

合作最大能源 PE，战略意义更重

买入 维持

公告内容：

公司与 FIRST RESERVE MANAGEMENT, L.P.（以下简称“第一储备”）签署《战略合作协议》及《认购协议》。公司将以自筹资金 1.3 亿美元认购第一储备第十三期基金有限合伙企业（“第一储备第十三期基金”）的投资份额，按第一储备第十三期基金运作计划逐年分期注入，并且任意连续 12 个月内的累计投资总额不超过总认购额的 35%。此外，公司拟用自筹资金对第一储备管理的基金已投资的项目投入不超过 8 亿美元；该笔投资将根据不同项目的资金需求和交易进展情况，有计划地以不同形式逐步实施。

主要观点：

- **第一储备是专注于能源行业的全球最大的私募股权投资基金。**第一储备自成立以来累计募集超过 260 亿美元的投资资金，在六大洲完成了超过 475 笔的交易。其已投资公司分布于世界的近 50 个国家。截至 2013 年 9 月 30 日，第一储备旗下基金已投资项目的内部收益率为 32.3%。其投资标的涉及油气、光伏、煤炭等诸多领域，其中油气领域涵盖勘探开发、油田服务、管道运输、炼化等环节；所在区域遍布北美、亚洲、欧洲、澳洲多个地区和国家。
- **战略合作进一步明确了公司在海外投资的战略大方向。**按照战略合作协议预定，公司未来将与第一储备基金在北美、中亚和中国境内开展包括但不限于投融资、新技术应用、基金运营等方面的全方位战略合作。进一步明确了公司立足中亚，发展北美，在合适时机回归国内项目的战略思路。
- **借机进军北美油气项目的最佳途径，先期投入小、风险低。**根据协议内容，第一储备将向正和股份提供由其各个基金持有的北美已投资项目相关的地质、市场和财务数据。同时，对于未来已投资的权益退出部分，第一储备确认，将向公司提供收购其旗下基金在北美已投资项

经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1691.57	1643.36	2322.92	2692.40	2834.81
同比增长率	28.93%	-2.85%	41.35%	15.91%	5.29%
净利润	377.22	45.46	659.51	759.79	837.55
同比增长率	221.26%	-87.95%	1350.79%	15.21%	10.23%
每股收益(元)	0.31	0.04	0.38	0.44	0.48

石油化工行业研究组

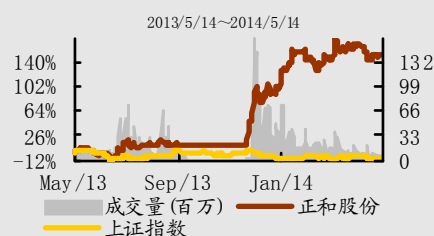
分析师：

刘喆(S1180511060001)

电话：010-88085267

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



相关研究

增储第一步，后续更可期待

2014/4/9

地产业务稳定，转型方向明确

2014/3/30

油气并购：他山之石

2014/3/25

项目收购中最大不确定性已消除

2014/1/8

转型伊始，中亚油气开发可期待

2014/1/8

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：车用尿素是抓手

2013/12/18

PM2.5 行业会议：来自北美的经验

2013/12/18

目的机会；在同等条件下，公司具有优先收购权。这一方式可以避免直接进行海外项目收购时，在先期接触阶段，由于信息了解不充分带来的潜在风险。我们认为，通过前期认购第一储备投资份额的方式，在充分了解标的公司实际情况和团队水平的条件下，后期通过优先购买的方式，由财务投资转变为战略投资，是现阶段对公司收购北美项目风险最低，投入最小的最佳方式。

- **有利于公司长期海外项目战略布局的展开。**非常规油气未来全球产量占比将超过50%以上。公司定位上游油气勘探开发的专业企业，从长期发展的战略角度来看，在适当时机介入以北美为首的致密油气项目具有相当重要的意义。与常规油气相比，致密油气在地质条件方面的最大特征在于其地下油气的非均质性，使得项目收购开发阶段的专业水平要求更高。根据战略协议内容，公司与第一储备双方对于石油上游项目研究成果的共享，有利于公司在海外、特别是北美区域项目的储备和经验积累。
- **为马腾石油未来盐下资源开发积累侧面经验。**从第一储备主要投资油气上游勘探开发环节公司的基本情况来看，页岩（致密）油气和深海油气开发是基金重点关注的两个大类方向。第一储备在深海盐下资源开发方面，对于项目判断和运营的经验，以及在工程服务供应商的积累，均可为公司未来盐下开发项目提供一定的侧面借鉴作用。
- **维持“买入”评级。**在考虑增发摊薄效应的情况下，2014-2016年油田开采方面对公司的业绩贡献分别为0.38元、0.44元和0.48元，对应市盈率分别为28倍、24倍和22倍。维持“买入”评级。

附表：第一储备主要投资油气上游勘探开发环节公司基本情况

分类	项目	主要区域	主要关注方向	基本情况
页岩油气、致密油气	American Energy Utica	美国	页岩油气勘探开发	公司领导 Aubrey McClendon 是切萨皮克能源的前创始人兼首席执行官
	Mountaineer Keystone	美国	页岩气勘探开发	重点关注弗吉尼亚西部的 Marcellus 页岩开发
	Sabine Oil & Gas	美国	陆地油气资产收购、开采、勘探与开发	核心资产主要包括德克萨斯州南部的 Eagle Ford Shale，德克萨斯州东部的 Cotton Valley Sand 和 Haynesville Shale，以及德克萨斯州狭长地带的 Granite Wash
深海油气	Barra Energia do Brasil Petr 6leo e G 6s Ltda.	巴西	近海及深海油气勘探开发	公司项目主要集中于巴西三个重要的石油盆地，分别是桑托斯、坎波斯、圣埃斯皮里图。重点关注近海、深海油气开发，包括盐上及盐下的资源。
	Cobalt International Energy	墨西哥湾、西非	深海油气开发	公司在深海油气资源勘探开发方面具有充足的经验，重点关注墨西哥湾中新世和下三叠系盐上资源的开发，以及西非临海盐下资源勘探开发
	Deep Gulf Energy LP and Deep Gulf Energy LP II	墨西哥湾	深海油气开发	重点关注墨西哥湾具备成型基础设施的深水油气项目，在墨西哥湾已有类似项目超过 20 个
油田增产	Midstates Petroleum	美国	老旧油田增产	路易斯安那州
	Amromco Energy	罗马尼亚	增产	罗马尼亚最大的独立石油和天然气生产商，在罗马尼亚级其他中欧、东南欧国家有超过 25 项增产项目
其他	RKI Exploration & Production	美国	油气收购勘探开发	重点关注 Powder River, Denver-Julesburg (DJ)和特拉华州二叠系盆地
	Templar Energy	美国	成熟原油区块	
	White Rose Energy Ventures	西非	陆上及海上油气勘探开发	
	KrisEnergy Ltd.	东南亚	独立油气勘探开发公司	目前在柬埔寨、印尼、泰国、越南有 18 个合同区块，共 7 万多平方公里

资料来源：宏源证券

附表：盈利预测

单位:百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1643.36	2322.92	2692.40	2834.81
增长率(%)	-2.85%	41.35%	15.91%	5.29%
归属母公司股东净利润	45.46	659.51	759.79	837.55
增长率(%)	-87.95%	1350.79%	15.21%	10.23%
每股收益(EPS)	0.04	0.38	0.44	0.48
每股经营现金流	0.40	2.41	0.81	0.85
销售毛利率	13.70%	41.05%	39.43%	38.40%
销售净利率	3.89%	28.39%	28.22%	29.55%
净资产收益率(ROE)	2.01%	10.91%	11.17%	10.96%
投入资本回报率(ROIC)	2.08%	22.94%	17.88%	19.53%
市盈率(P/E)	284	28	24	22
市净率(P/B)	6	2	2	2

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1643.36	2322.92	2692.40	2834.81
减: 营业成本	1418.23	1369.30	1630.82	1746.24
营业税金及附加	56.92	11.61	13.46	14.17
营业费用	6.88	1.86	2.15	1.98
管理费用	82.84	23.23	26.92	2.55
财务费用	68.11	36.32	4.53	-48.40
资产减值损失	2.78	1.16	1.35	1.42
加: 投资收益	78.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-49.14	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	37.17	879.43	1013.16	1116.84
加: 其他非经营损益	115.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	152.20	879.43	1013.16	1116.84
减: 所得税	88.30	219.86	253.29	279.21
净利润	63.90	659.57	759.87	837.63
减: 少数股东损益	18.44	0.07	0.08	0.08
归属母公司股东净利润	45.46	659.51	759.79	837.55

资料来源：宏源证券研究所

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	841.88	3186.37	4016.08	4920.30
应收和预付款项	870.87	0.00	0.00	0.00
存货	2355.02	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	37.30	37.30	37.30	37.30
长期股权投资	68.22	68.22	68.22	68.22
投资性房地产	1707.96	1707.96	1707.96	1707.96
固定资产和在建工程	109.99	3480.41	3425.30	3358.13
无形资产和开发支出	344.44	344.44	344.44	344.44
其他非流动资产	279.88	264.61	249.34	249.34
资产总计	6615.57	9089.32	9848.65	10685.70
短期借款	303.50	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1926.99	925.12	925.12	925.12
长期借款	1089.62	1089.62	1089.62	1089.62
其他负债	937.48	937.48	937.48	937.48
负债合计	4257.59	2952.22	2952.22	2952.22
股本	1220.12	1740.12	1740.12	1740.12
资本公积	448.07	3048.07	3048.07	3048.07
留存收益	597.78	1256.83	2016.09	2853.05
归属母公司股东权益	2265.97	6045.02	6804.28	7641.24
少数股东权益	92.01	92.07	92.15	92.23
股东权益合计	2357.98	6137.09	6896.43	7733.47
负债和股东权益合计	6615.57	9089.32	9848.65	10685.70

现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	493.50	2943.62	987.85	1036.41
投资性现金净流量	549.40	-3380.00	-180.00	-180.00
筹资性现金净流量	-568.57	2780.88	21.86	47.82
现金流量净额	474.33	2344.49	829.71	904.22

作者简介:

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
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@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	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@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经营范围包括证券投资咨询业务。