

进军能源行业，推动公司新增长

买入 首次

目标价：25元

投资要点：

- 投资梦兰星河进军能源业，未来市值有巨大提升空间
- 双轮驱动刺激需求增长，行业龙头地位奠定稳步提升基础

报告摘要：

- **阿穆尔-黑河综合体项目将成为未来主业，推动公司盈利快速增长。**公司拟增资26.5亿元控股梦兰星河，资金全部用于综合体项目建设，拟在俄罗斯新建1座加工规模为600万吨/年的石油炼化厂，配套建设3条阿穆尔-黑河跨境输油管道以及1座输油末站。项目建设期3年，我们估计投产后年均营业收入为600亿元，净利润为43亿元，内部收益率为34.63%。油品的生产和销售将成为公司的主要收入来源。
- **萨哈(雅库特)油田储量丰富，油田勘探开发可能带来巨大利润。**梦兰星河子公司图伊玛达享有俄罗斯境内穆赫金区块和比留克区块范围内进行地质研究、烃类资源的勘探和开采权，正进行进一步的勘探及储量核实工作，开展油田的勘探、开采业务，计划从事油气田的勘探开采与经营，有助于公司在石油行业形成完整的上下游产业链。一旦项目开采成功，将给公司带来巨大利润，发展前景广阔。
- **原材料持续低位、国内外大量需求、行业龙头地位，保证未来持续稳定增长。**原材料钢铁价格低位运行，确保公司铁塔主业较高毛利率。国家重点发展特高压政策、电能替代战略和促进清洁能源发展战略，“一带一路”战略构想带动国内外行业需求，公司海外项目不断增多。公司在220KV及以上的高压、超高压和特高压输电线路铁塔领域的处于市场领先地位，是国内少数几个能生产目前最高电压等级1000KV输电线路铁塔的企业之一，也是国内少数几家拥有自主知识产权并生产复合材料绝缘杆塔的企业。公司年产输电线路铁塔产品超过20万吨能力，每年在国家电网公司铁塔产品中标率居行业前三，拥有良好客户资源。
- **盈利预测与估值。**预计公司14、15、16年全面摊薄EPS分别为0.43、0.66、0.87，对应当前股价PE分别为38.91X、25.42X、19.31X。首次给予“买入”评级，第一目标价25元。

主要经营指标	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	1830.31	2308.15	3521.08	4545.76	5921.68	36673.24
增长率(%)	10.79%	26.11%	52.55%	29.10%	30.27%	541.03%
归母净利润(百万)	215.07	258.01	394.93	519.77	686.54	6565.57
增长率(%)	43.17%	19.96%	53.07%	31.61%	32.08%	856.33%
每股收益(摊薄)	0.36	0.43	0.66	0.87	1.14	5.76
市盈率	46.67	38.91	25.42	19.31	14.62	2.91

中小市值上市公司研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

2013新财富中小市值最佳分析师

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

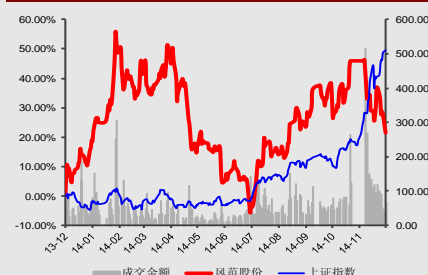
研究助理：

黎泉宏

电话：010-88085971

Email: liquanhong@hysec.com

市场表现



相关研究

《中小市值周报_Type-c 即将迎来快速发展期》

2015/1/4

《综艺股份_电力设备_增资改道汽车天窗光伏电池业务_王凤华 周蓉姿》

2014/12/30

《中路股份_汽车_参股公司借壳宝光股份上市_王凤华 虞瑞捷》

2014/12/29

《初灵信息_通信_增发获证监会批复文件_王凤华 虞瑞捷》

2014/12/22

《中小市值周报_牛市回调规避阶段涨幅过高行业》

2014/12/21

《北大医药_医药_国际医院开业 公司先收大单-王凤华、岳苗》

2014/11/28

目录

一、积极突破创新的电塔龙头企业	5
(一) 公司以铁塔为主营，业绩稳健	5
(二) 投资能源行业，推动未来高速增长	6
二、双轮驱动刺激铁塔需求增长，龙头地位奠定稳步提升基础	6
(一) 2014 年前三季度订单充足，主营收入快速增长	6
(二) 原材料价格持续低位运行，毛利将进一步提高	7
(三) 国家对电网建设的投资持续增长，确保国内需求提升	8
(四) “一带一路”拉动国际市场需求，出口份额增长	10
(五) 行业龙头地位，拥有绝对竞争优势	11
三、投资梦兰星河进军能源业，未来市值有巨大提升空间	13
(一) 十年长征路，综合体终获审批，开创民企跨国能源合作先河	14
(二) 一个综合体，横跨两国，三年建成	15
1、阿穆尔炼油厂	16
2、阿穆尔—黑河油品储运系统	17
(三) 原料差价确保项目收益，成品油关税优势锦上添花	17
1、原料（原油、凝析油）成本优势	17
2、关税（轻质馏分油等）优势	21
(四) 综合体经济预计年税后利润 42 亿	22
(五) 油田勘探有业绩爆发潜力，水泥项目近期贡献收益	22
四、风险提示	23
(一) 项目风险	23
(二) 油价风险	23
(三) 政治风险	23
五、盈利预测	23

插图

图 1: 公司股权结构图	5
图 2: 公司主营业务产品收入结构	5
图 3: 公司年收入整体上升趋势	6
图 4: 公司利润波动明显	6
图 5: 公司主营分产品收入 (万元)	7
图 6: 公司分项目毛利率	7
图 7: 公司国内外分地区收入 (万元)	7
图 8: 公司中国大陆分地区收入 (万元)	7
图 9: 国内主要钢材品种价格指数	8
图 10: 国内主要钢材品种价格指数	8
图 11: 国家 2020 年前后特高压电网规划图	9
图 12: 国家电力流规划图	9
图 13: 国家电网建设投资 (亿元)	10
图 14: 公司海外订单占比	11
图 15: 三家特高压铁塔上市公司主营收入对比 (亿元)	12
图 16: 三家特高压铁塔上市公司角钢塔毛利率对比	12
图 17: 三家特高压铁塔上市公司钢管塔毛利率对比	12
图 18: 梦兰星河股权结构图 (增资前)	13
图 19: 阿穆尔-黑河油品储运项目位置图	15
图 20: 原油、凝析油加工处理过程	16
图 21: 欧洲布伦特原油现货交易价格 (美元/桶)	18
图 22: 原油价格对比 (人民币元/吨)	19
图 23: 渤海期货交易所原油和布伦特原油价格	19

表格

表 1: 梦兰星河财务情况（单位：万元）14

表 2: 阿穆尔—黑河边境油品储运与炼化综合体项目背景14

表 3: 阿穆尔炼油厂物料平衡表16

表 4: 综合体 SWOT 分析.....17

表 5: 项目利润对国际油价的敏感性分析20

表 6: 俄罗斯成品油出口关税中系数 K 的取值21

表 7: 综合体项目投资概算.....22

表 8: 综合体项目收益估算.....22

表 9: 分产品盈利预测（百万）24

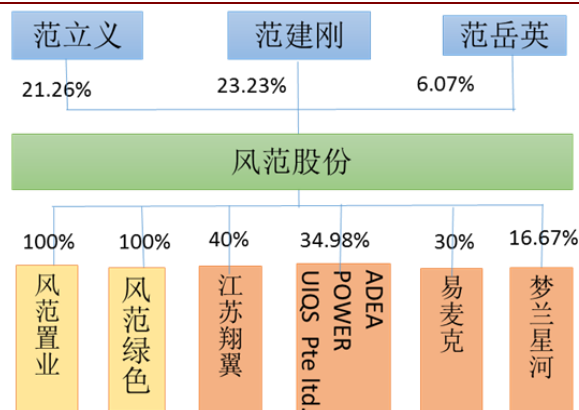
表 10: 盈利预测26

一、积极突破创新的电塔龙头企业

常熟风范电力设备股份有限公司，1993年7月成立，是国内输电线路铁塔龙头企业，主要从事输电线路铁塔和复合材料绝缘杆塔的研发、设计、生产和销售。公司在220KV及以上的高压、超高压和特高压输电线路铁塔领域处于市场领先地位，是国内少数几个能生产目前最高电压等级1000KV输电线路铁塔的企业之一，也是国内少数几家拥有自主知识产权并生产复合材料绝缘杆塔的企业。公司年产输电线路铁塔产品超过20万吨能力，每年在国家电网公司铁塔产品中标率居行业前三。公司的实际控制人是范建刚先生，持股23.32%，现担任公司董事长、兼总经理。范立义先生为第二大股东，持股21.26%。范岳英女士为第三大股东，持股6.07%。范建刚先生与范立义、范岳英分别为父子、父女关系。

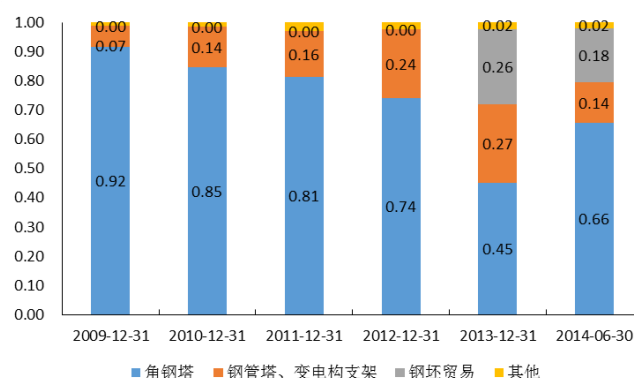
公司主营业务：输变电铁塔、风力发电设备、通讯铁塔、钢杆管、钢结构件、电力设备研发、加工、制造；本企业自产的输变电铁塔、通讯铁塔、钢结构件的出口业务；本企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件的进口业务；钢材和有色金属的贸易。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：公司主营业务产品收入结构



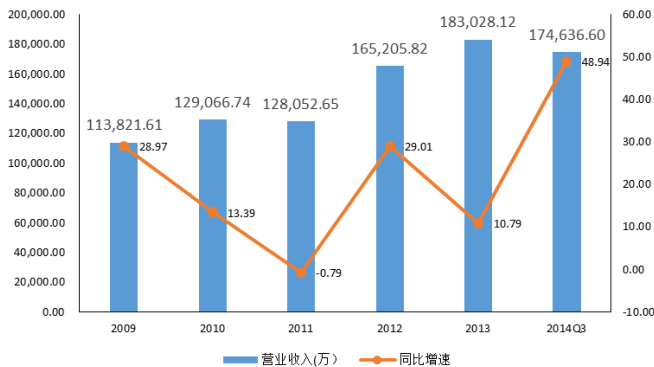
资料来源：公司公告，宏源证券

(一) 公司以铁塔为主营，业绩稳健

2014年公司收入增长较快，前三季度公司的营业收入发生额为17.46亿元，同比上升48.94%，主要是由于角钢塔产品收入的快速提升和海外阿尔及利亚项目交货。

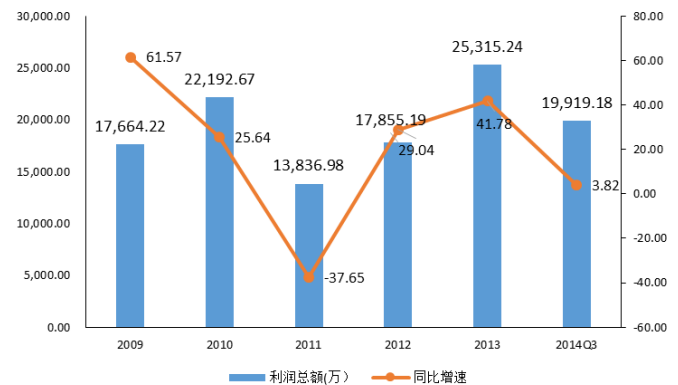
在收入高增长的情况下，2014年前三季度净利润同比上升2.90%，公司业绩仅实现平稳增长，主要是由于营业外收入减少和资产减值损失增加。(1) 2014年1-9月营业外收入1350.98万元，2013年同期5127.21万元，源于去年公司第二分厂土地由政府收储后，无形资产和固定资产处置收益4900余万元。(2) 资产减值损失1915.30万元，2013年同期384.82万元。

图 3: 公司年收入整体上升趋势



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 4: 公司利润波动明显



资料来源: 公司公告, 宏源证券

(二) 投资能源行业，推动未来高速增长

近年来，我国输电线路铁塔生产企业的数量逐渐增加，竞争日益激烈，为了更好地加快公司的发展，公司一直在积极寻找机会开拓发展新领域。2014年6月，公司使用约6.8亿元超募资金及约5000万元自有资金通过收购及增资方式持有梦兰星河16.67%股份，成为其第三大股东，该公司主要从事货物及技术进出口（含边境小额贸易），输油（气）管道、油（气）库及石油专用设施的建设。2014年11月28日，公司计划对梦兰星河增资26.5亿元，成为持股47.99%的控股股东，拟投建项目阿穆尔-黑河边境油品储运与炼化综合体，主要在中俄两国销售油品。

二、双轮驱动刺激铁塔需求增长，龙头地位奠定稳步提升基础

公司主要从事输电线路铁塔和复合材料绝缘杆塔的研发、设计、生产和销售，在超高压和特高压输电线路铁塔方面处于行业领先地位，分别为国内第一条交流500KV同塔四回、第一条交流750KV和第一条交流1000KV输电线路提供铁塔产品，研发试制了国内第一条复合材料绝缘杆塔，并成功挂网运行。公司在行业内处于绝对领先地位，在技术、品牌、市场中标率等方面都具有明显竞争优势。

(一) 2014年前三季度订单充足，主营收入快速增长

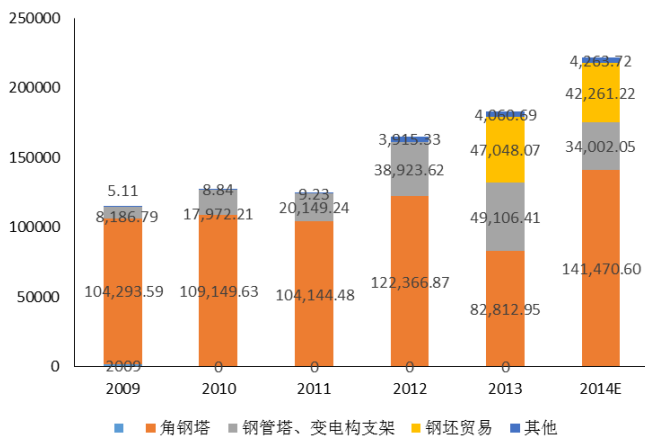
2014年前三季度公司的营业收入发生额为17.46亿元，同比上升48.94%，净利润同比上升2.90%；其中工业营业收入（角钢塔、钢管塔、变电构支架）14.46亿元，比去年同期增长57.64%。主营收入快速增长一方面是由于角钢塔产品收入的快速提升；另一方面，公司与阿尔及利亚CAMEG公司在2013年内签订重大海外合同，三季度该项目交货完成，共完成15批次的供货，公司供货总量约为7.4万吨。

公司毛利率波动较大，综合毛利率在20%左右。2013年综合毛利率有所下降，主要是低毛利率的钢坯贸易加入，拉低公司综合毛利率水平。角钢塔的毛利率近两年处于上升趋势，原因是主要原材料钢材价格下降。由于产销量的增长和原材料成本的下降，使公司的毛利率有所上升。

随着海外业务的快速发展，公司海外营业收入高速增长。2014 年年中海外营业收入增速高达 291.71%；2014 年第三季度工业产品自营出口的营业收入占整个工业产品营业收入的 49.28%，产品出口份额迅速增加。

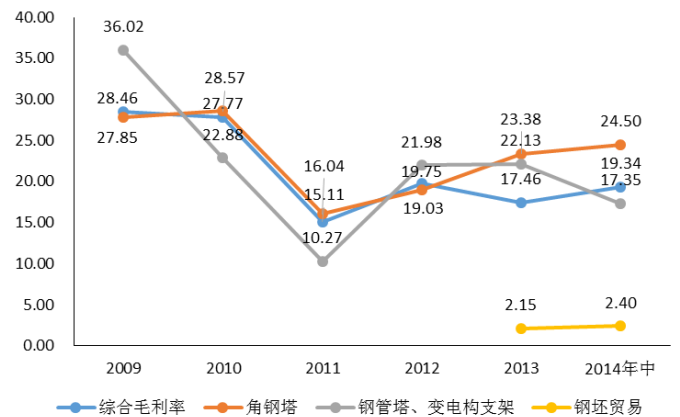
公司国内营业收入稳定增长，且主营业务在中国大陆分地区状况主要取决于公司在国家电网公司、南方电网公司中标情况，各年度差异较大。

图 5：公司主营分产品收入（万元）



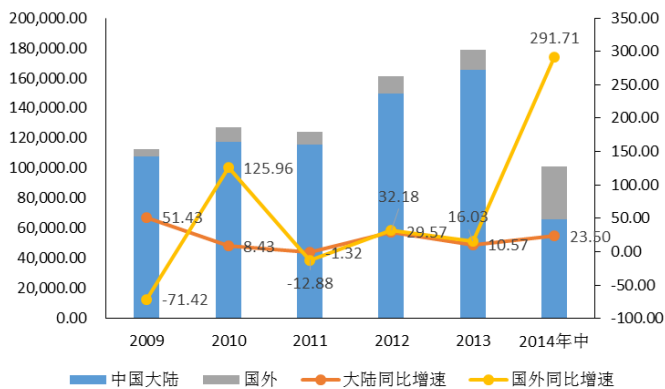
资料来源：公司公告，宏源证券

图 6：公司分项目毛利率



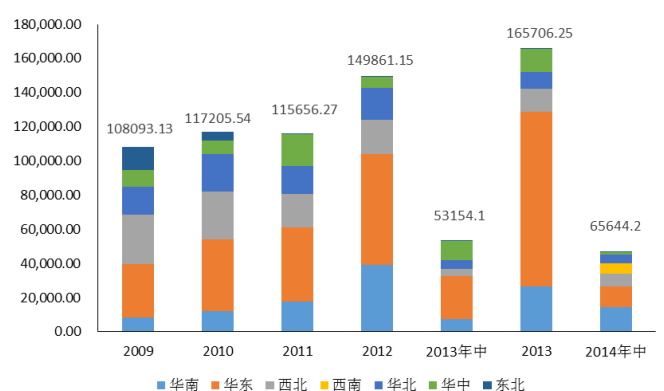
资料来源：公司公告，宏源证券

图 7：公司国内外分地区收入（万元）



资料来源：公司公告，宏源证券

图 8：公司中国大陆分地区收入（万元）

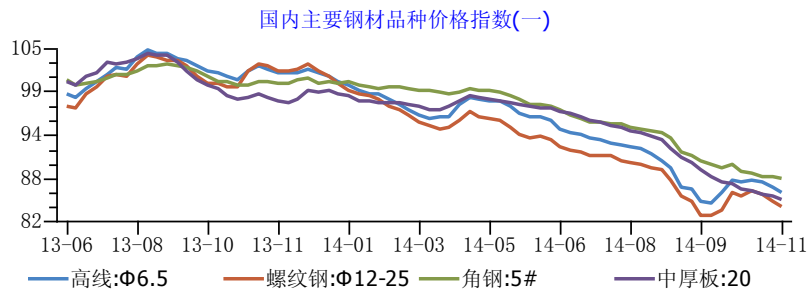


资料来源：公司公告，宏源证券

（二）原材料价格持续低位运行，毛利将进一步提高

角钢、镀锌是公司生产所需的主要原材料。公司原材料耗用成本占当期营业成本的比重达 60% 以上。近两年经济下行压力加大，市场需求仍然偏弱，制造行业景气不足，钢铁行业景气下降，终端需求明显减弱，钢厂库存维持高位，钢企资金压力增大，社会库存连续下降，市场信心依旧不足，短期钢市维持震荡。钢铁价格下降保证了公司较高的毛利率水平，提高了公司盈利空间。

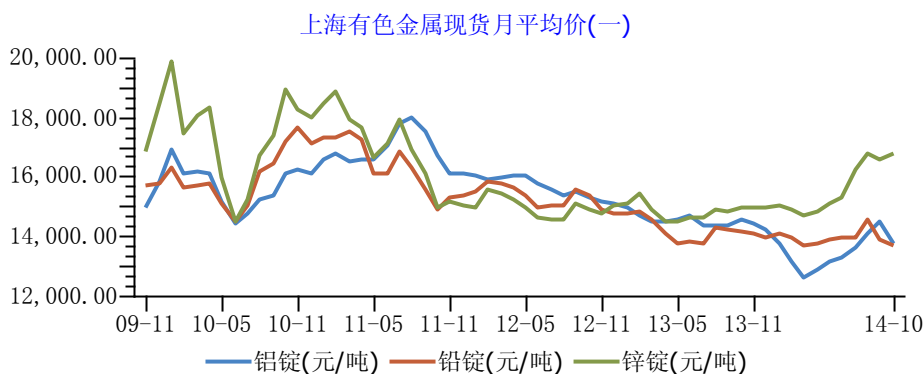
图 9：国内主要钢材品种价格指数



资料来源：Wind 资讯，宏源证券

原材料锌锭的价格在 2013 年处于最低位，2014 年锌锭价格有所上升，但整体上仍低于 2011 年价格下降前水平。2014 年 12 月 10 日，国内现货 0#锌锭市场报价 16790-16850 元/吨，1#锌锭市场报价 16730-16790 元/吨，价格区间仍可保持较高的毛利率。

图 10：国内主要钢材品种价格指数



资料来源：Wind 资讯，宏源证券

（三）国家对电网建设的投资持续增长，确保国内需求提升

国家对电网建设的投资持续增长，特高压项目继续推进，国内输变电铁塔行业迎来良好发展机遇。《“十二五”国家重大创新基地建设规划》指出，“根据现有基础，‘十二五’期间，将在智能电网与特高压等领域启动国家重大创新基地建设试点工作”。

国家电网明年规划 13 条特高压，预计拉动投资超 3000 亿。2015 年，国家电网特高压线路建设规划为“五交八直”，共 13 条，其中包括蒙西-长沙、榆衡-潍坊等特高压交流以及锡盟-江苏、山西-江苏、上海庙-山东、蒙西-湖北等特高压直流线路。

按照国家电网规划，我国 2017 年之前将建成“三纵三横”，至 2020 年建成“五横五纵一环网”的特高压交流线路；特高压直流方面，2017 年之前拟建成 12 条线路，至 2020 年将建成 27 条输电线路，预计总投资规模将达到 1.2 万亿，若能按照规划建设完成，年均投资达到近 2000 亿，规模庞大。

图 11: 国家 2020 年前后特高压电网规划图

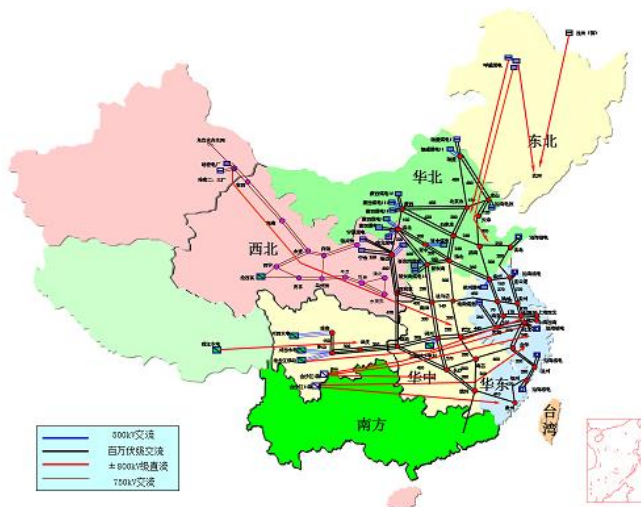
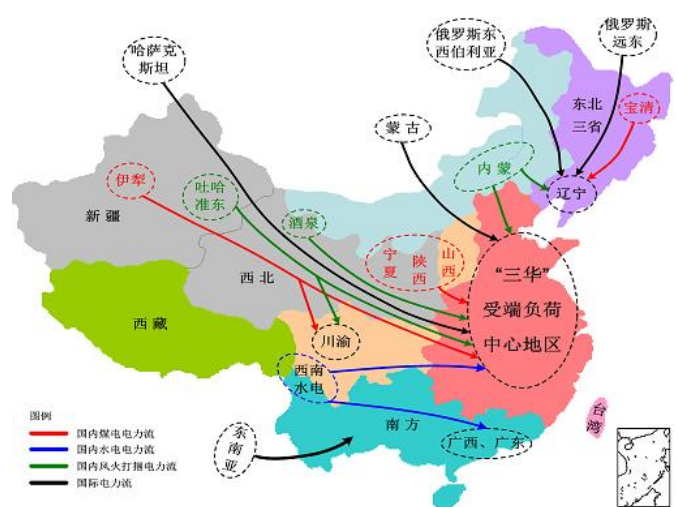


图 12: 国家电力流规划图



资料来源：公开资料，宏源证券

资料来源：公开资料，宏源证券

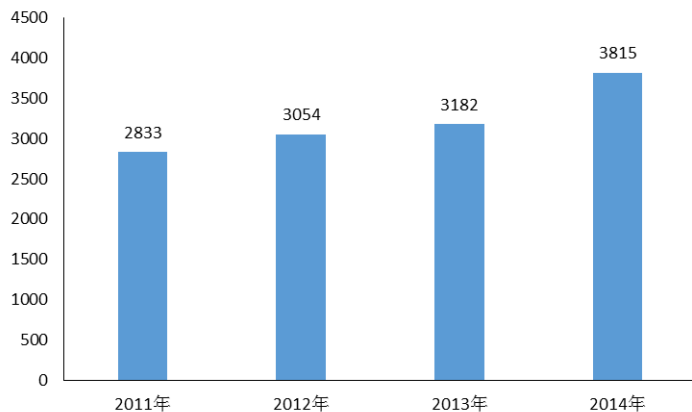
特高压是推进能源结构调整和大环保等国家战略的支撑，国内输变电铁塔行业迎来良好发展机遇。在国家能源局在 2014 年 1 月发布《2014 年能源工作指导意见》中，将跨区域输电纳入大气污染防治行动计划总体框架。2014 年 5 月 17 日，国家发改委公布了《能源行业加强大气污染防治工作方案》，明确规划建设 12 条治霾跨区送电通道，包含 4 交 5 直特高压和 3 条 500 千伏输电通道。

新疆电力大开发、“疆电外送”刺激国内行业需求。“十二五”期间，国家电网计划投资 1264 亿元发展新疆电网，到 2015 年形成 3000 万千瓦“疆电外送”能力，对新疆哈密地区丰富的煤炭及风、光资源开发起到非常大的促进作用。按照规划，从 2010 年到“十三五”末，国家电网公司将在新疆投资 2300 亿元以上，建设 4 条特高压直流和 6 条 750 千伏疆电外送通道，形成覆盖全疆各地州的 750 千伏骨干网架和智能配电网。

11 月初，国家电网公司出台 20 条支持新疆电力发展稳定意见，加快新疆电网建设，重点将落实“一带一路”战略部署。国家电网将选择新疆作为落实“一带一路”战略的重要节点，率先构建丝绸之路经济带输电走廊，建设从新疆到中亚五国的输电通道。支持措施主要集中在持续加大电网投资力度，加快实施特高压电网和 750 千伏网架建设等方面。

国家电网也有意借助“一带一路”推动特高压建设，未来五年会是特高压行业的黄金发展周期。为实施“一带一路”经济带输电走廊战略，进一步提升新疆能源大范围配置能力，从现在到“十三五”末，国家电网公司还计划在新疆建设 ±1110 千伏准东 - 四川、±1110 千伏准东 - 华东和 ±800 千伏哈密北 - 重庆直流特高压三条输电工程，新增疆电外送能力 3200 万千瓦；同步计划建设 750 千伏变电站 19 座，新增变电容量 6870 万千瓦安，架设 750 千伏输电线路 8521 千米，与西北电网实现 750 千伏三通道六回路联网，疆内 750 千伏最北延伸至阿勒泰地区，最南延伸至和田地区，形成覆盖全疆各地州的 750 千伏电网。这些工程建成后，将成为连接西部边疆与中原地区的“电力丝绸之路”，将新疆丰富的煤炭和风、光等清洁资源就地转化为电力输送到内地，实现“以电代煤、以电代油、电从远方来”，在提高新疆自我发展能力的同时，形成“煤从空中走、电送全中国”的新格局。

图 13: 国家电网建设投资 (亿元)



资料来源: 公开资料, 宏源证券

(四) “一带一路”拉动国际市场需求, 出口份额增长

在国际市场需求推动下, 公司出口份额增长。公司通过直接出口 (澳大利亚、阿尔及利亚等) 以及间接出口 (通过特变电工、中工国际等大型总包工程公司以及进出口公司等) 已经在国外市场取得良好业绩, 公司产品已出口到澳大利亚、东南亚、非洲和中南美洲等国家和地区。2013 年, 公司与阿尔及利亚 CAMEG 公司签订重大海外合同, 2014 年三季度该项目交货, 共完成 15 批次的供货, 公司供货总量约为 7.4 万吨。报告期工业产品自营出口的营业收入占整个工业产品营业收入的 49.28%。

“一带一路”战略构想提出, 帮助有关沿线国家开展本国和区域间交通、电力、通信等基础设施规划, 中国与周边国家的电力互通得到了快速推进, 为输电线路铁塔行业的发展带来巨大机遇。在 2014 APEC 工商领导人峰会上, 国家电网公司总经理舒印彪透露未来国家电网公司将依托远距离、大容量、低损耗的特高压技术来打造“一带一路”经济带输电走廊, 助力亚太地区基础设施的互通互联。目前, 中国已与周边国家建成 18 条输电通道, “一带一路”经济带输电走廊第一步就是实现与中亚 5 国的电网相联, 共享哈萨克斯坦大型能源基地和中亚丰富的风能和太阳能资源, 远期或将实现和蒙古、俄罗斯等国联网。目前, 国家电网公司已经选择新疆作为落实“一带一路”战略的重要节点, 率先构建丝绸之路经济带输电走廊, 建设从新疆到中亚五国的输电通道。

在此背景下, 我国加大与周边邻国的电力项目合作。目前, 中国与巴基斯坦经济走廊能源互联互通项目已经开始启动。巴基斯坦一直电力供应不足, 难以走出经济困境, 新签署的中巴经济走廊中包含多项电力合作项目, 中国国家电网将在巴基斯坦至少建四座电站。

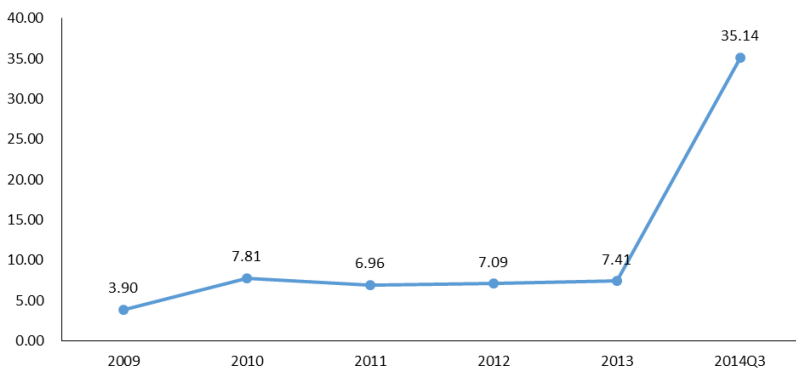
2014 年 5 月, 哈萨克斯坦工业与新技术部副部长扎克萨利耶夫称, 俄白哈三国专家已经商定, 在 2015 年 7 月 1 日前将制定建立欧亚经济联盟统一电力市场构想; 在 2016 年 7 月 1 日前将按照该构想形成建立统一电力市场的纲要; 纲要中规定的计划完成后, 欧亚经济联盟成员国不晚于 2019 年 7 月 1 日签署建立统一电力市场的条约。2014 年 11 月, 哈萨克斯坦第六大城市阿克套计划斥资 132 亿腾格 (约合人民币 4.5 亿元) 新建两条 220 千伏高压输电线, 以进一步加强对该地区油田、气田的电力供应。

2014 年 9 月 4 日，俄罗斯国有工业集团俄技集团称将与中国神华集团在 2016 年共同开发位于俄罗斯阿穆尔边疆区的 Ogodzhinsky 煤矿区，双方还将在该煤矿区附近建设一家发电厂以及可向中国出口电力的高压输电线路。

中国与蒙古的能源合作也在不断深化。2014 年 12 月 9 日，国网新疆电力公司阿勒泰供电公司与蒙古国签订了 2015 年电力输出合同。近几年，蒙古国科布多省西三县加强电网建设，实施输送电配套设施的升级和改造。

近期，埃及国际合作部长、交通运输部长、工业贸易部长、电力和能源部长一行到访中国，与中国企业开展多项投资洽谈。埃及电力和能源部长表示，埃及明年会颁布电力方面的法律，电力市场向私人投资者开放。在电力市场方面，埃及不仅仅要扩展发电站的规模，同时，电力的供应和输电网络都要增强。国际市场对电塔的迫切需求利于公司海外出口份额的进一步增加。

图 14：公司海外订单占比



资料来源：公司公告，宏源证券

（五）行业龙头地位，拥有绝对竞争优势

公司是国内少数几个能生产目前最高电压等级 1000KV 输电线路铁塔的企业之一，经过二十多年的发展，目前已发展成为总占地面积约 43.8 万平方米、具备年产铁塔产品超过 20 万吨能力的铁塔行业龙头企业之一。

750KV 电塔生产许可证，绝缘塔自主知识产权。公司生产 1000KV 及以下输电线路铁塔、变电构支架，拥有国家质检总局颁发的 750KV 输电线路铁塔全国工业产品生产许可证。公司自行研究开发复合材料绝缘杆塔产品，并拥有自主知识产权。

丰富的国内外客户资源。公司自成立以来，坚持以可靠的产品质量以及不断完善的售后服务，赢得了客户的信任。公司主要客户有国家电网公司、南方电网公司及两大电网公司下属的各省网、地区电网；此外，公司还与 ABB 集团、NEC 公司、富士公司、POWERLINK 公司等世界著名公司的输电部门及设计科研部门保持良好关系。

良好成本控制下的高毛利率。公司注重精细化管理，综合成本管理处于行业领先水平，成本管理是公司主要的竞争力之一。从三家特高压铁塔上市公司毛利率对比可以看出，公司角钢塔的毛利率相对较高；钢管塔毛利率比较风范股份表现较低，主要是公司的统计中

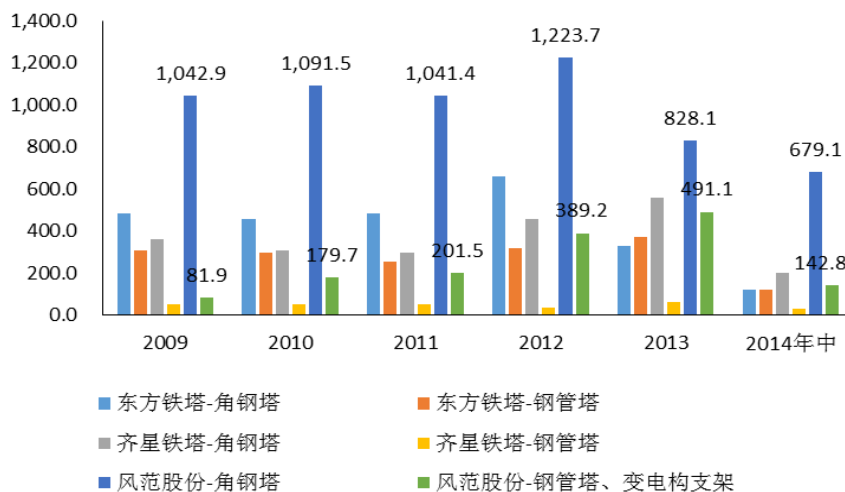
还包含了变电构支架的毛利率，这一产品的毛利率要远低于钢管塔（约 10%），公司实际也有着较高的钢管塔毛利率。

低成本、高质量放样技术。公司目前现采用先进的三维铁塔设计放样计算机程序，自行开发并引进了先进的铁塔结构尺寸计算与校核程序和材料管理数据系统，在铁塔结构计算放样领域始终保持着国内领先水平，使公司具备低成本、高质量的竞争优势。

公司与另两家特高压铁塔上市公司相比，**角钢塔营业收入遥遥领先**，为其他公司角钢塔营业收入的 2-3 倍；2014 年上半年，公司角钢塔营业收入领先幅度进一步增大。钢管塔收入在三家公司中处于中间位置，逐年增长速度较快。

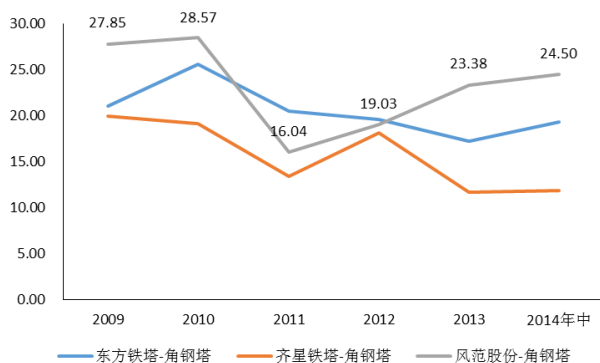
对比三家上市公司的毛利率可以发现，**公司角钢塔的毛利率除 2011 年，大都远高于其他两公司的毛利率**，具有明显的竞争优势。钢管塔方面，公司的毛利率数据较小，这主要是由于本公司的统计中还包含了变电构支架的毛利率，变电构支架的毛利率要比钢管塔毛利率要低 10% 左右，拉低二者综合毛利率。而公司钢管塔的实际毛利率要高于折线图所表示的数据。

图 15：三家特高压铁塔上市公司主营收入对比（亿元）



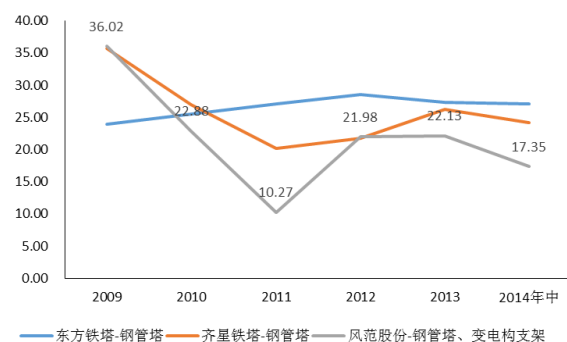
资料来源：Wind 资讯，宏源证券

图 16：三家特高压铁塔上市公司角钢塔毛利率对比



资料来源：Wind 资讯，宏源证券

图 17：三家特高压铁塔上市公司钢管塔毛利率对比



资料来源：Wind 资讯，宏源证券

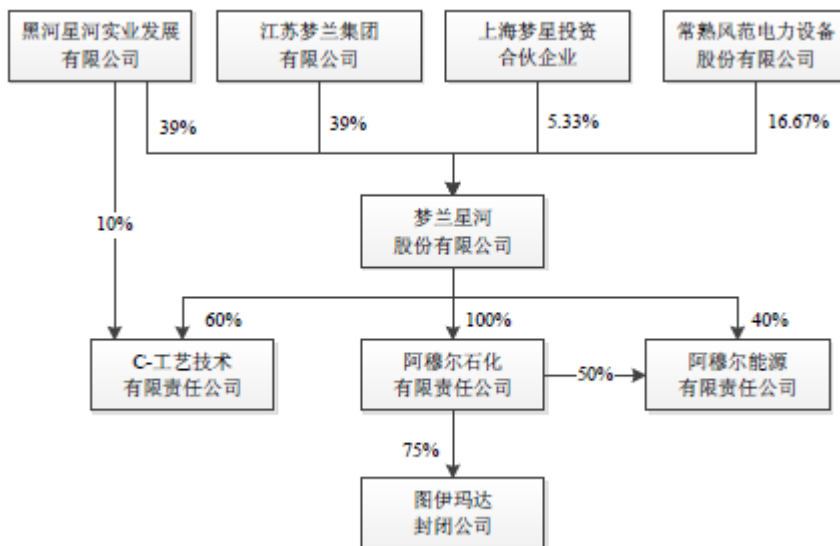
订单方面，2014 年 8 月，公司与国家电网公司签署了淮南-南京-上海特高压交流输变电工程铁塔 AC1000kV 双回路角钢钢管组合 Q345 直线塔采购合同、淮南-南京-上海特高压交流输变电工程铁塔 AC1000kV 双回路角钢钢管组合 Q345 耐张塔采购合同、淮南-南京-上海特高压交流输变电工程铁塔 AC1000kV 四回路角钢钢管组合 Q345 耐张塔采购合同等三份合同，合同总金额共计人民币 2.09 亿元，该合同交货期到 2015 年 8 月 30 日，提前锁定保底收入。

三、投资梦兰星河进军能源业，未来市值有巨大提升空间

2014 年 7 月，公司使用 IPO 超募资金 6.8 亿元及自有资金 5000 万元参股梦兰星河，以此为平台进军能源行业。2014 年 11 月 28 日，公司公告，拟以不低于 14.79 元每股价格，向不超过 10 名特定投资者发行 2.03 亿股，总募资不超过 30 亿，其中 26.5 亿元用于增资梦兰星河，用于阿穆尔-黑河边境油品储运与炼化综合体项目的建设，其余 2.9 亿元用于补充流动资金，控股股东范建刚拟现金认购不低于 10% 的定增股份。本次增资完成后，公司将累计持有梦兰星河 47.99% 的股份，并有权向梦兰星河委派 5 名董事，占董事会成员总数的 5/9，成为梦兰星河的控股股东。

梦兰星河成立于 2010 年 7 月 14 日，注册资本和实收资本为 5.5 亿元，法定代表人为钱月宝。目前，梦兰星河主要通过阿穆尔石化、图伊玛达、C-工艺公司以及阿穆尔能源四家俄罗斯公司在俄罗斯境内开展业务。经营范围为：货物及技术进出口（含边境小额贸易），输油（气）管道、油（气）库及石油专用设施的建设。

图 18：梦兰星河股权结构图（增资前）



资料来源：公司公告，宏源证券

阿穆尔石化有限责任公司成立于 2011 年 7 月 22 日，注册地位于俄罗斯阿穆尔州布拉戈维申斯克市，注册资本为 76.9 百万卢布，是梦兰星河的全资子公司。截至公司报告日，阿穆尔石化无具体生产经营业务，主要从事股权投资，包括持有图伊玛达 75% 的股权和阿穆尔能源 50% 的股权。

图伊玛达封闭公司成立于 2011 年 5 月 16 日，注册地位于俄罗斯联邦萨哈（雅库特）共和国雅库茨克市，注册资本为 6 亿卢布。根据俄罗斯自然资源局联邦地下资源管理局

出具的 15248、15249 号《矿产资源使用许可证》，图伊玛达享有俄罗斯境内穆赫金区块和比留克区块范围内进行地质研究、烃类资源的**勘探和开采权**，目前正进行进一步的勘探及储量核实工作，计划未来从事油气田的勘探开采与经营。此外，图伊玛达还在俄罗斯境内从事原油贸易业务。

C-工艺技术有限公司成立于 2011 年 8 月 4 日，注册地位于俄罗斯阿穆尔州布拉戈维申斯克市，注册资本为 8 千万卢布。C-工艺公司主要项目为在俄罗斯阿穆尔州伊万诺夫卡区别列佐夫卡镇建设一条**年产 60 万吨的水泥粉磨生产线**。该项目于 2014 年 3 月开工建设，计划于 2015 年 5 月前投产。

阿穆尔能源有限责任公司成立于 2004 年 12 月 31 日，注册地位于俄罗斯阿穆尔州布拉戈维申斯克市，注册资本为 1.5 亿卢布。**阿穆尔能源负责综合体项目**俄罗斯境内的建设和运营，由于目前综合体项目尚处于设计阶段，因此截至本预案披露日，阿穆尔能源尚未开展经营业务。

2013 年和 2014 年 1-9 月度梦兰星河营业收入均为子公司图伊玛达从事原油贸易业务产生的收入，是 2013 年以及 2014 年 1-9 月公司营业收入的 8.91% 和 8.96%。

表 1：梦兰星河财务情况（单位：万元）

项目	2014 年 9 月 30 日	2013 年 12 月 31 日
总资产	99,135.48	48,832.73
净资产	94,110.93	46,879.31
	2014 年 1-9 月	2013 年度
营业收入	15,651.68	16,302.22
净利润	-1,670.25	-1,554.26

资料来源：公司公告，宏源证券

（一）十年长征路，综合体终获审批，开创民企跨国能源合作先河

综合体项目最初是由梦兰星河股东星河实业于 2004 年 6 月提出，到 2014 年 4 月 21 日国家发改委正式核准综合体项目（发改能源[2014]716 号）跨度十年时间，项目经过复杂的审批过程，最终由梦兰星河正式实施，开创了中国民营企业开展跨国能源合作的先河。

表 2：阿穆尔—黑河边境油品储运与炼化综合体项目背景

时间	内容
2006 年 11 月	俄罗斯联邦工业和能源部将边境石油综合体项目纳入两国总理定期会晤委员会能源分委会会谈。
2008 年	俄罗斯经济发展部将“综合体项目”俄方境内项目列入 2018 年以前远东及后贝加尔地区经济发展规划纲要。
2009 年 8 月	黑河市人民政府向黑龙江省发改委致函，提请启动“综合体项目”。
2009 年 9 月	黑龙江省发改委向国家发改委致函，提请国家发改委同意“综合体项目”开展前期工作。
2010 年 3 月	国家能源局复函，黑龙江省发改委，同意“综合体项目”开展前期工作。
2010 年 12 月	梦兰星河完成综合体项目前期工作，黑龙江省发改委请示国家能源局，恳请对综合体项目给予核准。
2011 年 1 月	国家国土资源部原则同意通过综合体项目黑河输油末站项目用地预审。
2011 年 9 月 1 日	综合体项目获得国家环境保护部的环保评估批复。
2012 年 1 月	“综合体项目”正式列入《中国东北地区与俄罗斯远东及东西伯利亚地区合作规划纲要》关键项目名录。
2012 年 3 月 4 日	国务院将综合体项目列入东北振兴“十二五”规划。

2012 年 9 月 俄罗斯联邦能源部将该项目列入“俄罗斯设计、建设和生产炼油厂名录”。

2012 年 12 月 俄罗斯联邦能源部核准综合体项目。

2014 年 4 月 21 日 国家发改委正式核准项目（发改能源[2014]716 号）。

资料来源：公司公告，公开资料，宏源证券

（二）一个综合体，横跨两国，三年建成

梦兰星河本次增资款 26.5 亿元将全部用于阿穆尔—黑河边境油品储运与炼化综合体项目的建设，拟在俄罗斯阿穆尔州新建 1 座加工规模为 600 万吨/年的石油炼化厂，配套建设 3 条阿穆尔-黑河跨境输油管道以及 1 座输油末站。项目总投资 122.2 亿元，其中 600 万吨/年的石油炼化厂和俄罗斯境内输油管道由阿穆尔能源负责建设和运营，中国境内输油管道和输油末站由梦兰星河负责建设和运营。

综合体项目建设周期为 3 年，计划 2014 年内完成穆尔石油炼化厂建设用地的清表场平工作，2015 年正式开工，2018 年投产试运营。

综合体项目由阿穆尔炼油厂和阿穆尔—黑河油品储运系统两部分组成。石油炼化厂建设地点位于俄罗斯阿穆尔州东北部别列佐夫卡镇南郊。阿穆尔-黑河输油管道包括 3 条跨境输油管道，用于输送销往中国境内的部分液体油品，每条管道长约 63.1 千米（俄罗斯境内 53.9 千米、中国境内 9.2 千米）。输油末站建设地点位于黑龙江省黑河市幸福乡，用于油品储存。

图 19：阿穆尔-黑河油品储运项目位置图



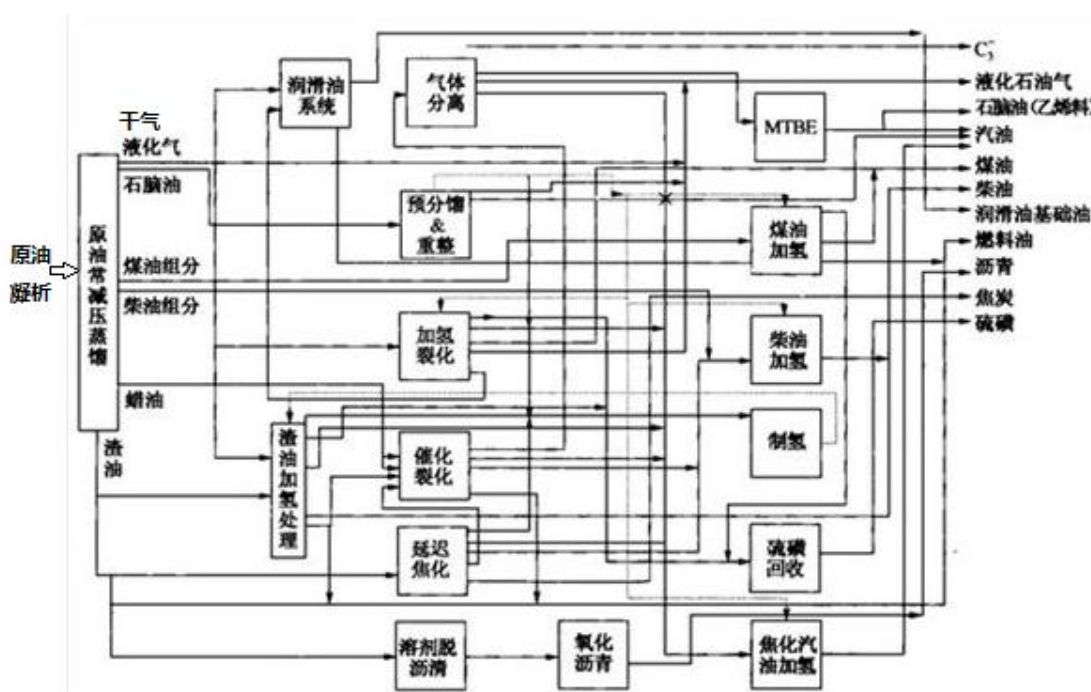
资料来源：公开资料，宏源证券

1、阿穆尔炼油厂

石油炼化厂由阿穆尔能源负责建设，阿穆尔炼油厂是处理原油 600 万吨/年的炼油工程。总流程加工方案为常减压蒸馏+蜡油催化+延迟焦化+柴油加氢降凝+干气制氢，主要加工装置包括 600 万吨/年常减压装置、170 万吨/年蜡油催化裂化装置、70 万吨/年延迟焦化装置、100 万吨/年柴油加氢降凝装置、15,000 标准立方米/小时干气制氢装置、2×2 万吨/年硫磺回收装置。

阿穆尔炼油厂所需原料 600 万吨/年，包括 400 万吨/年俄罗斯原油和 200 万吨/年凝析油，前者通过白山-别列佐夫卡输油管道支线、后者通过白山-布拉戈维申斯克铁路线分别运到阿穆尔炼油厂，进而在使用 600 万吨/年常减压装置进行加工处理，得到干气、液化气、石脑油、柴油组分、减压蜡油、凝析油蜡油和减压渣油等产品。然后再经过催化裂化、产品精制、焦化、干气制氢、加氢、硫磺回收等过程得到液化气、汽油、柴油等产品。

图 20：原油、凝析油加工处理过程



资料来源：公开资料，宏远证券

表 3：阿穆尔炼油厂物料平衡表

内容	
原料	俄罗斯原油 400 万吨/年，凝析油 200 万吨/年
产品	1、液化气：43.96 万吨/年（输回国内） 2、轻质馏分油：219.43 万吨/年（输回国内） 其中：轻质石脑油 49.41 万吨/年 重整汽油 100.79 万吨/年 催化汽油 69.23 万吨/年 3、欧 V 汽油：5 万吨/年（俄境内销售） 4、欧 V 柴油：264.68 万吨/年（100 万吨在俄境内销售，其它输回国内）

5、硫磺：2.41 万吨/年（运回国内）
 6、石油焦：15.85 万吨/年（俄境内销售）
 加工燃料及损失：48.68 万吨/年

资料来源：公司公告，宏源证券

2、阿穆尔—黑河油品储运系统

A、阿穆尔输油首站一座，馏分油罐区储量 20 万立方米。

B、阿穆尔-黑河输油管道（500 万吨/年）包括 3 条跨境输油管道，用于输送销往中国境内的部分液体油品，总输送能力 500 万吨/年，每年输送液化气 43.96 万吨，轻质馏分油 219.43 万吨，柴油 164.68 万吨，每条管道长约 63.1 千米（俄罗斯境内 53.9 千米、中国境内 9.2 千米）。其中俄罗斯境内管道由阿穆尔能源负责建设，中国境内管道由梦兰星河负责建设。

C、输油末站建设地点位于黑龙江省黑河市幸福乡，用于油品储存，建设内容包括催化汽油罐、轻质馏分油、中质馏分油罐区及配套设施，馏分油罐区储量为 14.6 万立方米。输油末站由梦兰星河负责建设。

表 4：综合体 SWOT 分析

Strength	Weakness
1、俄罗斯原油价差确保项目收益。 2、俄罗斯成品油关税优势，降低关税成本。 3、管道运输成本优势，俄罗斯境内加工原油运价低于出口原油的运价优势。 4、政策支持优势、股东及团队优势。	1、项目投资额较大，投资周期长，近期不会产生收入。
Opportunity	Threats
1、俄罗斯受到欧美制裁，经济下滑，可能会更注重与中国合作，加强中俄贸易。 2、2014 年 12 月 1 日起俄罗斯下调石油关税，进一步提高项目利润。	1、国际油价波动，上下游产业价格不稳定。 2、俄罗斯不稳定政治因素，中俄两国可能存在的贸易摩擦。

资料来源：公开资料，宏源证券

（三）原料差价确保项目收益，成品油关税优势锦上添花

综合体项目是针对黑龙江黑河市与俄罗斯阿穆尔州优越的地缘优势、中俄两国石油贸易及油品运输方面的客观状况而提出的石油合作项目，项目本身以及政策支持方面具有绝对优势。

1、原料（原油、凝析油）成本优势

俄罗斯原油探明储量为 82.2 亿吨，居世界第八位，俄罗斯是全球主要产油国之一，石油和天然气销售占到该国预算的一半。截至 2014 年 8 月中旬，俄罗斯将 30% 以上的原油都发往亚洲市场，约合每日 120 万桶。该比例在 2012 年为 20% 左右。根据俄经济发展部预测，2030 年以前，欧洲对俄罗斯原油的需求可能会减少，而亚太地区国家的需求将会增加。

中国目前是全球第二大石油消费国，消费量仅次于美国。2013 年我国石油和原油表

观消费量分别达到 4.98 亿吨和 4.87 亿吨，同比分别增长 1.7% 和 2.8%。国际能源署 (IEA) 2014 年 11 月在发布的《全球能源展望》中表示，中国将在 20 年内超越美国，成为全球最大的石油消费国。

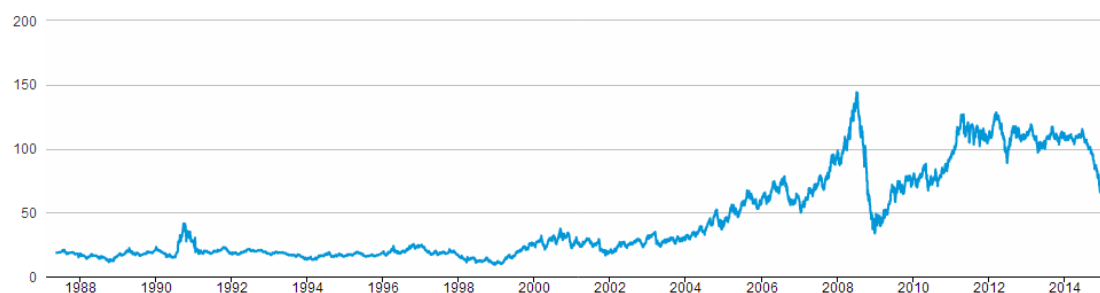
2013 年全年中国累计进口原油 2.82 亿吨，同比攀升 4.03%，**对外依存度达到 57.4%，是全球最大的石油净进口国**。2014 年 1 月到 10 月期间，中国进口原油量达每日 609 万桶，同比增加 9.2%，创 2010 年以来增长率新高。

在国内，石油一直是垄断行业，据我国现行规定，石油企业从海外进口原油，需要“进口配额”。但目前原油进口权掌握在少数企业手中。在原油进口权被垄断的背景下，地炼企业只能从拥有进口权的几大国企手中购买原油，油源问题已经成为制约企业成品油产量的重要因素。综合体在俄罗斯境内购买原油，并直接在俄国境内加工提炼为成品油，进而直接进口成品油到国内，不存在原油供给量问题。

原油成本占到炼油成本的 90% 以上，因此，原油的价格直接影响炼油厂的利润。世界原油价格自 2003 年以来不断上扬，尤其进入 2007 年后，上涨更加迅猛，布伦特原油价格从 2007 年 1 月 49.95 美元到 2008 年 7 月的价格最高点 143.95 美元，每桶上涨了近 100 美元，涨幅为 200%。随后几个月的时间，油价急剧下跌，到 2008 年 12 月底甚至跌破 40 美元。随着世界经济复苏，2009-2011 年油价逐渐反弹回升以来，石油市场保持着相对稳定态势，价格在 100 美元/桶附近的一个相对较窄的区间内波动。最近原油价格跌破每桶 60 美元，自 2014 年 6 月份西得州轻质低硫原油 (WTI) 价格触及每桶 115 美元以来，原油价格波动高达 40%，石油市场又恢复数十年来价格波动的特点。

近期油价大幅下跌，主要原因是：(1) 美国和加拿大页岩油气开采的迅速发展，石油生产能力提高，减少了进口石油的数量；(2) 巴西、阿塞拜疆等原油增产，利比亚停产的油田已经重新生产原油；(3) 新兴经济体经济增长的需求减弱。石油供给增加和需求减少共同导致了油价的下跌；此外，欧美对俄罗斯的经济制裁，也导致了油价的下跌。石油输出国组织(OPEC)决定维持石油产量上限不变，更进一步的导致原油价格下跌。

图 21：欧洲布伦特原油现货交易价格（美元/桶）

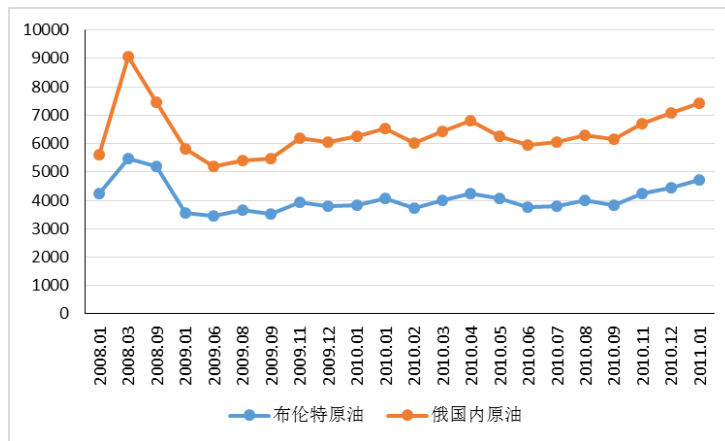


资料来源：公开资料，宏源证券

俄国内原油价格因出口关税较高而与国际市场有一定差距。俄罗斯国内原油价格随国际油价波动，但一直以来，俄罗斯原油价格相较于国际布伦特原油价格较低。依据中石化咨询公司评估报告，俄罗斯国内油价与国际油价的平均差价有 1761 元/吨，扣除加工费用、运输费用、出口关税、少量进口关税之后，差价还在 600—1000 左右，相比国内的炼油厂原料价格有明显优势。此外，由于欧美扩大对俄罗斯经济制裁压力，俄罗斯原油价格优势将会进一步凸显，保证该项目较大的盈利空间。

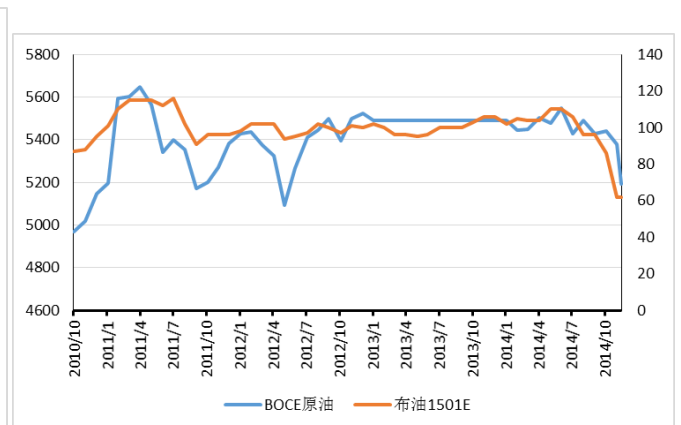
按照 1761 元/吨原油价差推算，布伦特原油 80 美元/桶时的俄国内原油交易牌价为 2234 元/吨。根据俄方股东与苏尔古特油气股份有限公司签订的《意向协议》，原油交货地（乌斯季-库特）价格为石油交易所交货港牌价减去该港至原油交货地运费。按前述推算的俄国内原油交易牌价（纳霍德卡港）减去港口至原油交货地运费再加上原油交货地至本目运费估算，评估推定的本项目原油到厂含税价为 2538 元/吨。

图 22：原油价格对比（人民币元/吨）



资料来源：公开资料，宏源证券

图 23：渤海期货交易所原油和布伦特原油价格



资料来源：Wind 资讯，宏源证券

石油价格敏感性分析

随着近期石油价格不断下跌，石油市场又恢复数十年来价格波动的特点。国际油价暴跌对本项目有利有弊，虽可以降低原料成本，刺激产量提升，但同时成品油的价格也会下跌，下游需求不稳定，可能拖垮炼油产业。

整体上来看，由于石油生产最低成本的存在，油价不可能保持在近期的低价格水平。之后的石油价格会发生与 2009-2011 年相类似的反弹回升。待到本项目建成，石油价格应回升到与国际原油供求相符合的正常水平。我们推算，项目建成时布伦特原油 80 美元/桶，按俄罗斯原油与布伦特原油 1761 元/吨的价差推算，俄国内原油交易牌价为 2234 元/吨。此时计算得到 42.81 亿净利润。

从原油及成品油价格历史价格波动分析来看，原油价格变动 1 单位，成品油价格变动要小于 1。即原油价格上升，俄罗斯国内销售价格和中国的国内销售价格基本随着上升，但是成品油价格上涨的幅度明显小于原油价格的上升程度；当原油价格下跌，成品油价格下跌，但下跌幅度要小于原油价格下跌幅度。具体来讲，俄罗斯原油价格变动 100%，俄罗斯汽油、柴油生产价格分别变动 55.44%、84.35%，俄罗斯汽油、柴油购买价格变动比例为 59.84%、55.32%，中国市场液化气、汽油、石油价格变化分别为 76.16%、51.70%、53.23%。

用于销售的成品油价格增减幅要小于原油的变化程度。主要是由于国家的油价调整机制避免成品油价格的剧烈波动。如，在近期国际油价暴跌 40% 的情况下，国内油价的下跌幅度却只有百分之十几，据了解，造成国内油价下跌迟缓的原因是油价暴跌招来通缩魅影，此外，国家保护炼油产业也是重要原因之一。

根据各成品油价格变动幅度及其产量的相对权重，推算未来石油价格变动所带来的成

品油价格及利润变动。价格下跌情况下，项目可以获得更多的收益。价格上升时，利润可能会减少，但是仍能保证综合体较高的利润率。如当国际布伦特原油价格为 32 美元/桶时，净利润高达 84.06 亿元；当国际布伦特原油价格为 120 美元/桶时，净利润为 8.43 亿元。

表 5：项目利润对国际油价的敏感性分析

国际 原油 美元/桶	俄罗斯 原油 美元/吨	俄罗斯价格			中国市场价格		利润 亿元
		汽油 美元/吨	柴油 美元/吨	液化气 美元/吨	汽油 美元/吨	柴油 美元/吨	
32.00	146.46	433.80	299.96	502.00	1071.32	904.24	84.06
40.00	183.08	469.83	351.19	572.42	1151.61	974.96	77.19
48.00	219.69	505.87	402.42	642.83	1231.90	1045.67	70.31
56.00	256.31	541.90	453.64	713.24	1312.19	1116.39	63.44
64.00	292.92	577.93	504.87	783.65	1392.48	1187.10	56.56
72.00	329.54	613.97	556.10	854.07	1472.77	1257.82	49.69
80.00	366.15	650.00	607.33	924.48	1553.06	1328.53	42.81
88.00	402.77	686.03	658.55	994.89	1633.36	1399.24	35.93
96.00	439.39	722.07	709.78	1065.31	1713.65	1469.96	29.06
104.00	476.00	758.10	761.01	1135.72	1793.94	1540.67	22.18
112.00	512.62	794.13	812.24	1206.13	1874.23	1611.39	15.31
120.00	549.23	830.17	863.47	1276.55	1954.52	1682.10	8.43

资料来源：公开资料，宏源证券

中俄两国地缘政治关系紧密，石油贸易合作互利双赢

国际政治因素对石油贸易有较大的影响。不稳定的政治局势可能会影响该项目的发展。但是，就中俄两国而言，无论是从历史方面还是从未来考虑，出现政治摩擦而影响该项目的可能性都很小。中俄两国有着非常紧密的地缘政治关系，两国在石油合作上有着较强的互补性，石油合作对双方都有着重要的意义。自 1996 年中俄签署《共同开展能源领域合作的政府间协定》以来，中俄石油合作提出了许多项目。尽管其中存在合作项目进展速度慢，甚至悬而不决或中途夭折等问题，但随着中国经济的快速发展和世界地位的提高，以及俄罗斯能源出口的需要，中俄之间良好的石油合作更是必然态势。2013 年 6 月，中俄就已签署俄罗斯对华增供原油长期贸易合同。

2014 年俄罗斯面临更大的国际压力和经济下滑压力，会更加注重能源方面和中国的合作，利于本项目的发展。因乌克兰事件令俄与西方国家关系紧张，俄积极寻求油气出口多元化。自从俄罗斯遭受欧美多轮制裁之后，中国和俄罗斯在能源领域的联系就越来越紧密。如签订 4000 亿美元的能源大单。

俄总统普京在北京 APEC 元首峰会期间对媒体称，俄将与中国更积极地使用本币结算，包括原油贸易。他表示，中俄本币结算将有利于扩大双边贸易并对世界的金融和能源市场产生影响，降低美元对世界能源市场影响，贸易结算方式的多元化也将有利于世界金融和能源市场稳定。

国务院总理李克强在访问俄罗斯时表示，中俄在涉及核心利益和重大关切的问题上相互支持；希望双方进一步扩大双向贸易投资规模，推动双边能源、金融、高铁等各领域合作取得重要进展。李克强访俄期间，中俄签署了 38 项合作协议。中俄双方确定，2015

年两国贸易额要达到 1000 亿美元的目标，2020 年要达到 2000 亿美元。

2、关税（轻质馏分油等）优势

俄罗斯能源政策强调“控制上游、开放下游”的原则，近年来，俄罗斯政府通过降低石油产品出口关税来鼓励油品出口，在俄罗斯原油的关税政策中，原油出口关税占原油出口价格的比例在 50% 左右；成品油出口关税整体低于原油，其中重质油品出口关税又远低于轻质油品。

俄罗斯的原油出口关税与乌拉尔油价直接相关，在乌拉尔原油平均价格高于 25 美元/桶时，原油出口关税（最高值）的计算公式为： $T = 4 + K \times (P - 25)$ ，其中 T 为原油出口关税（美元/桶）；K 为系数；P 为监测期乌拉尔原油平均价格（美元/桶）。

2011 年 8 月 26 日，俄政府颁布决议，对原油、成品油和汽油的出口关税采用“60-66-90”方案。即原油出口关税计算公式系数 K 为 60%，轻质和重质油品的出口关税统一为原油关税的 66%，汽油的出口关税为原油出口关税的 90%，新方案自 2011 年 10 月 1 日起实施。

成品油出口关税按原油出口关税乘以系数 K 计算，即 T 成品油关税 = K × T 原油关税。各成品油系数如表所示。

表 6：俄罗斯成品油出口关税中系数 K 的取值

产品名称	系数 K（2011 年 8 月 26 日政府决议）	
	2011 年 10 月 1 日-2014 年 12 月 31 日	自 2015 年 1 月 1 日起
汽油	0.9	0.9
轻质馏分、中质馏分、柴油	0.66	0.66
苯	0.66	0.66
甲苯	0.66	0.66
二甲苯	0.66	0.66
重油	0.66	1
润滑油基础油	0.66	1
石蜡	0.66	1
石油焦、沥青	0.66	1

资料来源：公开资料，宏源证券

俄罗斯从 2014 年 12 月 1 日起将下调石油出口税至每吨 277.5 美元，下降 12.4%；下调石油产品的出口税，汽油和柴油的出口税将分别为从每吨 285 美元和每吨 205.8 美元降低到每吨 249.7 美元和每吨 180.3，进一步降低了从俄罗斯进口成品油的成本。

此外，综合体还具有运输成本优势和政策支持优势、股东及团队优势。阿穆尔-黑河输油管道（原油及成品油管道）建成后，管道运输将大幅降低原油及成品油的运输成本。此外，俄罗斯对内外销售原油运价实行双轨政策，用于出口原油的运价高于俄罗斯境内加工原油运价。综合体项目在俄罗斯境内建设石油炼化厂，可降低原油进厂的运输成本，进一步降低原料成本。

政策支持方面，该综合体项目获得国家能源局大图们倡议东北亚进出口银行/开发银行联盟提供项目建设资金支持。

（四）综合体经济预计年税后利润 42 亿

本项目总投资为 122.2 亿元，其中俄罗斯境内总投资 106.1 亿元，中国境内总投资 16.1 亿元，其中建设投资 69.65 亿元，建设期利息 10.76 亿元和铺底流动资金 41.79 亿元。

综合体项目生产经营期按 15 年计算，投产后年均营业收入为 606.43 亿元，净利润为 42.81 亿元，内部收益率为 34.63%，投资回收期 6.21 年（含建设期）。并且综合体对公司营业收入的贡献占比将达到 95% 左右，油品的生产和销售将成为公司的主要收入来源。

表 7：综合体项目投资概算

序号	工程项目或费用名称	费用额（万元）
1	建设投资	696,459.72
1.1	固定资产投资	637,599.82
1.1.1	工程费用	580,935.83
1.1.1.1	其中：石油炼化厂	412,600.31
1.1.1.1.1	其中：600 万吨/年常减压装置	63,348.17
1.1.1.1.2	170 万吨/年蜡油催化裂化装置	74,626.84
1.1.1.1.3	70 万吨/年延迟焦化装置	30,867.31
1.1.1.1.4	100 万吨/年柴油加氢降凝装置	21,746.95
1.1.1.1.5	15,000 标准立方米/小时干气制氢装置	12,600.04
1.1.1.1.6	2×2 万吨/年硫磺回收装置	24,957.43
1.1.1.1.7	公用工程及配套设施	184,453.59
1.1.1.2	输油管道（俄罗斯境内）	33,202.94
1.1.1.3	输油管道（中国境内）	4,297.37
1.1.1.4	输油末站	34,611.58
1.1.2	固定资产其他费用	56,663.98
1.2	无形资产费用（专利及专有技术使用费）	3,000.00
1.3	其他资产费用	6,997.20
1.4	预备费	48,862.71
2	建设期利息	107,600.00
3	铺底流动资金	417,940.29
	项目总投资	1,222,000.01

资料来源：风范股份非公开发行 A 股说明书，宏源证券

表 8：综合体项目收益估算

俄罗斯境内	亿元	中国境内	亿元	综合体项目	亿元
总投资	106.1	报批总投资	16.1	总投资	122.2
年均总收入	270.68	年均总收入	335.75	年均总收入	606.43
年均税后利润	17.89	年均税后利润	24.92	年均税后利润	42.81
内部收益率（税后）	15.96	内部收益率（税后）	93.67		
投资回收期（税后）	7.8	投资回收期（税后）	4.1		
全投资净现值（税后，15 年生产期）	49.64	全投资净现值（税后，15 年生产期）	100.37	全投资净现值（税后，15 年生产期）	150.01

资料来源：风范股份非公开发行 A 股说明书，宏源证券

（五）油田勘探有业绩爆发潜力，水泥项目近期贡献收益

萨哈（雅库特）共和国位于俄罗斯东北部，国土面积 310 万平方公里，是俄罗斯面积最大的联邦主体。在萨哈（雅库特）共和国已探明煤炭、油气储量分别占俄罗斯东西伯利亚和远东地区总储量的 47% 和 35%。**萨哈共和国（雅库特）是俄罗斯最大的油气区。在该共和国已开发有 34 个油气田。至 2011 年 1 月 1 日该地区的烃原料预测储量为：26 亿吨石油、4.59 亿吨天然气凝析油、12 万亿立方米天然气。**东西伯利亚-太平洋输油管道经过雅库特共和国，年输油量 8000 万吨，总长度 4758 公里，其中 1458 千米的管道贯穿共和国附近的油气田，并拥有地区燃气管道。为该地区油气运输提供了低成本的优势。

根据俄罗斯自然资源局联邦地下资源管理局出具的 15248、15249 号《矿产资源使用许可证》，**梦兰星河子公司图伊玛达享有俄罗斯境内穆赫金区块和比留克区块范围内进行地质研究、烃类资源的勘探和开采权，目前正进行进一步的勘探及储量核实工作，开展油田的勘探、开采业务，计划从事油气田的勘探开采与经营，有助于公司在石油行业形成完整的上下游产业链。**

依据现有普查资料以及二维地震资料初步分析，图伊玛达石油天然气封闭式股份公司持有的穆赫金斯基油气区块预计石油可采储量为 1500 万吨，天然气可采储量为 190 亿立方，比留克油气区块预计石油储量为 1300 万吨，天然气储量为 190 亿立方。一旦项目开采成功，将给公司带来巨大利润，发展前景广阔，有巨大的业绩爆发潜力。

别列佐夫卡 60 万吨/年水泥粉磨站项目是由梦兰星河控股 60% 的俄罗斯 C-工艺技术有限公司负责建设经营的境外项目，厂址紧靠阿穆尔炼厂。该项目于 2014 年 3 月开工建设，计划于 2015 年 5 月前投产。2015 年项目投产后预计产生年收入 3-4 亿元，为 2013 年公司营业收入的 16%-22%，年均利润总额 8501 万元，财务内部收益率（税后）42.69%，经济效益突出。但短期内不会显著提高公司的盈利能力。

四、风险提示

（一）项目风险

本项目建成后可能形成巨大收益，但是项目投入资金较大、建设周期较长，存在一定的不确定性。可能存在政策风险、流动性风险、自然灾害风险等不利因素。

（二）油价风险

石油价格波动较大，原油成本、成品油收入都具有很大的不确定性。综合体未来成本收益可能存在随着石油价格波动的风险。

（三）政治风险

虽然目前看来，中俄两国政治经济关系稳定、友好，但是在未来两国经济往来中，可能存在未能预期到的政治因素变化而给综合体项目带来经济损失的风险。

五、盈利预测

基本假设：假设角钢塔 2015 年营业收入增长率为 40%，之后未来三年增长率为 30%，毛利率保持在 25%；钢管塔和变电构支架、钢坯贸易、其他业务未来四年的增长分别为 50%、20%、5%，毛利率分别保持在 22%、2.5%、48%。假设综合体项目三年后投产获得

收入，暂不计算油田勘探可能带来的收益；水泥项目 2015 年产生收入，并且未来营业收入以 5% 的速度增长，毛利率为 20%。水泥项目未来增长率为 5%，毛利率为 24.29%。

表 9：分产品盈利预测（百万）

报告期	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
角钢塔								
收入	1041.4	1223.7	828.1	1449.18	2028.85	2637.50	3428.75	4457.37
YOY	-4.59%	17.51%	-32.33%	75.00%	40.00%	30.00%	30.00%	30.00%
占比	83.78%	74.07%	45.24%	62.79%	57.62%	58.02%	57.90%	6.51%
成本	874.4	990.8	634.5	1086.88	1521.63	1978.12	2571.56	3343.03
毛利	167.1	232.9	193.6	362.29	507.21	659.37	857.19	1114.34
占比	88.98%	69.04%	58.27%	78.69%	67.09%	67.04%	66.59%	10.32%
毛利率	16.05%	19.03%	23.38%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
钢管塔、变电构支架								
收入	201.5	389.2	491.1	392.88	589.32	883.98	1325.97	1988.96
YOY	12.13%	93.15%	26.18%	-20.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
占比	16.21%	23.56%	26.83%	17.02%	16.74%	19.45%	22.39%	2.91%
成本	180.8	303.7	382.4	324.13	459.67	689.50	1034.26	1551.38
毛利	20.7	85.6	108.7	68.75	129.65	194.48	291.71	437.57
占比	11.02%	25.37%	32.72%	14.93%	17.15%	19.77%	22.66%	4.05%
毛利率	10.27%	21.99%	22.13%	17.50%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
钢坯贸易								
收入			470.5	423.45	508.14	609.77	731.72	878.07
YOY			-	-10.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
占比			25.71%	18.35%	14.43%	13.41%	12.36%	1.28%
成本			460.4	414.56	495.44	594.52	713.43	856.11
毛利			10.1	8.89	12.70	15.24	18.29	21.95
占比			3.04%	1.93%	1.68%	1.55%	1.42%	0.20%
毛利率			2.15%	2.10%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
其他业务								
收入	0.09	39.15	40.61	42.64	44.77	47.01	49.36	51.83
YOY	4.41%	42319.61%	3.71%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
占比	0.01%	2.37%	2.22%	1.85%	1.27%	1.03%	0.83%	0.08%
成本		20.29	20.77	22.17	23.28	24.45	25.67	26.95
毛利		18.86	19.84	20.47	21.49	22.57	23.69	24.88
占比		5.59%	5.97%	4.45%	2.84%	2.29%	1.84%	0.23%
毛利率		48.18%	48.85%	48.00%	48.00%	48.00%	48.00%	48.00%
水泥								
收入					350	367.50	385.88	405.17
YOY					-	5%	5%	5%
占比					9.94%	8.08%	6.52%	0.59%
成本					265	275.63	289.41	303.88
毛利					85	91.88	96.47	101.29

占比					11.24%	9.34%	7.49%	0.94%
毛利率					24.29%	24.29%	24.29%	24.29%
综合								
收入								29102.58
YOY								-
占比								79.36%
成本								51546.55
毛利								4365.39
占比								72.62%
毛利率								15.00%
合计								
收入	1242.99	1652.05	1830.31	2308.15	3521.08	4545.76	5921.68	36673.24
YOY	-2.22%	32.91%	10.79%	26.11%	52.55%	29.10%	30.27%	541.03%
成本	1055.20	1314.79	1498.07	1847.74	2765.02	3562.22	4634.32	57471.25
毛利	187.80	337.36	332.24	460.41	756.06	983.53	1287.36	6011.35
综合毛利率	15.11%	20.42%	18.15%	19.95%	21.47%	21.64%	21.74%	16.39%
YOY	-45.58%	35.16%	-11.11%	9.89%	7.65%	0.76%	0.48%	-24.12%

资料来源：公司公告，宏源证券

预计公司 14、15、16、17、18 年全面摊薄 EPS 分别为 0.43、0.66、0.87、1.14、5.76，对应当前股价 PE 分别为 38.91X、25.42X、19.31X、14.62X、2.91X。给予“买入”评级。

表 10: 盈利预测

单位:百万元													
利润表	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入	1830	2308	3521	4546	5922	36884	经营活动现金流						
YoY	11%	26%	53%	29%	30%	523%	净利润	215	258	430	557	726	4953
营业成本	1498	1848	2765	3562	4634	30821	折旧与摊销	24	33	31	28	92	643
营业税金及附加	5	7	10	13	17	106	财务费用	10	-37	-56	-73	-95	-590
销售费用	83	105	161	207	270	369	非经常性/非经营性损益	-56	-20	-20	-20	-20	-20
管理费用	81	102	155	200	261	369	营运资金的减少	-445	-303	-899	-687	-886	3666
EBITDA	187	280	461	591	831	5863	长期经营性负债的增加	0	-1	0	0	0	0
YoY	-4%	50%	64%	28%	41%	605%	经营活动现金流净额	-253	-69	-514	-195	-184	8651
EBIT	163	247	430	563	739	5220	投资活动现金流						
财务费用	(26)	(37)	(56)	(73)	(95)	(590)	固定资产购建	-211	0	-6376	0	0	0
非经营性/经常性损益	64	20	20	20	20	20	无形资产购建	0	0	0	0	-30	0
利润总和	253	304	506	655	854	5830	非经常性或非经营性损益	-582	20	20	20	20	20
所得税费用	38	46	76	99	128	877	非核心资产的减少	0	1	0	0	0	0
净利润	215	258	430	557	726	4953	投资活动现金流净额	-793	21	-6356	20	-10	20
YoY	43%	20%	67%	29%	30%	583%	筹资活动现金流						
少数股东损益	0	0	35	37	39	1500	短期借款增加	270	58	76	79	-51	90
归属母公司所有者净利润	215	258	395	520	687	3453	长期借款增加	0	0	0	0	0	0
YoY	43%	20%	53%	32%	32%	403%	股本及资本公积增加	64	0	3000	0	0	0
							财务费用及红利等	-112	37	56	73	95	590
资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	筹资活动现金流净额	222	95	3133	152	44	680
资产							现金及现金等价物净增加额	-824	47	-3737	-23	-149	9352
货币资金	623	677	1385	1362	1213	11290	现金及现金等价物期末余额	510	557	-3180	-3202	-3352	6000
应收款项	524	661	1008	1301	1695	3688							
预付款项	387	476	717	927	1191	3018	主要财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
存货	689	848	1278	1652	2123	2942	盈利能力						
其他流动资产	579	579	579	579	579	579	ROE	7.8%	8.6%	4.0%	4.9%	6.0%	27.7%
流动资产合计	2801	3240	4967	5821	6801	21517	净利率	11.8%	11.2%	12.2%	12.3%	12.3%	13.4%
固定资产	278	251	227	205	767	5352	毛利率	18.2%	19.9%	21.5%	21.6%	21.7%	16.4%
在建工程	69	62	6438	6438	5794	579	营业费用率	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	1.0%
无形资产	126	120	114	108	127	114	管理费用率	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	1.0%
非核心资产	107	106	106	106	106	106	财务费用率	-1.4%	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%
非流动资产合计	580	539	6884	6856	6794	6152	资本结构						
资产总计	3381	3779	11851	12677	13595	27669	资产负债率	18.5%	20.2%	8.1%	9.7%	10.5%	35.5%
负债							权益乘数	1.23	1.25	1.09	1.11	1.12	1.55
短期借款	70	248	4769	4849	4798	5613	流动资产/总资产	82.8%	85.7%	41.9%	45.9%	50.0%	77.8%
应付款项	278	342	515	666	855	7544	流动负债/总负债	99.8%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
预收款项	70	89	135	175	228	1844	偿债能力						
其他应付款	6	6	6	6	6	6	流动比率	4.49	4.24	5.17	4.73	4.78	2.19
其他流动负债	200	200	100	100	100	100	速动比率	3.39	3.13	3.84	3.39	3.29	1.89
流动负债合计	624	764	961	1230	1422	9818	产权比率	0.23	0.25	0.09	0.11	0.12	0.55
长期借款	0	0	0	0	0	0	归属母公司股东权益/负债	4.41	3.94	6.67	5.63	5.35	1.13
长期经营性负债	0	0	0	0	0	0	营运能力						
其他非流动负债	1	0	0	0	0	0	存货周转率	2.31	2.40	2.60	2.43	2.46	12.17
非流动负债合计	1	0	0	0	0	0	应收账款周转率	3.47	3.90	4.22	3.94	3.95	13.70
负债合计	625	764	961	1230	1422	9818	流动资产周转率	0.66	0.76	0.86	0.84	0.94	2.61
股本	453	453	656	656	656	656	固定资产周转率	7.29	8.71	14.73	21.07	12.19	12.06
资本公积金	1842	1842	4639	4639	4639	4639	总资产周转率	0.56	0.64	0.45	0.37	0.45	1.79
留存收益	461	719	1114	1634	2320	5774	每股和估值指标						
归属母公司股东权益	2757	3015	6410	6929	7616	11069	EPS(元)	0.36	0.43	0.66	0.87	1.14	5.76
少数股东权益	0	0	4481	4518	4557	6782	BPS(元)	6.08	6.65	9.77	10.56	11.60	16.86
股东权益合计	2757	3015	10890	11447	12173	17851	P/E(x)	46.67	38.91	25.42	19.31	14.62	2.91
负债和股东权益合计	3381	3779	11851	12677	13595	27669	P/B(x)	2.75	2.52	1.71	1.58	1.44	0.99

资料来源: 公司公告, 宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: GQY 视讯、天玑科技、天通股份、天马精化、天立环保、天成控股、利德曼、世纪鼎利、美盛文化、首航节能、奥维通信、硕贝德、隆基机械、亚威股份、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、勤上光电、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、中银绒业、长信科技、长方照明。

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。