



洲际油气——油气改革前夜，“一带一路”上的明珠

——洲际油气（600759）深度报告

报告摘要：

- 2015年公司业绩将爆发。**马腾油田将在稳产的基础上进入加速增产的阶段，正在收购的克山油田有望在下半年实现并表并逐步贡献产能，同时前期处置资产的回款也有望在年内陆续到账，2015年将是公司业绩爆发式增长的拐点。
- 油气改革序幕将起，“一带一路”战略出门首站。**公司油气资产的重点配置方向是中亚的哈萨克斯坦，作为“一带一路”战略出门的首站，哈萨克斯坦和中国有望在能源、基建等方面进行更加紧密的合作和互补，将利好公司在哈业务；同时国内油气改革渐行渐近，公司有望成为受益最大的民营油气公司之一。
- 产融并举，助力未来发展。**公司已建立良好的产融互动关系，拥有多元化的融资渠道，不仅有助于未来财务成本的降低，还能够在多元融资渠道的支撑下，进入快速发展期，实现产融并举“1+1”大于“2”的效果。
- “增值”+“并购”循环发力。**公司的目标是用3-5年的时间成为年产500万吨以上的独立石油公司。油气领域空间巨大，在低油价下，通过内部“增产、增值”、外延“并购扩大”的循环发力，公司有望实现既定目标。
- 公司盈利预测及投资评级。**预计2015年公司净利润为12.36亿元，较2014年0.93亿元大幅上升1229%；2015年至2017年公司EPS分为0.53元，0.57元和0.79元；对应P/E分别为19.11, 17.78和12.98；对应P/B分别为3.19, 2.98和2.73。维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,643.36	1,387.25	2,604.35	3,642.08	4,444.69
增长率（%）	-2.85%	-15.58%	87.74%	39.85%	22.04%
净利润（百万元）	63.90	93.43	1,235.73	1,354.19	1,855.17
增长率（%）	-83.95%	46.20%	1222.70	9.59%	36.99%
净资产收益率（%）	2.01%	1.58%	16.70%	16.74%	21.00%
每股收益(元)	0.04	0.07	0.53	0.57	0.79
PE	273.99	146.84	19.11	17.78	12.98
PB	5.50	3.31	3.19	2.98	2.73

2015年07月13日

强烈推荐/维持

洲际油气

深度报告

杨行远

010-66554024

yangxy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480115060007

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

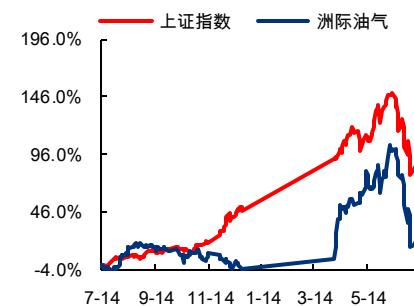
执业证书编号:

S1480510120014

交易数据

52周股价区间（元）	9.29-10.3
总市值（亿元）	210.28
流通市值（亿元）	146.86
总股本/流通A股（万股）	226351/158083
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.69

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《公司点评：融资渠道多元化，助力未来高速发展》2015-07-02
- 《公司点评：洲际油气股份有限公司私募债投资调研》2015-05-28
- 《石油石化：2015油价逐步震荡回升 重点关注周期性石化标的》2015-05-28

目 录

1. 油气改革序幕拉起, 利好上游油气企业	3
2. “一带一路”战略“出门”首站, 中亚重要地位凸显	3
3. 洲际油气: 油气改革和“一带一路”战略下极具潜力的民营油气公司	4
3.1 坚定转型, 向年产 500 万吨独立石油公司迈进	4
3.2 立足中亚, 积极拓展哈萨克斯坦油气资源	6
3.2.1 收购马腾石油公司, 奠定坚实转型基础	7
3.2.2 收购克山石油公司, 奠定储量、产量翻倍基础	9
3.2.3 严控风险, 积极介入哈萨克斯坦油气勘探市场	10
3.3 进军北美, 多元化油气资产分布	11
3.4 积极把握国内油气改革红利	11
3.5 业绩承诺、员工持股彰显大股东和管理层对未来的信心	11
3.6 产融并举, 构建金融联盟, 拓展融资渠道	12
3.7 油气领域空间巨大, 千亿市值可期	13
4. 2015 年国际油价震荡回升, 利好低油价期间逆势扩张的资源企业	13
5. 盈利预测和估值	14
5.1 公司具有很高安全边际	14
5.2 乐观情况下公司将实现盈利和成长的双击	14
6. 风险提示	14

表格目录

表 1:马腾石油公司历史产量以及未来产量预测	8
表 2:马腾石油公司增储后单桶并购成本下降近 4 成	8
表 3:收购克山后洲际油气可采储量翻倍, 单桶并购成本进一步降低近 2 成	10
表 4: 克山石油公司历史理论最大产量以及未来产量预测	10
表 13: 公司盈利预测表	15

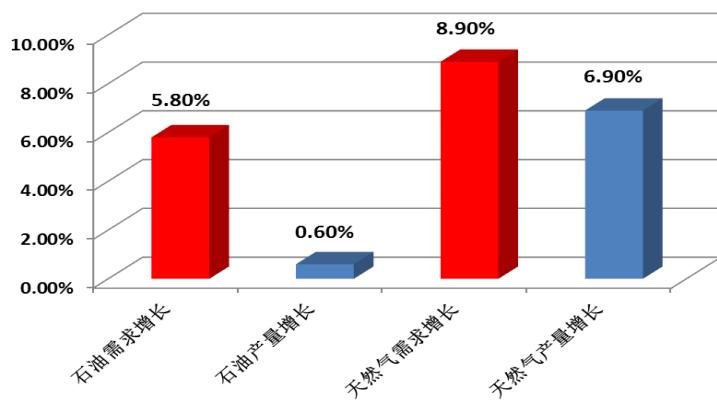
插图目录

图 1: 国内油气产量增速远低于需求, 亟需改革引入竞争提高效率	3
图 2: 中亚尤其是哈萨克斯坦共和国是“一带一路”战略的重要枢纽	4
图 3:洲际油气公司管理层均为油气或金融领域资深专家	5
图 4: 实际控制人 HUI Ling (许玲) 对洲际油气的控股情况	6
图 5:洲际油气逐步剥离非油气业务快速转型	6
图 6: 马腾石油公司处于油气资源丰富的滨里海地区	7
图 7:洲际油气历史毛利率以及未来毛利率预测	9
图 8:马腾、克山石油公司均处于油气资源丰富的滨里海地区	9
图 9:OPEC 6 月份月报预测未来国际油价将稳步回升	13

1. 油气改革序幕拉起，利好上游油气企业

油气供给不足，需求缺口巨大，已经成为制约我国经济发展，危及国家安全的重大短板。2014年在GDP增速放缓至7.4%，CPI大幅回落至2%的背景下，全年石油表观消费依然高达51785.3万吨，同比强劲增长5.8%，天然气表观消费量1805.9亿立方米，同比大幅增长8.9%。而全年国内石油和天然气增长仅为0.6%和6.9%，远远低于油气的消费需求增长。推进石油天然气改革，向社会和民营资本开放目前被垄断的油气资源领域，提高生产经营效率，迅速上升到国家高度。

图 1：国内油气产量增速远低于需求，亟需改革引入竞争提高效率



资料来源：东兴证券研究所

2014年1月，“稳步推进石油天然气改革”正式在全国能源工作会议上被提出，此后经过一年多的稳步推进，2015年5月国务院批转了发改委《关于2015年深化经济体制改革重点工作意见》，石油天然气改革的整体方案有望于今年下半年形成并上报国务院和深化改革领导小组，油气改革的序幕正在拉起。2015年7月国土资源部公告称，新疆将作为油气上游改革试点，并首批拿出6个石油天然气勘查区块公开招标。这标志着油气资源上游改革迈出了实质性的一步。更多国企、民企将分享到油汽体制改革的红利。

鉴于提高上游产能的迫切性，上游油气勘探、开发型企业或许将是油气改革前夜，受益程度最大、最直接的标的；此外，油田服务和油田装备也将显著受益。

2. “一带一路”战略“出门”首站，中亚重要地位凸显

“一带一路”分别是“丝绸之路经济带”和“海上丝绸之路”两个概念的简称。其中“一带一路”战略是习近平2013年9月，在哈萨克斯坦首都阿斯塔纳纳扎尔巴耶夫大学演讲时提出的。选在出访哈国的时间节点，更是凸显了中亚，尤其是哈萨克斯坦对于“一带一路”战略的重要地位。

打开地图，哈萨克斯坦地处欧亚大陆结合部，是“一带一路”战略走出国门的第一站，更是历史和现在贯通亚欧非大陆及附近海洋的枢纽。正如哈国总统纳扎尔巴耶夫所言：

“哈萨克斯坦占据着中心地理位置，保障着欧洲与亚洲的联系。”

图 2: 中亚尤其是哈萨克斯坦共和国是“一带”战略的重要枢纽



资料来源：东兴证券研究所

同时，更为重要的是，中亚地区自然资源丰富，环里海区域是国际公认的富油地区，有着“下一个中东”之称。作为中亚五国中经济总量最大的哈萨克斯坦更是有望获得近三成里海水域，包括近一半的里海石油储备和三分之一的天然气储备。中哈两国优势互补明显，通过相互合作，哈萨克斯坦可以获得国内经济建设急需的资金和技术，中国则可以获得一条更安全、便捷的能源供给渠道，并通过并购和投资获得海外油气资源储备，保障本国的石油安全。

3. 洲际油气：油气改革和“一带”战略下极具潜力的民营油气公司

3.1 坚定转型，向年产 500 万吨独立石油公司迈进

公司原主营业务为房地产开发，2013 年 12 月完成股份转让后，公司的实际控制人变为 HUI Ling (许玲)；其亦是哈萨克斯坦苏克公司的实际控制人，该公司拥有面积巨大但还处于勘探阶段的马塞尔天然气区块。

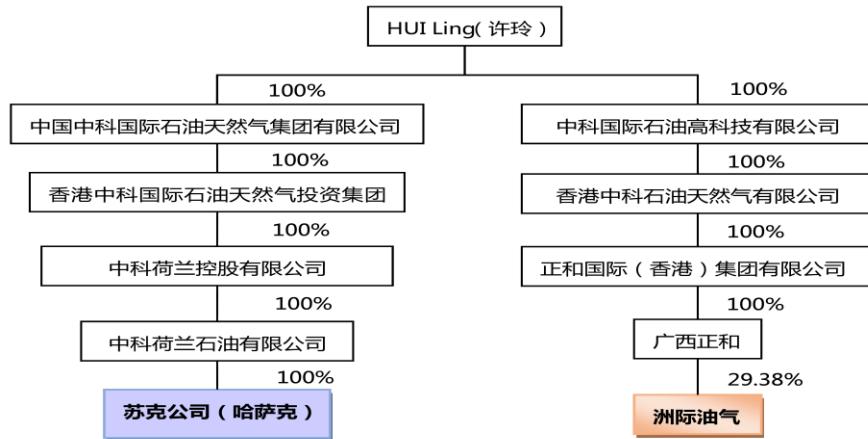
同年 12 月起，油气类公司发展关键因素之一——管理团队也发生了实质性变化：其技术管理团队主要由“三桶油”的专业工程师组成，平均拥有超过 20 年的从业经验；资本运营团队则拥有丰富跨国并购经验；阵容豪华的二者相结合，有望高效整合优质的项目资源和市场资源，实现公司业绩的快速增长。

图 3:洲际油气公司管理层均为油气或金融领域资深专家

董事长 姜亮先生	董事长：姜亮先生，1959年出生，博士研究生，教授级高级工程师，中国科学院地球化学专业博士学位，清华大学地球物理专业博士后。曾任中石油华北油田勘探研究院勘探室主任，中海油东海勘探研究院总地质师、副院长，Bright Oceans Petroleum公司总裁、Kyrgyzstan Tian Yi Petroleum公司总裁兼中方首席代表，Sinobo Energy公司总裁，香港中科石油天然气有限公司总裁。
副董事长 王学春先生	副董事长：王学春先生，1955年出生，博士，教授级高级政工师，国际财务高级管理师，工商管理博士。曾任胜利油田担任东胜石油开发集团有限公司副总经理、党委书记、油气集输总厂党委书记等职。
董事兼总裁 宁柱先生	董事兼总裁：宁柱先生，1978年出生，博士，特许金融分析师（CFA），中国社会科学院研究生院金融学博士。曾任罗兰贝格国际管理咨询（上海）有限公司咨询顾问，曾任职于香港太古集团并获委派至集团下属企业国泰航空公司担任首席信息官助理；参与创办采佳（中国）有限公司并担任运营经理；曾任 Zhongneng International Crude Oil Investment Group 董事兼北京代表处首席代表；曾任香港中科石油天然气有限公司副总裁。
董事兼副总裁 胡辉平先生	董事兼副总裁：胡辉平先生，1962年出生，教授级高级工程师。曾任华北油田勘探开发研究院开发研究室副主任、副总工程师，中油国际（尼罗）公司开发生产部经理并兼GNPOC（大尼罗河联合作业公司）油田生产经理、（哈萨克斯坦）公司副总经理、（北布扎奇）公司总经理，加拿大汉维能源服务集团任首席运营官英泰格锐（北京）能源工程技术有限公司总经理。
副总裁 何玺先生	副总裁：何玺先生，1965年出生，教授级高级工程师。曾任大庆油田采油九厂助理工程师，大庆油田研究院地质工程师，头台油田工作总地质师、副总经理，Bright Oceans Petroleum中石油国际合作项目总经理，MI能源控股有限公司副总地质师，中澳煤层气能源有限公司副总裁。
副总裁 肖焕钦先生	副总裁：肖焕钦先生，1964年出生，博士，教授级高级工程师。曾任胜利油田地质研究院高级工程师、研究室主任、总地质师、勘探处处长、勘探项目管理部主任，中化石油勘探开发有限公司勘探开发部总经理。
副总裁 郭芬女士	副总裁、财务总监：郭芬女士，1978年出生，硕士，中国注册会计师、中国资产评估师、中国注册税务师、英国特许公认会计师（ACCA）。曾任毕马威华振会计师事务所审计师，雷曼布朗国际财务咨询公司咨询师，香港中科石油天然气有限公司财务总监。
副总裁 张广卿先生	副总裁：张广卿先生，1960年出生，教授级高级工程师。曾任职于胜利油田采油厂采油队、作业队，在泵公司、采油院从事采油技术研究和工程设计从事油田开发生产与技术管理、石油工程技术管理等工作。
副总裁 孙彦达先生	副总裁：孙彦达先生，1967年出生，博士，高级工程师。曾任大庆油田采油七厂工程师、生产办主任、地质师，大庆油田公司勘探部勘探规划、圈闭管理高级工程师，BrightOceans Petroleum公司勘探开发事业部总经理、首席风险官、副总裁，华鼎鸿基石油工程技术（北京）有限公司副总裁，大庆华理能源生物技术有限公司总经理。
副总裁 陈学云先生	副总裁：陈学云先生，1956年出生，现任广西正和商业管理有限公司任董事长、总经理，广西正和物业服务有限公司任董事长。
董事会秘书 樊辉先生	董事会秘书：樊辉先生，1977年出生，石油与天然气地质勘查专业及英语专业双学士学位。曾任中国海洋石油东海研究所、勘探部助理工程师、工程师，参与东海盆地西湖凹陷研究和春晓油气田开发方案调整工作；曾任Bright Oceans Petroleum中石油国际合作项目综合项目主管，亚太石油有限公司高级地质师，香港中科石油天然气有限公司油气项目总监。

资料来源：东兴证券研究所

图 4: 实际控制人 HUI Ling (许玲) 对洲际油气的控股情况



在此前后，公司开始逐步剥离非油气资产，并加速布局油气产业，2014 年通过非公开发行增发股份募集资金 31.2 亿元完成了对哈萨克斯坦马腾石油公司的收购，迈开了向年产 500 万吨独立石油公司转型的坚定步伐。

图 5: 洲际油气逐步剥离非油气业务快速转型



资料来源：东兴证券研究所

公司战略立足中亚，适度进军北美，积极把握国内油气改革先机。目前，在哈萨克斯坦的油气项目仍是公司现在以及未来几年重要的利润来源，而通过在中亚地区持续的资产并购和潜力挖掘，公司将逐步扩大海外油气储备，并累积上游勘探和开发经验，为近期积极把握国内油气改革红利提供坚实支撑。

3.2 立足中亚，积极拓展哈萨克斯坦油气资源

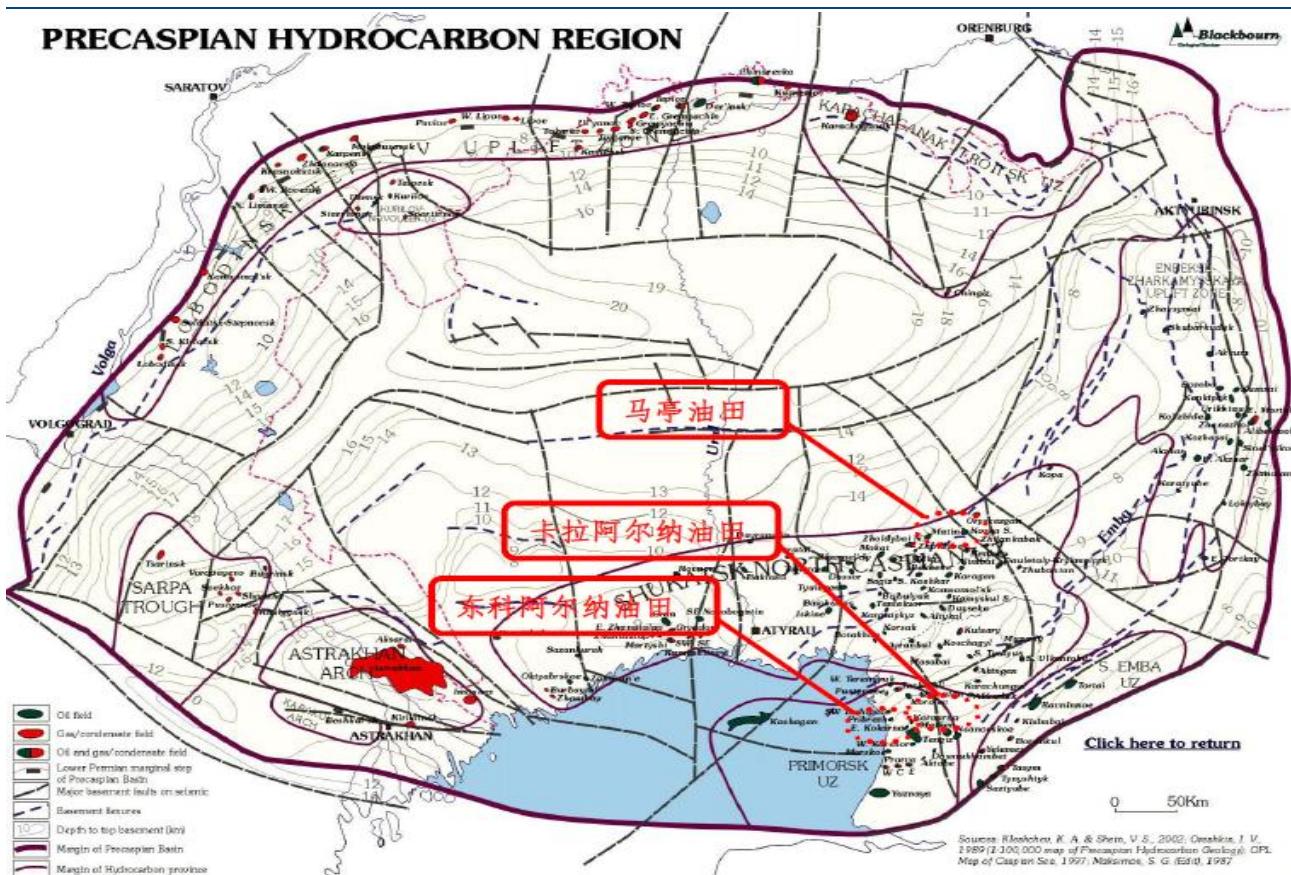
中亚是国际公认的富油地区，环里海区域更有着“下一个中东”的美誉。由于该地区

油气资源多处于中浅层，开发成本低于世界其他地区，仅次于中东；更为重要的是，相比于世界其他富油区域，中亚由于历史原因，长期缺乏必要的资金、技术进行深入的油气勘探、开采，是最具开发价值和潜力的富油地域之一。

3.2.1 收购马腾石油公司，奠定坚实转型基础

公司转型首次发力选在了哈萨克斯坦的滨里海地区，通过先行自筹资金，以 5.26 亿美元约合 31.2 亿人民币的价格在 2014 年 6 月完成了对哈萨克斯坦马腾石油公司 95% 股权的收购，并在年底非公开发行股份（锁定期 3 年）筹集资金后对先期资金进行了置换。

图 6：马腾石油公司处于油气资源丰富的滨里海地区



资料来源：东兴证券研究所

马腾石油公司拥有卡拉阿尔纳 (Kara-Arna)、东科阿尔纳 (East Kok Arna) 和马亭 (Matin) 三个油田 100% 开采权益，初始开采面积 75.2 平方公里，剩余可采储量 6691 万桶。油田位于滨里海盆地，原油埋藏深度约在 500-2700 米左右，属于中浅层原油，开采成本较低；油田距离主要输油管线距离较近，输送成本亦不高；产出原油密度约在 0.8 kg/L 左右，属轻质原油。

马腾石油公司的三块油田基本处于壮年期，产量稳定，其中卡拉阿尔纳油田 1956 年

发现, 1968 年到 1970 年间封存, 1974 年重新投入生产; 东科阿尔纳油田 1979 年开发, 1982 年到 2001 年油田停产, 2001 年重启生产; 马亭油田自 1995 年开始开发。截止 2013 年 9 月, 共有油井 259 口, 注水井 27 口。14 年马腾公司共新钻井 30 口, 其中跨年度钻井 1 口, 试油获得工业油流 27 口。

近期, 马腾石油公司的稳产、增产工作正在稳步推进, 2014 年全年的石油产量约为 53.9 万吨左右, 相比 2013 年的 54.7 万吨基本保持稳定, 2015 年产量有望在稳定的基础上逐步提高至 60.1 万吨。

表 1:马腾石油公司历史产量以及未来产量预测

年份	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
产量(万桶/年)	450.06	426.66	420.42	468.77	602.37	656.58
产量(万吨/年)	57.70	54.70	53.90	60.10	77.23	84.18

资料来源: 东兴证券研究所

同时, 马腾公司的纵向挖潜、平面扩展工作也在快速推进。根据 GCA 公司 2014 年底最新出具的评价报告, 马腾石油公司三块油田合计剩余可采储量由 2013 年 9 月 30 日的 6,691 万桶更新为 10750 万桶, 并且扩大地下资源使用区块面积 87.42 平方公里。这使得公司购买马腾石油公司的单桶并购成本从 8.28 美元/桶降低到 5.15 美元/桶。

表 2:马腾石油公司增储后单桶并购成本下降近 4 成

	剩余可开采储量(万桶)	开采面积(平方公里)	单桶并购成本(美元)
增储前	6691.00	75.20	8.28
增储后	10750.00	132.62	5.15

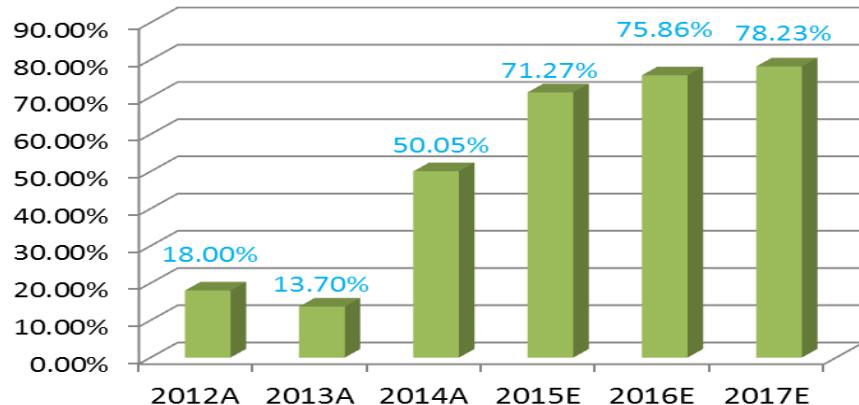
资料来源: 东兴证券研究所

更重要的是, 原有可采储量和新增可采储量都未包括盐下部分, 而在哈萨克斯坦滨里海地区, 90%以上的探明储量均在盐下部分, 随着公司稳产、增产、扩边、增储工作的扎实推进, 未来来自盐下部分的储量增长潜力巨大。届时, 马腾石油公司的单桶并购成本有望进一步大幅下降。

但根据协议, 卡拉阿尔纳和东科阿尔纳总产量的 15%需用于哈国内销售, 其中卡拉阿尔纳油田 2008 年 6 月新增的 0.89 平方公里面积石油产量的 20%需向哈国内客户销售, 马亭油田无需履行哈国内销售的义务。从历史看, 马腾公司原油总产的 85%-90%用于出口, 其余 10%-15%用于哈国内销售。其出口部分的售价主要受 Brent 价格和里海石油管线到岸价、离岸价的影响, 而国内销售的原油价格则远低于国际价格, 2014 年为例, 哈国内销售均价约在 40 美元/桶左右。

虽然 2014 年 6 月底马腾石油公司才正式并入公司财务报表, 但其半年的油气销售额就贡献了洲际油气总销售额的 6 成以上; 毛利率也从 2013 年的 13.7%提高到 2014 年的 50.1%。未来马腾石油公司进一步带来的盈利潜力巨大。

图 7:洲际油气历史毛利率以及未来毛利率预测

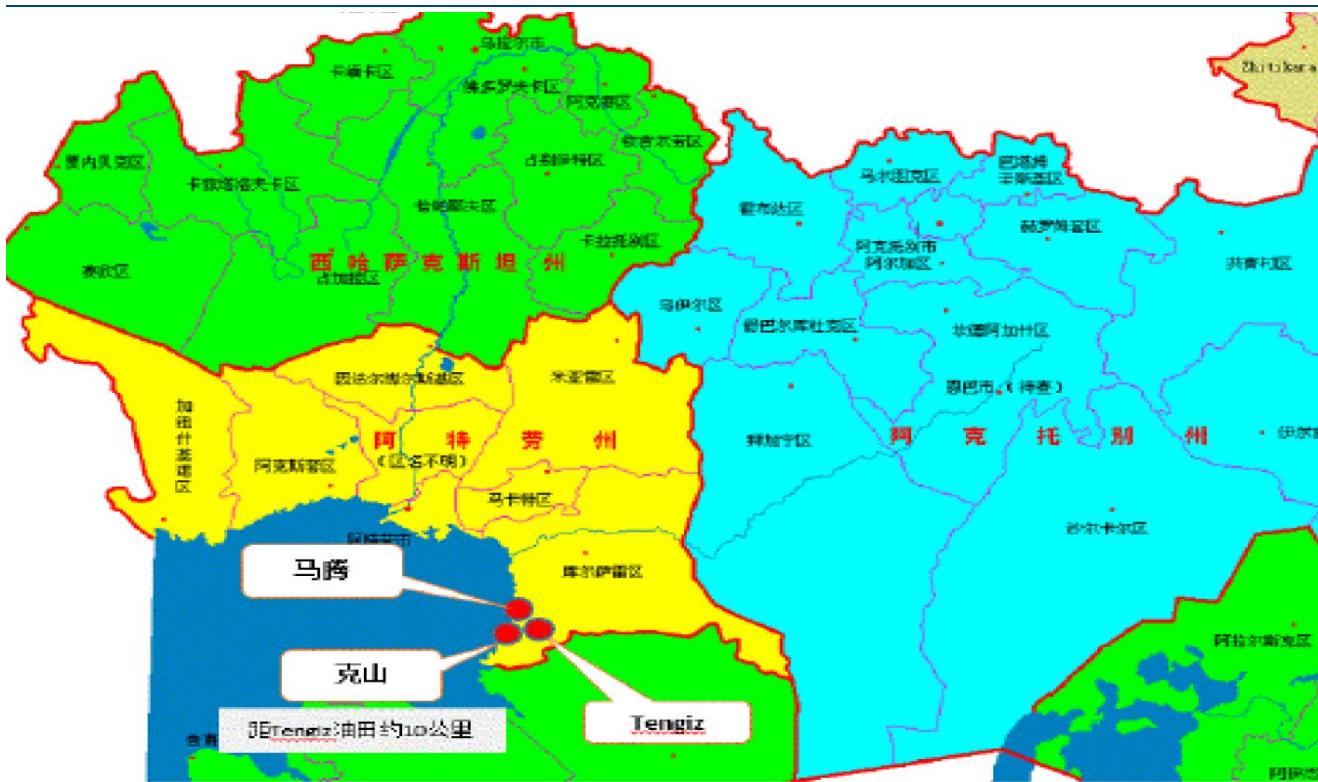


资料来源：东兴证券研究所

3.2.2 收购克山石油公司，奠定储量、产量翻倍基础

2014 年四季度国际油价大幅下跌，在此过程中公司逆势扩张，坚定看好优质油气资源价值，于 2014 年 12 月开启了收购哈萨克斯坦克山石油公司的进程，并最终以 3.5 亿美元的价格达成协议。

图 8:马腾、克山石油公司均处于油气资源丰富的滨里海地区



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

克山同样位于滨里海富油区域，距离马腾仅 30 公里，有利于规模化管理。克山拥有莫斯科耶 (Morskoe)、道勒塔利 (Dauletaly) 和卡拉套 (Karatal) 三个油田，可开采区域 210.9 平方公里，初步探明可开采储量 11090 万桶。克山不论是可采储量还是开采区域面积都和调整后的马腾区块不相上下，且收购克山石油公司的单桶并购成本约为 3.16 美元/桶，低于 5.15 美元/桶的调整后马腾并购成本，奠定了公司可采储量和产量翻倍的坚实基础。

表 3:收购克山后洲际油气可采储量翻倍，单桶并购成本进一步降低近 2 成

	剩余可开采储量（万桶）	开采面积（平方公里）	单桶并购成本（美元）
马腾石油公司	10750.00	132.62	5.15
克山石油公司	11090.00	210.90	3.16
合计	21840.00	343.52	4.14

资料来源：东兴证券研究所

但克山大部分区块处于勘探末期到开发的过度阶段，2015 年将正式进入生产阶段，产能的增加需要一定的过程和时间，同时随着后期钻井数量的大量增加，每桶油的折旧成本也将上升。不过鉴于克山油田的平均埋深仅在 1050-1375 米，属于浅层石油，单井的开采成本具有很强的竞争优势，初略估计约为 100-120 亿美元，且高孔高渗，含油饱和度高达 75-80%，单井产量高。截至 2014 年 10 月，克山共有生产井 26 口，生产能力 421 吨/日，约合 3286 桶/日，15.4 万吨/年。

表 4：克山石油公司历史理论最大产量以及未来产量预测

年份	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
产量（万桶/年）	76.1	113.6	128.2	146	261	403
产量（万吨/年）	9.76	14.56	16.43	18.72	33.46	51.67

资料来源：东兴证券研究所

若进展顺利，针对克山石油公司的收购或许有望在今年二季度或三季度完成。届时，随着公司对克山油田开发的快速推进，克山的年产油能力将会有一个迅速的提升，且不排除采用新的勘探技术和国内经验进一步提升可采储量的可能。克山公司将成为公司未来价值增值的巨大驱动力。

3.2.3 严控风险，积极介入哈萨克斯坦油气勘探市场

2015 年 3 月，公司全资子公司上海油泷，以人民币 2.6 亿元认购上海乘祥第一期（共募集 13 亿元人民币）20% 的基金份额。基金认购的首期出资额为 1.04 亿元人民币。上海乘祥境外全资子公司 AFFLUENCE ENERGY HOLDING S. A. R. L (AFFLUENCE 公司) 将以 3250 万美元收购 North Caspian Petroleum JSC (NCP 公司) 65% 的股权。而 NCP 公司拥有哈萨克斯坦滨里海盆地的五个石油勘探区块，总面积约 9867 平方公里，石油储量和资源量约为 14.86 亿吨，具有较大吸引力。

由于油气勘探领域不确定性巨大，风险不易控制；公司采取认购基金份额的方式进行介入，能够有效规避不确定性带来的巨大风险，同时分享油气勘探市场的巨大收益。这同时也是公司管理层专业、稳健、实干的表现和证明。

3.3 进军北美，多元化油气资产分布

2014年5月，公司以自筹资金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%；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。同时双方签署了《战略合作协议》。

第一储备是专注于能源行业的全球最大私募股权投资基金，已在六大洲完成超过475笔交易，在美国油气和深水领域投资储备丰富。按协议，双方的合作范围包括战略合作、共同投资、追加投资、权益退出、信息共享、设立专项投资基金等。

同第一储备关于基金份额认购和战略合作协议的达成，有利于公司进入北美等其他地区扩展相关业务，加快公司向石油天然气方向的转型速度，创造新的利润增长点。此外，2015年5月，公司副总裁、原财务总监郭芬女士转任公司美国全资子公司Geo-jade Resources USA LLC的董事长，至此公司吹响了适度进军北美、多元化油气资源储备的号角。美国全资子公司将在新任董事长的带领下，积极把握新的市场机会，努力开拓北美市场。

3.4 积极把握国内油气改革红利

2015年4月，公司以10.03元/股的价格受让的中国铝业持有的焦作万方(000612.SZ)1亿股股份（占焦作万方总股本8.3%），在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司完成了证券过户登记手续。至此，公司正式完成对焦作万方的参股。

焦作万方也正向油气开发领域转型，其油气业务是2014年收购西藏吉奥高投资控股有限公司（简称吉奥高）全资子公司拉萨经济技术开发区万吉能源科技有限公司（简称万吉能源）100%股权形成的。目前刘坤芳是焦作万方实际控制人，公司的油气业务主要由刘坤芳先生的团队独立运作，核心资产和业务是为蒙古国和摩洛哥油气区块提供勘探服务。

洲际油气作为在油气资源跨国并购、开采和运营领域具有长期经验积累和技术优势的民企，同焦作万方这样在油气勘探服务领域颇具实力的民企形成协作，有利于充分发挥双方各自的不同优势，形成合力，不论对公司今后继续开展的海外油气并购，还是年内有望释放出的国内油气改革红利的把握而言，都是一种强有力的支撑。相信年内油气改革序幕拉起后，公司会有不错的表现和收获。

3.5 业绩承诺、员工持股彰显大股东和管理层对未来的信心

2014年10月，公司与大股东广西正和实业集团有限公司签署了《马腾石油股份有限公司盈利补偿协议》，广西正和承诺马腾石油股份有限公司在2014、2015以及2016三个会计年度累计实现的合并报表的净利润总和不低于314,600万元人民币。如果马腾石油经审计的补偿期间累计实现的合并报表的净利润总和小于承诺净利润，广西正

和对实际净利润数不足承诺净利润数部分的 95%以现金方式对公司进行补偿。

2015 年 6 月,公司员工持股计划修订稿表决通过。该计划设立时的资金总额不超过 5 亿元,涉及的标的股票数量不超过 3000 万股(按照 17.46 元的平均买入价格的假设下计算得到),涉及的股票数量约占公司现有股本总额的 1.7%;分为 A 和 B 两个计划,A 面向董事、监事、高级管理人员及中层管理人员,B 面向普通员工;A 存续期为 36 个月,B 存续期为 24 个月。由于董事、监事、高级管理人员及中层管理人员认购热情高于原计划,其认购比例由原来的 37.5%提高到 40%;B 计划存续期也由原来的 18 个月提高到 24 个月。

我们认为大股东广西正和签署的盈利补偿协议彰显大股东对公司收购马腾公司可提升公司经营业绩的坚定信心;而员工持股计划的通过,特别是公司管理层认购比例的提高,以及 B 计划存续期的延长,则表明了洲际油气自上而下对公司未来发展的信心。

此外,根据 2014 年 3 月公告,公司的全资子公司上海油泷与关联公司中科荷兰石油(中科荷兰)签署了《排他性经营管理合作协议》;而中科荷兰石油同时也是公司实际控制 HUI Ling(许玲)100%控股的公司,拥有哈萨克斯坦马塞尔区块 100%权益。从目前大股东以及公司管理层对洲际油气的坚定信心来看,未来马塞尔区块注入上市公司的可能性在不断强化。

3.6 产融并举,构建金融联盟,拓展融资渠道

油气勘探、开采是典型的资本密集型领域,技术装备多、投资量大、资金周转相对较慢,这些特点导致了该领域公司的成长离不开金融资本的支持和融资渠道的多元化。

2014 年 12 月,公司完成了非公开发行股票工作。

2015 年 4 月,公司联合发起产业金融联盟,在“‘21 世纪海上丝绸之路’——海南能源产业与金融发展论坛”上与中国投资协会股权和创业投资专业委员会、北京盛世宏明投资基金管理有限公司和隆仓创孚海南创业投资基金联合发起《产业与金融联盟倡议书》。并与浦发银行海口分行结成战略合作伙伴,签署了《战略合作协议》,海口分行将为公司提供全方位、个性化金融服务和未来的融资保障。

2015 年 6 月,公司完成了一期 13 亿人民币一年期(票面利率 7.5%)公司债的发行,成为了自 2015 年 1 月 15 日《公司债券发行与交易管理办法》发布后,成功非公开发行公司债的首单。

同时,公司于 20015 年 07 月公告,拟向中国银行间市场交易商协会注册总额度不超过 20 亿元人民币的短期融资券,以满足公司业务发展的资金需求,同时降低公司整体财务成本,调整公司融资结构;拟公开发行期限不超过 4 年,票面总额不超过 17 亿人民币的公开发行公司债券;拟通过其子公司马腾公司向中国银行贷款 4.3 亿美元,以顺利完成克山项目的并购和未来开发建设,其中克山项目并购贷款 2 亿美元,马腾公司现有银行贷款的置换贷款 1.8 亿美元,流动资金贷款 5000 万美元。

至此,公司充分使用了包括银行贷款为代表的间接融资和以债券发行、股份增发为主

的直接融资方式，并已经建立了多元化的融资体系和良好的产融互动关系。而产融并举的策略，良好的产融关系，丰富的融资渠道必将助推洲际油气的增值空间，为未来成长的构建坚实基础。

3.7 油气领域空间巨大，千亿市值可期

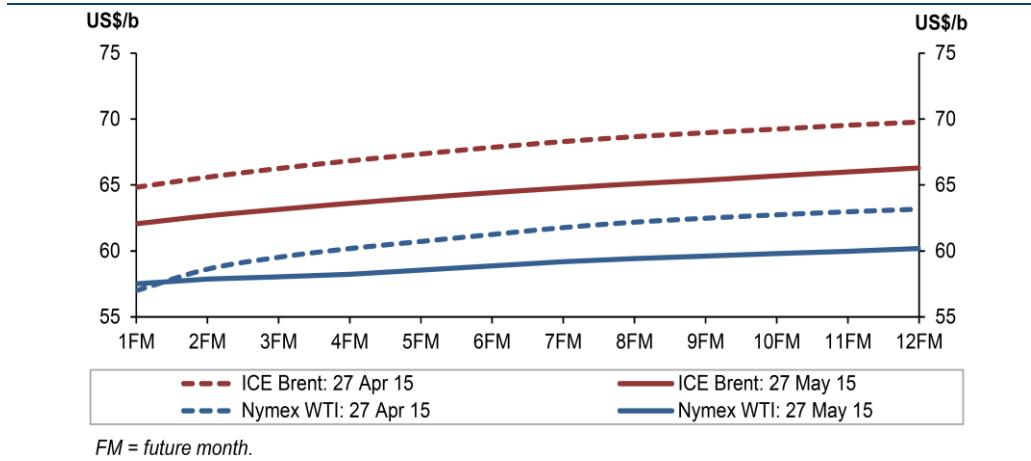
油气领域经常能够诞生千亿市值的上市公司，而洲际油气目前的市值刚刚超过 300 亿，在油气类上市公司中还处在发展的初期阶段，未来发展的想象空间巨大。

公司成功实现主营业务向油气行业转型后，更为重视合理回报投资者。2014 年公司利润分配预案为：不进行现金分红；以资本公积向全体股东每 10 股转增 3 股，转增后公司股本总数由 17.4 亿股上升至 22.6 亿股。这充分体现了公司股东和管理层对未来发展的满满信心，也彰显了公司向更大规模市值迈进的坚定决心，配合未来马腾和克山石油公司完成深度整合带来公司盈利能力的大幅提升，未来公司的发展空间巨大。

4. 2015 年国际油价震荡回升，利好低油价期间逆势扩张的资源企业

2015 年国际油价将在震荡中缓慢回升（见东兴证券：“**石油石化：2015 油价逐步震荡回升 重点关注周期性石化标的**”）。这主要是由于：(1) 世界经济逐步的复苏以及极端的天气，将稳步增加世界对石油需求。(2) 政权交替后沙特态度微妙改变，重组阿美石油公司，表示出价格改善的意愿，并先后上调对亚洲和欧洲市场的原油售价；(3) 也门、叙利亚、伊拉克、利比亚等国战乱、纷争不断，世界石油供给受到威胁。

图 9:OPEC 6 月份月报预测未来国际油价将稳步回升



资料来源：东兴证券研究所

震荡回升的国际油价，利好拥有大量油气资源的上游企业，尤其是在极低油价期间逆势扩张、进行油气资源储备的公司。兼具较高的业绩弹性（市值在油气行业中相对较

小), 洲际油气可能是本轮国际油价震荡回升过程中受益最大的A股石化板块上市企业。

5. 盈利预测和估值

公司目前主要收入来自马腾石油公司, 2015年有望增加一部分来自克山石油公司的收益。预测基于的假设是: 假定克山石油公司能够在今年7月份正常生产, 2015年全年能够贡献2个季度、6个月的盈利; 且公司生产的石油10%-15%用于哈国内销售, 按公司披露数据哈国内销售价格约为Brent价格的一半。

5.1 公司具有很高安全边际

在仅计算马腾公司收益贡献的情况下, 即便马腾石油公司收益不及预期, 公司仍能得到来自大股东的业绩承诺兑现, 约为298,870万元人民币, 平均分入2014年、2015年和2016年, 每年净利润约为99,623万元人民币, 对应的每股收益约为0.82元(未复权)、0.44元和0.44元, PE分别为12.5(未复权)、23.23和23.23。

从计算可以看到, 即便情况悲观, 仅仅考虑大股东对马腾公司的业绩承诺, 公司就已经具有很高的安全边际。

5.2 乐观情况下公司将实现盈利和成长的双击

基于对Brent油价将逐步震荡回升的判断(见东兴证券:“**石油石化: 2015油价逐步震荡回升 重点关注周期性石化标的**”)。乐观情况下, 我们采用70美元作为均衡线, 对公司油气业务的盈利能力进行测算; 且在“一带一路”国家战略快速推进的背景下, 考虑到中哈两国不断升温的政治互动和经济合作, 我们将公司内销的石油产量比率从15%下调到10%。马腾石油公司的产量按表1进行测算; 克山石油公司的产量按表4进行测算, 且克山全年贡献两个季度的利润。

预计2015年将是公司业绩的一个拐点。预计2015年公司净利润为12.36亿元, 较2014年0.93亿元大幅上升1229%; 2015年至2017年公司EPS分为0.53元, 0.57元和0.79元; 对应P/E分别为19.11, 17.78和12.98; 对应P/B分别为3.19, 2.98和2.73。维持公司“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

6.1 国际油价大幅下跌的风险

6.2 人民币、坚戈汇率大幅变动的风险

6.3 油气安全生产的风险

6.4 哈萨克斯坦国内政治风险

6.5 公司优质管理人人事变动的风险

表 5：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E						2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	4406	4668	3878	5420	7206	营业收入					1643	1387	2604	3642	4445
货币资金	1141	2128	2225	3320	4763	营业成本					1418	693	748	879	967
应收账款	54	96	64	90	110	营业税金及附加					57	267	651	728	822
其他应收款	238	445	836	1170	1427	营业费用					7	75	182	146	120
预付款项	579	337	345	354	363	管理费用					83	164	208	109	84
存货	2355	1478	308	361	398	财务费用					68	210	72	20	24
其他流动资产	27	36	36	36	36	资产减值损失					2.78	1.91	5.00	4.00	3.00
非流动资产合计	2523	7138	7015	7001	6987	公允价值变动收益					-49.14	8.73	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	68	0	0	0	0	投资净收益					78.70	131.85	60.00	60.00	60.00
固定资产	18.85	39.05	99.79	86.24	72.68	营业利润					37	118	798	1816	2484
无形资产	344	2	2	1	1	营业外收入					120.08	17.96	900.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出					5.05	1.60	50.00	50.00	50.00
资产总计	6930	11806	10893	12421	14193	利润总额					152	134	1648	1806	2474
流动负债合计	3323	3898	1574	1728	1915	所得税					88	40	412	451	618
短期借款	304	2089	0	0	0	净利润					64	93	1236	1354	1855
应付账款	303	390	37	43	48	少数股东损益					18	9	25	53	73
预收款项	196	2	106	252	430	归属母公司净利润					45	85	1211	1301	1782
一年内到期的非	910	459	459	459	459	EBITDA					455	472	883	1849	2521
非流动负债合计	1248	2364	1865	2665	3465	BPS (元)					0.04	0.07	0.53	0.57	0.79
长期借款	1090	1065	1865	2665	3465	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E				
负债合计	4572	6261	3439	4393	5380	成长能力									
少数股东权益	92	172	197	250	323	营业收入增长	-2.85%	-15.58%	87.74%	39.85%	22.04%				
实收资本(或股)	1220	1741	2264	2264	2264	营业利润增长	-92.64%	216.25%	578.56%	127.62%	36.79%				
资本公积	448	2958	3835	3835	3835	归属母公司净利润	1326.14%	7.47%	1326.14%	7.47%	36.96%				
未分配利润	561	619	800	995	1263	获利能力									
归属母公司股东	2266	5372	7251	7772	8485	毛利率 (%)	13.70%	50.05%	71.27%	75.86%	78.23%				
负债和所有者权	6930	11806	10887	12415	14187	净利率 (%)	3.89%	6.73%	47.45%	37.18%	41.74%				
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润 (%)	0.66%	0.72%	11.12%	10.48%	12.56%			
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		ROE (%)	2.01%	1.58%	16.70%	16.74%	21.00%			
经营活动现金流	483	111	539	1039	1679	偿债能力									
净利润	64	93	1236	1354	1855	资产负债率 (%)	66%	53%	32%	35%	‘				
折旧摊销	349.69	144.48	0.00	13.73	13.73	流动比率	1.33	1.20	2.46	3.14	3.76				
财务费用	68	210	72	20	24	速动比率	0.62	0.82	2.27	2.93	3.56				
应收账款减少	0	0	32	-26	-20	营运能力									
预收帐款增加	0	0	104	146	178	总资产周转率	0.26	0.15	0.23	0.31	0.33				
投资活动现金流	549	-3372	313	56	57	应收账款周转率	15	19	33	47	45				
公允价值变动收	-49	9	0	0	0	应付账款周转率	4.96	4.00	12.19	90.75	97.61				
长期股权投资减	0	0	126	0	0	每股指标(元)									
投资收益	79	132	60	60	60	每股收益(最新摊	0.04	0.07	0.53	0.57	0.79				
筹资活动现金流	-569	4304	-754	-1	-293	每股净现金流(最新	0.38	0.60	0.04	0.48	0.64				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.86	3.09	3.20	3.43	3.75				
长期借款增加	0	0	800	800	800	估值比率									
普通股增加	0	521	522	0	0	P/E	273.99	146.84	19.11	17.78	12.98				
资本公积增加	3	2510	878	0	0	P/B	5.50	3.31	3.19	2.98	2.73				
现金净增加额	464	1043	98	1095	1443	EV/EBITDA	29.96	40.86	26.31	12.40	8.84				

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

杨行远

化学博士，2015年加盟东兴证券研究所，四年化工行业工作经验。

杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好评好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。