

## 雄关漫漫，逆流直上

### ——洲际油气（600759）深度报告

2016年04月03日

强烈推荐/维持

洲际油气	深度报告
------	------

#### 报告摘要:

- **贴合国家“一带”和中俄“全面战略协作伙伴”战略。**公司拟以不低于6.83元/股的价格发行12亿股，购买上海浠洲鑫科99.99%股权，而上海浠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。公司目前的油气资产大部分位于欧亚连接部和俄罗斯，并已列入“一带一路”重点项目的企业名单，未来有望受益于中国-中亚、中国-俄罗斯政治、经济关系的持续升温。
- **中国民营石油生产龙头。**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。公司或将成为全国最大的民营石油生产企业，3-6年内有望达到500万吨以上的原油年产量。仅计算雅吉欧公司和班克斯公司的新增资产，公司的剩余可采储量新增5.45亿桶，较原先（马腾、克山共计2.07亿桶剩余可采储量）大增263%；公司的矿权面积新增3041.8平方公里，较原先（马腾、克山共计343.52平方公里）大增885%。
- **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。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。
- **收购资产质量较高。**雅吉欧公司所拥有的俄国亚鲁杰伊斯科耶油田，平均单井日产油404吨（约合3000桶）是一个较高的产量，未来油田的生产成本可能低于该地区其他油田。班克斯公司的3P单桶并购成本仅为1.57美元，处于较低水平。
- **公司盈利预测及投资评级。**在假设条件下，我们预计公司2015-2017年营业收入为12.43亿元、69.79亿元和154.47亿元，归母净利润为0.23亿元、7.27亿元和21.22亿元，每股收益0.01元、0.17元和0.51元，对应PE为784.06、45.37和15.54。按2017年25倍PE，给予公司年内目标价位12.75元。维持公司“强烈推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,643.36	1,387.25	1,243.00	6,979.00	15,447.0
增长率(%)	-2.85%	-15.58%	-10.40%	461.46%	121.34%
净利润(百万元)	63.90	93.43	36.15	737.74	2,134.08
增长率(%)	-83.95%	46.20%	-61.30%	1940.62	189.27%
净资产收益率(%)	2.01%	1.58%	0.16%	4.88%	18.11%
每股收益(元)	0.04	0.07	0.01	0.17	0.51
PE	210.46	112.79	784.06	45.37	15.54
PB	4.23	2.54	1.26	2.21	2.81

#### 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

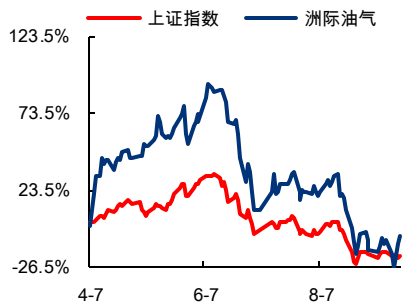
执业证书编号:

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：向千亿美元扬帆起航》2016-03-28
- 2、《洲际油气（600759）事件点评：低油价下继续扩张》2015-08-14
- 3、《洲际油气（600759）深度报告：油气改革前夜，“一带”上的明珠》2015-07-15
- 4、《公司点评：融资渠道多元化，助力未来高速发展》2015-07-02

## 目 录

1. “一带”战略“出门”首站，中亚重要地位凸显 .....	4
2. 中俄“全面战略协作伙伴”，协作则共赢 .....	4
3. “一带”、“中俄”战略下，民营石油生产龙头 .....	6
3.1 坚定转型，向年产 500 万吨以上石油公司迈进 .....	6
3.2 主力油田盈利分析 .....	7
3.2.1 马腾石油公司（含克山） .....	7
3.2.2 雅吉欧公司 .....	10
3.2.3 班克斯公司 .....	14
3.3 勘探项目支撑未来成长 .....	17
3.3.1 NCP 公司 .....	17
3.3.2 苏克公司 .....	18
4. 低油价下逆势并购 .....	19
5. 盈利预测和估值 .....	20
6. 风险提示 .....	21

## 表格目录

表 1:洲际油气主力油田可采储量和面积 .....	7
表 2:马腾石油公司增储后单桶并购成本下降近 4 成 .....	8
表 3:收购克山后公司在哈国可采储量翻倍，单桶并购成本再次降低 .....	9
表 4:马腾、克山油田历史产量和预测 .....	10
表 5:马腾石油公司未来营收预测 .....	10
表 6:亚鲁杰伊斯科耶油田单桶并购成本 .....	12
表 7:亚鲁杰伊斯科耶油田直线法产量预测 .....	12
表 8:俄现行税制每桶原油出口税费 .....	13
表 9:亚鲁杰伊斯科耶油田盈利能力分析 .....	13
表 10:亚鲁杰伊斯科耶油田盈利预测 .....	14
表 11:班克斯单桶并购成本 .....	15
表 12:班克斯公司油田产能预测 .....	15
表 13:班克斯公司盈利能力分析 .....	16
表 14:班克斯公司盈利能力预测 .....	16
表 15:公司盈利预测表 .....	22

## 插图目录

图 1:中亚尤其是哈萨克斯坦共和国是“一带”战略的重要枢纽 .....	4
图 2:中俄“全面战略协作伙伴”关系，协作则共赢 .....	5
图 3:中俄进出口金额稳步提升 .....	5
图 4:俄出口中国石油显著增加 .....	5

图 5:坚定转型为年产 500 万吨以上是由公司 .....	6
图 6:马腾石油公司处于油气资源丰富的滨里海地区 .....	8
图 7:马腾、克山石油公司均处于油气资源丰富的滨里海地区 .....	9
图 8:亚鲁杰伊斯科耶油田位于西西伯利亚 .....	11
图 9:亚鲁杰伊斯科耶油田石油储量 .....	11
图 10:De Golyer and MacNaughton 方案下油田产量预测 .....	13
图 11:班克斯公司油田资产位于阿尔巴尼亚 .....	14
图 12:班克斯公司油田可采储量 .....	15
图 13:RPS Energy Canada Limited 和 Degolyer and MacNaughton Canada limited 对班克斯产能预测 .....	15
图 14:班克斯公司油田产能有望稳步提高 .....	16
图 15:班克斯公司盈利能力有望稳步增长 .....	17
图 16:NCP 公司勘探区块位置图 .....	18
图 17:马塞尔区块位于哈萨克斯坦中部 .....	19
图 18:马塞尔区块的 C 级资源量 .....	19
图 19:过去三十年油价走势 .....	20

## 1. “一带”战略“出门”首站，中亚重要地位凸显

“一带一路”分别是“丝绸之路经济带”和“海上丝绸之路”两个概念的简称。其中“一带”战略是习近平 2013 年 9 月，在哈萨克斯坦首都阿斯塔纳纳扎尔巴耶夫大学演讲时提出的。选在出访哈国的时间节点，更是凸显了中亚，尤其是哈萨克斯坦对于“一带”战略的重要地位。

打开地图，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。正如哈国总统纳扎尔巴耶夫所言：“哈萨克斯坦占据着中心地理位置，保障着欧洲与亚洲的联系。”

图 1: 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

同时，更为重要的是，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。作为中亚五国中经济总量最大的哈萨克斯坦更是有望获得近三成里海水域，包括近一半的里海石油储备和三分之一的天然气储备。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。

## 2. 中俄“全面战略合作伙伴”，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合作伙伴关系新阶段，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。

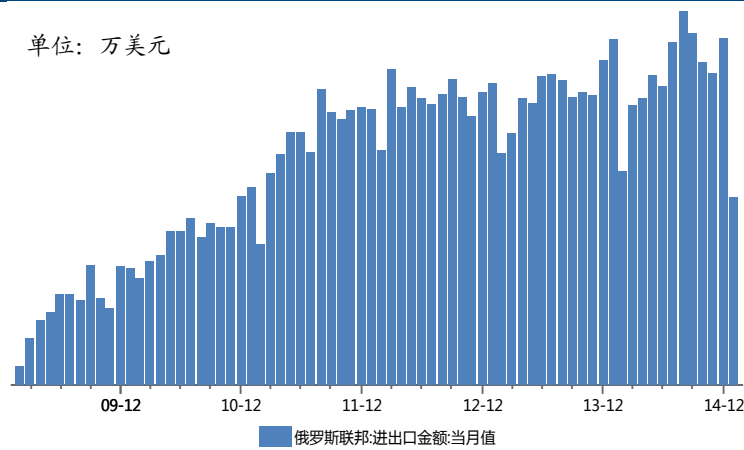
**图 2:中俄“全面战略协作伙伴”关系,协作则共赢**



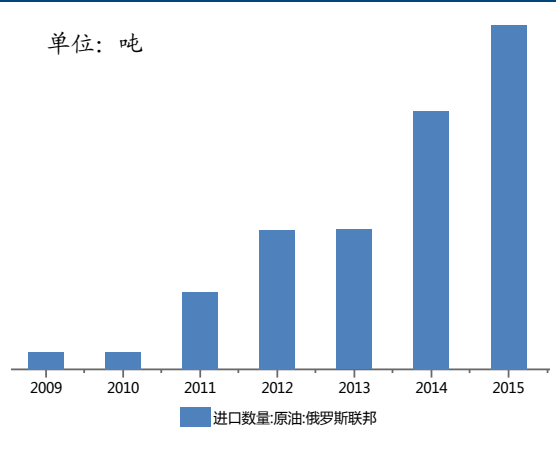
资料来源:东兴证券研究所

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。

**图 3:中俄进出口金额稳步提升**



**图 4:俄出口中国石油显著增加**





### 3. “一带”、“中俄”战略下，民营石油生产龙头

#### 3.1 坚定转型，向年产 500 万吨以上石油公司迈进

公司原主营业务为房地产开发，2013 年 12 月完成股份转让后，公司的实际控制人变为 HUI Ling (许玲)。随后公司逐步剥离非油气资产，并加速布局油气产业：2014 年通过非公开增发股份募集资金 31.2 亿元完成了对哈萨克斯坦马腾石油公司的收购，2015 年以 3.405 亿美元通过马腾石油公司完成了对哈萨克斯坦克山石油公司 100% 股权的收购。

图 5: 坚定转型为年产 500 万吨以上是由公司



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2015 年后，在国际油价的相对底部区间公司再次把握机遇扩大油气资源储量，2015 年 10 月公告参与投标收购 Tegis Munay LLP 100% 股权；2015 年 11 月受让苏克公司 10% 的股权；2016 年 3 月再次公告拟以不低于 6.83 元/股的价格发行 12 亿股，购买上海沈洲鑫科 99.99% 股权，而上海沈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。这些油气资产为公司实现年产 500 万吨以上的转型目标奠定了坚实的基础。

目前公司的主力油田都集中于哈萨克斯坦，拟收购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 1: 洲际油气主力油田可采储量和面积

	控股比例	石油可采资源量 (3P, 万桶)	天然气可采资源量 (亿方)	面积 (平方公里)	地理位置
马腾	95%	10750	—	132.62	哈萨克斯坦
克山	95%	11090	—	210.9	哈萨克斯坦
班克斯	100%	29100	—	1005.5	阿尔巴尼亚
雅吉欧	51%	37151	224.2	2036.29	俄罗斯

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 3.2 主力油田盈利分析

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。公司或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 500 万吨以上的原油年产量。

不考虑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新增资产, 公司的剩余可采储量 (证实+概算+可能) 新增 5.45 亿桶 (雅吉欧按油气当量和股本权益折算), 较原先 (马腾、克山共计 2.07 亿桶剩余可采储量) 大增 263%; 公司的矿权面积新增 3041.8 平方公里, 较原先 (马腾、克山共计 343.52 平方公里) 大增 885%。

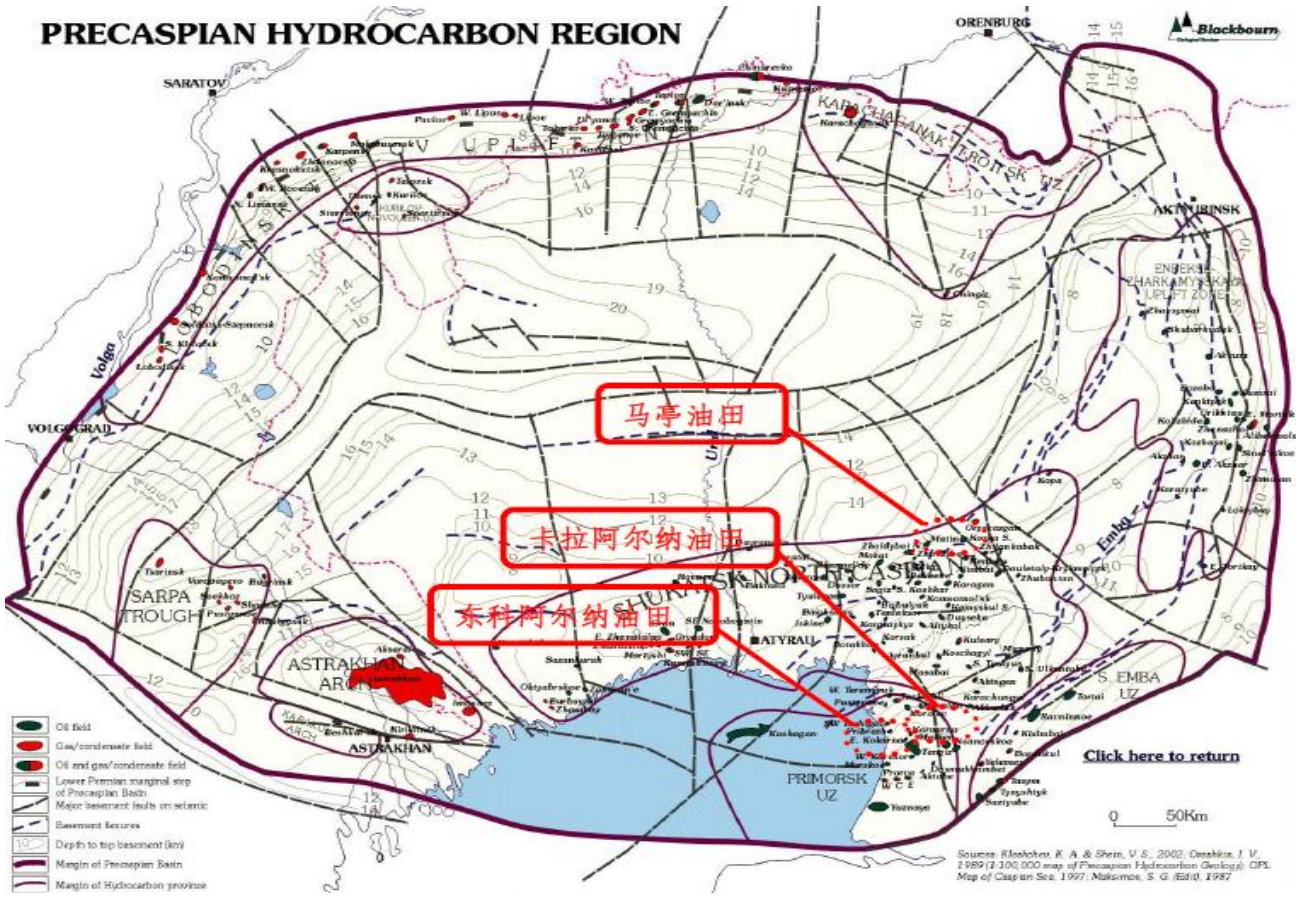
#### 3.2.1 马腾石油公司 (含克山)

中亚是国际公认的富油地区, 环里海区域更有着“下一个中东”的美誉。由于该地区油气资源多处于中浅层, 开发成本低于世界其他地区, 仅次于中东; 更为重要的是, 相比于世界其他富油区域, 中亚由于历史原因, 长期缺乏必要的资金、技术进行深入的油气勘探、开采, 是最具开发价值和潜力的富油地域之一。

公司转型首次发力选在了哈萨克斯坦的滨里海地区, 通过先行自筹资金, 以 5.26 亿美元约合 31.2 亿人民币的价格在 2014 年 6 月完成了对哈萨克斯坦马腾石油公司 95% 股权的收购, 并在年底非公开发行股份 (锁定期 3 年) 筹集资金后对先期资金进行了置换。

马腾石油公司拥有卡拉阿尔纳 (Kara-Arna)、东科阿尔纳 (East Kok Arna) 和马亭 (Matin) 三个油田 100% 开采权益, 初始开采面积 75.2 平方公里, 剩余可采储量 6691 万桶。油田位于滨里海盆地, 原油埋藏深度约在 500-2700 米左右, 属于中浅层原油, 开采成本较低; 油田距离主要输油管线距离较近, 输送成本亦不高; 产出原油密度约在 0.8 kg/L 左右, 属轻质原油。

图 6:马腾石油公司处于油气资源丰富的滨里海地区



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

同时, 马腾公司的纵向挖潜、平面扩展工作也在快速推进。根据 GCA 公司 2014 年底最新出具的评价报告, 马腾石油公司三块油田合计剩余可采储量由 2013 年 9 月 30 日的 6691 万桶更新为 10750 万桶, 并且扩大地下资源使用区块面积 87.42 平方公里。这使得公司购买马腾石油公司的单桶并购成本从 8.28 美元/桶降低到 5.15 美元/桶。

表 2:马腾石油公司增储后单桶并购成本下降近 4 成

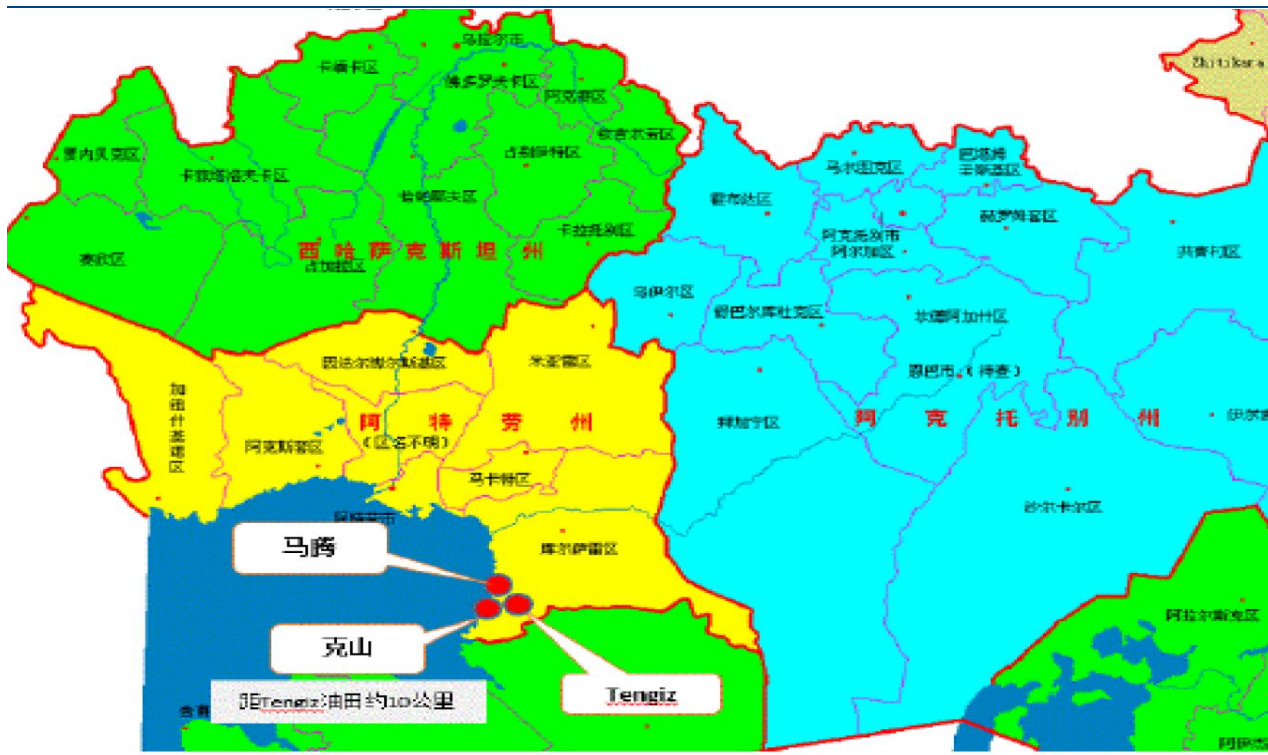
	剩余可开采储量 (万桶)	开采面积 (平方公里)	单桶并购成本 (美元)
增储前	6691.00	75.20	8.28
增储后	10750.00	132.62	5.15

资料来源: 东兴证券研究所

2015 年 8 月公司通过马腾石油公司, 以 3.4 亿美元完成了对哈萨克斯坦克山石油公司 100% 股权的收购, 公司通过马腾石油公司间接持有克山公司 95% 的权益和控股权。



图 7:马腾、克山石油公司均处于油气资源丰富的滨里海地区



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

克山同样位于滨里海富油区域，距离马腾仅 30 公里，有利于马腾公司规模化管理。克山拥有莫斯科耶（Morskoe）、道勒塔利（Dauletaly）和卡拉套（Karatal）三个油田，可开采区域 210.9 平方公里，初步探明可开采储量 11090 万桶。克山不论是可采储量还是开采区域面积都和调整后的马腾区块不相上下，且收购克山石油公司的单桶并购成本约为 3.16 美元/桶，低于 5.15 美元/桶的调整后马腾并购成本，奠定了公司在哈萨克斯坦可采储量和产量翻倍的坚实基础。

表 3:收购克山后公司在哈国可采储量翻倍，单桶并购成本再次降低

	剩余可开采储量（万桶）	开采面积（平方公里）	单桶并购成本（美元）
马腾石油公司	10750.00	132.62	5.15
克山石油公司	11090.00	210.90	3.16
合计	21840.00	343.52	4.14

资料来源：东兴证券研究所

更重要的是，马腾公司原有可采储量和新增可采储量都未包括盐下部分，而在哈萨克斯坦滨里海地区，90%以上的探明储量均在盐下部分，随着公司稳产、增产、扩边、增储工作的坚实推进，未来来自盐下部分的储量增长潜力巨大。

马腾油田基本还处于壮年期，产量较为稳定，但克山油田大部分区块处于勘探末期到开发的过度阶段，2015 年才正式进入生产阶段，产能的增加需要一定的过程和时间。

以现在的数据推测, 我们认为马腾油田的产能约在 50 万吨/年, 克山油田的产能约在 15 万吨/年。目前, 马腾油田和克山油田的稳产、增产工作正在稳步推进, 我们预计 3-6 年后, 这两个油田的总产能有望提升到 150 万吨。

表 4: 马腾、克山油田历史产量和预测

年份	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
马腾产量 (万吨/年)	57.7	54.7	53.9	49.0	50.0	60.0	72.0	80.0
(万桶/年)	450.1	426.7	420.4	382.4	390.0	468.0	561.6	624.0
克山产量 (万吨/年)	9.8	14.6	16.4	4.1 (9月并表)	16.0	30.0	42.0	50.0
(万桶/年)	76.1	113.6	128.2	32.0	124.8	234.0	327.6	390.0

资料来源: 东兴证券研究所

从历史看, 马腾公司原油总产的 85%-90% 用于出口, 其余 10%-15% 用于哈国内销售。其出口部分的售价主要受 Brent 价格和里海石油管线到岸价、离岸价的影响, 而国内销售的原油价格则远低于国际价格。

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。以此作为均价, 我们预测马腾石油公司 (含马腾油田和克山油田) 未来 4 年的销售总收入为: 2016 年 15.1 亿元, 2017 年 25.1 亿元, 2018 年 34.7 亿元, 2019 年 46.1 亿元。未来 4 年随着国际油价的温和震荡回升, 马腾石油公司的盈利能力有望稳步回升。

表 5: 马腾石油公司未来营收预测

年份	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
马腾营收总和 (万\$)	18649	23166	38610	53352	70980
马腾营收总和 (亿¥)	12.1	15.1	25.1	34.7	46.1

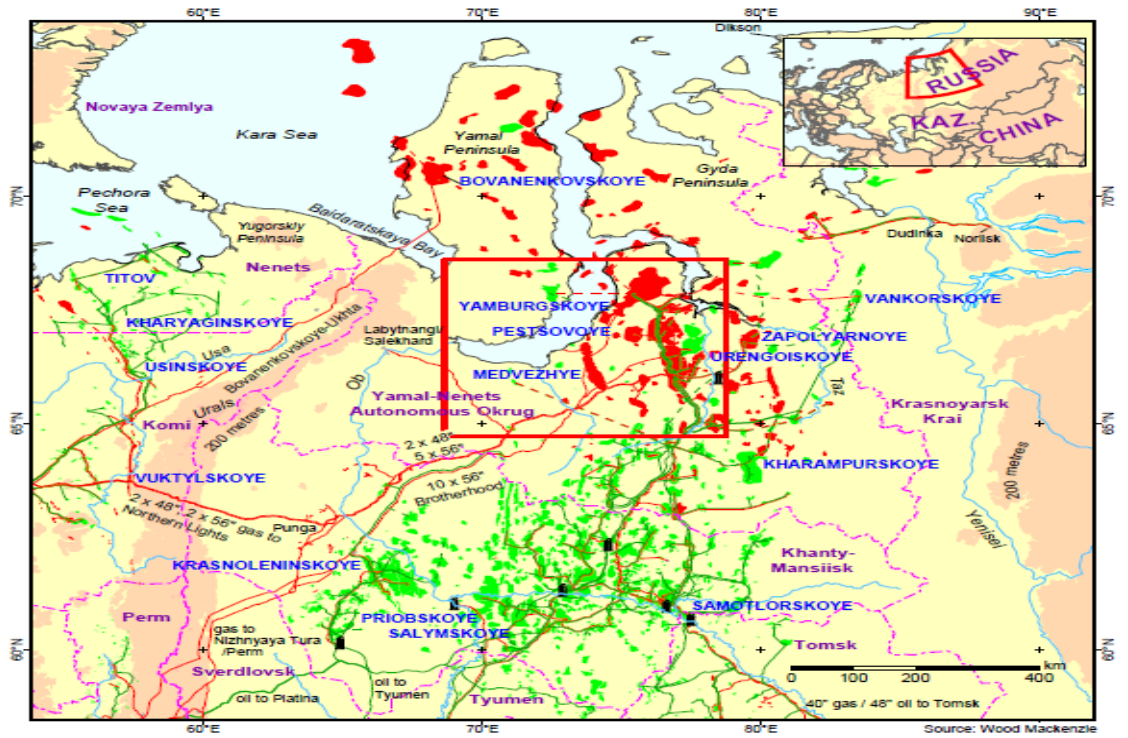
资料来源: 东兴证券研究所

### 3.2.2 雅吉欧公司

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。

在中俄“全面战略协作伙伴”战略持续升温的背景下, 能源合作正成为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, 并可为双方今后在该领域持续、深入的合作提供宝贵经验借鉴。

图 8: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

亚鲁杰伊斯科耶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 3P 储量为 3.72 亿桶, 天然气 3P 储量为 224.18 亿方, 按油气当量折合约合 5.0 亿桶 3P 储量, 51%权益的参考收购价格为 42.2-45.5 亿元人民币, 则每桶的并购成本约在 2.6-2.8 美元之间。这较之前的每桶并购成本大幅下降。

图 9: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

表 6:亚鲁杰伊斯科耶油田单桶并购成本

3P	剩余可开采储量 (石油,亿桶)	剩余可开采储量 (天然气, 亿方)	剩余可开采储量 (油气当量, 亿桶)	51%权益并购成本 (亿人民币)	单桶并购成本 (美元)
雅吉欧公司	3.72	224.18	5.00	42.2-45.5	2.60-2.80

资料来源: 东兴证券研究所

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, 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。

先前我们按照 2016 年 3 月 21 日公告中公司未来三年钻井计划, 假设单井产能不变、每年新增油井数相同、每口井年衰减率 30-35%, 估算出 2016 至 2019 年油田的总产能如下表所示。

表 7:亚鲁杰伊斯科耶油田直线法产量预测

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

但公司在 2016 年 4 月 2 日公告, 按照 DeGolyer and MacNaughton 出具的截至 2015 年 12 月 31 日的储量报告中所载的开发方案, 对原油产量进行了预测。

原先采用直线法进行的产能预测和公司最新给出的产能对 2016 和 2017 年的预测相差较大, 但考虑到亚鲁杰伊斯科耶油田的单井产量很大, 或许开发进度能够达到 DeGolyer and MacNaughton 方案下预测的产量。故我们重新采用 DeGolyer and MacNaughton 的预测产量, 将所有天然气产量按照油气当量折算为原油产量后, 我们计算出亚鲁杰伊斯科耶油田 2016-2019 年的油气产量分别为: 2626 万桶、2953 万桶、3001 万桶和 3006 万桶。



**图 10: DeGolyer and MacNaughton 方案下油田产量预测**

年度	天然气产出量 (百万立方米)	凝析油 (百万桶)	原油 (百万桶)
2016	420	0.05	23.83
2017	470	0.05	26.81
2018	602	0.21	26.38
2019	641	0.26	26.15
2020	743	0.36	26.06
2021	840	0.51	23.22
2022	794	0.51	18.70
2023	808	0.56	14.87
2024	818	0.59	11.91
2025	821	0.59	9.53
2026	729	0.51	7.68
2027	601	0.40	6.21
2028	509	0.33	5.05
2029	480	0.31	4.09

资料来源: 公司公告, 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 8: 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。

**表 9: 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

基于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, 参照 DeGolyer and MacNaughton 方案下预测的产量, 我们预测了 2016-2018 年亚鲁杰伊斯科耶油田全

年可能带来的归母净利润。但只有在雅吉欧公司全年并表的情况下这些归母净利润才能全部计入公司。

表 10: 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¥)
2016	45	11.00	2626	28907	14742	6.50	9.6
2017	55	15.95	2953	47103	24023	6.50	15.6
2018	60	19.21	3001	57654	29403	6.50	19.1

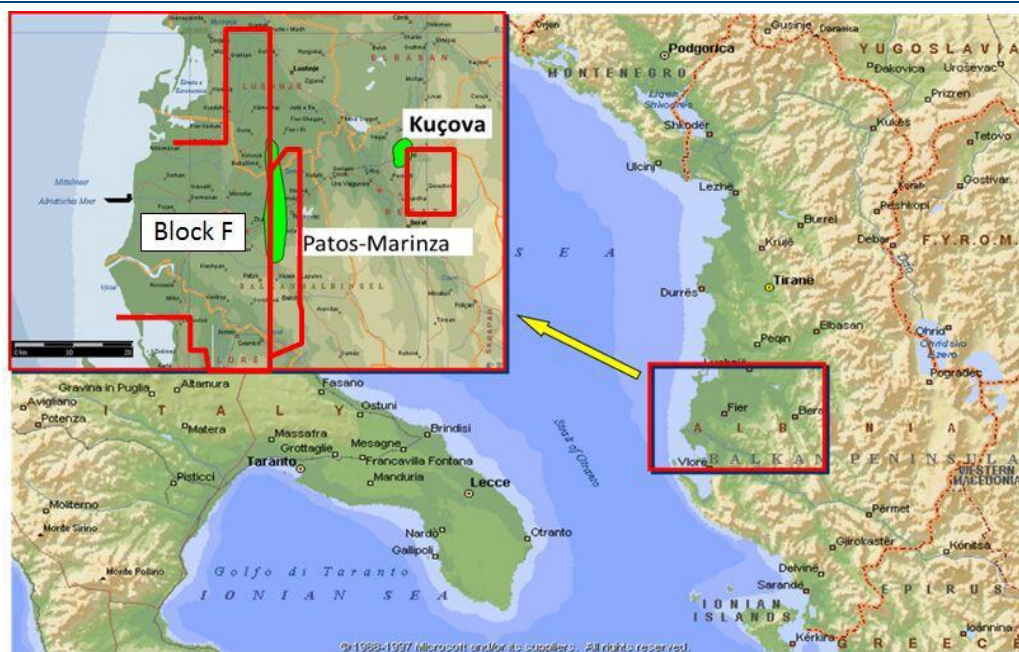
资料来源: 东兴证券研究所

### 3.2.3 班克斯公司

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 11: 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 12: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。

表 11:班克斯单桶并购成本

3P	剩余可开采储量 (石油,亿桶)	并购成本 (亿人民币)	单桶并购成本 (美元)
班克斯	2.91	29.8	1.57

资料来源: 东兴证券研究所

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 12: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 13:RPS Energy Canada Limited 和 Degolyer and MacNaughton Canada limited 对班克斯产能预测

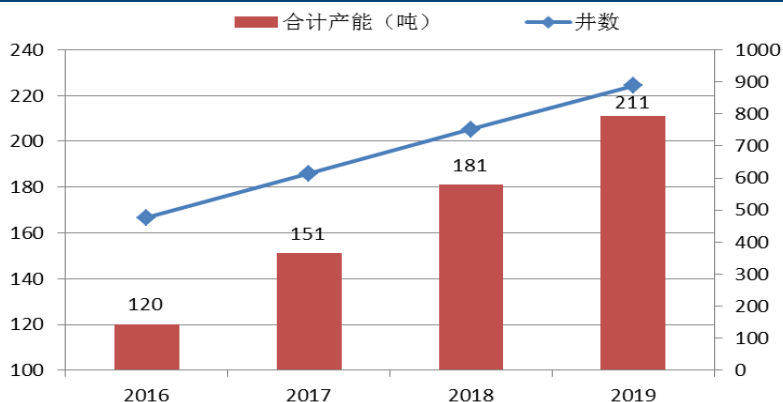
单位: 百万桶

年度	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
原油	7.16	8.48	10.03	11.48	12.79	13.33	13.79
年度	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
原油	14.33	13.60	11.68	9.76	8.45	7.43	6.57

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

但公司 2016 年 4 月 2 日的公告中, 根据 RPS Energy Canada Limited 和 Degolyer and MacNaughton Canada limited 对班克斯公司 2015 年储量报告中所载的开发方案, 预测 2016-2019 年的产能约为 112 万吨、133 万吨、156 万吨和 179 万吨。这与原先采用直线法推测的班克斯公司油田产量基本相近, 故我们维持先前对班克斯公司的盈利预测。

图 14: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

按照公司公告中预测的 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 年随着国际油价的温和回升, 该油田将给公司带来约 5.3 亿元人民币的净利润。但只有在班克斯公司全年并表的情况下这些利润才能全部计入公司。

表 13: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

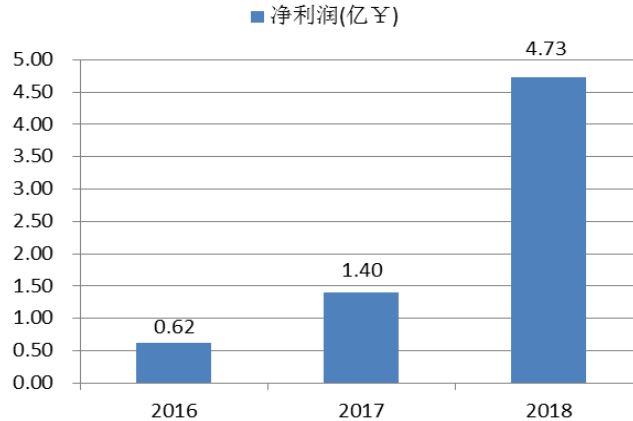
资料来源: 东兴证券研究所

表 14: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 15: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

### 3.3 勘探项目支撑未来成长

#### 3.3.1 NCP 公司

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。

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 35%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, 同正在推进的南哈和丝路油项目一起保障公司的长远发展。

图 16:NCP 公司勘探区块位置图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.3.2 苏克公司

2015 年 11 月公司与中科荷兰石油签订协议受让苏克公司 10% 股权。苏克公司拥有的主要天然气资产为马塞尔区块，该区块位于哈萨克斯坦南部，在楚萨雷苏盆地中延展 18500 平方公里。

在该区块内已经确定了 34 个大型构造，并在其中 16 个构造上已经进行了钻井作业，7 个测出了天然气。根据对已有数据的回顾，GCA 认为马塞尔气田属于致密气，因此并不需要构造圈闭来形成气藏。区域内的气层为石炭系和泥盆系地层。基于因此次评估所获得的技术及商业信息，GCA 做出了一份截止 2014 年 3 月 31 日的评估报告。报告显示马塞尔区块的 1C 资源量为 2119 Bscf，2C 资源量为 5095 Bscf，3C 资源量为 18221 Bscf。随着测试和有可能的先导性生产实验项目的进展，该区域将会得到进一步地成熟，在未来或可能将 C 级资源量转变为储量

2015 年 12 月公司公告拟与苏克公司及其控股股东中科荷兰签署合作开发协议，根据该协议，产出天然气在弥补税金及双方实际投入的生产作业费用之后，再按双方前期勘探开发作业各自支出比例分配天然气以收回双方勘探开发费用，剩余的天然气作为“分成气”按照 51%、49% 的比例将剩余天然气分别分配给洲际油气或其指定子公司及苏克公司。公司预计在合作协议约定的生产期内实现的投资回报率约为 20%。

图 17:马塞尔区块位于哈萨克斯坦中部



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 18:马塞尔区块的 C 级资源量

	1C	2C	3C
C 级资源量 (Bscf)	2,119	5,095	18,221

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

受让的苏克公司的 10% 的股权, 将给公司带来约 211.9 Bscf 的 1C 资源量、509.5 Bscf 的 2C 资源量和 1822.1 Bscf 的 3C 资源量, 为公司今后的发展提供坚实的油气资源储备; 而和苏克公司的合作开发协议, 则有望让苏克公司成为公司未来新的业绩增长点, 并随着马塞尔区块的开发而持续带来收益。

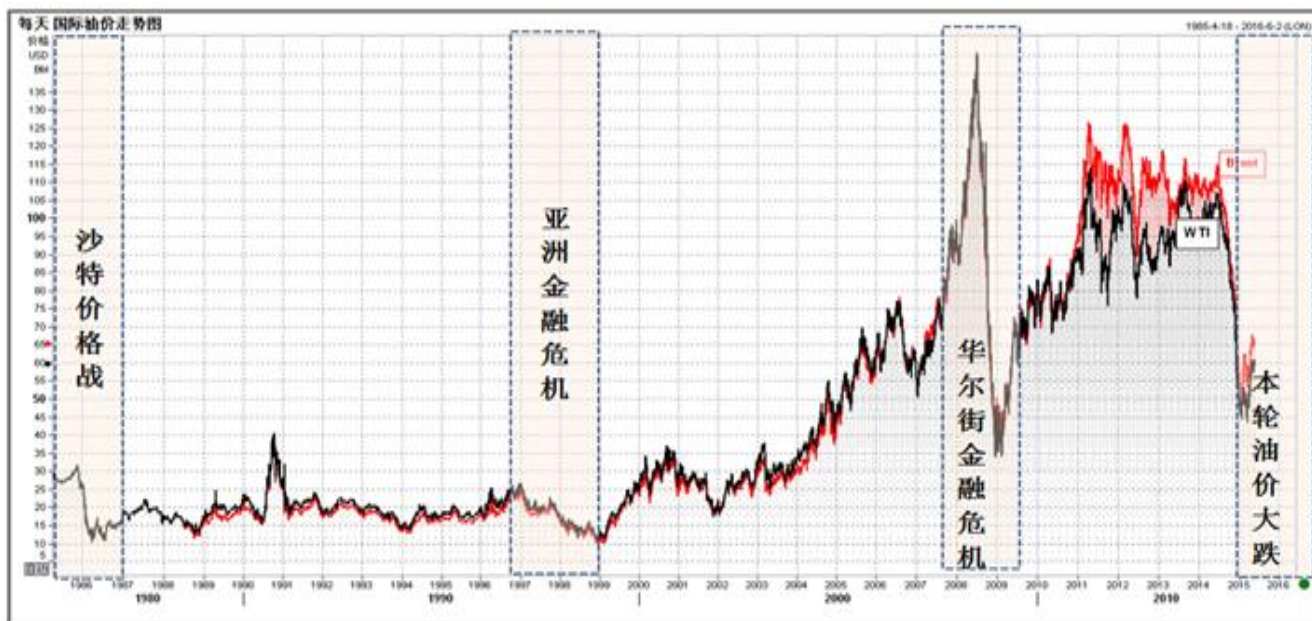
#### 4. 低油价下逆势并购

在过去三十多年中, 国际原油市场产生过 4 次比较大的下跌, 分别是 1985-1986 年的沙特价格战; 1997-1999 年的亚洲金融危机引发需求萎缩; 2008-2009 年的美国金



融海啸引发的全球经济衰退和需求萎缩; 以及 2014 年 6 月以来的本轮油价下跌。

图 19:过去三十年油价走势



资料来源: Unipet Research, 东兴证券研究所

公司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新增资产, 公司的剩余可采储量 (证实+概算+可能) 新增 5.45 亿桶 (雅吉欧按油气当量和股本权益折算), 较原先 (马腾、克山共计 2.07 亿桶剩余可采储量) 大增 263%; 公司的矿权面积新增 3041.8 平方公里, 较原先 (马腾、克山共计 343.52 平方公里) 大增 885%。

未来随着国际油价的持续震荡回升, 以及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。

## 5. 盈利预测和估值

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、并购的标的在今年 6 月底前完成并表, 2015 年全年贡献半年的收益; 5、假设此次增发后, 公司的股本增加到 42 亿。

在上述假设下, 我们预计公司 2015-2017 年营业收入为 12.43 亿元、69.79 亿元和 154.47 亿元, 归母净利润为 0.23 亿元、7.27 亿元和 21.22 亿元, 每股收益 0.01 元、



0.17 元和 0.51 元, 对应 PE 为 784.06、45.37 和 15.54。按 2017 年 25 倍 PE, 给予公司年内目标价位 12.75 元。维持公司“强烈推荐”评级。

## 6. 风险提示

- 6.1 各国汇率风险;
- 6.2 油价不及公告预期;
- 6.3 海外油气收购进展不及预期;
- 6.4 项目建设进度不及预期;
- 6.5 海外政策、经营风险出现变化;
- 6.6 相关区块的勘探风险。

表 15: 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	10544	12406	11749	<b>营业收入</b>	1643	1387	1243	6979	15447
货币资金	1141	2128	9736	9990	7724	<b>营业成本</b>	1418	693	725	3259	7011
应收账款	54	96	86	483	1069	营业税金及附加	57	267	273	1466	2935
其他应收款	238	445	399	2241	4960	营业费用	7	75	131	698	1220
预付款项	579	337	85	-1051	-3496	管理费用	83	164	150	796	1576
存货	2355	1478	199	893	1921	财务费用	68	210	104	-51	40
其他流动资产	27	36	40	-149	-429	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	公允价值变动收益	-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	-17	943	2792
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	17556	19405	18731	<b>利润总额</b>	152	134	48	984	2845
<b>流动负债合计</b>	3323	3898	1456	1294	2473	所得税	88	40	12	246	711
短期借款	304	2089	0	0	2128	<b>净利润</b>	64	93	36	738	2134
应付账款	303	390	199	893	1921	少数股东损益	18	9	13	11	12
预收款项	196	2	-172	-1149	-3312	归属母公司净利润	45	85	23	727	2122
一年内到期的非	910	459	459	459	459	EBITDA	455	472	100	905	2845
<b>非流动负债合计</b>	1248	2364	1856	3009	4330	<b>BPS (元)</b>	0.04	0.07	0.01	0.17	0.51
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	3312	4303	6803	<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%	461.46%	121.34%
实收资本 (或股	1220	1741	2264	4200	4200	营业利润增长	-92.64%	216.25%	-114.88%	#####	196.20%
资本公积	448	2958	11158	11158	11158	归属于母公司净利	-73.30%	3106.12%	-73.30%	3106.12%	191.97%
未分配利润	561	619	573	-880	-5124	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	2266	5372	14056	14901	11719	毛利率 (%)	13.70%	50.05%	41.67%	53.30%	54.61%
<b>负债和所有者权</b>	6930	11806	17556	19405	18731	净利率 (%)	3.89%	6.73%	2.91%	10.57%	13.82%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润 (%)</b>					
单位: 百万元						ROE (%)					
2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		
<b>经营活动现金流</b>	483	111	30	-1199	-498	<b>偿债能力</b>					
净利润	64	93	36	738	2134	资产负债率 (%)	66%	53%	19%	22%	
折旧摊销	349.69	144.48	0.00	13.73	13.73	流动比率	1.33	1.20	7.24	9.58	
财务费用	68	210	104	-51	40	速动比率	0.62	0.82	7.11	8.89	
应收账款减少	0	0	10	-397	-586	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	-174	-977	-2162	总资产周转率	0.26	0.15	0.08	0.38	
<b>投资活动现金流</b>	549	-3372	381	131	127	应收账款周转率	15	19	14	25	
公允价值变动收	-49	9	20	14	17	应付账款周转率	4.96	4.00	4.22	12.79	
长期股权投资减	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	0.17	
<b>筹资活动现金流</b>	-569	4304	7197	1323	-1895	每股净现金流 (最	0.38	0.60	3.36	0.06	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新	1.86	3.09	6.21	3.55	
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	210.46	112.79	784.06	45.37	
资本公积增加	3	2510	8200	0	0	P/B	4.23	2.54	1.26	2.21	
<b>现金净增加额</b>	464	1043	7608	254	-2266	EV/EBITDA	23.60	32.11	103.24	28.84	

资料来源: 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。

## 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。