

# 转型伊始，中亚油气开发可期待

买入 首次

## 投资要点：

- 公司战略布局重构，逐步转型油气企业
- 收购标的为成熟区块在产油田
- 看好公司未来能源业务发展
- 哈国是未来满足中国原油需求增长的重要增长极

## 报告摘要：

- **公司由房地产企业转型油气企业。**公司之前主营业务为商业房地产开发、物业管理和贸易，受行业调控影响，公司传统业务面临较大压力。2013年9月公司经过重大资产重组转型为油气开发公司。
- **定向增发哈萨克斯坦油田为成熟区块。**公司拟非公开发行5.2亿股，募集资金总额31.2亿元人民币用以收购马腾公司95%股权。马腾公司主要资产为位于哈国境内滨里海盆地三个油田区块，收购区块均为中渗、高渗在产油田，收购价格较为合理。
- **综合公司管理层调整，地产业务剥离以及集团资产分析，公司将被定位为油气资源平台。**公司现有房地产项目变现后从现金流角度完全支持其继续收购与本次定增标的规模近似的区块，滨里海丰沛的油气资源也为其提供了候选标的。同时，本次并购作价并没有考虑盐下资源，一旦盐下资源勘探开发形成突破，无论储量还是产量都非常值得期待。
- **中哈油气开发存在较大的互补性，中哈油气合作的战略地位将会逐步提升。**哈国是毗邻中国的可以满足中国巨大的原油需求的区域，中国廉价的资金、常规油田稳产增产的经验可以弥补哈国这方面的不足。随着时间推移，未来中哈两国油气合作的战略地位将得到进一步提升。
- **给予“买入”评级。**我们认为定增油气项目大概率将于2014年完成并表，预测公司2014-15年油田开采方面贡献业绩分别为0.37元和0.38元，对应市盈率为22倍和22倍。给予“买入”评级。

经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1312.04	1691.57	1369.97	2483.01	2532.67
同比增长率	45.46%	28.93%	-19.01%	81.25%	2.00%
净利润	117.42	377.22	174.05	639.53	652.50
同比增长率	-36.03%	221.26%	-53.86%	267.44%	2.03%
每股收益(元)	0.10	0.31	0.14	0.37	0.38

## 石油化工研究组

### 分析师：

柴沁虎(S1180512040001)

电话：010-88013563

Email: chaiqinhu@hysec.com

刘皓(S1180511060001)

电话：010-88085267

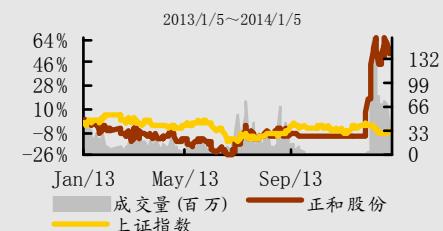
Email: liuzhe@hysec.com

洪俊骅(S1180513030001)

电话：021-51782232

Email: hongjunhua@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

PM2.5 行业会议：大气十条

2013/12/23

PM2.5 行业会议：油品非祸首，需升级

2013/12/22

PM2.5 行业会议：机动车影响有限

2013/12/18

PM2.5 行业会议：来自北美的经验

2013/12/18

“冬季气荒”问题需标本兼治

2013/11/8

煤化工产业谨慎乐观

2013/11/8

煤制气宜谨慎

2013/11/8

## 目录

<b>一、战略布局重构，逐步转型油气企业.....</b>	<b>4</b>
(一) 传统业务承压 .....	4
(二) 实际控制人发生变更 .....	6
(三) 定增收购哈萨克斯坦在产油田资源，正式转型油气公司 .....	7
(四) 油气并购可能仍有伏笔 .....	7
<b>二、收购标的为成熟区块在产油田.....</b>	<b>7</b>
(一) 目标资产基本情况 .....	7
(二) 采收率目标基本公允 .....	8
(三) 收购价格较为合理 .....	8
(四) 周边基础设施完善，开发期间费用较低 .....	9
(五) 收购油田盈利能力强且优势可以维持 .....	10
(六) 三大区块均处于稳产状态，产量存在提升空间 .....	11
1、成熟区块可对公司立刻形成业绩贡献 .....	11
2、采用增产手段后，产量存在提升空间 .....	11
<b>三、看好公司未来能源业务发展.....</b>	<b>12</b>
(一) 需要关注公司进一步展开油气并购的可能 .....	12
1、滨里海地区油气资源丰沛，存在进一步并购的可能 .....	12
2、现有资产转让后现金流充沛更进一步加大了油气并购的可能性 .....	13
3、大股东在哈国持有其他能源资产 .....	13
(二) 盐下资源打开想象空间 .....	13
1、盐下层系具备形成大中型油气田的各种有利条件 .....	14
2、盐下资源开发的障碍基本扫除 .....	15
(1) 地震资料难以处理但是问题不大 .....	15
(2) 钻探过程困难众多但是螺旋导向技术基本能够突破障碍 .....	15
3、长期来看，需求必将推动盐下资源开发技术的进步 .....	16
<b>四、哈国是满足中国未来原油需求的重要增长极.....</b>	<b>16</b>
(一) 中国远期的原油需求惊人 .....	16
1、国内原油运输过于依赖马六甲海峡 .....	16
2、稳步推进多元化，解决进口渠道过于集中的问题 .....	16
(二) 哈萨克斯坦是毗邻中国的最可靠的原油供给增量最大的区域 .....	17
(三) 哈国和中国存在巨大的互补性 .....	18
1、能源出口多元化有助于提升区域油价 .....	18
2、中哈两国资金成本相差较大，存在较好的互补性 .....	18
3、哈国油气为常规油气，国内油田稳产、增产经验可以借鉴给哈国 .....	18
(四) 市场对中亚政治局势的理解存在误区 .....	19
<b>四、投资建议 .....</b>	<b>19</b>
(一) 盈利预测 .....	19
(二) 潜在风险 .....	20

## 插图

图 1: 主营业务收入及毛利率变化.....	4
图 2: 2013 年 6 月公司主营业务收入构成.....	4
图 3: 公司股权结构示意图 .....	6
图 4: 中亚地区原油管网情况.....	10
图 5: 哈国现有规划下原油出口主要管线输送能力 .....	10
图 6: 增值税出口退税情况下成本利润构成.....	11
图 7: 增值税出口不退税情况下成本利润构成.....	11
图 8: 滨里海盆地构造单元划分.....	13
图 9: 滨里海盆地油气田分布 .....	13
图 10: 滨里海盆地盐下层系不同时代碳酸盐岩分布示意图 .....	14
图 11: 我国原油进口基本情况.....	17
图 12: 我国原油进口主要来源构成.....	17
图 13: 全球 2020 年原油产量主要增量预测情况.....	18

## 表格

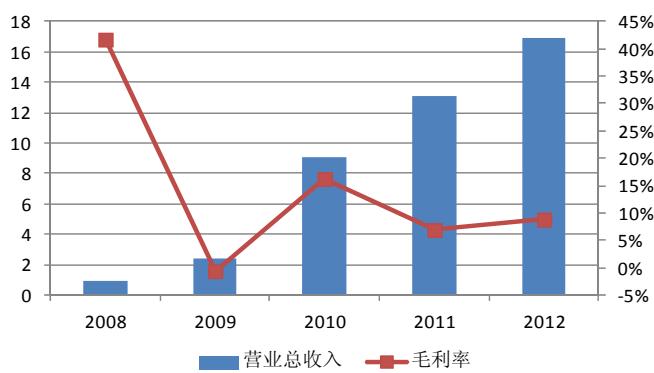
表 1: 公司主要地产及物业项目 .....	5
表 2: 马腾公司油田基本情况.....	8
表 3: 油田储量情况 (万吨) .....	8
表 4: 哈萨克斯坦原油基本理化性质和加工收率一览表 .....	9
表 5: 马腾公司油田基本情况.....	12
表 6: 盐下资源开发过程中面临的主要问题.....	15
表 7: 主要假设条件.....	20
表 8: 马腾公司经营业绩对产量及原油销售价格敏感性分析 (万美元) .....	20

## 一、战略布局重构，逐步转型油气企业

正和股份(600759)原名海南华侨投资股份有限公司，是海南省最早公开发行股票的股份制试点企业之一。公司第一大股东为广西正和实业集团有限公司，原有主营业务以商业地产运营为主，主要包括房地产开发、物业租赁业务和贸易。2012年底，公司收购敖汉旗鑫浩矿业剩余股权为全资子公司，涉足金矿开采业务。

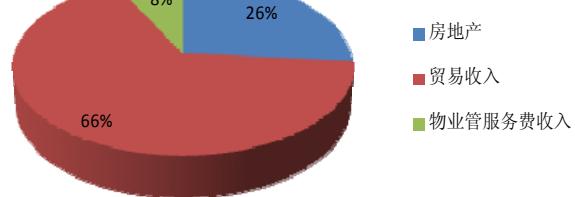
2012年，公司的房地产、贸易和物业管理版块的收入分别为10.5亿元、5.6亿元和0.8亿元，毛利分别为2.2亿元、540万元和7692万元；2013年上半年，以上四项业务主营业务收入分别为1.4亿元、3.6亿元和0.4亿元，毛利分别为2832万元、670万元和3489万元。可以看出商业地产开发是公司营业收入和利润主要贡献来源。

**图1：主营业务收入及毛利率变化**



资料来源：公司公告、宏源证券

**图2：2013年6月公司主营业务收入构成**



资料来源：公司公告、宏源证券

### (一) 传统业务承压

公司旗下主要子公司包括广西正和商业广利有限公司、柳州正和桦桂置业有限公司、福建正和联合发展有限公司、云南正和实业集团有限公司、海南正和弘毅创业投资有限公司、北京正和弘毅资产管理有限公司和敖汉旗鑫浩矿业有限公司。

#### ➤ 地产开发业务——行业调控压力加大

地产板块是公司历史盈利的支柱，但是在房地产宏观调控政策持续施压的背景下，相关业务面临着巨大的盈利压力。公司的规模在地产行业内相对较小，随着房地产行业集中度的不断提升，公司在资本获得方面难以和一些超大型房地产企业抗衡，优质项目源的获得难度加大。公司正在逐步出售相关资产，我们推测，未来相关业务可能会全部被剥离。

#### ➤ 租赁业务——存量有限，增长空间不足

公司物业租赁业务主要为子公司天津天誉轩置业有限公司所持有方庄物业资产。物业租赁业务虽然能够产生较为稳定的现金流，但受制于可供出租的存量物业有限，也不具备成为构成公司的收入与利润支柱的可能性。

#### ➤ 贸易业务——规模大但毛利率低

公司的贸易业务主要集中在子公司福建正和联合发展。贸易业务虽然其收入规模大，但是毛利率极低，无法成为公司主要利润贡献来源。

## ➤ 金矿开采——绝对规模较小

截至 2010 年 7 月 31 日, 敦汉旗鑫浩矿业所有的内蒙古自治区敦汉旗黄金梁矿区, 矿权范围内累计查明金矿石资源储量 55.6 万吨, Au 金属量 5846 公斤, 伴生银金属量 11811 公斤; 生产规模 3 万吨/年。目前仍在取得井下安全生产许可证等相关证件以达到正式投产条件。敦汉旗黄金梁矿区储量和生产规模都相对较小, 未来投产后对公司生产影响也并不明显。

**表 1: 公司主要地产及物业项目**

地点	项目基本情况	项目所属	状态	持股比例	评估价值	备注
北京	北京东城区东四南大街 164 号 “国赫宫大厦”项目之商业房产, 购买商业房产建筑面积约为 1.16 万平方米。	子公司北京正和弘毅资产管理有限公司	100%	6 亿元	2012 年 10 月收购, 交易价格为 6 亿元。	
	北京市通州区通胡路北侧、潞城镇召里村、堡辛村的三宗地块相连的土地, 土地用途为工业用地, 总面积 2.82 万平方米。	子公司正和恒泰	已转让	60%	0.1 亿元	2013 年 12 月评估报告。
云南	北京市丰台区南方庄 2 号的世纪星家园配套商业(方庄物业), 方庄物业面积共计 5630 平方米。	天津天誉轩职业有限公司	100%	1.20 亿元	2012 年 12 月 31 日资产评估报告	
	昆明市西山区白沙区土地一级开发的土地整理项目	云南正和实业	100%	2 亿元	2012 年《补充协议》公告中提到, 公司作为该项目的投资主体, 可获取的项目投资收益率为 10.5% (其中按工程总造价的 8% 计提投资回报率, 以及将工程总造价的 2.5% 作为项目管理费支出), 按该项目中标的金额人民币 190,542.5 万元测算, 项目总投资收益为 20,006.96 万元 (190,542.5 × 10.5%), 项目最终总投资额以西山区政府上级部门指定的审计机构审定确认的结论作为结算依据。	
广西	谷埠街国际商城	广西正和商业管理有限公司	100%	18.38 亿元	2012 年 12 月 31 日资产评估报告	
	正和城-官塘居住主题公园项目	柳州正和桦桂置业集团有限公司	已转让	70%	2.6 亿元	2013 年 12 月评估报告。

资料来源: 公司公告, 宏源证券

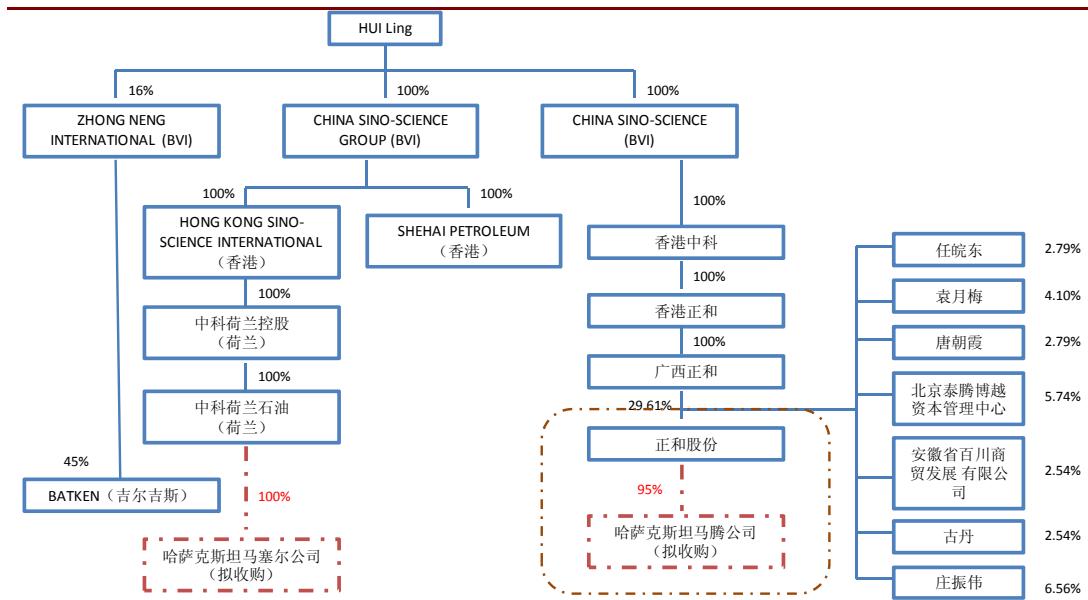
## （二）实际控制人发生变更

受国家政策调控和产业结构调整的原因，公司现有地产业务盈利能力和增长空间有限。基于对行业未来发展的判断，公司及时调整了未来业务发展的方向和重心，于 2013 年 9 月开始谋划重组，10 月 16 日公司发布的《重大事项停牌公告》。为避免触发要约收购的条件，根据方案安排，广西正和先将其持有的正和股份 3.3 亿股（占总股本的 27%）以每股价 5.06 元作价，转让给任皖东、袁月梅、唐朝霞、北京泰腾博越资本管理中心（有限合伙）、安徽省百川商贸发展有限公司、古丹、庄振伟等人。

在完成以上股权转让后，香港中科（实际控制人为许玲）以 35 亿元人民币通过收购香港正和 100% 的方式，受让广西正和持有的正和股份 3.61 亿股及应承担的借款本金 10.4 亿元人民币；同时，香港中科同一控制人许玲下属中科荷兰控股有限公司同意将其持有的中科荷兰石油有限公司 11.8039% 股权作价 236,078 万元，转让给原正和股份实际控制人陈隆基和王华玉直接抵充部分香港中科应付香港正和 100% 股权转让款。即实际控制人许玲通过 11.39 亿元人民币加 11.8% 中科荷兰石油股权，同时承担广西正和 10.4 亿元人民币借款的条件，获得正和股份 3.61 亿股股权（占比正和股份总股本 29.61%）。

上述相关交易已于 2013 年 12 月 2 日实施完毕，正和股份的实际控制人由陈隆基变更为香港中科实际控制人 HUI Ling (许玲)。

图 3: 公司股权结构示意图



资料来源：公司公告，宏源证券

实际控制人变更后，公司的董事会和高管层面也在逐步调整。原董事长林端先生已辞去职务，新人董事长兼总裁姜亮先生为地球物理专业博士后，在国内石油行业拥有 38 年的工作经验，具备丰富的企业管理及跨国项目运作经验。同时，近期公司董事会增补董事成员王学春先生、胡辉平先生亦是长期从事石油开发和海外石油项目运作的专家。

从变更后实际控制人的情况以及公司董事会的调整情况，不难看出，油气开发是正和股份未来重要的转型方向。公司管理层在油气领域有着丰富的产业经验，长期耕耘中亚，我们认为，公司极有可能会逐步从传统的房地产企业转型为油气企业，成为油气产业运作的资本平台。

### (三) 定增收购哈萨克斯坦在产油田资源，正式转型油气公司

12月3日，公司发布公告，拟非公开发行5.2亿股，每股价格拟定6元，募集资金总额31.2亿元人民币，扣除发行费用后募集资金净额全部用于收购马腾公司95%股权。本次非公开发行的发行对象为广西正和、深圳盛财、新疆宏昇源、芜湖江和、长沙云鼎、孚威天玑、深圳中民，其中大股东广西正和认购1.5亿股，占增发总额的28.8%。增发完成后，总股本将由目前的12.2亿股增长至17.4亿股，大股东广西正和持股占比为29%。

本次定向增发拟收资产主要为位于哈萨克斯坦共和国滨里海盆地的马亭油田、东科阿尔纳油田和卡拉阿尔纳油田等三个油气区块。马腾公司拥有上述三个油田100%的开采权益，这三个油田的原始地质资源量为30,563万桶，剩余可采储量为7,287万桶，油田年产量54万吨左右，年利润大约1亿美元强，马腾公司95%股权的对价为525,837,987美元。

### (四) 油气并购可能仍有伏笔

董事会人员调整、马腾公司收购完成后，公司在转型油气公司的进程上迈出实质性的步伐。

首先看到的就是公司正在有计划地逐步剥离现有地产业务，公司6个主要地产项目中北京通州项目和广西柳州“正和城—官塘居主题公园”项目已于近期完成转让。我们认为公司所持有地产项目全部变现后的资金应该大概率会用于油气产业，公司进一步展开油气并购的可能性较高，值得长期持续关注。

此外，香港中科的实际控制人HUI Ling(许玲)女士，除香港中科外，还有一块值得关注的核心资产中科荷兰石油。中科荷兰石油的核心业务是石油天然气勘探与开发，核心资产是马塞尔石油公司100%股权(拟收购)。马塞尔石油公司拥有南哈萨克斯坦区块(18,000平方公里)范围内直到基底的全部碳氢化合物的100%的勘探权益和排他性优先开采权。作为统一实际控制人下的资产，不排除机会成熟时由上市公司收购的可能性。

## 二、收购标的为成熟区块在产油田

### (一) 目标资产基本情况

本次收购马腾公司的主要资产为马亭油田、东科阿尔纳油田和卡拉阿尔纳油田，马腾公司拥有上述三个油田100%的开采权益。

三个区块均位于哈萨克斯坦滨里海盆地，其中卡拉阿尔纳和东科阿尔纳两个油田位于阿特劳市以南215km，马亭油田在阿特劳东北方向120公里。油田所处区域地势平坦，属于半戈壁地区。

三个区块开发许可总面积为75.2km<sup>2</sup>，根据Gaffney, Cline & Associates (GCA)公司于2012年9月出具的仅针对马亭油田、东科阿尔纳油田和卡拉阿尔纳油田这三块油田盐上部分的储量报告，截止2012年6月30日，这三块油田合计原始地质资源量为30,563万桶，剩余可采储量为7,287万桶。

三块油田均已获得哈萨克斯坦政府批准的开发许可，目前，马腾公司的三个油田均已进入稳产开发阶段。2009、2010、2011和2012年油田产油量分别为53.8万吨、53.6万吨、54.7

万吨、57.7 万吨。

2012 年和 2013 年前三季度的净利润分别为 1.14 亿美元和 0.90 亿美元。

经评估，马腾公司 95% 股权的对价为 5.26 亿美元，约合人民币 32 亿元。

**表 2：马腾公司油田基本情况**

项目	马亭油田	卡拉阿尔纳油田	东科阿尔纳油田
开采面积 (平方千米)	25.18	10.74	11
许可证类型	开采	开采	勘探和开采
投产时间	1996 年	1974 年	2001 年
地质储量 (万吨)	1155.2	2891.1	905.65
可采储量 (万吨)	448.3	1113.9	384.2

资料来源：公司公告，网络资料，宏源证券

## （二）采收率目标基本公允

本次收购的马腾公司资产位于滨里海盆地，滨里海盆地盐上层系以碳酸盐岩和陆源碎屑岩为主，储集层孔隙度变化范围较大，渗透率也不均一，但整体平均渗透率相对较高。公司收购的资产则全部为高孔高渗资源或者中孔中渗优质资源。资料显示，马亭油田平均孔隙度 26-30%，渗透率 550 毫达西，属于中孔中渗油田；卡拉阿尔纳油田平均孔隙度接近 30%，渗透率高达 1000 毫达西，属高孔高渗油田；东科阿尔纳油田平均孔隙度 17%，渗透率 300 毫达西，属中孔中渗油田。

对于中、高渗透油田，采用常规水驱方式采收率一般可达到 30-40%，采用化学驱方式采收率可上升至 40-50%。通过对开采方式的优化与改进，公司最终达到 40% 采收率目标概率较大，设定较为公允。

**表 3：油田储量情况 (万吨)**

	地质储量	可采储量	累计开采量	采收率
原始	4951.95	1946.40		
2009 年 1 月 1 日		1051.77	894.63	18.07%
2013 年 1 月 1 日		831.97	1114.43	22.50%

数据来源：网络资料，宏源证券

## （三）收购价格较为合理

### ➤ 收购价格对应 PE 较低

本次收购对象马腾公司 95% 股权的对价为 5.26 亿美元，油田 12 年和 13 年前三季度的净利润分别为 1.14 亿美元和 0.90 亿美元，对应 PE 在 5 倍左右。

### ➤ 收购价格对应剩余储量价格公允

根据评估，其所持有的三块油田资产合计原始地质资源量为 30,563 万桶，剩余可采储量为 7,287 万桶，对应每桶剩余可采储量收购价格约为 6.9 美元/桶。

公司的收购价格对应每桶剩余可采储量基本公允，我们认为，哈萨克斯坦境内原油的品质较高是“加分”因素之一。哈国出产原油具有密度相对较低，粘度低，非烃杂质含量低，凝点低，残炭少，酸值低，含盐低，含硫低等特点，其品质明显优于以阿曼原油为代表的中东含硫中间基原油，也优于俄罗斯及国内西部地区的含硫中间基原油。

**表 4：哈萨克斯坦原油基本理化性质和加工收率一览表**

项目	哈萨克斯坦原油	阿曼原油	国内西部某油田原油	俄罗斯原油
密度 (吨/m <sup>3</sup> , 20°C)	0.8283	0.8518	0.8724	0.8379
硫含量 (%)	0.09	1.15	0.53	0.66
酸值 (mg/g)	0.05	0.47	0.09	0.05
凝固点 (°C)	-14.4	-29	-	-20
盐含量 (mg/L)	6.8	-	-	28
残炭 (%)	1.28	-	5.76	1.85
实沸点累计收率 (%)				
0-130°C	23.2	12.5	10	21.07
130-175°C	48.6	20	35.5	27.62
175-330°C	62.7	45.1	51.5	59.02

数据来源：宏源证券

#### (四) 周边基础设施完善，开发期间费用较低

哈萨克斯坦的绝大部分石油资源分布在滨里海盆地一带，随着油气勘探程度的加深，滨里海盆地不断有大的发现，田吉兹 (Tengiz)、卡拉查干纳克 (Karachaganak) 等超大型油田均位于此区域。

哈萨克斯坦的石油生产中心也在滨里海一带，这一带的油气配套基础设施比较完善，油气运输体系遍布整个区域。但受前苏联计划经济制约，哈国目前的油气输送管线和分布，除中哈石油管线外，大部分管线基本南北延伸，分别集中在哈国西部地区、阿克纠宾地区和东部地区，且输油干线出口原油基本上都要经过俄罗斯，目标市场集中在独联体国家和欧洲区域，而以上地区国家市场对石油的需求近年来呈现缩减或低增速的趋势，明显不能与哈国未来的能源开发规划相匹配。

2011 年哈国石油产量 8130 万吨，其中经由俄罗斯出口石油量估计约有 4500 万吨，占比超过 50%。集中的原油需求市场分布格局，和高度依赖俄罗斯境内管道输送的方式，使得哈国在油气出口一方面要面临来自于俄罗斯、阿塞拜疆等事由供应商的激烈竞争，哈国自身出产的低硫原油出售价格相对国际油价也偏低；另一方面经过由俄罗斯过境出口的原油有配额限制。导致很多输油线路每天超低负荷运作。

近年来，哈政府不断力图通过新建更多的输油管线来完善本国的石油运输体系和实现石油出口的多元化，中哈石油管线即是其中重要的构成部分。中哈原油管道是中国首条境外原油运输管道，该管道西起哈萨克斯坦阿塔苏，经过中哈边界的阿拉山口口岸进入中国，最终到达中石油独山子石化分公司，全长 1200 多公里。自 2006 年 5 月开通至 2013 年底，我国自该输油管道累计进口管输原油超过 6222 万吨。2012 年二期工程第二阶段管线扩建工程完成后，全线设计输油能力增加到 2000 万吨/年，2013 年中哈石油管道管输原油超过 1140 万吨。

随着哈国原油出口需求多元化布局的完善，亚洲市场所占比重呈现逐渐增加的趋势。其

原油出口议价能力也将得到一定程度的加强，未来原油出口价格与国际油价的差距有望进一步缩小。

图 4：中亚地区原油管网情况



资料来源：宏源证券

图 5：哈国现有规划下原油出口主要管线输送能力



资料来源：宏源证券

滨里海盆地的另一个优势就是油气开发作业费用较低。近年来，该区域进行了大规模的油气开发，艾克森美孚(ExxonMobil)、壳牌(Shell)、中石油(CNPC)、康菲(ConocoPhillips)、道达尔(Total)等国际石油巨头均已进驻该区域，周边油服队伍较多，竞争激烈，油气田在开发期间的油服价格相对其他区域要低。

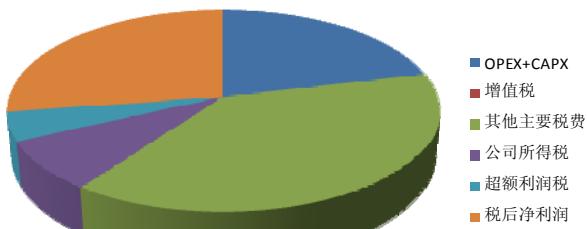
## (五) 收购油田盈利能力强且优势可以维持

根据公司披露信息显示，2012年和2013年前三季度马腾公司营业收入分别为3.67亿美元和3.10亿美元，净利润分别为1.14亿美元和0.90亿美元，净利润率分别为31%和29%，盈利水平较高。

我们认为公司原油开采成本大约在20-25美元/桶，主要税费包括增值税、矿产资源开发税、原油出口租让税、公司所得税、超额利润税等项目。公司盈利水平相对国内油气企业较高的主要原因可能来自于哈国的政策支持。根据哈国税法的规定，纳税人的增值税纳税义务等于一个纳税期内销项税额减去进项税额，即纳税人已支付的进项税额可以进行抵扣，而且档期超过销项税额未抵扣完的部分可以结转下期继续进行抵扣。由于在哈国的石油公司原油与天然气大部分是出口销售，适用于零税率，使得其销项税额永远小于进项税额，对于其出口部分增值税实行返还政策。马腾公司原油以出口为主，根据相关规定，原油出口部分对应增值税可以在一个纳税期截止后向哈国申请增值税返还。

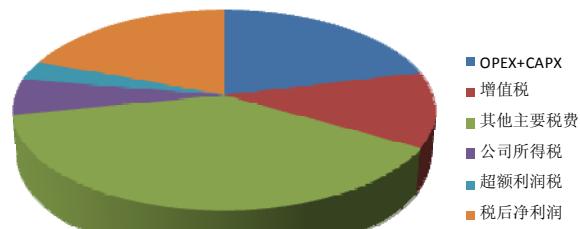
此外，由于马腾油田属于高孔高渗油田，国内的增产、稳产经验可以很简单移植到哈国，从这个角度看，我们认为，马腾公司的单桶净利润应该可以维持。

图 6: 增值税出口退税情况下成本利润构成



资料来源：宏源证券

图 7: 增值税出口不退税情况下成本利润构成



资料来源：宏源证券

## （六）三大区块均处于稳产状态，产量存在提升空间

### 1、成熟区块可对公司立刻形成业绩贡献

马腾公司的三个油田均已进入稳产开发阶段。2010-2012 年产油量分别为 53.6 万吨、54.7 万吨和 57.7 万吨；2012 年和 2013 年前三季度营业收入分别为 3.67 亿美元和 3.10 亿美元，净利润分别为 1.14 亿美元和 0.90 亿美元，收购后能够立刻对公司形成利润贡献和现金流入。

### 2、采用增产手段后，产量存在提升空间

依据标准，注水油田按综合含水变化可划分为五个阶段。第一阶段是无水采油阶段；第二阶段是低含水采油阶段（20% 以下）；第三阶段是中含水采油阶段（20-60%）；第四阶段是高含水采油阶段（60-80%）；第五阶段是特高含水阶段（80% 以上）。随着油藏进入中高含水阶段，开采过程中面临的主要问题是剩余可采储量逐渐减少，导致油田含水上升速度进一步加快，开采措施效果逐渐变差，产量降低。

资料显示，马亭油田于 1996 年投入试采开发，目前进入油田开发的中期；卡拉阿尔纳油田于 1974 年投入开发，进入油田中后期高含水开发阶段；东科阿尔纳油田于 2001 年投入试采开发，目前处于油田开发初期。我们认为：

首先，东科阿尔纳油田增产潜力较大毋庸置疑，同时即使对于处于开发中期和中后期的马亭油田和卡拉阿尔纳油田，其地质储量采出程度仍在 20% 左右，综合含水率也只是稍高于 80%，远低于国内在产“主力”油田的水平。考虑到哈国油气开发相对粗放，国内的一些增产技术，比如层间调整、注水开发等措施施行后效果将非常明显。

其次，我国在减缓油田产量下降，提高最终采收率等老旧油田增产措施方面已积累了丰富。对于马腾公司所属的三个区块，我们认为先期提高采收率主要通过改变注水方式、开发层细分调整的方式即可实现；进入中期后，提高注水井分注率、打加密井等方式可保证高含水期油田生产能力的提升。而以上技术在国内均已得到普遍推广应用，对于国内油服队伍而言，难度不大。

**表 5：马腾公司油田基本情况**

	马亭油田	卡拉阿尔纳油田	东科阿尔纳油田
地质储量采出程度 (%)	19.56	20.85	7.3
年产油 (万吨)	16.3	24.85	12.7
平均单井产油 (吨/天)	7.1	5.3	20.1
综合含水 (%)	83.2	81.3	53.8
开采方式	注水开发	注水开发	天然能量开发
其他	共钻探 107 口井，其中油井开井 57 口，注水井开井 13 口。	油井开井 130 口，其中有杆泵 123 口，螺杆泵 6 口，注水井 11 口。	总井数 26 口，其中报废井 5 口，封存井 1 口，油井 18 口，开井 18 口，产出水回注井 2 口。

资料来源：网络资料，宏源证券

### 三、看好公司未来能源业务发展

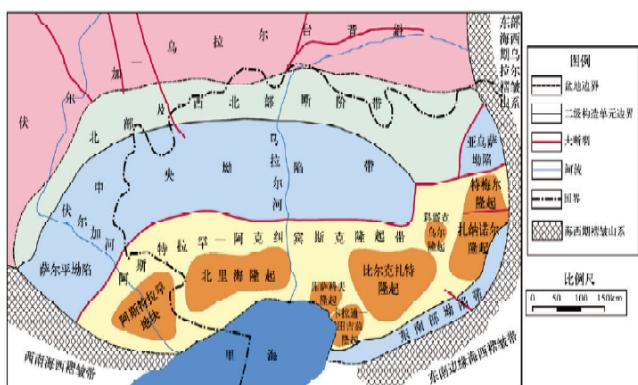
#### （一）需要关注公司进一步展开油气并购的可能

##### 1、滨里海地区油气资源丰沛，存在进一步并购的可能

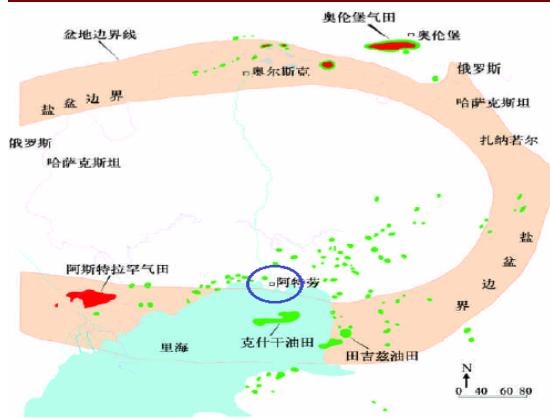
滨里海盆地是哈萨克斯坦油气资源最为丰富、油气资源储量最为巨大的沉积盆地。滨里海盆地主体部分约 80% 的面积位于哈萨克斯坦境内，北部和西部延伸俄罗斯。盆地南北长约 850km，东西宽约为 550km，面积约为 55 万 km<sup>2</sup>。盆地是一个典型的裂谷盆地，裂谷作用从古生代开始，形成巨厚的古生代和中生代沉积物，并伴生丰富的烃源岩建造。

从地质构造角度来看，滨里海盆地可进一步划分为两个大的构造区，分别是北部的伏尔加-乌拉尔台背斜和南部的滨里海台向斜盆地内各次级构造单元划分，主要包括北部及西北部断阶带、中央坳陷带、阿斯特拉罕-阿克纠宾斯克隆起带，以及东南部坳陷带。其中阿斯特拉罕-阿克纠宾斯克隆起带是一个极其富有的油气聚集带，其走向近北东-东西向，呈半环状，内部的次一级隆起由西向东依次包括阿斯特拉罕隆起、北里海隆起、库萨科夫隆起、卡拉通-田吉兹隆起、比尔克扎特隆起、扎纳诺尔隆起等。已发现的大型和特大型油田，如阿斯特拉罕、田吉兹、扎纳若尔、肯基亚克等油田均处于该隆起带上。

马腾公司下属三个区块正位于阿斯特拉罕-阿克纠宾斯克隆起带之上，其中东科阿尔纳、卡拉阿尔纳油田正与田吉兹油田毗邻。公司区块位置地质条件优越，油气资源储量丰富，在盐上层系中陆续已发现了若干油气田。我们认为本次资产收购完成后，凭借公司在此区域的多年运营经验，未来存在继续收购周边优质区块的可行性。

**图 8：滨里海盆地构造单元划分**


资料来源：宏源证券

**图 9：滨里海盆地油气田分布**


资料来源：宏源证券

## 2. 现有资产转让后现金流充沛更进一步加大了油气并购的可能性

公司主要地产项目北京、云南、广西共 6 个项目中，近期已有两项出售。其中正和恒泰净资产 1198 万元，评估价值 1705 万元，溢价 42.29%；正和桦桂净资产 2.24 亿元，评估价值 3.7 亿元，溢价率 66.13%。

综合考虑公司地产项目购入时间和项目地点，我们认为如果公司持有的 6 个地产项目（包括已出售的两项）全部出让兑换成现金的话，价值应该在 20 亿元以上。本次收购马腾公司 95% 股权价格约为 32 亿元人民币，滨里海地区油气资源丰富，如果公司转让目前持有的地产项目，仅从现金流角度来看是完全有能力继续扩大资源持有量。

## 3. 大股东在哈国持有其他能源资产

公司公告显示，同一大股东下属子公司中科荷兰石油公司拟收购从事天然气勘探的哈萨克斯坦马塞尔公司 100% 股权，购价格为 1.07 亿美元。马塞尔石油公司拥有南哈萨克斯坦区块（18,000 平方公里）范围内直到基底的全部碳氢化合物的 100% 的勘探权益和排他性优先开采权。

哈萨克斯坦境内共有 15 个含油气盆地，但实现工业开采的仅有 5 块，分别是滨里海盆地、曼吉斯套盆地、乌斯秋尔特盆地、南图尔盖斯克盆地和楚-萨雷苏克盆地。根据统计，哈国可开采石油的 91% 主要集中蕴藏在 13 个大型油气田里，而田吉兹和卡沙甘这两大巨型油气田的储量就占了其中的 69%。但是，哈国境内的油气田分布极不均匀，所有大型油田，包括一些中小油田都分布在哈萨克斯坦西部，南部的大部分油田都属于中小型田，东部、北部和中部没有油气资源分布。

我们认为马塞尔公司所拥有的南哈萨克斯坦区块以气为主，这是不利的一面，但是这个地方勘探面积广阔，总体储量前景依然较为乐观。作为统一实际控制人下的资产，不排除机会成熟时由上市公司收购的可能性。

## （二）盐下资源打开想象空间

滨里海盆地按其沉积盖层可以划分为盐岩层、盐上层和盐下层三部分，其中盐上层和盐下层都具备形成油气藏的有利条件。从生烃条件、储集条件、盖层条件、油气藏类型、成藏条件多个方面综合考虑，滨里海盆地盐上层油气藏数量多但储量和规模较小；盐下层具备形成大中型油气藏的各种有利条件，油气藏数量虽少但储量规模较大。

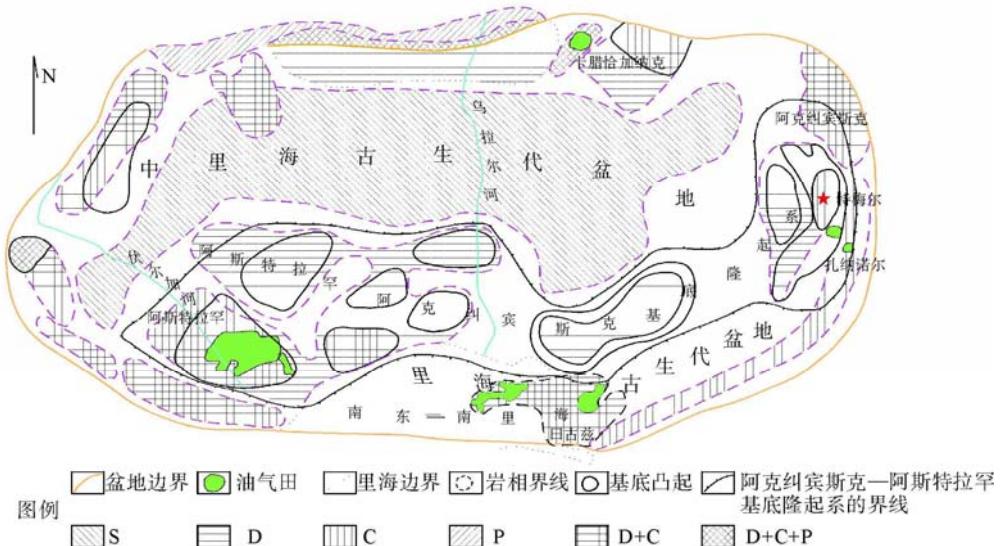
## 1、盐下层系具备形成大中型油气田的各种有利条件

滨里海盆地盐下层系油气田数量上虽然较少,但由于未受到盐岩运动的影响,又发育大规模碳酸盐台地和生物礁建造,油气储量巨大。目前盆地内发现的可采储量大于5亿桶的9个大型油气田全部分布在盐下层系。从勘探前景来看,盐下将是未来寻找大油气田的重点突破方向。

- 具有高质量的厚层源岩层存在，并能达到一定的生烃条件。在盆地边缘广泛分布的中泥盆统-下二叠统浅海陆棚相碳酸盐岩和泥页岩油气母岩层厚度大，所含有机质丰度较高，质量较好并已进入大量生烃期。此外，盆地中心和内缘生成的液态和气态烃向盆地边缘带补充流动，能够提供丰富的油气来源。
- 储层厚度大，储集性能好。油气藏主要分布于浅海陆棚相碳酸盐岩和碎屑岩储层，这些储层不仅厚度较大，分布较广，而且具有很好的储集性，对盆内盐下油气田（藏）和油气聚集带的形成起了主导作用。
- 空谷阶区域性厚盐层的存在使得油气得以有效封盖和保护。全区分布的下二叠统孔谷阶厚层盐岩为盐下层系油气的区域性盖层。这些盖层一般厚度较大，有较好的封盖能力。
- 生物礁建造和背斜是圈闭主要类型。盐下油气藏圈闭主要为生物礁建造和背斜，大型油气藏的油气圈闭都是大型生物礁建造和背斜构造。生物礁存在障壁礁体系和边缘礁体系，包括生物礁建造和碳酸盐台地礁。

研究结果表明，盆地隆起区存在找到新的盐下较大油气田的可能，在埋深适中的晚古生代碎屑岩具有很好的勘探前景；盆地边缘或古隆起碳酸盐岩发育区经后期改造的碳酸盐岩有利储集层分布区也将是勘探潜力区。其中礁相既是优质高效的生油层，也是极佳的储层，上覆二叠系孔谷阶大面积发育盐层，生储盖组合配置极佳，是油气聚集的重要场所。马腾公司下属三个区块正是位于大的阿斯特拉罕-阿克纠宾斯克隆起带之上，毗邻田吉兹油田是著名的特大型生物礁型盐下油气藏。我们认为在公司三个区块的盐下部分存在发现较高油气资源储量的潜力。

图 10: 滨里海盆地盐下层系不同时代碳酸盐岩分布示意图



资料来源：宏源证券

## 2、盐下资源开发的障碍基本扫除

盐下层系（下古生界一下二叠统）普遍埋藏很深，在盆地边缘厚 3000-4000m，盆地中心部位可厚达 10000-13000m。目前对盐下资源的研究开发仅限于盆地边缘地区，虽然发现了一些大型油气田，但对盆地整体研究水平不高，认识也不深刻，困难存在于勘探、开发几乎所有环节。

### （1）地震资料难以处理但是问题不大

滨里海盆地作盐下层系之上为下二叠统盐岩层，发育众多巨厚盐丘，盐丘厚度 200-3000m 不等。地震波在盐层中的传播速度可达到 14500-15100 英尺/秒（约为 4400-4600 米/秒），有时几乎达到盐层周围沉积层中传播速度的两倍。由于盐岩与围岩速度的巨大差异，以及盐层对地震波能量强烈的吸收、衰减作用，导致时间域地震剖面盐下地层上拉、盐下地震资料品质差等，这就成了盐下构造的勘探陷阱和技术难题，目前地面地震勘探只能提供模糊的盐下或盐层附近地震图像，很难确定潜在储层的位置和规模。

### （2）钻探过程困难众多但是螺旋导向技术基本能够突破障碍

相比于地震资料难处理，钻探的挑战更大。由于盐下资源普遍埋藏较深，加之盐层自身具有的某些特性，使得钻头在钻进盐体的过程中，必须克服高压沉积层或碎石带的困难。超深井盐层和目的层井漏、卡钻和溢流等是目前盐下资源钻探过程中最常见的井控风险，严重影响钻井周期和效益，同时增加钻井失败率。

**表 6：盐下资源开发过程中面临的主要问题**

盐层特性	主要问题	现有主要解决方式
盐层的硬度要大于大多数地层的硬度	钻入及射孔难度加大	PDC 钻头
盐层密度较低，自身运移会在盐底和盐体侧方形成一个难以模拟的压裂碎石带，其孔隙压力、破裂梯度以及天然裂缝的存在及规模都难以预测	在钻出盐底的同时实现井控难度很大，容易出现导向问题	变偏移距垂直地震剖面（VSP）的井眼地震方法和随钻地震（SWD）技术
盐体的“蠕动”能够使盐体侵入井筒，占据被钻头钻出的那部分体积	在高温条件下，卡钻风险加大，从而可能最终导致作业公司不得不放弃该井或对其实施侧钻	
含盐层段钻井可能会加剧井底钻井环境中固有的冲击与振动现象	直井最容易引起冲击和震动	通过实验确定钻头设计和 BHA 组件的最佳组合形式
对盐底建模困难	井筒钻出位置和角度在盐下储层钻入过程中的难度加大	旋转导向钻井系统（RSS）
盐体的不均匀横向载荷特征	加载点的减少	随钻扩孔（EWD）技术
盐层的冲蚀或淋滤作用及盐体内蠕动现象	钻井液选择不当可能引起的问题包括由淋滤作用引起的井段扩大和井壁削弱问题。 泥浆密度低可能会导致蠕动影响到钻柱，流变性质不佳的钻井液可能使岩屑无法被带到地面，导致钻头以上部分的钻柱被岩屑阻塞。	利用模型钻井液建立解析模型，合成油基泥浆（SOBM）体系

资料来源：宏源证券

近年来全球对盐下资源开发力度的加大，使得相关开采设备和技术都取得了很大进步，一些针对盐下资源钻探开发的技术，比如螺旋导向技术，被提出。马腾公司下属三个区块盐下资源埋藏相对较深，保守估计在3000-4000米以上，在实际开发过程中可能会面临一定的困难，但是以公司的团队管理能力，专业见识，相信问题解决没有大碍。

### 3、长期来看，需求必将推动盐下资源开发技术的进步

目前，盐下开发的首要障碍仍然在于准确获得盐底及盐下地层图像的能力十分有限。但是我们相信，在未来全球对各类盐下油气资源开发力度持续加大的背景下，相应的地震勘探仪器和解释程序必将得到进一步完善。长期来看，技术一定不是阻碍盐下资源开发的主要障碍。同时，随着技术的不断进步，盐下油气钻探的深入，滨里海盆地的勘探目标也将逐步由盆地边缘向盆地中心地区转移，勘探层位的埋深也将由浅层逐渐转向深层。

本次马腾公司的并购作价并没有考虑盐下资源，目前的开采范围也仅限于盐上部分。从区块所属区域的地质条件以及周边油田的勘探开发情况来看，以上三个区块的盐下部分均有存在巨大储量的可能性。从哈国已有油气田的开发情况看，虽然盐下开发投资巨大，但是一旦突破，单井初始产油估计能达到，稳产也会在做到，相关业务非常值得期待。

## 四、哈国是满足中国未来原油需求的重要增长极

### （一）中国远期的原油需求惊人

随着国内经济的持续发展，未来我国能源需求总量不仅远超国内有限供给能力，还将大幅超过政府机构和市场的普遍预期。根据我们的测算，到2020年国内原油需求总量将达到8-10亿吨，供给量仅为2-2.2亿吨，对外依存度超过70%。面对石油供求巨大缺口的存在，保障我国能源安全已上升到愈来愈为重要的国家战略层面工作。

#### 1、国内原油运输过于依赖马六甲海峡

对于我国来说，能源安全是指能以较合理的价格顺利获取能源，防治能源供应中断或能源价格大幅上升，导致严重威胁国内经济平稳正常发展。这其中隐含着两层意义，一是量要足，即要有充足的原油绝对供给量满足我国经济发展的需求；二是价要稳，进口原油价格不能出现大幅波动，特别是快速上涨。

长期以来，我国油气进口主要来自中东、非洲、东南亚地区，其中80%左右通过马六甲海峡运输。即使不考虑南海纷争、中日冲突等潜在挑战，马六甲海峡的海盗猖獗、恐怖分子活动频繁就是非常现实的冲击。

#### 2、稳步推进多元化，解决进口渠道过于集中的问题

从油源看，中亚是我们最可信赖的保障。

我国未来原油进口格局，目前已基本形成“三大陆上油气通道+海上原油进口”的初步格局，分别是从我国西北接入的中国-中亚油气管道、从东北接入的中俄原油管道，以及从西南接入的中缅油气管道。俄罗斯、哈萨克斯坦、中东、非洲将成为我国未来原油进口的重要来源区域，也是实现原油进口多元化不可缺少的构成部分。（来自中东和非洲的石油，可以从印度洋运至缅甸输送上岸，再通过输油管经缅甸曼德勒和云南的瑞丽、昆明，再输往西

南各省区。路径比按传统方式通过印度洋将原油运抵湛江的路线短 1200 千米，同时可以避免来自于马六甲海峡的压力。)

具体来看，中俄石油管线于 2010 年 9 月竣工，管线设计输送能力 1500 万吨/年；中哈石油管线设计输送能力 2000 万吨/年，计划于 2014 年达到满负荷输送状况；中缅石油管线设计输送能力 2200 万吨/年，计划于 2014 年贯通。

根据我们的预测，2015 年国内原油需求量将达到 6.8 亿吨，国内原油产量在 2-2.2 亿吨左右，原油进口量约为 4.6 亿吨，其中中俄、中哈、中缅管线总供给能力约为 0.57 亿吨，仍有超过 85% 的原油需要依靠以海上运输做为主要方式进入中国。

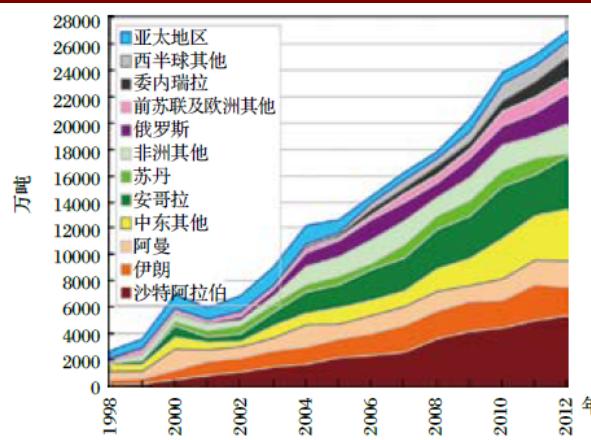
这意味着，从总量上我们需要继续增加管道原油的进口能力，降低进口通道的集中性。从进口通道上，中亚将是我们的最优选择方向。中缅管线在谈判和实际推进过程中最为艰苦，各方利益平衡困难；中俄两国虽然从历史关系来看合作较为密切，但随着近年来中国石油需求量的持续增加，以及周边韩国、日本对进口能源的高度依赖，俄罗斯对于其油气资源始终持着“待价而沽”的态度，价格因素不断延迟谈判进程；而中亚地区，由于其能源开发政策与我国的互补性，障碍因素相对最少，未来进口原油管道的输送能力有必要继续增加。

图 11：我国原油进口基本情况



资料来源：宏源证券

图 12：我国原油进口主要来源构成



资料来源：宏源证券

## （二）哈萨克斯坦是毗邻中国的最可靠的原油供给增量最大的区域

根据 IEA 的统计预测，2020 年全球原油供给能力净增量约为 49.54 百万桶/天，主要供给增量来自于伊拉克、美国、加拿大、巴西等国，其中前十位国家原油供给能力增量的占比超过全球总量的 80%。

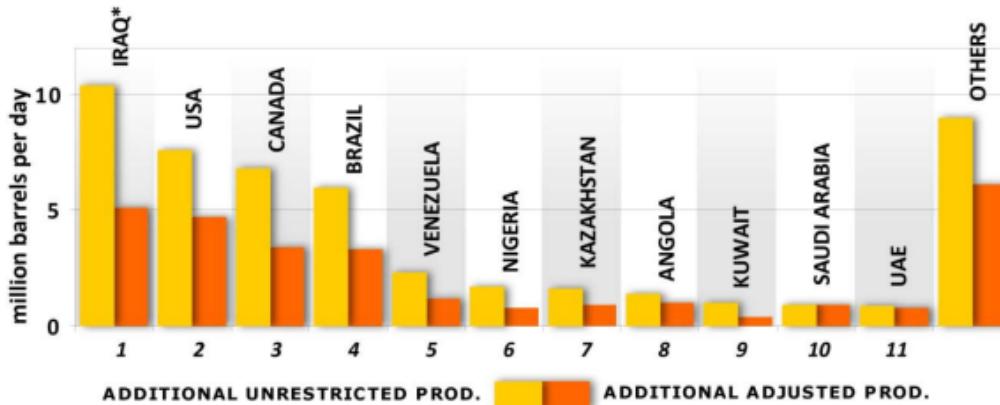
在以上国家中，美国、加拿大等发达国家原油供给的增量部分将首先满足自身国内需求；伊拉克由于自身国内政治经济环境问题，原油开发出口在其境内依然面临较大的不确定性；巴西原油增量主要来自于深海油井，开采技术和成本上仍存在劣势。

综合以上因素，不难看出尽管中亚地区石油资源不能与中东地区相比，但仍然是仅次于中东和西伯利亚地区的世界第三大石油资源储备区。而哈萨克斯坦正是距离中国最近的未来原油供给增长极，且由于其国内资源开发面临技术难度和政治风险较低，存在的不确定因素更少。根据 2011 年 9 月哈萨克斯坦石油和天然气部对外发布的生产目标，哈国计划 2014 年原油产量达到 8500 万吨，2015 年达到 9500 万吨，2016 年突破 1 亿吨，达到 1.02 亿吨。但哈国传统销售目标市场西欧由于技术进步，消费逐年减少，因此这部分增量市场应该是定位

以中国为核心的亚洲东亚区域，中国也不应错失这一良机。

随着哈国在我国能源战略布局中的地位不断提升，中国政府将越来越重视与哈国在能源领域的各项合作。“新丝绸之路”的推动必将成为未来相当长一段时间内我国能源工作的重中之重，国内企业在该国投资环境可以给予更高的期待。

**图 13：全球 2020 年原油产量主要增量预测情况**



资料来源：宏源证券

### （三）哈国和中国存在巨大的互补性

中哈两国的经济存在巨大的互补性，以“双赢”的发展战略为基础，继续扩大在哈萨克斯坦为首先中亚地区的经济与能源合作，这是中资公司在哈国拓展油气业务的着力点。

#### 1、能源出口多元化有助于提升区域油价

正如我们之前所提到的，哈国地处欧亚大陆的中心地带，半数以上原油要出口至俄罗斯或者经由俄罗斯出口至欧洲，目标市场的集中导致当地轻质原油价格偏低。中哈管线设计初衷是在建成后，哈国石油除了可以大规模进入中国市场外，还可以从中国东部沿海港口运送至韩国、日本等地。中哈两国在能源领域的深入合作，一方面为哈国打开了广大的东亚区域潜在市场，另一方面增强了哈国出口原油的议价能力，有利于当地区域油价的提升。

#### 2、中哈两国资金成本相差较大，存在较好的互补性

90 年中期以来，受前苏联政治变动的遗留影响，公众对哈国银行缺乏信心，银行吸收资金困难，社会资金严重短缺。近年来这一局面虽然得到一定程度的改善，但由于哈国金融工具缺乏，在金融市场中居民个人存款仍占据较大比重，使得银行资金成本相对较高。今年年初，哈萨克斯坦全国企业家协会会长库利巴耶夫曾在公开场合表示，“哈萨克斯坦贷款利率过高（目前，哈工业企业贷款利率一般在 10-15% 左右），使得投资项目难以实施”。国内在哈国投资比重的增加，有利于缓解目前哈国国内融资结构单一，资金成本偏高的局面，对于哈国加强经济增长意义重大。

#### 3、哈国油气为常规油气，国内油田稳产、增产经验可以借鉴给哈国

美欧等国际石油巨头早在中亚等国独立之初就进入了中亚里海地区进行油气勘探开采业务。目前在哈的大型国际石油项目有三个，分别为田吉兹雪弗龙项目、卡拉恰干纳克项目、额北里海卡沙甘项目。这三个大型国际石油项目均是哈国与美国、英国、意大利以及俄罗斯等国际能源巨头合作。但从整体上来看，哈国境内大部分项目油气项目仍已依靠自身势力开

发为主，无论在管理还是技术上均存在较大提升空间。经过多年的摸索，我国油气企业在高含水油田开发上总结出一套行之有效的方式，在加大层系细分重组、井网加密调整、储层控制造改、精细注水、二三次采油结合、三次采油等方面均获得了实地成功应用。哈国在引入中国投资的同时，利用国内先进的开采技术和管理经验开发本国油气资源，有利于提高采收率，降低开采成本。

#### （四）市场对中亚政治局势的理解存在误区

长期以来，市场对中亚地区政治局势可能的变数始终存在担心，认为中亚地区在脱离了前苏联的强权控制后，由于强邻环伺，地缘政治环境始终处于动荡之中。加之自身丰富的资源储备，其已成为美国、俄国、欧洲，乃至中国博弈的核心地带。尽管之前我国与哈国在油气领域合作取得了不错的成绩，但未来在哈的油气开采业务是否能够继续扩大存在质疑。

我们认为以上理解存在着一定误区。我国在中亚地区外交政策始终以谋求共同发展、独立自主和平外交为根本，强调“不谋求地区事务主导权，不经营势力范围”，这无论对哈国自身的外交、政治独立意愿，还是美、欧、俄等第三方势力而言，都是乐于见得的局面。另一方面，随着中亚各国近年来去俄罗斯化的趋势加强，面对空缺出来的势力真空，作为势力一方的俄国相对而言，更不愿意见到的局面是欧美借机扩张在中亚地区势力。2001年6月，上海合作组织的正式建立，标志着中国与中亚各国的关系呈现出全面有效合作与互相信任的态势，也标志着中俄两国间有着一定程度的战略合作与互信。这从侧面证明，不管是出于心甘情愿，俄国领导人在某种程度上接受了与中国“共治中亚”的事实。

在此基础上，考虑到我国与哈萨克斯坦地理位置相邻、政治合作关系良好、能源开发利用政策互补等传统优势，未来两国之间能源领域的经济合作更加值得期待。

### 四、投资建议

#### （一）盈利预测

由于实际控制人将公司未来发展定位为能源平台，原有地产项目处于收缩战线的过程中，我们基于较为保守的判断，暂不考虑地产部分对公司业绩的贡献。由于马腾公司持有三个油田区块均为成熟区块，一旦收购完成将立刻对公司业绩形成贡献。考虑到油田资产在2014年大概率并入公司财务报表，我们预计2014年、2015年公司业绩。

主要假设：

- 1、2014-2015年原油销售均价分别为98美元/桶、98美元/桶；
- 2、2014-2015年原油产量分别为61.21万吨、62.44万吨，对应增速分别为3%、2%；
- 3、2014-2015年原油开采成本分别为23美元/桶、23美元/桶。

在考虑增发摊薄效应的情况下，2014-2015年油田开采方面对公司的业绩贡献分别为0.37元和0.38元，对应市盈率分别为22倍和22倍。鉴于未来公司具备进一步扩张油气资源，以及拓展盐下资源开发的潜在可能性较大，我们给予公司“买入”评级。

**表 7：主要假设条件**

	2013 年	2014 年	2015 年
原油价格 (美元/桶)	98	98	98
产量 (万吨)	59.43	61.21	62.44
开采成本 (美元/桶)	23	23	23
汇率 (人民币/美元)	6.1	6.1	6.1

数据来源：宏源证券

**表 8：马腾公司经营业绩对产量及原油销售价格敏感性分析 (万美元)**

产量	价格 (美元/桶)						
	万吨	万桶	85	90	95	100	105
56	425	9,791	10,314	10,811	11,172	11,669	12,166
58	441	10,141	10,683	11,198	11,571	12,086	12,601
60	456	10,490	11,051	11,584	11,970	12,503	13,035
62	471	10,840	11,420	11,970	12,369	12,919	13,470
64	486	11,190	11,788	12,356	12,768	13,336	13,904
66	501	11,539	12,156	12,742	13,167	13,753	14,339

数据来源：宏源证券

## (二) 潜在风险

1、产量下降。由于卡拉阿尔纳油田已进入中后期开采阶段，在开发过程中很容易面对老旧油田的“通病”，之前开发的钻井质量、井筒质量、钢材质量都可能存在一定问题，造成原油开采量的下降，能否稳产是当务之急。

2、盐下层系资源开发存在一定技术难度。盐下层系虽然有存在大型油气田的可能性存在，但盐层对于油气资源勘探和开发都存在较大难度，主要体现在地震资料采集处理，以及钻井开发过程中。

3、哈国政策风险。油气资源属一国战略资源，一旦哈国加大海外投资本国能源行业的控制，或大幅提高资源开发企业税收水平，将对公司的经营形成较大影响。

4、油价下降。全球经济仍处于复苏过程中，以北美凝析油为代表的非常规油气大量经济开发，使得未来几年内全球原油供求或成偏松的格局。

**附表：盈利预测**

单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1691.57	1369.97	2483.01	2532.67	货币资金	-6.55	68.50	5093.40	5632.57
增长率(%)	28.93%	-19.01%	81.25%	2.00%	应收和预付款项	1368.40	967.95	130.20	151.50
归属母公司股东净利润	377.22	174.05	639.53	652.50	存货	1785.67	1055.61	50.00	56.00
增长率(%)	221.26%	-53.86%	267.44%	2.03%	其他流动资产	18.04	18.04	18.04	18.04
<b>每股收益(BPS)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.14</b>	<b>0.37</b>	<b>0.38</b>	长期股权投资	150.63	150.63	150.63	150.63
每股经营现金流	-0.39	0.72	1.47	0.28	投资性房地产	1937.63	1937.63	1937.63	1937.63
销售毛利率	18.00%	12.22%	23.24%	23.24%	固定资产和在建工程	17.13	13.89	7.05	0.12
销售净利率	23.53%	13.37%	27.11%	27.12%	无形资产和开发支出	0.16	0.16	0.16	0.16
净资产收益率(ROE)	16.18%	7.05%	10.48%	9.85%	其他非流动资产	246.46	243.83	241.19	241.19
投入资本回报率(ROIC)	13.36%	0.26%	15.52%	30.78%	<b>资产总计</b>	<b>5517.59</b>	<b>4456.25</b>	<b>7628.31</b>	<b>8187.85</b>
市盈率(P/E)	27	59	23	22	短期借款	235.00	41.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	4	4	2	2	应付和预收款项	955.07	681.84	229.62	232.82
					长期借款	742.52	0.00	0.00	0.00
					其他负债	1190.95	1190.95	1190.95	1190.95
<b>利润表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>负债合计</b>	<b>3123.54</b>	<b>1913.80</b>	<b>1420.57</b>	<b>1423.77</b>
营业收入	1691.57	1369.97	2483.01	2532.67	股本	1220.12	1220.12	1740.12	1740.12
减：营业成本	1387.01	1202.53	1905.91	1944.02	资本公积	445.35	445.35	3045.35	3045.35
营业税金及附加	38.14	43.02	0.25	0.25	留存收益	665.76	805.01	1316.63	1838.62
营业费用	7.43	4.25	1.74	1.52	归属母公司股东权益	2331.23	2470.47	6102.09	6624.09
管理费用	60.93	66.31	1.24	1.27	少数股东权益	62.82	71.98	105.64	139.98
财务费用	44.22	71.79	4.97	5.07	<b>股东权益合计</b>	<b>2394.05</b>	<b>2542.45</b>	<b>6207.73</b>	<b>6764.07</b>
资产减值损失	4.68	1.37	4.97	5.07	<b>负债和股东权益合计</b>	<b>5517.59</b>	<b>4456.25</b>	<b>7628.31</b>	<b>8187.85</b>
加：投资收益	348.50	0.00	0.00	0.00					
公允价值变动损益	7.63	0.00	0.00	0.00					
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
<b>营业利润</b>	<b>505.29</b>	<b>-19.29</b>	<b>563.94</b>	<b>575.47</b>					
加：其他非经营损益	-0.06	270.00	333.64	340.31					
利润总额	505.24	250.71	897.58	915.78	<b>现金流量表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
减：所得税	107.22	67.50	224.39	228.95	经营性现金净流量	-471.99	881.16	1794.29	347.15
<b>净利润</b>	<b>398.02</b>	<b>183.21</b>	<b>673.18</b>	<b>686.84</b>	投资性现金净流量	-122.85	202.50	250.23	255.23
减：少数股东损益	20.80	9.16	33.66	34.34	筹资性现金净流量	-236.17	-1008.62	2980.38	-63.21
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>377.22</b>	<b>174.05</b>	<b>639.53</b>	<b>652.50</b>	现金流量净额	-831.01	75.05	5024.90	539.18

资料来源：宏源证券研究所

**作者简介:**

**柴沁虎:** 宏源证券研究所石化行业研究员, 清华大学管理学博士, 2010 年加盟宏源证券, 从事石油化工、煤化工、天然气等能源化工领域的行业研究。加盟宏源证券之前, 曾经在扬子石化、石化协会等机构任职。主要覆盖: 广汇能源、东华能源、海越股份、齐翔腾达、宝利沥青。

**刘喆:** 宏源证券研究所石化行业研究员, 南开大学金融学硕士, 2010 年加盟宏源证券, 从事石油化工、煤化工、天然气等能源化工领域的行业研究。主要覆盖: 正和股份、潜能恒信等。

**机构销售团队**

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	银行/信托	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。