

## 布局中亚油气，油气并购弹性最大

## 准油股份（002207）

**推荐** 维持评级

### 投资要点：

- **公司是国内领先的油服公司，具备一体化油田增产技术能力**  
公司原本从新疆油田转制发展而来，其核心竞争力主要体现在已形成油田动态监测资料录取、资料解释研究和应用、治理方案编制、增产措施施工及效果评价等综合性一体化油田增产技术服务能力，是全疆首屈一指的油田稳产、增产技术服务企业；已具备开发经营勘探程度相对不高、但潜力比较大的油气勘探区块的实力。
- **公司目标未来3-5年成为面向中亚的具有相当规模的油气公司**  
公司一直从事为中石油管理低效区块的业务，并在后续发展中逐步确立了以资源开发为目标的发展战略；计划在未来3-5年成为相当规模的油气公司。考虑到石油行业的巨大潜在发展空间，我们认为公司通过外延和增潜，具备做到开采储量3亿桶、年产能约300万吨的体量的可能性。公司参股与大股东一起收购哈国 Galaz 油气100%权益，标志着正式进军油气勘探开发领域。
- **参股收购的 Galaz 项目增储潜力很大，日产量较高、成本较低**  
相对低油价阶段是海外油气并购的战略抄底期，哈国是距离中国最近的未来原油供给增长极，公司进军哈国油气将受益国家一带一路战略。公司参股35%的 Galaz 油田的勘探程度还较低，目前落实储量约257万吨；预计通过2年勘探开发有望增储到6000万桶，而且已投产油井的日产量较高，成本较低，25美元/桶就可盈亏平衡；明年 Galaz 油田全部注入上市公司的可能性很大。
- **投资建议：**油气并购需要几十亿量级的资本投入，董事长控制股份在增发后接近30%，将具备后续融资稀释空间。假设 Galaz 油田剩余股权明年注入；按增发后股本摊薄测算，我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.04元、0.59元和0.69元；维持推荐评级，市值空间看百亿以上；但现有油服业绩可能低于预期。

### 分析师

王 强

☎：(8621) 20252621

✉：wangqiang\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080002

袁孝锋

☎：(8621) 20252676

✉：qiuxiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511050001

### 相关研究

- 《公司深度研究——中国石化（600028）：主业反转，互联网+插上翅膀》 2015.04.16
- 《石化行业2015年春季策略：推荐桐昆恒逸中石化上石化广州发展》 2015.02.25
- 《石油化工行业2015年策略：新油价下的石化行业》 2014.12.26
- 《公司深度研究——司尔特（002538）：磷肥景气、项目逐步释放，经营迎拐点》2014.11.26
- 《美都控股（600175）：进军美国页岩油的弄潮儿》 2014.08.25
- 《石油化工行业2014年中期策略：能源安全战略下的油气改革》 2014.06.30
- 《准油股份（002207）：将转型为一体化油田开发总承包商》 2014-04-26
- 《石化化工行业：进军海外油气正当时》 2014.02.17
- 《公司深度研究——海越股份（600387）：清洁汽油受益最大的石化小巨人》 2013.01.08
- 《行业深度报告——石油化工行业：全球石化化工行业再平衡》 2012.10.10

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	397.25	410.83	440.00	1,138.90	1,566.24
营业收入增长率	-3.99%	3.42%	7.10%	158.84%	37.52%
净利润（百万元）	10.10	8.16	11.00	193.04	352.45
净利润增长率	-10.9%	-19.1%	34.8%	154.9%	82.6%
EPS（元）（摊薄）	0.04	0.03	0.04	0.74	1.36

资料来源：中国银河证券研究部

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

#### 1、 公司是国内领先的油服公司，具备一体化油田增产技术能力

公司原本从新疆油田转制发展而来,其核心竞争力主要体现在已形成油田动态监测资料录取、资料解释研究和应用、治理方案编制、增产措施施工及效果评价等综合性一体化油田稳产增产技术服务能力,是新疆首屈一指的油田稳产、增产技术服务企业;已具备开发经营勘探程度相对不高、但潜力比较大的油气勘探区块的实力。

#### 2、 公司目标未来 3-5 年成为面向中亚的具有相当规模的油气公司

公司设立以来一直从事为中石油管理低效区块的业务,并在后续发展中逐步确立了以资源开发为目标的发展战略;计划在未来 3-5 年成为相当规模的油气公司。考虑到石油行业的巨大潜在发展空间,我们认为公司通过外延和增潜,具备做到开采储量 3 亿桶、年产能约 300 万吨的体量的可能性。公司参股与大股东一起收购哈国 Galaz 油气 100%权益,标志着正式进军油气勘探开发领域。

#### 3、 参股收购的 Galaz 项目增储潜力很大，日产量较高、成本较低

相对低油价阶段是海外油气并购的战略抄底期,哈国是距离中国最近的未来原油供给增长极,公司进军哈国油气将受益国家一带一路战略。公司参股 35%的 Galaz 油田的勘探程度还较低,目前落实储量约 257 万吨;预计通过 2 年勘探开发有望增储到 6000 万桶,而且已投产油井的日产量较高,成本较低,25 美元/桶就可盈亏平衡;明年 Galaz 油田全部注入上市公司的可能性很大。

### 我们与市场不同的观点:

油气外延并购需要几十亿量级的资本投入,增发后,董事长控制公司股份接近 30%,将具备后续融资的稀释空间。

### 估值与投资建议:

公司参股 35%的 Galaz 油田假设在最晚明年注入上市公司,假设 2015-2017 年 Brent 油价均价为 65 美元、75 美元和 80 美元/桶, Galaz 油田明后两年的产量分别按 20 万吨和 30 万吨测算;而现有油服业务,2015-2017 年实现净利润预计分别为 1100 万元、1200 万元和 1300 万元。假设今年中完成本次增发,按增发后约 2.6 亿股本摊薄测算,我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.04 元、0.59 元和 0.69 元;维持“推荐”评级,市值空间看百亿以上。

### 主要风险因素:

油价长期低价, Galaz 勘探开发进度及增储低于预期,外延并购低于预期,现有油服业务的业绩贡献低于预期

## 目 录

<b>一、国内领先的油服公司转型油气勘探开发公司</b> .....	<b>1</b>
(一)、新疆油田转制而来国内领先的油服公司 .....	1
(二)、本次增发后, 实际控制人进一步巩固控制权 .....	1
(三)、确立资源开发为目标的发展战略, 正式进军哈国油气 .....	2
<b>二、油价有望见底反弹, 油气并购处于战略机遇期</b> .....	<b>4</b>
(一)、油价已经见底, 有望反弹至 80 美元左右 .....	4
(二) 油气上游仍将保持中长期高景气 .....	5
(三) 北美、中亚等地为进军海外油气的较佳地区 .....	6
(四) 低油价阶段是海外油气并购的战略抄底期 .....	7
<b>三、收购哈国 Galaz, 进军油气开发, 将受益一带一路</b> .....	<b>8</b>
(一) 哈国是距离中国最近的未来原油供给增长极 .....	8
(二) 受益一带一路战略, 中亚国家不断加大油气开发力度 .....	9
(三) Galaz 油气项目储量潜力较大 .....	9
(四) Galaz 油气项目日产量较高, 成本较低 .....	12
<b>四、公司可能是市值弹性最大的油气并购企业标的</b> .....	<b>14</b>
(一)、公司战略成为有一定规模的油气公司 .....	14
(二)、公司拥有综合性一体化油田增产技术 .....	14
(三)、油气并购企业标的中, 公司的潜在市值弹性可能最大 .....	15
(四)、增发完成增强大股东的控制力, 打开融资稀释的空间 .....	16
<b>五、投资建议</b> .....	<b>17</b>

## 图 目 录

图 1: 公司目前与实际控制人的股权关系 .....	1
图 2: 美国原油钻机数量今年以来减少约 50% .....	4
图 3: 美国原油产量开始见顶 .....	5
图 4: 我国油气开采领域十多年来毛利率一直在 40%以上 .....	5
图 5: 我国石化化工产业链上下游各环节 5 年来的毛利率比较 .....	5
图 6: 2020 年全球原油产量主要增量预测情况 .....	6
图 7: 哈萨克斯坦区位图 .....	8
图 8: 哈萨克斯坦的石油管网图 .....	8
图 9: Galaz 油气项目的地理位置图 .....	10
图 10: Galaz 项目 NW Konys 区块周边的油田分布 .....	11
图 11: NW Konys 区块的日产量高, 含水量平稳 .....	12
图 12: NW Konys 区块的产能规划 .....	13

## 一、国内领先的油服公司转型油气勘探开发公司

### (一)、新疆油田转制而来国内领先的油服公司

准油股份，全名新疆准东石油技术股份有限公司，前身是中石油新疆油田分公司准东采油厂在 2001 年实施主辅分离改制的过程中，为安置改制分离的测试中心、信息中心、计量中心、综合车队及三台电厂综合检修车间等五个部门的 500 多人分离员工而组建的企业。

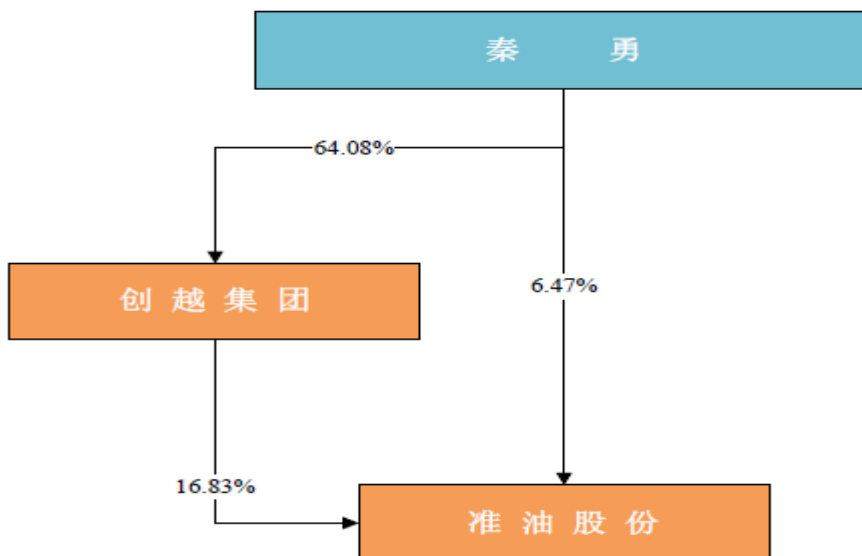
公司目前是为石油开采企业提供油田动态监测和提高采收率技术服务的专业油服企业；主要业务是油田动态监测（油、气、水井测试及资料解释）、井下作业（调剖、堵水、酸化、压裂、清蜡、连续油管作业、制氮注氮新技术）及大中型储油罐机械清洗等新兴石油技术服务业务。目前，公司已形成油田动态监测资料录取、资料解释研究和应用、治理方案编制、增产措施施工及效果评价等综合技术服务能力，是全疆首屈一指的油田稳产、增产技术服务企业。

公司在新疆地区各油田开展石油技术服务业务，通过实施技术、人才、品牌战略，以成为专业化、规模化、科技化的油田技术服务企业为总体目标，致力于深度开发二次采油、三次采油阶段提高采收率技术服务市场，重点发展剩余油综合评价与配套工程技术，继续提升在提高采收率技术服务市场的竞争优势。

### (二)、本次增发后，实际控制人进一步巩固控制权

公司第一大股东创越集团控股股东、实际控制人是董事长秦勇先生；创越集团持有公司股份的 16.83%，秦勇先生同时还直接持有公司 6.47% 股权，为公司实际控制人。

图 1：公司目前与实际控制人的股权关系



资料来源：中国银河证券研究部

2014年4月，公司发布非公开增发预案，拟发行股票2200万股，拟募集资金总额约2亿元全部用于补充流动资金，以满足公司未来各项业务发展的资金需求。创越集团将以现金方式认购本次非公开发行的全部股票，已于2015年4月获得证监会审核通过。本次非公开发行A股股票完成后，创越集团将持有公司股份（按照发行股票2200万股计）的23.84%；实际控制人秦勇直接持有股份和通过一致行动人创越集团间接持有的公司股份将合计占公司股份的29.76%，将进一步其控制权。

### （三）、确立资源开发为目标的发展战略，正式进军哈国油气

石油技术服务与油田开发紧密相关，从油田建成投产到二次、三次采油，都长期需要油田动态监测、井下作业、油建工程、油田管理等服务，因此被称为“油田医院”。公司为油田所提供的各类技术服务，是贯穿每一座油田自诞生至枯竭为止的整个生命周期，能够为油田的正常生产、稳产、特别是增产提供可靠的保障。

**准油股份设立以来一直从事为中石油管理低效区块的业务，并在后续发展中根据自身特点逐步确立了未来以资源开发为目标的发展战略。**

上市以来，公司一直坚持既定的战略发展方向，并不断结合内外部环境的变化进行完善。2012年，公司确定的发展战略为：立足油田、服务油田、油气并举，实现从提供技术服务向自有技术研发、产品生产销售于一体的实业转型，形成以石油技术服务和能源产品开发为主，工程建设等相关产业配套的发展格局，逐步发展成为我国西部地区实力较强的集油气技术服务、开发、产品生产、销售为一体的综合实业公司。

公司继续围绕上述战略，做强做精石油技术服务业务，继续向能源产品开发方向努力，争取早日取得突破，采取承包、合作等方式进入资源开发领域。

**今年初，公司以参股方式进军哈萨克斯坦油气领域；公司参股35%的荷兰震旦纪投资拟以1亿美元的总价收购哈国Galaz油气公司100%权益，标志着公司正式进军油气勘探开发领域迈出重要的第一步。**

2015年1月，公司和公司第一大股东创越能源集团、以及新疆融汇湘疆创业投资有限合伙企业与标的公司哈萨克斯坦Galaz and company LLP的股东Galaz Energy B.V.、Sary-Arka Mining LLP、Mr. Almas Nurtayevich Kayinbayev以及Galaz Energy B.V.的实际控制人Roxi Petroleum Plc共同签署了《出售和购买之初步协议》。公司、创越集团、融汇湘疆拟共同出资不超过1亿美元收购Galaz and company LLP 100%权益，其中公司拟出资不超过3,850万美元，占全部出资比例的35%。

2015年2月10日，公司参股35%的荷兰震旦纪投资有限公司在阿拉木图与哈萨克斯坦Galaz and Company LLP的股东签定了附条件生效的关于收购目标公司的《出售购买协议》及配套的《约定、保证和赔偿协议》，目标公司的实际控制人Roxi Petroleum对本次交易提供担保，并出具了担保函。Roxi系在伦敦证券交易所AIM市场（The Alternative Investment Market of the London Stock Exchange）挂牌的上市公司。

震旦纪投资拟以1亿美元的总价收购目标公司100%权益（其中包括受让全部关联借款

4960 万美元)。截止 2015 年 4 月 28 日，卖方已按照哈萨克斯坦法律的规定，取得了哈萨克斯坦国家经济部（MNE）关于经济集中的批准、能源部对向买方出售权益的批准；买方的股东新疆阿蒙能源和公司按照中国法律规定，就该境外投资事项已在新疆维吾尔自治区商务厅和外汇管理局进行了备案。2015 年 4 月 28 日，震旦纪投资与目标公司股东及实际控制人 Roxi 签署了《关于收购 Galaz and Company LLP 之<出售购买协议>的补充协议》，将本次交易的最终截止日修订为“2015 年 5 月 20 日、或各方以书面方式同意的其他日期”。

## 二、油价有望见底反弹，油气并购处于战略机遇期

### (一)、油价已经见底，有望反弹至 80 美元左右

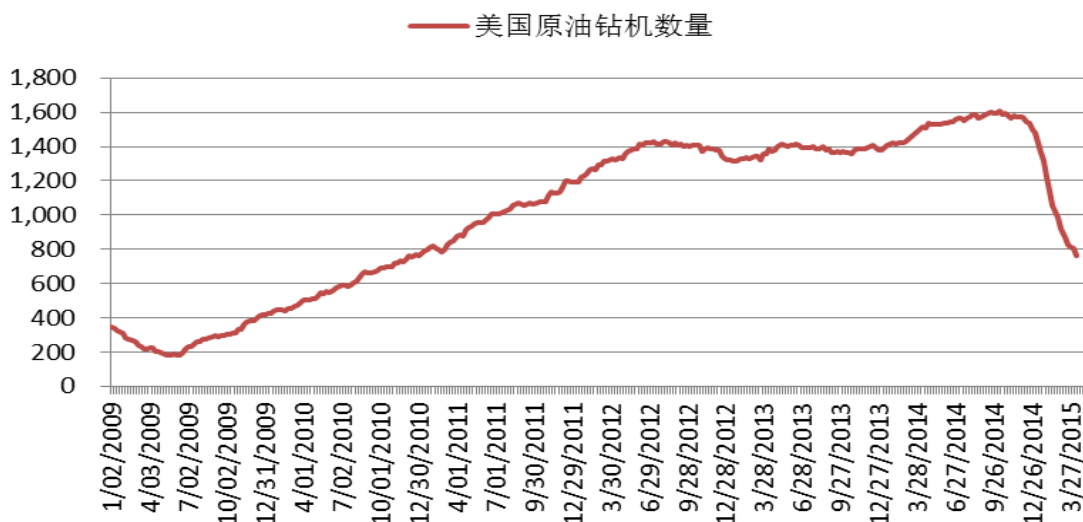
我们认为原油价格已经见底，年内有望反弹至 80 美元/桶左右之间。近期有诸多的因素发生了积极的变化。

第一、美国页岩油产量 3 月份是个高点，后面将出现明显的下降。国际原油价格的剧烈下跌，使得美国页岩油企业的再投资能力受到了剧烈的冲击，相关企业 2015 年至少削减了 30% 以上的资本支出，反应在美国油井钻机数上面，就是快速的下降，去年 10 月份美国的油井钻机数最高在 1600，现在已经下降到了 700 以下，并且目前还没有变缓的趋势；从最高点开始已经累计下降约 60%。

根据美国能源署的最新报告，美国共有四个主要的页岩油产区：Bakken, Eagle Ford, Niobrara, Permian，其中的三个产区 Bakken, Eagle Ford, Niobrara 在 4 月份的产量将出现下降，如 Bakken 将从 3 月份的 1328 千桶每天降到 1320 千桶每天，Eagle Ford 将从 3 月份的 1733 千桶每天降到 4 月份的 1723 千桶每天，Niobrara 将从 418 千桶每天降到 413 千桶每天，三大产区合计 23 千桶每天，虽然 Permian 的产量还在增长，从 3 月份的 1961 千桶每天到 1982 千桶每天，增加了 21 千桶每天。

但合计四个产区的总产量来看，美国页岩油的产量将在 4 月份出现 2 千桶每天的下降，虽然绝对数字依然很小，但如果当前钻机数目下降的趋势持续的话，二季度将是美国页岩油产量的转折点。

图 2: 美国原油钻机数量今年以来减少约 50%



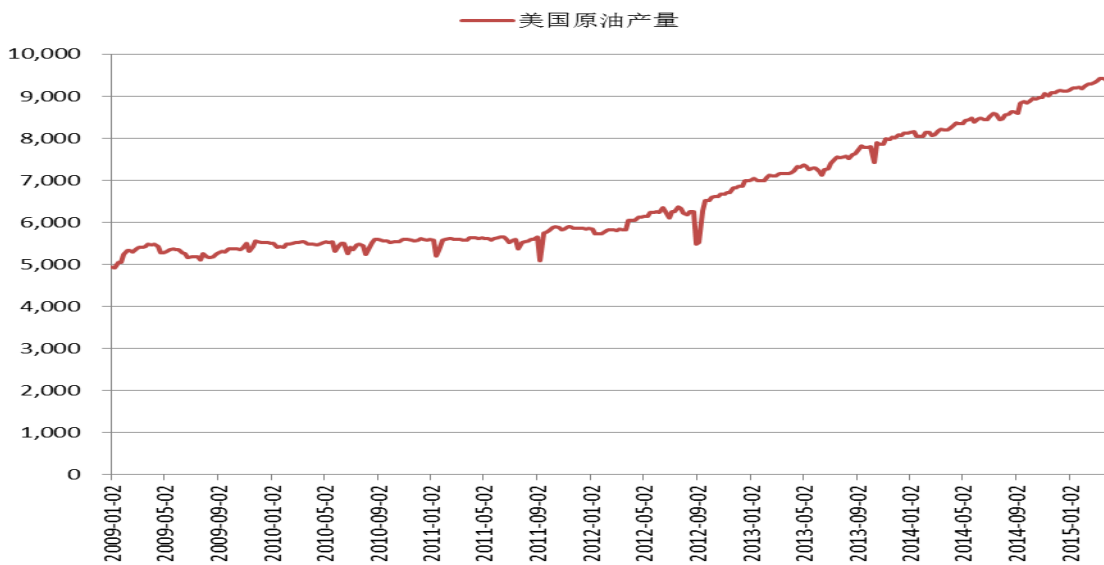
资料来源: EIA, 中国银河证券研究部



第二、沙特的态度发生了很大的变化，从 11 月份做出不减产决定以来，近期沙特首次表示出合作，支撑油价的意图。

第三、绝对油价低了之后对需求的刺激，虽然今年的全球经济未必比去年好，但是绝对需求的增长有望到 100-120 万桶/天，相对于去年的 60 万桶/天接近翻番。

图 3: 美国原油产量开始见顶

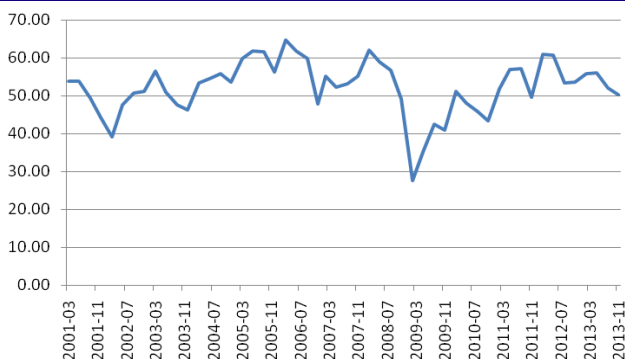


资料来源: 中国银河证券研究部

## (二) 油气上游仍将保持中长期高景气

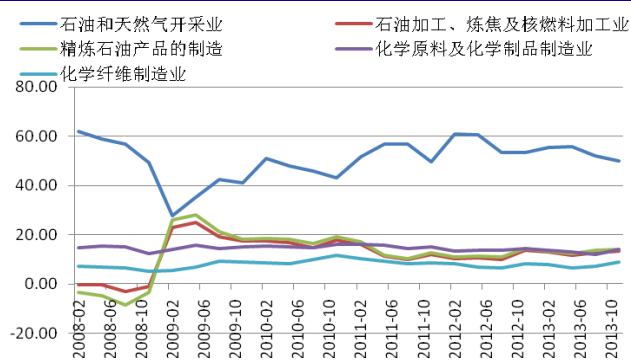
改革开放 30 年以来，我国经济保持 10% 左右的高速增长。目前我国宏观经济的产能过剩问题更加凸显、产业结构调整压力和难度加大、推进节能减排任务艰巨；我国经济正处于经济转型阶段，经济增速将从 10% 以上的高速增长逐步过渡到 6-8% 的中速增长阶段。我国十二五规划指出，坚持把经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向，坚持把科技进步和创新作为加快转变经济发展方式的重要支撑。

图 4: 我国油气开采领域十多年来毛利率一直在 40% 以上



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 5: 我国石化化工产业链上下游各环节 5 年来的毛利率比较



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

随着全球经济特别是欧美经济的复苏,再加上中国和印度等新兴国家原油需求的增长,全球原油需求还将进一步增长。从中长期来看,尽管技术进步对整个能源格局重大影响的出现,石油峰值理论逐渐失去市场,使得 120 美元以上高油价的概率将越来越低。最近十年除了金融危机期间的大部分时间,原油价格都处于较高位置;一些替代石油需求的新技术新能源在较短时间内尚难大规模取代以原油为代表的化石能源。

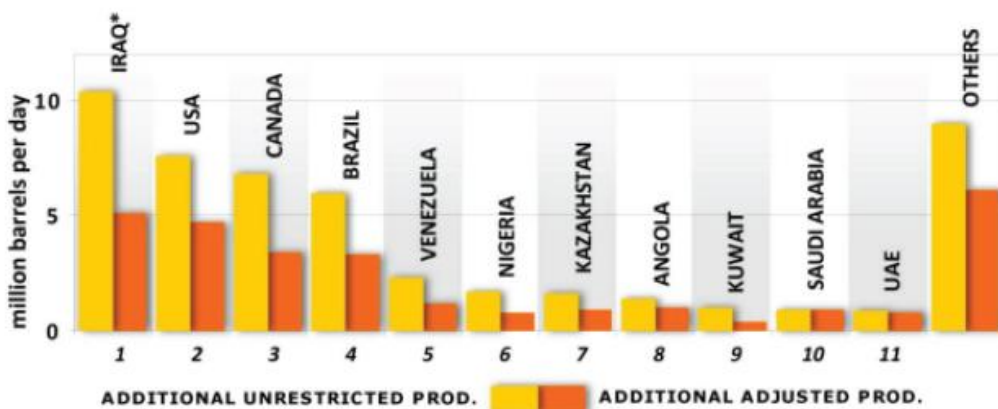
“阿拉伯之春”的严重后遗症是中东国家增加公共支出来缓和国内矛盾,各国维持收支平衡对油价的要求由 70-80 美元提高至 80-90 美元,再加上原油边际成本的支撑,我们认为原油价格的下行空间还是会相对有限。未来几年,原油价格的波动区间将主要在 80-100 美元之间,仍将在相对较高的位置运行。地缘政治方面主要是伊核问题和解带来伊朗原油出口恢复。

### (三) 北美、中亚等地为进军海外油气的较佳地区

据 IEA 的统计预测,到 2020 年,全球原油供给的主要增量将来自于伊拉克、美国、加拿大、巴西、委内瑞拉、尼日利亚、哈萨克斯坦、安哥拉、科威特、沙特、阿联酋等国,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%。

中东和非洲地区,由于政治动荡和其他经济环境问题,油气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,开采技术和成本存在劣势;相比较而言,北美、中亚及俄罗斯等地是进军海外油气的较佳地区。

图 6: 2020 年全球原油产量主要增量预测情况



资料来源: 中国银河证券研究部

哈萨克斯坦是距离中国最近的未来原油供给增长极;哈国 2014 年原油产量约 8500 万吨,2016 年将突破 1 亿吨。哈国政局稳定,经济较为发达,未来油气增量市场将主要定位以中国为核心的东亚区域。

美国页岩油气市场开发潜力巨大。随着水平井钻探及分段压裂技术的成熟和成本的降低,开发页岩油气资源的经济效益不断提高;油价在 80-90 美元/桶时,美国主要油气产区的单井投资内部收益率普遍在 40-50% 上下。

#### （四）低油价阶段是海外油气并购的战略抄底期

由于油价下跌，投资页岩油气等非常规油气的积极性也受到抑制，今明 2 年页岩油的资本规模增速会放缓。高负债比企业或将抛售油气资产，从而使油气资产并购市场迎来买方市场。较低的油价使得相当一部分非常规油气资产、高负债比企业的资产被转让，油气资产收购方可选择资产范围增大，收购成本也将大大降低。

中国能源消费对外依存度的日益提高，在企业转型压力与能源市场需求的推动下，为民营企业走出去寻找能源资产增加了更大的必要性和紧迫感。目前低油价是进军海外油气的战略抄底期。

### 三、收购哈国 Galaz，进军油气开发，将受益一路一带

#### (一) 哈国是距离中国最近的未来原油供给增长极

哈萨克斯坦横跨欧亚两洲，国土包括中亚东部和东欧的东南部，毗邻里海；国土面积排名世界第 9 位，相当于整个西欧国家的面积之和。哈萨克斯坦属中高收入国家，拥有丰富的自然资源和较雄厚的工业基础，是世界主要粮食出口国之一，是仅次于俄罗斯的独联体第二大经济，也是独联体内发展最快的国家，为全球中新兴经济体，亦是全球发展最快的国家之一；经济实力约占中亚五国总量的三分之二。

哈萨克斯坦油气资源丰富，主要分布在不同时代含盆地和坳陷内，目前已发现和证实滨里海、曼格什拉克、乌斯丘特、楚河-萨雷苏伊和南图尔盖等含油气盆地或坳陷，在东部还分布了锡尔河、伊犁和斋桑等沉积盆地。该国已探明油气田约 210 个，其中油田 60 个，油气田 135 个，纯气田 7 个，仅陆上探明剩余石油储量和凝析油可采储量 29.0 亿吨，天然气储量约 1.8 万亿方，油气田储量主要集中分布在卡沙甘、坚吉兹、乌津、扎纳诺尔、卡拉恰克纳和库姆科尔等巨型特大油气田，占该国探明油气储量的 2/3。石油天然气工业在哈萨克斯坦国民经济发展中起着非常重要作用，是国内生产总值增长的主要动力之一，是国家财政收入重来源。

图 7: 哈萨克斯坦区位图



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 8: 哈萨克斯坦的石油管网图



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

依据《B P 公司制定的世界能源统计概览（截至 2013 年 6 月）》，哈萨克斯坦拥有证实石油储量为 300 亿桶，证实天然气储量为 45.7 千亿立方英尺，占世界石油与天然气储量 1.8% 与 0.7%；已探明储量居世界第七位。哈萨克斯坦石油产量在前苏联国家中占据第二位，仅次于俄罗斯。哈萨克斯坦石油在很大程度上依靠出口。2013 年石油产量为 8180 万吨，其中出口 7210 万吨，预计 2016 年石油产量将达到 1 亿吨，2018 年达到 1.1 亿吨。依据国际能源署预测，哈萨克斯坦到 2020 年将步入世界十大石油天然气出口国之列。

哈萨克斯坦石油主要沿里海铁路与管道出口，现有大型线主要包括坚吉兹一新西伯利亚管线、中哈油气管线和里海运输系统。坚吉兹一新西伯利亚管线从哈萨克斯坦的坚吉兹油田至黑

海新罗西石终端，全长 1510km；扩建之后，输油能力将从目前的 2820 万吨提高到 6700 万吨。中哈管线一期工程（阿塔苏-阿拉山口）输油管，年输送能力 1000 万吨，2006 年开始输油；二期工程已竣工，联通肯基亚克-阿特劳与库姆科利-阿塔苏管线，暴涨阿克纠宾州、西哈萨克斯坦州至中国的石油供应，年输油能力提升到 2000 万吨。哈萨克斯坦里海运输系统包括叶斯克涅-库雷克与库雷克-巴库管线，与阿塞拜疆沿岸石油终端与基础设施组成；年输送能力为 2300 万吨。

## （二）受益一带一路战略，中亚国家不断加大油气开发力度

哈萨克斯坦是中国的友好邻邦和全面战略伙伴，是中国建设丝绸之路经济带的重要合作对象，是距离中国最近的未来原油供给增长极；其他中亚国家也不断加大油气开发力度。

哈萨克斯坦石油储量非常丰富；哈萨克斯坦目前已与包括中石油在内的 26 个国家的 70 余家石油公司或合资公司进行合作，加大国内油气开发力度。

土库曼斯坦油气工业目前尚处于快速开放阶段，给予外国公司较多的优惠政策。2012 年别尔德穆哈梅多夫连任总统后，批准了 2012-2016 年油气生产规划，制定了积极的产量目标，到 2016 年实现天然气产量在现有产量基础上翻番。为此，土库曼斯坦政府将继续吸引外资大力拓展天然气出口渠道，实现北向俄罗斯、东向中国、西向欧洲、南向伊朗、印度和巴基斯坦的出口多元化战略，增加天然气出口量。

乌兹别克斯坦截至 2011 年底石油探明储量 1 亿吨，天然气探明储量 1.6 万亿立方米（数据来源英国 BP 石油公司报告）。中石油自 2006 年进入乌兹别克斯坦以来，已达成多项勘探开发协议，2006 年 6 月中石油与乌兹别克国家油气公司签署油气勘探协议，合同区包括五个陆上勘探区块，总面积 3.4 万平方公里，主要分布在乌斯丘特、阿姆河、费尔干纳 3 个大型富含油气盆地。2009 年 1 月，中石油与乌国家油气公司注册合资公司共同开发明格布拉克油田，可采储量超过 3,000 万吨。2013 年 9 月中石油和乌石油天然气公司签署了关于乌兹别克斯坦白松和苏尔汗区块油气地质勘探和开发可行性研究的谅解备忘录。

## （三）Galaz 油气项目储量潜力较大

公司参股 35%收购的哈萨克斯坦 Galaz 有限责任公司的核心油气资产是所属 NW Konys 油气勘探区块，该区块位于哈萨克斯坦克孜勒奥尔达州(简称克孜州)西部。克孜州位于哈萨克斯坦西南部的土兰低地，西南部濒临咸海，南部同乌兹别克斯坦共和国接壤，锡尔河流经克孜州，并在克孜州境内建设有一座水电站，淡水资源充沛。NW Konys 区块距离州首府克孜勒奥尔达市 140km，克孜勒奥尔达市是克孜州政治、经济、文化中心，位于锡尔河下游右岸。根据哈萨克斯坦共和国总统令，克孜勒奥尔达州为经济特区，创建了良好的法律、政策和投资环境，吸引中国石油、中国石化、中信、振华石油与国际知名石油公司先后在南图尔盖盆地进行油气勘探开发作业。

克孜州石油基础设施条件良好，炼油厂、输油管线、公路、铁路交通等设施比较完善，著名的炼油厂 - 希姆肯特炼油厂就位于该州，2013 年其原油加工能力约 400 万吨。哈萨克斯坦拥有发达的石油运输管线发达，该国已有中亚各国途径俄罗斯至欧洲和外高加索的三条主要输

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

气管线（中亚-俄欧洲中部、奥伦堡-新普斯科夫斯克和布哈拉-乌拉尔）与通往中国、俄罗斯、高加索的原油外输管线。3号管线（即中哈原油管线）东西向横贯克孜州，向东到达中国阿拉山口，向西到达黑海港口，为 NW Konys 区块原油外输提供了良好的出口条件。

图 9: Galaz 油气项目的地理位置图



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

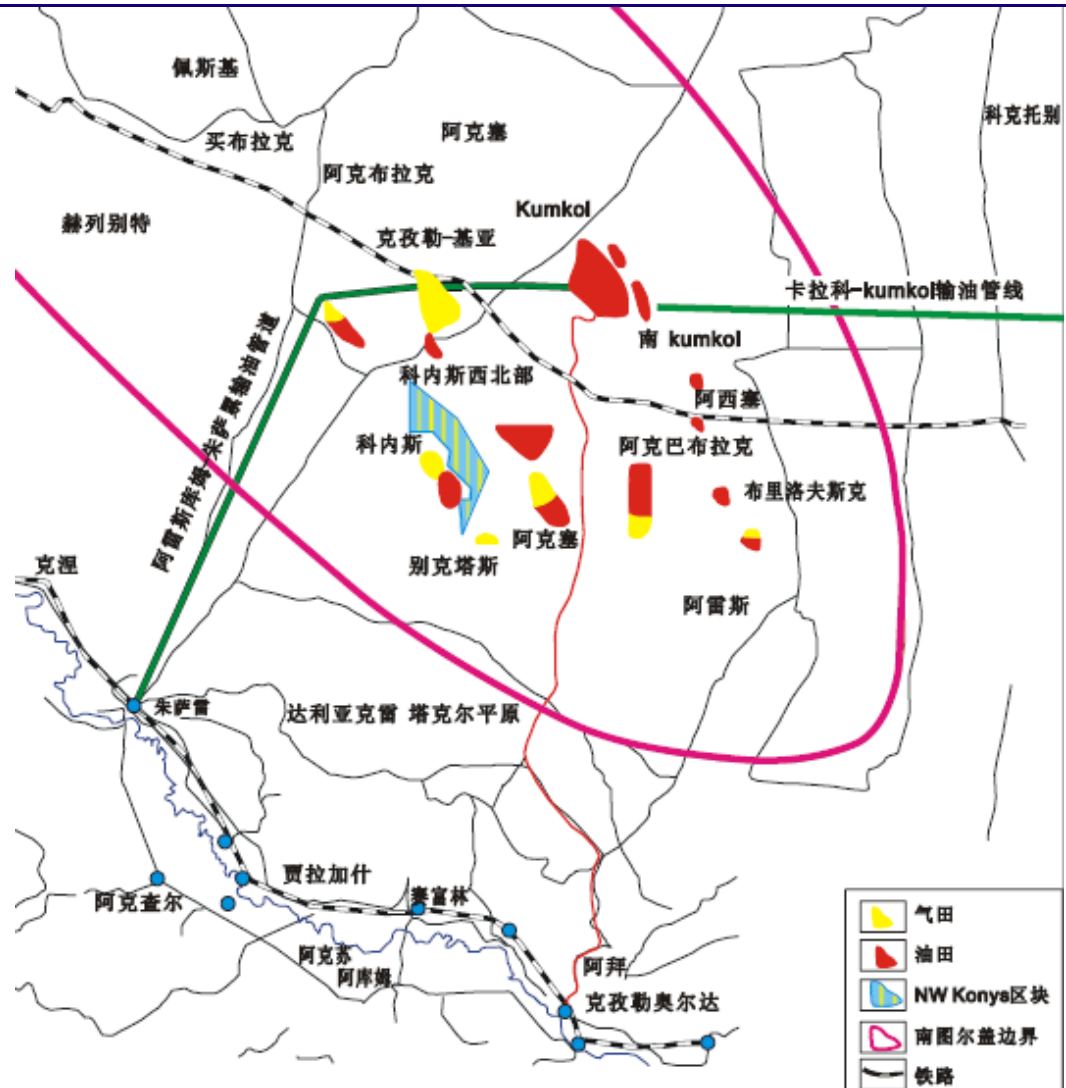
Galaz 项目 NW Konys 勘探区块，位于富油气盆地南图尔盖盆地内，南图尔盖盆地阿雷斯库姆地堑中部，已发现 22 个油田，地质储量 2 亿吨，潜在地质储量 4 亿吨（资料来源美国地调局）；整体表现为半背斜构造，东翼被卡拉套断裂复杂化，地堑内发育中生代-新生代地层；该区块油藏形成受区域性断裂控制，以侏罗-白垩系为主要产层。

**NW Konys 勘探区块矿权范围南北长 37km，东西宽 9km，为不规则形状，面积 178.87 平方公里；** NW Konys 勘探区块位于生烃凹陷—阿雷斯库姆凹陷内，该数套生烃层阿雷斯库姆凹陷内，该凹陷数套生烃层系，且已发现数个油田，NW Konys 勘探区块 NK-5 井区为已提交地质储量油田，西侧为 S Konys 油田，南侧为别克塔斯油田，东侧为阿克塞油田，研究区处于有利成藏位置区域内，区内具有 M-0、M-II、J-0-1、J-2 四套油层，需要部署二维地震来落实断裂及构造圈闭。

NW Konys 油田 2007 年部署了 60.66 平方公里的三维地震采集作业，覆盖了最初的合同区域（XXIX-38-D 区块（部分），总面积为 30 平方公里），并进行了资料处理和解释。根据不同层位的控制程度以及容积法计算，计算该区原油探明地质储量 **667.3 万吨**，石油探明技术可采储量为 **238.67 万吨**，叠合含油面积 **9.76 平方公里**；计算该区原油预测地质储量 51.74 万吨，石油预测技术可采储量为 18.42 万吨，预测叠合含油面积 2.8 平方公里。整体石油技术可采储量达 257 万吨，储量计算叠合面积为 12.56 平方公里。

按照储量评价标准：NW Konys 油田为浅层、中孔隙度、中~高渗透率，高丰度、高产的小型油田；而且距离中哈石油管道不到一百公里，运费也会比较低。

图 10: Galaz 项目 NW Konys 区块周边的油田分布



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

NW Konys 区块包括老的合同区块与新增加的合同区块，前者进行了石油勘探作业，基本能够满足已发现的 NW Konys 油田储量计算与评价工作；NW Konys 区块勘探三维地震处理了 30 平方公里的面积，而目前储量计算的叠合面积为仅为 10 平方公里不到，是合同区块 178 平方公里内勘探程度最高、钻井密最大的区域；可采储量则是按照 50-60 美元的油价为基准来评估的。

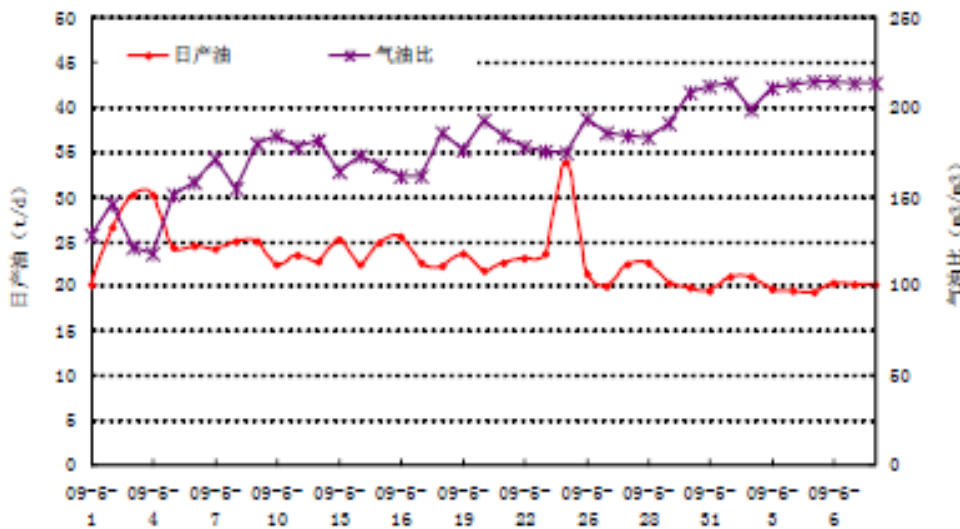
2011 年新增的东部扩大区 148.87 平方公里，基本没有进行实质性的勘探作业。但是新区块内具有很好的成藏条件，尤其南部狭长地带，横跨区域性的控藏断裂，紧邻南部振华石油的 KAM 油田，具备良好勘探前景。振华的 KAM 油田年产油量现为 80 万吨、年产量达最高时达

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

到 120 万吨。没勘探的 148 平方公里里面，重力异常区有 52 平方公里，参照周边中石油和振华石油区块的尺度来评估，我们预计潜在储量可能有 600-700 万吨。因此 NW Konys 区块的整体可采储量不排除接近 1000 万吨；而收购价格只有约 1 亿美元，性价比非常高。

考虑 Galaz 项目 2 年勘探合同，要求投资公司 2 年内务必完成大部分勘探工作，以确保在有效合同期内落实一批高效规模储量，为勘探转开发奠定 6000 万桶以上探明地质储量基础。

图 11: NW Konys 区块的日产量高，含水量平稳



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

#### (四) Galaz 油气项目日产量较高，成本较低

NW Konys 区块多口探井试油获得高产油气流，目前多口井已进行试采。根据已有资料统计，2008~2009 年累产油 14.7 万桶，2012 年累产油 10.8 万桶，产气 151.5 万方；2013 年累产油 11 万桶，产气 200.3 万方；2014 年截止 8 月累产油接近 10 万桶，产气 166.8 万方。通过对该地区目前各生产井的生产分析，该区块整体上单井稳产能力强，日产量高，含水量平稳。

为完成投资公司产能规划，NW Konys 区块 5 年规划实施探井 22 口：

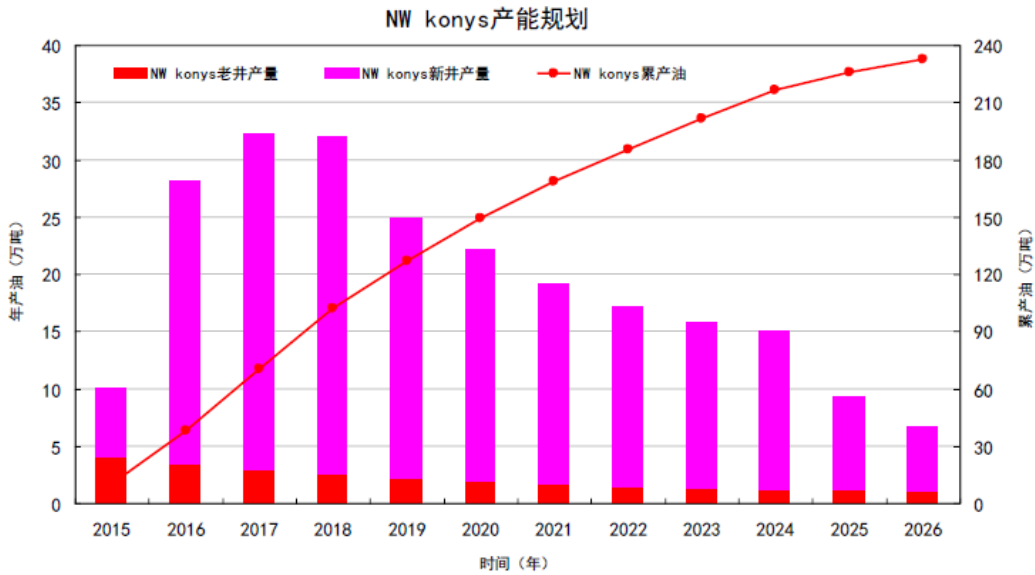
- (1) 2015 年部署完成探井 12 口；
- (2) 2015 年底-2016 年底，部署 490 千米二维地震采集、处理与解释工作；
- (3) 2016 年底部署 60 平方公里的三维地震作业，部署 2 口探井落实油藏控制边界；针对新含油区块部署 3 口探井。

2016 年要把探明地质储量规模提升到 6000 万桶以上，完成储量计算、开发方案设计工作，实现 6000 万桶探明地质储量能够转开发工作，为 187.5 万桶产能提供坚实的物质基础（即



2017 年形成年产能 30 万吨); 总投资 1 亿美元左右。Galaz 油田未来的潜力产量不排除超过 50 万吨。

图 12: NW Konys 区块的产能规划



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

NW Konys 区块的原油生产成本较低, 不算税费的话, 直接成本 25 美元左右, 其中勘探费用约 10 美元; 即便在目前 60 多美元的相对较低油价下, 单桶净利也能达到 20 美元左右。

## 四、公司可能是市值弹性最大的油气并购企业标的

### (一)、公司战略成为有一定规模的油气公司

近年来，随着中石油、中石化两大集团不断深化企业改革，传统体制下石油技术服务领域内原有的行业壁垒逐渐被打破，市场竞争和行业重整成为发展的必然趋势。中石油、中石化下属各大油田公司的技术服务单位，及其它民营石油技术服务企业之间呈现出越来越激烈的竞争态势。

公司原本主营业务是石油技术服务和油田相关的配套服务，并且主要集中在新疆地区。由于国内石油勘探开发领域垄断性较强，因此公司的主要客户是新疆地区四大油田公司，即中石油下属新疆油田公司、塔里木油田公司和吐哈油田公司以及中石化下属西北分公司。尽管近年来公司一直致力于疆外油气田市场的开拓并取得了一定的成效，但从总体来看，公司的市场区域及客户比较集中，在一定程度上限制公司收入和利润的增长。

再加上，近年来，原材料成本不断上升，同时人力成本也快速增长，导致公司整体成本水平持续上升。鉴于公司的客户大多为油田单位，公司难以将上升的成本全部向客户端转移，因此持续上升的成本给公司的盈利能力带来了较大压力。公司一方面积极尝试走出新疆市场、探索性地走出国门，大力拓展新市场、新区块；另一方面节流与开源并举，利用挖潜增效、技术革新、优化配置、精细化管理来提高工作效率、降低各方面的消耗，努力保持或提高整体的利润水平。

为此公司在做强做精石油技术服务业务的同时，加快向资源开发领域迈进的步伐。公司目前发展战略为：立足油田、服务油田、油气并举，实现从提供技术服务向产品生产销售于一体的实业转型，形成以石油技术服务和能源产品开发为主的发展格局，发展成为我国西部地区实力较强的集油气技术服务、开发、产品生产、销售为一体的综合实业公司；在未来 3-5 年成为具备相当规模的油气公司。

考虑到石油行业的巨大潜在发展空间，我们认为公司在 3-5 年通过外延和增潜，具备做到开采储量 3 亿桶左右、年产能 300 万吨左右体能的可能性。

### (二)、公司拥有综合性一体化油田增产技术

石油开发工程技术是一项综合性的技术系统，油气勘探、钻井、测井、地面工程、信息控制、动态监测、井下作业、石油机械设备应用都涉及多学科技术。由于我国油田的地质构造、储层岩性、流体性质、沉积环境等方面都比较复杂，因此，我国在储层后期动态研究、储层分析和储层改造方面具有较强优势。近年来，我国在石油工程技术方面发展较快，在化学调驱技术等方面已具备世界领先水平。

提高采收率是石油技术服务中的重要环节，也是油田开发水平高低的重要指标，与储层岩性、物性、非均质性、流体性质、驱动类型等自然条件以及所采用的开发方案有关。美国一直把提高采收率作为能源政策的一部分，对提高采收率项目给予优惠政策，产油量一直保持稳定，

通过提高采收率技术获得的产量保持在 60%以上。中石油提高采收率技术应用获得的产量约占公司产量的 11%。

以提高采收率为重点,充分挖掘老油田的生产潜力,通过提高采收率增加可采储量,是油田开发立足现有资源基础实现稳产的重要途径。目前我国已开发油田平均采收率为 32%,这一指标并不算低;目前,中石油股份公司已开发油田标定采收率平均 34.7%,与美国、俄罗斯等国家的 33%~36%相近,但各油田之间悬殊较大。大庆油田达到 47.47%,其他油田平均为 25.5%。

改善二次采油技术是注水开发油田中后期提高采收率的主要手段,其主要技术是:监测剩余油分布,完善注采系统,改变液流方向,尽可能扩大注水波及体积;采用先进的堵水、调驱技术,减少低效和无效水循环,提高注水利用率;采用水平井、侧钻井等复杂结构井技术,在剩余油富集区打“高效调整井”,提高水驱采收率。提高采收率技术开发涉及调剖、堵水、深度调驱、氮气隔热助排、氮气泡沫调驱、聚合物驱、酸化、钻水平井等项目,其中深部调驱技术是目前提高采收率技术中属于具有创新性的技术,是在充分发挥二次采油作用的基础上进行有限度的三次采油。

剩余油评价是提高采收率要解决的关键问题,可将试井、测井、地震、油藏精细描述、油藏工程、岩心分析、油藏数值模拟等方法运用于剩余油的宏观、微观分布研究和剩余油饱和度研究。发展剩余油评价并提供配套的提高采收率方面工程技术服务是技术服务企业的重要发展方向。

公司原本从新疆油田转制发展而来,其核心竞争力主要体现在:拥有从油田动态监测资料录取、资料解释研究和应用,到治理方案编制、增产措施施工及效果评价的综合性一体化油田稳产增产技术。

公司在油田研究方面,拥有 20 多人的核心团队,包括三维地震、钻井技术、测井数据分析等方面,再加上多年来行业内的资源的积累和外部第三方技术的支持;公司具备开发经营勘探程度相对不高、但潜力比较大的油气勘探区块的实力。

### (三)、油气并购企业标的中,公司的潜在市值弹性可能最大

公司未来 3-5 年通过外延和增潜,要成为具有一定规模的油气公司,我们可以做一个情景推演。假设公司未来 5 年,年产能要达到 300 万吨左右;那么未来 3 年,将需要落实可采储量约 3 亿桶左右。公司继续采取收购勘探程度相对不高、但增储潜力较大的油气区块的可能性较大。

公司今年 1 月参股 35%收购的 Galaz 油田,收购总体价格约 1 亿美元;未来 2 年通过加强勘探,有望落实到 6000 万桶的可采储量,预计还将为勘探投入资金约 1 亿美元;也就是说总体花费资金约 2 亿美元。

如果未来到 3 亿桶储量,简单按照 Galaz 油田测算来类推,总共投入资金预计至少需要 10 亿美元以上。考虑到未来国际几年国际原油价格有望恢复到 80 美元左右的均衡价格,那么,3 亿桶可采储量的油气资产重估有望支撑约 300 亿元市值。

#### (四)、增发完成增强大股东的控制力，打开融资稀释的空间

近两年，公司两次向大股东及实际控制人定增发行股份。2014年1月，公司向创越集团发行4026万股（按目前股本前复权），创越集团控股股东、实际控制人是公司董事长秦勇先生，董事长直接持有创越集团64.08%的出资。此次定增后，创越集团持有公司16.83%的股权，成为公司第一大股东；实际控制人、董事长秦勇先生同时还直接持有公司7.78%的股权。

2014年4月，公司发布非公开增发预案，拟发行股票2200万股，拟募集资金总额约2亿元全部用于补充流动资金，以满足公司未来各项业务发展的资金需求。创越集团将以现金方式认购本次非公开发行的全部股票，已于2015年4月获得证监会审核通过。本次非公开发行A股股票完成后，创越集团将持有公司股份（按照发行股票2200万股计）的23.84%；实际控制人秦勇直接持有股份和通过一致行动人创越集团间接持有的公司股份将合计占公司股份的29.76%，将进一步其控制权。

通过这2次定增，公司董事长即实际控制人秦勇先生直接和间接控制公司的股份将从只有7.78%增加到29.76%，控制权进一步增强；考虑到油气行业外延并购是需要较大的资本投入，成为有一定规模的油气公司所需的资金至少是几十亿的量级；我们认为公司实际控制人目前所持公司的股份已具备一定的稀释空间了。

## 五、投资建议

公司参股 35% 的 Galaz 油田假设在最晚明年注入上市公司，假设 2015-2017 年 Brent 油价均价为 65 美元、75 美元和 80 美元/桶，Galaz 油田明后两年的产量分别按 20 万吨和 30 万吨测算；而现有油服业务，2015-2017 年实现净利润预计分别为 1100 万元、1200 万元和 1300 万元。

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	397.25	410.83	440.00	1,138.90	1,566.24
营业收入增长率	-3.99%	3.42%	7.10%	158.84%	37.52%
净利润（百万元）	10.10	8.16	11.00	193.04	352.45
净利润增长率	-10.86%	-19.21%	34.80%	1654.91%	82.58%
EPS（元）（摊薄）	0.04	0.03	0.04	0.74	1.36

资料来源：公司数据 中国银河证券研究部

假设今年中完成本次增发，按增发后约 2.6 亿股本摊薄测算，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.04 元、0.59 元和 0.69 元；维持“推荐”评级，市值空间看百亿以上。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**裘孝锋、王强，石化和化工行业证券分析师。**2 人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 1 号楼

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-2025 2612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn