量预测**

钻井数	2016 产能 (吨)	2017 产能 (吨)	2018 产能 (吨)	2019 产能 (吨)
24	2300376	1610263	1127184	1127184
18		1725282	1207697	845388.2
18			1725282	1207697
17				1629433
合计产能 (吨)	2300376	3335545	4060164	4809703

资料来源: 东兴证券研究所

图 6: 亚鲁杰伊斯科耶油田产量 2019 年前有望大幅提升



资料来源: 东兴证券研究所

公司在公告中预测 2016 年至 2019 年的平均价格分别为 45 美元/桶、55 美元/桶、60 美元/桶和 70 美元/桶。按照俄罗斯现行的税制，我们分别计算出了每桶原油应缴纳的出口税费。

表 2: 俄现行税制每桶原油出口税费

年份	原油价格 (美元/桶)	每桶税费 (美元/桶)
2016	45	12.81
2017	55	16.92
2018	60	18.97
2019	70	23.08

资料来源: 东兴证券研究所

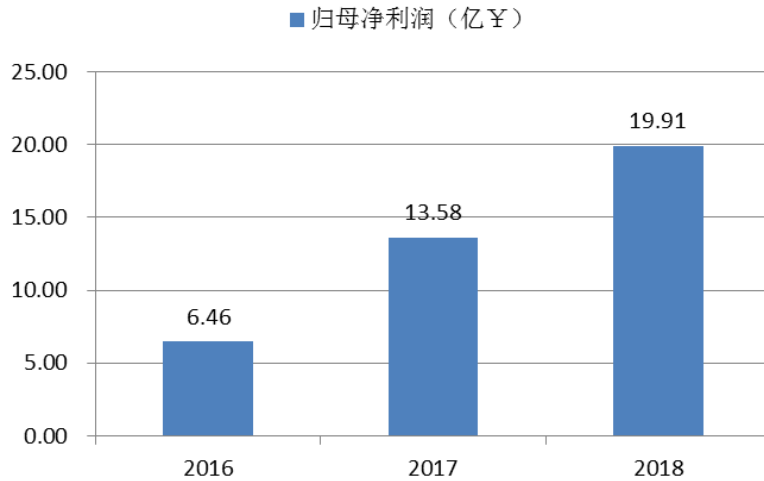
在此基础上，我们估算了现行税制、不同油价下亚鲁杰伊斯科耶油田的每桶成本和每桶净利润，预计 2016 年该油田能给公司带来 6.5 亿元人民币的净利润，到 2018 年该油田将给公司带来近 20 亿元人民币的净利润，成为公司盈利的重要增长点。

表 3: 亚鲁杰伊斯科耶油田盈利能力分析

单位: \$	每桶售价	每桶成本	每桶总税费	每桶管输费	每桶净利润
2016	45	15.62	15.38	3.00	11.00
2017	55	15.66	20.39	3.00	15.95
2018	60	14.75	23.05	3.00	19.21
未来	75	14.05	30.69	3.00	27.26

资料来源: 东兴证券研究所

图 7: 亚鲁杰伊斯科耶油田盈利有望较快增长



资料来源: 东兴证券研究所

表 4: 亚鲁杰伊斯科耶油田盈利预测

	每桶售价 (\$)	每桶净利润 (\$)	产能 (万桶)	净利润 (万\$)	归母净利润 (万\$)	汇率	归母净利润 (亿元)
2016	45	11.00	1771	19491	9940	6.50	6.46
2017	55	15.95	2568	40962	20890	6.50	13.58
2018	60	19.21	3126.33	60051	30626	6.50	19.91

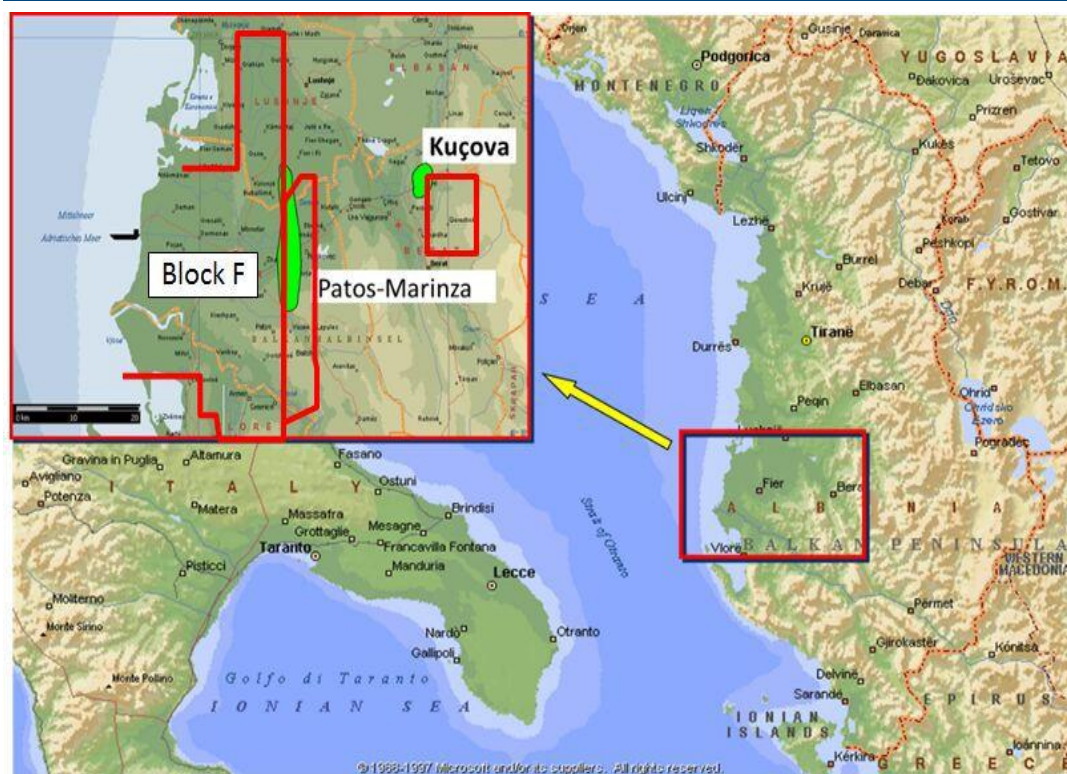
资料来源: 东兴证券研究所

## 2. 班克斯公司并购分析及盈利预测

班克斯公司注册地在加拿大,但其拥有的油气资产位于阿尔巴尼亚的 Patos-Marinza、Kucova、Block F 区块; 其中 Block F 是勘探区块, Patos-Marinza 和 Kucova 是在产区块。

Patos-Marinza 油田为一向西北方向倾斜的单斜构造, 油田深度约为 1800 米, 储层为滨浅海-河流沉积细砂岩、中砂岩, 砂岩平均孔隙度为 25%, 渗透率为 100-2000 md, 原油粘度范围为 10-4000 cp, 密度范围为 4.3-20 API。Kucova 区块所处盆地上层包括晚中新世和上新世时代的碎屑岩沉积, 覆盖由早中新世, 古新世和白垩世晚期的复理石、碳酸盐组成的逆掩断层和侵蚀面。

图 8：班克斯公司油田资产位于阿尔巴尼亚



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 9：班克斯公司油田可采储量

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，东兴证券研究所

班克斯公司的油气资产是欧洲除俄罗斯外最大的陆上油田，拥有剩余可采储量 2.91 亿桶（证实+概算+可能），此次公告交易对价 29.8 亿元，约合 4.58 亿美元，折合单桶并购成本约为 1.57 美元，处于一个较低的水平。

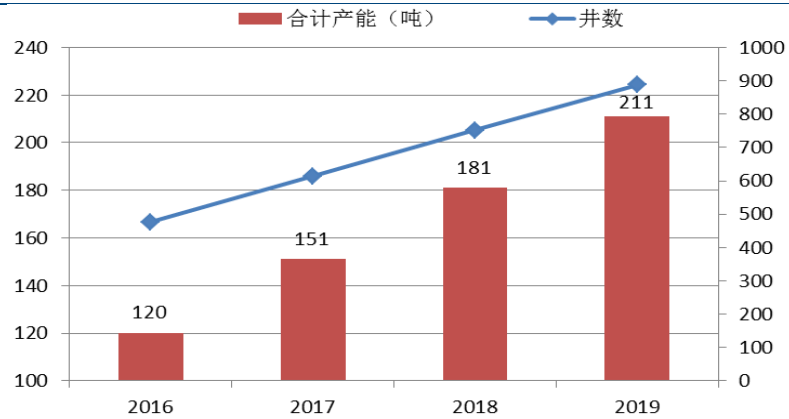
公告显示，油田现有产能 120 万吨/年，公司计划在未来三年内，将产能提高到 211 万吨/年，远期规划达到 511 万吨/年。假设未来 3 年的产能增量相同，则 2016-2019 的年产能预测约为 120 万吨、151 万吨、181 万吨和 211 万吨。



**表 5:班克斯公司油田产能预测**

	2016	2017	2018	2019
井数	476	614	751	888
合计产能 (万吨)	120	151	181	211

资料来源: 东兴证券研究所

**图 10:班克斯公司油田产能有望稳步提高**


资料来源: 东兴证券研究所

公司在公告中预测 2016 年至 2018 年的平均价格分别为 45 美元/桶、55 美元/桶和 60 美元/桶。我们估算了不同油价下油田的每桶成本和每桶净利润。预计 2016 年该油田能给公司带来 0.62 亿元人民币的净利润,到 2018 年随着国际油价的回升,该油田将给公司带来约 5.3 亿元人民币的净利润。

**表 6:班克斯公司盈利能力分析**

	每桶油价 (\$)	每桶折价后 (\$)	产量 (万吨)	产量 (万桶)	每桶成本 (\$)	每桶税费 (\$)	每桶净利润 (\$)
2016	45	33.75	120	768.00	31.28	1.23	1.24
2017	55	41.25	151	966.40	32.22	6.81	2.23
2018	60	46.80	181	1158.40	32.54	7.98	6.28
未来	75	56.25	211	1350.40	34.18	10.52	11.55

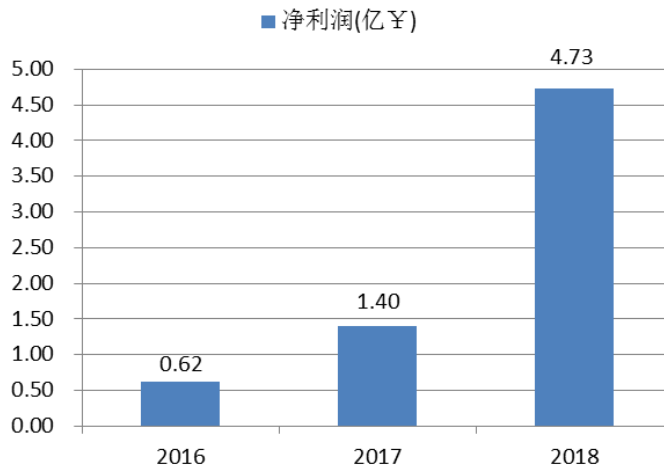
资料来源: 东兴证券研究所

**表 7: 班克斯公司盈利能力预测**

	每桶油价 (\$)	每桶折价后 (\$)	产量 (万吨)	产量 (万桶)	每桶净利润 (\$)	净利润 (万\$)	汇率	净利润 (亿¥)
2016	45	33.75	120	768.00	1.24	954.24	6.50	0.62
2017	55	41.25	151	966.40	2.23	2150.58	6.50	1.40
2018	60	46.80	181	1158.40	6.28	7274.77	6.50	4.73

资料来源: 东兴证券研究所

图 11: 班克斯公司盈利能力有望稳步增长



资料来源: 东兴证券研究所

### 3. NCP 项目分析及展望

基傲投资的主要资产是 65%间接控股的 NCP 公司, 该公司拥有哈萨克斯坦滨里海盆地及周边五个油气勘探区块矿权, 分别是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), 位于曼格什拉克盆地的阿克套 (Aktau), 总面积 9,849 平方公里。

图 12: NCP 公司勘探区块位置图



资料来源: 东兴证券研究所

巴雷科什 (Balykshi)、卡拉巴斯 (Karabas) 和东扎尔卡梅斯 (Zharkamys East) 3 个区块的地层分为盐上层系 (白垩系、侏罗系和三叠系)、含盐层系 (空谷阶) 和盐下层系 (二叠系, 石炭系和泥盆系)。阿克套 (Aktau) 和萨伊乌杰斯(Sai-Utes) 区块主要发育白垩系、侏罗系和三叠系地层。

根据公告五个区块合计的石油地质资源量为 17.41 亿吨, 按 30%采出率, 可采资源量为 6.09 亿吨, 约合 43.48 亿桶; 即便按照 10%极保守的采出率, 可采资源量也为 2.03 亿吨, 折合约 14.49 亿桶可采资源量。这将成为公司未来石油储备的量的坚实后盾, 同正在推进的北里海、南哈和丝路油项目一起保障公司的长远发展。

#### 4. 结论：“一带”战略下，中国民营石油生产龙头

中亚地区自然资源丰富, 环里海区域是国际公认的富油地区, 有着“下一个中东”之称。哈萨克斯坦地处欧亚大陆结合部, 是“一带”战略走出国门的第一站, 更是历史和现在贯通亚欧非大陆及附近海洋的枢纽。中哈两国优势互补明显, 通过相互合作, 哈萨克斯坦可以获得国内经济建设急需的资金和技术, 中国则可以获得一条更安全、便捷的能源供给渠道, 并通过并购和投资获得海外油气资源储备, 保障本国的石油安全。

图 13: 中亚尤其是哈萨克斯坦共和国是“一带”战略的重要枢纽



资料来源：东兴证券研究所

公司目前的主力油田都集中在哈萨克斯坦，并购中的两个油田一个位于俄罗斯，一个位于巴尔干半岛，均位于欧亚大陆的连接区域，贴合国家“一带”和中俄“全面战略合作伙伴”战略。公司已列入“一带一路”重点项目的企业名单，未来公司有望受益于中国-中亚、中国-俄罗斯政治、经济关系的持续升温。

表 8: 洲际油气主力油田可采储量

	控股比例	石油可采资源量 (3P, 万桶)	天然气可采资源量 (亿方)
马腾	95%	10750	---
克山	95%	11090	---
班克斯	100%	29100	---
雅吉欧	51%	37151	224.2

资料来源: 东兴证券研究所

同时，并购方案的时点正好对应国际油价 25-30 美元/桶的历史低位，公司在低油价背景下持续增加油气储量的战略正在稳步推进，不考虑北里海、南哈和丝路油气田以及并购基傲投资带入的 NCP 可能的储量，仅仅计算雅吉欧公司和班克斯公司的资产，公司的剩余可采储量（证实+概算+可能）新增 5.41 亿桶（雅吉欧按油气当量折算），较原先（马腾、克山共计 2.18 亿桶剩余可采储量）大增 248%。未来随着国际油价的持续震荡回升，以及北里海、南哈和丝路油气田以及 NCP 项目的持续推进，公司的油气可采储量将有可能进一步翻倍，价值将进一步凸显。

表 9: 公司未来 4 年盈利预测

归母净利润 (亿 ¥)	2015	2016	2017	2018
马腾	0.19	0.22	2.65	4.44
克山	0.01	0.07	1.32	2.59
班克斯	0.00	0.62	1.40	5.26
雅吉欧	0.00	6.46	13.58	22.49
合计 (亿 ¥)	0.21	7.37	18.95	34.78
EPS (元)	0.01	0.18	0.45	0.83

资料来源: 东兴证券研究所

我们预计公司 2015-2018 年的归母净利润分别为 0.03 亿美元、1.13 亿美元、2.91 亿美元和 5.35 亿美元，按 6.5 汇率折合成人民币约为 0.21 亿、7.37 亿、18.95 和 34.78 亿。按 2018 年 25 倍 PE，近千亿市值的民营石油生产龙头有望破茧而出。假设此次增发后，公司的股本增加到 42 亿，且收购的油气资产能够在年内并表，则 2015 年至 2018 年 EPS 分别为：0.01 元、0.18 元、0.45 元和 0.83 元，对应 PE 分别为 785、43.61、17.44 和 9.46。维持公司“强烈推荐”评级。

重要假设: 1、人民币兑美元汇率在 6.4-6.5 范围; 2、国际油价如公司公告预测 2016-2018 年分别为 45、55 和 60 美元; 3、公告上公布的油田单井产量恒定不变; 4、并购的标的今年完成并表。

风险提示: 1、各国汇率风险; 2、油价不及公告预期; 3、项目建设进度不及预期; 4、海外油气收购进展不及预期; 5、海外政策、经营风险出现变化; 6、相关区块的勘探风险。

## 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	4406	4668	3212	6941	10437	<b>营业收入</b>	1643	1387	1243	8223	14070
货币资金	1141	2128	2401	4112	7035	<b>营业成本</b>	1418	693	690	3843	6205
应收账款	54	96	86	569	974	营业税金及附加	57	267	273	1727	2673
其他应收款	238	445	399	2640	4518	营业费用	7	75	131	822	1112
预付款项	579	337	97	-1243	-3406	管理费用	83	164	150	937	1435
存货	2355	1478	189	1053	1700	财务费用	68	210	141	68	305
其他流动资产	27	36	40	-191	-384	资产减值损失	2.78	1.91	2.35	2.13	2.24
<b>非流动资产合计</b>	2523	7138	7015	7001	6987	公允价值变动收	-49.14	8.73	20.12	14.42	17.27
长期股权投资	68	0	0	0	0	投资净收益	78.70	131.85	105.28	118.56	111.92
固定资产	18.85	39.05	99.79	86.24	72.68	<b>营业利润</b>	37	118	-19	956	2467
无形资产	344	2	2	1	1	营业外收入	120.08	17.96	69.02	43.49	56.26
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	5.05	1.60	3.32	2.46	2.89
<b>资产总计</b>	6930	11806	10227	13942	17424	<b>利润总额</b>	152	134	47	997	2520
<b>流动负债合计</b>	3323	3898	1444	3088	8216	所得税	88	40	12	249	630
短期借款	304	2089	0	1780	8113	<b>净利润</b>	64	93	35	748	1890
应付账款	303	390	189	1053	1700	少数股东损益	18	9	13	11	12
预收款项	196	2	-172	-1323	-3293	归属母公司净利	45	85	22	737	1878
一年内到期的	910	459	459	459	459	EBITDA	455	472	136	1038	2786
<b>非流动负债合计</b>	1248	2364	1856	3085	4245	<b>BPS (元)</b>	0.04	0.07	0.01	0.18	0.45
长期借款	1090	1065	1865	2665	3465	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
<b>负债合计</b>	4572	6261	3301	6174	12461	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	92	172	186	197	209	营业收入增长	-2.85%	-15.58%	-10.40%	561.54%	71.11%
实收资本(或	1220	1741	2264	4200	4200	营业利润增长	-92.64%	216.25%	-116.15%	#####	157.94%
资本公积	448	2958	3835	3835	3835	归属于母公司净	-74.62%	3320.76%	-74.62%	3320.76%	154.79%
未分配利润	561	619	575	-899	-4654	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	2266	5372	6735	7566	4749	毛利率(%)	13.70%	50.05%	44.50%	53.27%	55.90%
<b>负债和所有者</b>	6930	11806	10221	13936	17419	净利率(%)	3.89%	6.73%	2.82%	9.10%	13.43%
<b>现金流量</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.66%	0.72%	0.21%	5.29%	10.78%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	2.01%	1.58%	0.32%	9.74%	39.54%
<b>经营活动现金</b>	483	111	52	-1454	303	<b>偿债能力</b>					
净利润	64	93	35	748	1890	资产负债率(%)	66%	53%	32%	44%	
折旧摊销	349.69	144.48	0.00	13.73	13.73	流动比率	1.33	1.20	2.22	2.25	1.27
财务费用	68	210	141	68	305	速动比率	0.62	0.82	2.09	1.91	1.06
应收账款减少	0	0	10	-483	-405	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	-174	-1151	-1970	总资产周转率	0.26	0.15	0.11	0.68	0.90
<b>投资活动现金</b>	549	-3372	381	131	127	应收账款周转率	15	19	14	25	18
公允价值变动	-49	9	20	14	17	应付账款周转率	4.96	4.00	4.29	13.24	10.22
长期股权投资	0	0	126	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	79	132	105	119	112	每股收益(最新摊	0.04	0.07	0.01	0.18	0.45
<b>筹资活动现金</b>	-569	4304	-159	3034	2493	每股净现金流(最	0.38	0.60	0.12	0.41	0.70
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	1.86	3.09	2.97	1.80	1.13
长期借款增加	0	0	800	800	800	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	521	523	1936	0	P/E	265.42	142.24	785	43.61	17.44
资本公积增加	3	2510	878	0	0	P/B	5.33	3.21	3.33	5.50	8.76
<b>现金净增加额</b>	464	1043	273	1711	2924	EV/EBITDA	29.10	39.68	164.80	40.80	16.72

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

---

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

### 杨行远

化学博士，2015年加盟东兴证券研究所，四年化工行业工作经验。

---

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。