

员工持股和大股东增发完成后，北美 油气并购将加速推进

美都能源 (600175.SH)

推荐 维持评级

分析师: 王强 电话: (8621) 20252621 邮箱: wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511080002
分析师: 裘孝锋 电话: (8621) 20252676 邮箱: qiuxiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511050001

1. 事件

公司推出员工持股计划，筹集资金总额上限为 7,500 万元；公司委托北京领瑞投资管理有限公司成立领瑞投资-共赢 1 号员工持股计划基金进行管理。领瑞投资-共赢 1 号员工持股计划基金份额上限为 30,000 万份，每份 1 元，按照 1:3 设立劣后级份额和优先级份额，本集合计划优先级份额和劣后级份额的资产将合并运作。

以领瑞投资-共赢 1 号员工持股计划基金的规模上限 3 亿元和公司 2015 年 6 月 26 日的收盘价 10.64 元/股测算，领瑞投资-共赢 1 号员工持股计划基金所能购买的股票数量上限约为 2,820 万股，占公司现有股本总额约为 1.15%。

2. 我们的分析与判断

(一)、员工持股计划实施，显示公司对未来发展的信心

该员工持股计划实施的股价预计在 10 元/股以上，募集资金为 7500 万元，并使用了 1:3 的杠杆；参加该员工持股计划的总人数不超过 212 人，其中公司董事、监事和高级管理人员 9 人；9 名董监高占持股计划的比例 16.27%，持有金额为 1,220 万元。员工持股计划的实施，彰显公司对未来发展的信心。

公司当前为多元产业，包括石油天然气、房地产、商贸、金融及准金融业务等。未来三年是公司实施战略转型的关键三年，房地产业务作为公司传统产业，将通过结转、出售等方式逐步去化；公司将携石油业务实现二次飞跃。石油与天然气业务具有高盈利、高增长的特点，公司美都美国能源 (MDAE) 目前拥有 Woodbine、Devon 和 Manti 三块油田区块；随着公司北美页岩油气新油井的滚动开发，公司未来将进一步收购北美油气资产，成长为一家有相当油气当量体量的公司。

(二)、大股东大手笔认购 80 亿增发的 60%，显示做大油气规模的决心和信心

公司去年 12 月拟增发近 80 亿战略性抄底美国页岩油气资源，其中大股东董事长认购 4.23 亿股耗资约 23.5 亿元、大股东控股的一致行动人杭州五湖投资 (董事长出资 70%) 和杭州志恒投资 (董事长出资 90%) 共认购 4.3 亿股耗资约 24 亿元，大股东及其一致行动人以 5.55 元的增发价总共认购约 8.5 亿股共耗资约 47.5 亿元，锁定期 36 个月，充分显示了公司将通过滚动收购做大油气产业规模的决心和信心。

公司增发于 2 月被证监会受理，预计三季度能完成增发。公司转型油气之后的战略是争取用 3 年左右时间，将公司打造成具有一定规模、一定影响力的专业石油企业。

(三)、三季度增发完成后，有望加速北美油气并购

2014 年末，公司以 14,479 万美元的总价，又陆续收购了 Devon 油田区块和 Manti 油田区块。目前公司已拥有位于美国德克萨斯州东部、著名的油气产区 Eagle Ford 地区的 Woodbine 油田区块、Devon 油田区块和 Manti 油田区块

等三项油气资产。MDAE 已取得的油气资产位于美国德克萨斯州鹰滩(Eagle Ford)地区，该地区是美国页岩油最大的产区 and 美国最活跃的油气开采地区之一。Eagle Ford 地区的油层连片分布、油气储量大，产能扩建基础较好，开采成本比另外 2 大页岩油主产区 Bakken 和 Permian 盆地要低；距离主要炼厂区也近，因此实现油价比 WTI 油价高。丰富的油气储量、资源量和潜在开发空间是公司原油业务增长的根本，一旦国际油价步入上升通道，石油行业固有的高盈利能力及页岩油滚动开发模式带来的快速增长，将成为公司未来业绩高增长的重要保障。

(四)、债务重组后，公司页岩油成本可降到 45 美元/桶，盈利能力明显增强

美国页岩油一旦量产，纯生产环节的成本其实不高，普遍在 6-8 美元/桶；生产环节的税费主要是产量税，按实现收入约 10%征收，前段时间普遍在 6-8 美元/桶，油价下跌后相应降低一些；最主要的成本是折旧成本，普遍在 25-30 美元/桶；另外销售管理费用和管输费用，一般在 5 美元/桶左右；美国页岩油的主流盈亏平衡点在 50 美元/桶左右。

公司之前收购的 Woodbine 油田区块，刨去财务费用的盈亏平衡点在 45 美元/桶左右。此次增发后，公司将置换境外金融机构借款，完成债务重组后，公司 Woodbine 区块的页岩油成本有望降到 45 美元/桶，盈利能力将明显提升，抗油价下跌的能力显著增强。

美国页岩油的开采开发技术处于全球领先水平，公司目前在美国已有整套完善的油气开发体系和运作多年的技术团队；除计划开发的 Woodbine 层油藏外，公司所拥有的油气资源同时具有三个已经被周边石油开采企业证明的潜力层：Eagle Ford 层，Buda 层和 Georgetown 层。其中 Eagle Ford 层已在 Manti 区块实现开采，单井日产量高；Buda 层和 Georgetown 层在周边井区也已经取得较好的开发效果。

(五)、相对低油价，美国页岩油收购进入战略抄底期

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，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，从而有望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，美国页岩油资产收购进入战略抄底期。

3. 投资建议

考虑到原油价格的大幅回调，我们下调明后 2 年盈利预测；预计三季度公司增发资金到位，假设今明 2 年 Brent 油价 60 和 80 美元/桶均价、WTI 油价 58 和 70 美元/桶均价，我们预计公司 2015-2017 年油气净利润分别为 3.5 亿、8.5 亿和 17.5 亿，地产 2015-2017 年结算贡献业绩每年约 1.5 亿；按此次增发全面摊薄后的 38.8 亿股股本测算，我们预计公司 2015-2017 年全面摊薄 EPS 分别为 0.13 元、0.26 元和 0.50 元；维持公司中长期“推荐”评级。

详见去年 2 月《行业深度研究报告——石化化工行业：进军海外油气正当时》和 8 月《公司深度研究报告——美都控股（600175）：进军美国页岩油的弄潮儿》以及 12 月《石化化工行业：原油价格对页岩油行业的影响——原油价格研究系列》等深度报告。

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、胡昂，石化和化工行业证券分析师。3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。

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
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
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
北京地区：王婷 010- 66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010- 83571359 liusiyao@chinastock.com.cn