

# 新潮实业 (600777)

公司研究/深度报告

## 完美抄底美国页岩油，油价弹性最佳标的

深度研究报告/石化行业

2016年6月20日

### 报告摘要:

**全球原油消费量年均增速 5000 万吨，油气市场空间巨大。**1990 年至 2014 年，全球原油消费量由 31.61 亿吨增加至 42.11 亿吨，期间复合增速 1.20%。其中，化石能源仍将是世界经济提供动力的主要能量来源，提供了到 2035 年 60% 的能源增量。据《BP 世界能源展望》数据显示，至 2035 年的展望期内，随着亚洲交通运输和工业中的使用持续增长，石油需求增加了近 2000 万桶/日。我国原油消费量增速高于全球水平，自 1990 年至 2015 年，我国原油消费量由 1.13 亿吨增加至 5.47 亿吨，期间复合增速达 6.57%，远超全球原油消费增速。

**抄底美国常规与非常规油气资源，油价弹性十足。**公司在 2015 年 5 月和 12 月连续收购韩宝和鼎亮美国油气资产，快速转型抄底油气开发行业。我们认为在经历了 14 年 7 月开始的油价连续下跌后，油气资产的投资价值凸显。公司选择在油价低位时转型进入，可以低成本拿到优质区块。公司的油气资产在美国的核心油气开发区域，政治风险与开发风险均非常小。我们看好公司未来在油气开发板块的布局，预计明年产量约 1000 万桶，油价企稳反弹，公司将持续受益油价弹性。

**油价明年预计 60 美元，今年中枢价格 50 美元。**原油供给的增加来自非 OPEC 国家，美国页岩油仍是供给侧最大的变数。页岩油成本的降低以及低油价下的生存能力超出了很多人的预期。60 美元以上页岩油的快速恢复生产的能力为全球原油供给端持续改善增加了难度。长期来看，钻井数持续下滑必将形成新的供需平衡，年内有望在 50 美元左右。

**风险提示：**油价反弹不达预期，跨国经营风险，进入新领域管理风险。

### 投资标的盈利预测及投资建议:

预计公司 2016~2018 年 EPS（考虑增发摊薄）分别为 0.04 元、0.82 元、1.56 元，对应 PE 分别为 413 倍、18 倍、10 倍。原油价格走强，业绩直接受益，维持“强烈推荐”评级。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	430	752	5,230	8,454
增长率（%）	-54.04%	74.73%	595.70%	61.65%
归属母公司股东净利润（百万元）	30	64	1,429	2,711
增长率（%）	-178.82%	110.16%	2135.84%	89.74%
每股收益（元）	0.05	0.04	0.82	1.56
PE（现价）	305	413	18	10
PB	/	6.0	4.6	3.1

资料来源：民生证券研究院

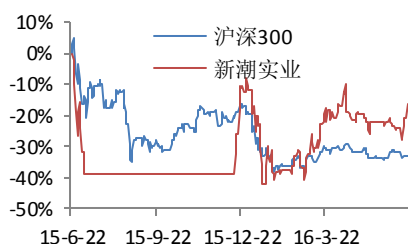
### 强烈推荐 维持评级

合理估值 20.5~24.6 元

### 交易数据 2016-06-20

收盘价（元）	16.11
近 12 个月最高/最低	20.18/10.65
总股本（百万股）	1066
流通股本（百万股）	625
流通股比例（%）	58.63
总市值（亿元）	171.75
流通市值（亿元）	100.76

### 该股与沪深 300 走势比较



### 分析师与研究助理

分析师：陶贻功

执业证书编号：S0100513070009

电话：(010)8512 7892

Email: [taoyigong@mszq.com](mailto:taoyigong@mszq.com)

研究助理：杨侃

一般从业资格：S0100114110008

电话：(010)8512 7543

Email: [yangkan@mszq.com](mailto:yangkan@mszq.com)

研究助理：李晓辉

一般从业资格：S0100116040001

电话：(010)8512 7543

Email: [lixiaohui@mszq.com](mailto:lixiaohui@mszq.com)

### 相关研究

1 新潮实业调研报告 20160120: 抄底美国常规与非常规油气资源，房地产企业华丽转型

2 新潮实业点评报告 20160328: 低价抄底油气资源，油价反弹首推上游标的

3 新潮实业一季报点评报告 20160501: 低价收购美国页岩油，油价反弹首推上游标的

## 目录

一、新潮实业：大刀阔斧剥离资产，低油价下油气收购持续推进.....	3
二、过去 20 年原油消费年均增长 1.2%，未来仍是能源主体.....	4
2.1 全球能源需求继续增长，预计至 2035 年化石能源仍占主体.....	4
2.2 我国原油消费远超世界，对外依存度居高不下.....	7
2.3 供需对比改善，油价有望回暖.....	8
三、以乙烯为代表的下游景气周期到来，带动上游持续增长.....	11
3.1 技术创新驱动石化升级，原油供给成为必需.....	11
3.2 乙烯消费呈现增长态势，行业景气度提升.....	12
四、海外油气市场并购依旧活跃，有利于油气公司快速成长.....	14
4.1 北美油气储备丰富，位居世界前列.....	14
4.2 北美油气资源市场并购“一枝独秀”.....	14
4.3 资产并购主导北美油气交易.....	15
五、公司底部并购美国页岩油资产，安全边际极高.....	17
5.1 标的所在油田发育良好，周边基础设施完善.....	17
5.2 收购成本较低，利润增厚拥抱未来.....	19
六、盈利预测及投资建议.....	21
七、风险提示.....	22
插图目录.....	23
表格目录.....	23

## 一、新潮实业：大刀阔斧剥离资产，低油价下油气收购持续推进

以房地产开发为主要经营范围的实业公司，开启油气资源转型之路。新潮实业是一家主营房地产业、电子元件制造业的企业。经过多年发展及产业结构调整，形成了以房地产开发为主导产业，同时涉及建筑、电缆、机械制造、旅游、进出口贸易、纺织等多个行业的多元化经营格局。从 2014 年开始，公司逐步剥离原有的传统产业，选择在全球油价低迷的时点，启动收购海外油气资产，布局能源领域的业务版图。

图 1：2013 年 80% 销售收入来源房地产

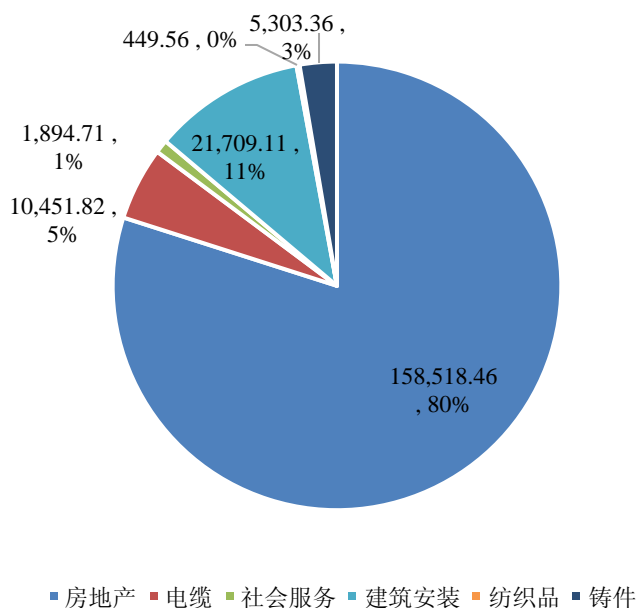
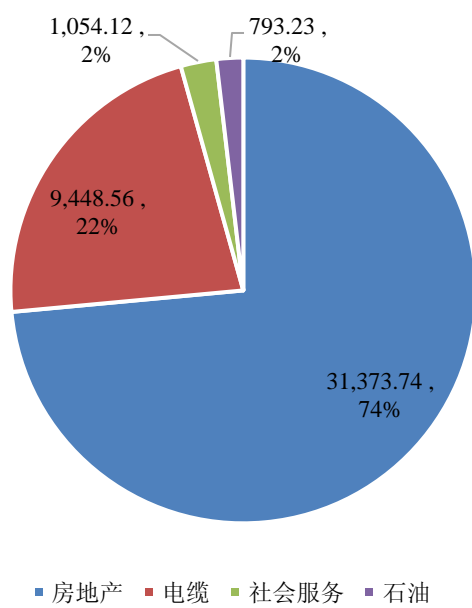


图 2：2015 年 74% 销售收入来源房地产



资料来源：公司年报，民生证券研究院

资料来源：公司年报，民生证券研究院

**转让下属子公司，大刀阔斧盘活资产。**自 2014 年起，新潮实业将未来的发展方向定位于石油及天然气的勘探、开采及销售；为了能够有充裕的现金进行快速资产并购，公司开始讲原有的传统产业逐步予以剥离。公司已经先后处置了烟台新潮酒业有限公司等多家子公司，逐渐收拢经营范围，大刀阔斧剔除占比较低业务，盘活存量资产，向石油燃气领域探出触角。

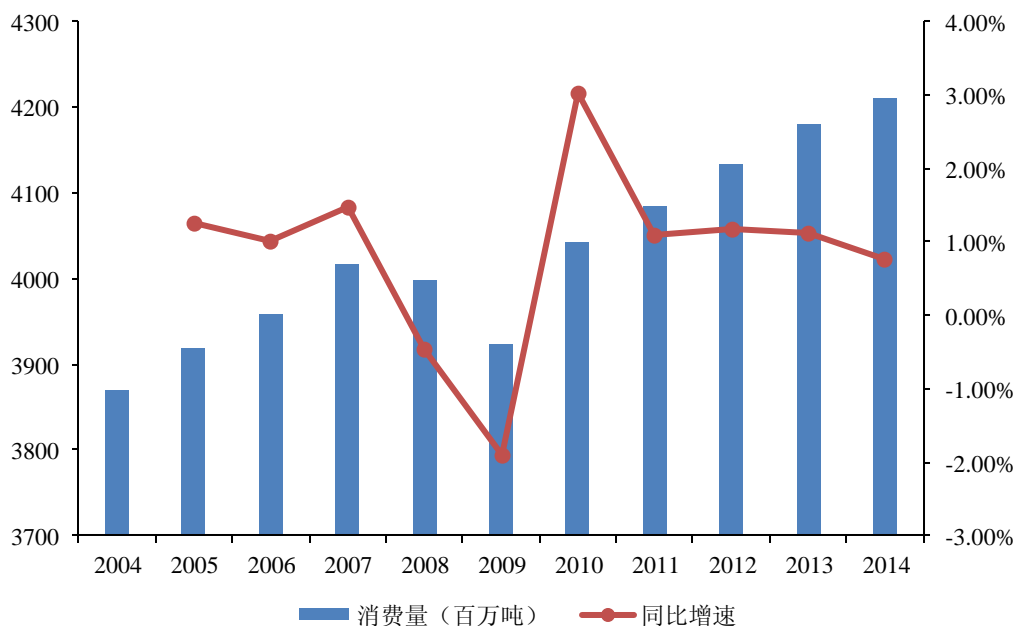
**两宗油田收购案成功使得上市公司迅速进入石油燃气领域。**2014 年 12 月 14 日新潮实业与浙江韩宝签署了收购意向书。2015 年 10 月新潮实业与鼎亮汇通签署了《意向书》，公司拟收购鼎亮汇通持有的油田资产。两次收购案相隔时间不足一年，可见公司正在加速布局能源领域的业务版图，有望快速实现主营业务的完全转型。

## 二、过去 20 年原油消费年均增长 1.2%，未来仍是能源主体

### 2.1 全球能源需求继续增长，预计至 2035 年化石能源仍占主体

全球原油消费量不断提高。1990 年至 2014 年，全球原油消费量由 31.61 亿吨增加至 42.11 亿吨，期间复合增速 1.20%。

图 3：全球原油表观消费量持续增长，2014 年达 42.11 亿吨

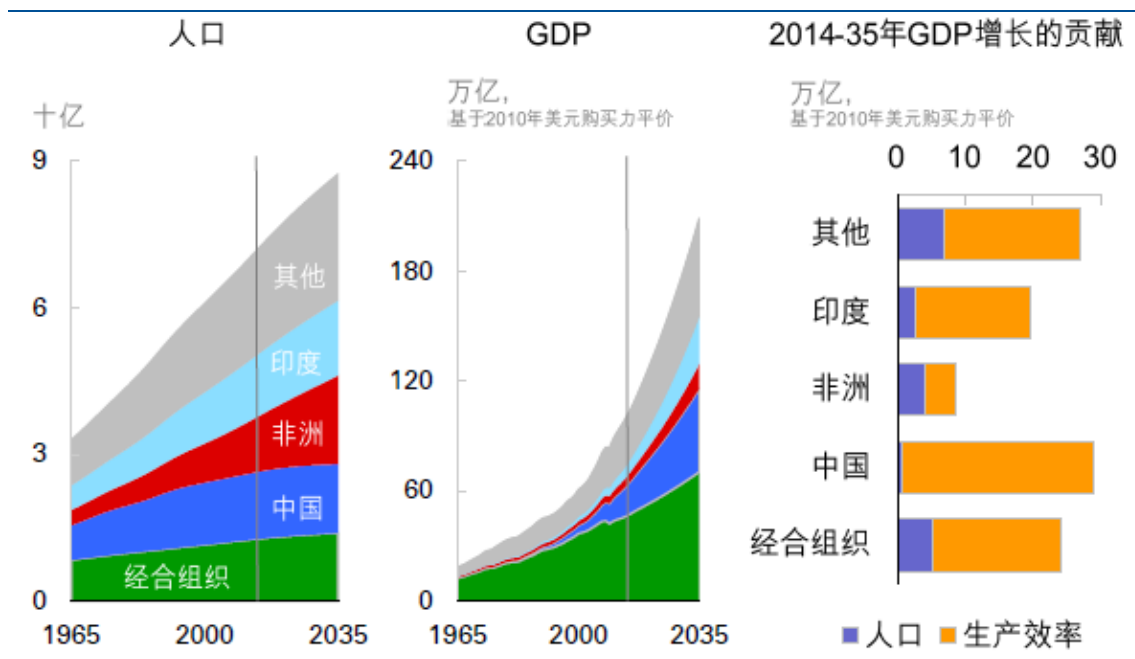


资料来源：《Statistical Review of World Energy 2015 CN Final》，民生证券研究院

**能源需求继续增长。**随着世界经济发展，将需要更多的能源以支持更高的活动水平和生活标准。能源需求的增长虽然将被能源效率更快速的提升所抑制，全球 GDP 将以和中速度增长当然存在着相当大的不确定性，但即便如此，未来 20 年显然依旧需要更多的能源，以保证世界经济的增长和繁荣。

其中，化石能源仍将是世界经济提供动力的主要能量来源，提供了到 2035 年 60% 的能源增量。据《BP 世界能源展望》数据显示，至 2035 年的展望期内，随着亚洲交通运输和工业中的使用持续增长，石油需求增加了近 2000 万桶/日。致密油将持续增长，尽管增速趋缓。

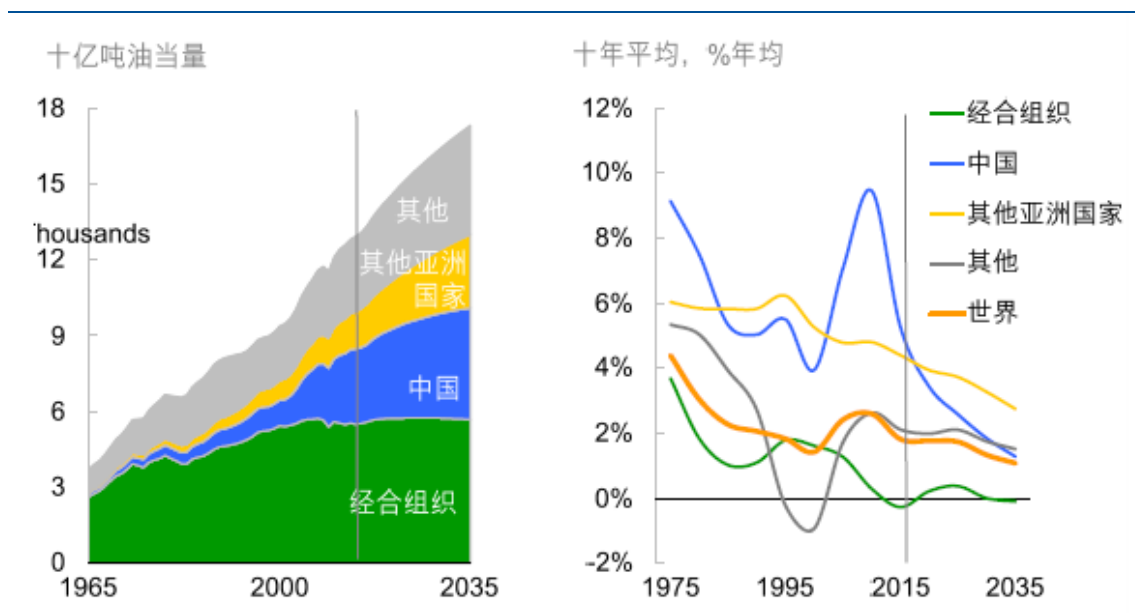
图 4：2035 年全球 GDP 预计翻倍



资料来源：BP 世界能源展望，民生证券研究院

收入和人口是能源需求增长背后的关键推动因素。到 2035 年，世界人口预计增加 15 亿，将达到 88 亿。在同一期间，GDP 预计增长一倍以上，增量的五分之一来源于人口的增长，五分之四来源于生产力的提高，中国的生产效率将发生巨大的提升。我们预计中国和印度一起讲贡献几乎一半的全球 GDP 增量，而经合组织国家则将贡献大约四分之一。

图 5：2035 年全球各区域消费情况

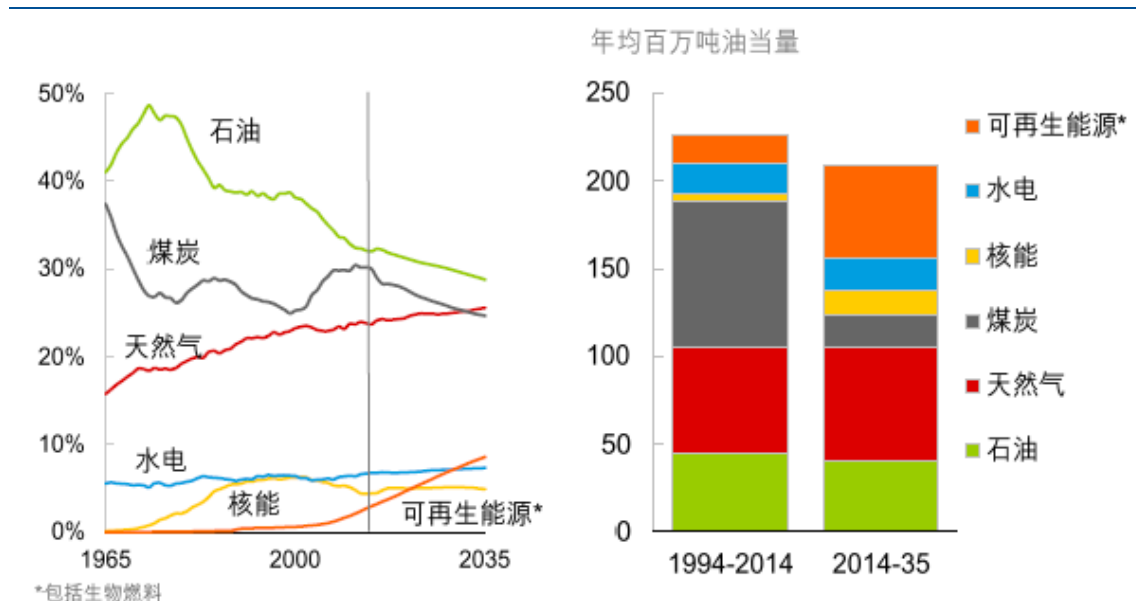


资料来源：BP 世界能源展望，民生证券研究院

世界能源消费在 2014-2035 年间增长为 34%。展望期内能源增长慢于最近 10 年的平均水平：2014 年至 2035 年均均为 1.4%，而 2000 年至 2014 年均均为 2.3%，所以单位 GDP 的能源消

耗将下降，但依旧是正向增长。

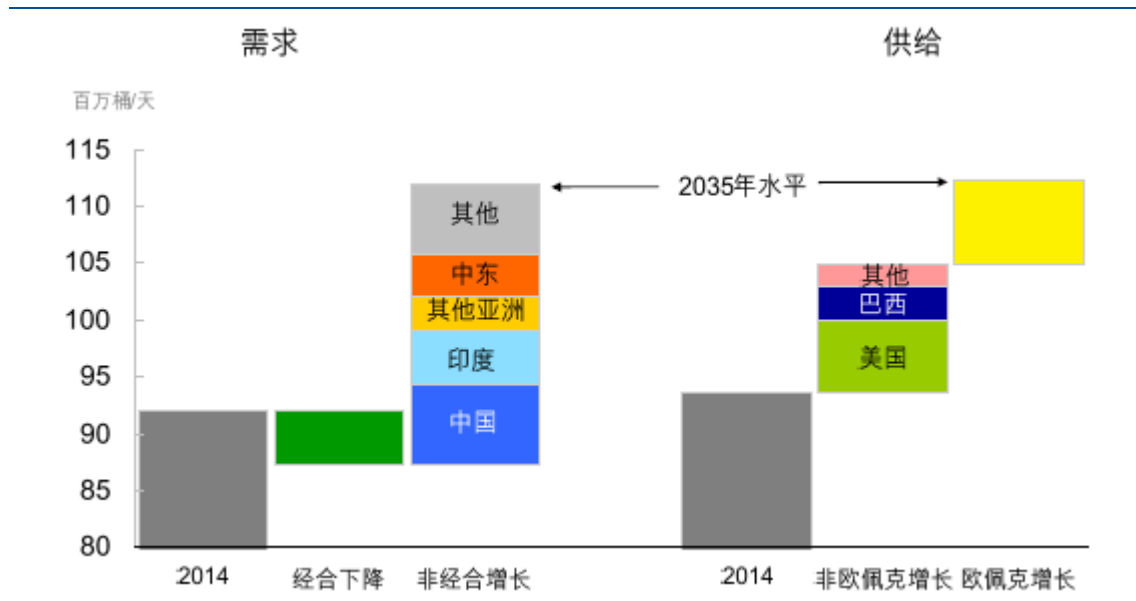
图 6：石油在一次性能源占比仍然最高约为 30%



资料来源：BP 世界能源展望，民生证券研究院

化石能源仍将是世界经济提供动力的主导能源，占预计能源增加量的 60%。天然气是增长最快的化石能源（年均 1.8%），但是石油依然会稳定地增长（年均 0.9%）并占据能源结构的主要地位。

图 7：亚洲强劲增长推动石油需求的增长



资料来源：BP 世界能源展望，民生证券研究院

随着目前的低价促进需求并抑制供给，我们认为石油市场将逐渐恢复均衡。全球液体能源需求（石油、生物燃料以及其他）增加了约 2000 万桶/日，到 2035 年将达到 1.12 亿桶/日。这些需求完全来自于新兴经济体，中国和印度占世界需求增长超过一半，相比之下经合组织

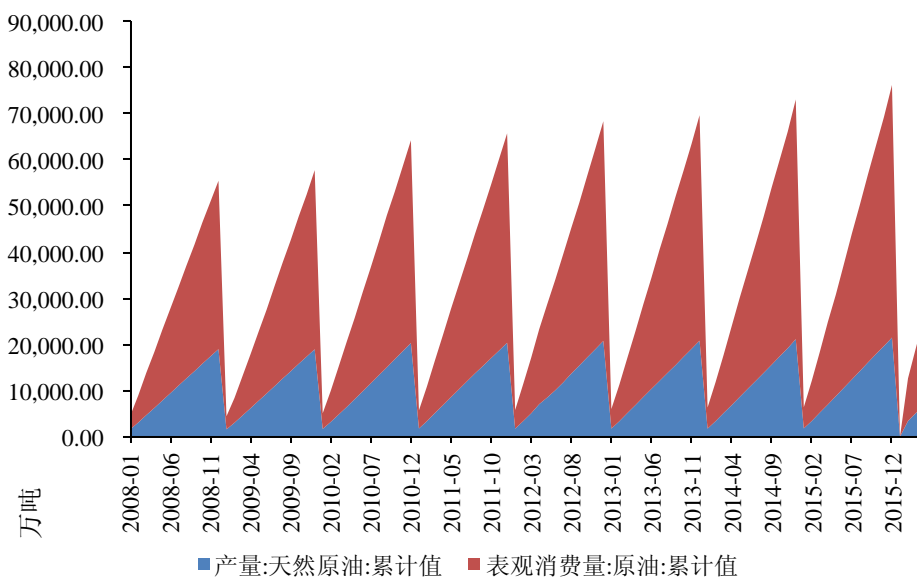


对石油的需求继续稳定性下降（-500 万桶/日）。

## 2.2 我国原油消费远超世界，对外依存度居高不下

我国原油消费量增速高于全球水平，自 1990 年至 2015 年，我国原油消费量由 1.13 亿吨增加至 5.47 亿吨，期间复合增速达 6.57%，远超全球原油消费增速。

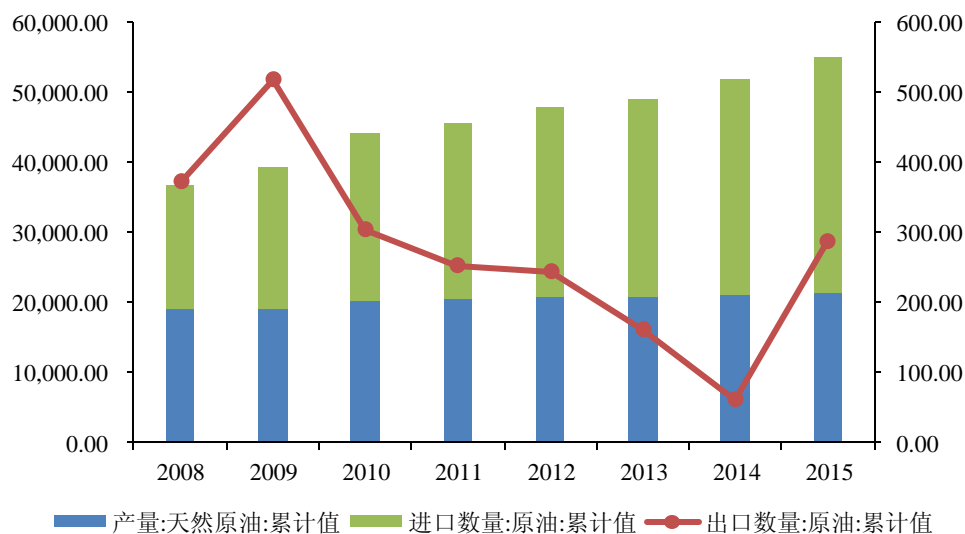
图 8：我国原油表观消费量持续增长，2015 年达 5.5 亿吨



资料来源：Wind，民生证券研究院

随着我国对原油需求的逐渐放量增长，国内天然原油的生产越来越难以维持需求，进口原油数量急剧攀升。我国原油进口量占全球原油进口量的比例在不断提高。2014 年我国原油进口量为 3.08 亿吨，占全球原油贸易量的比例为 11.88%。

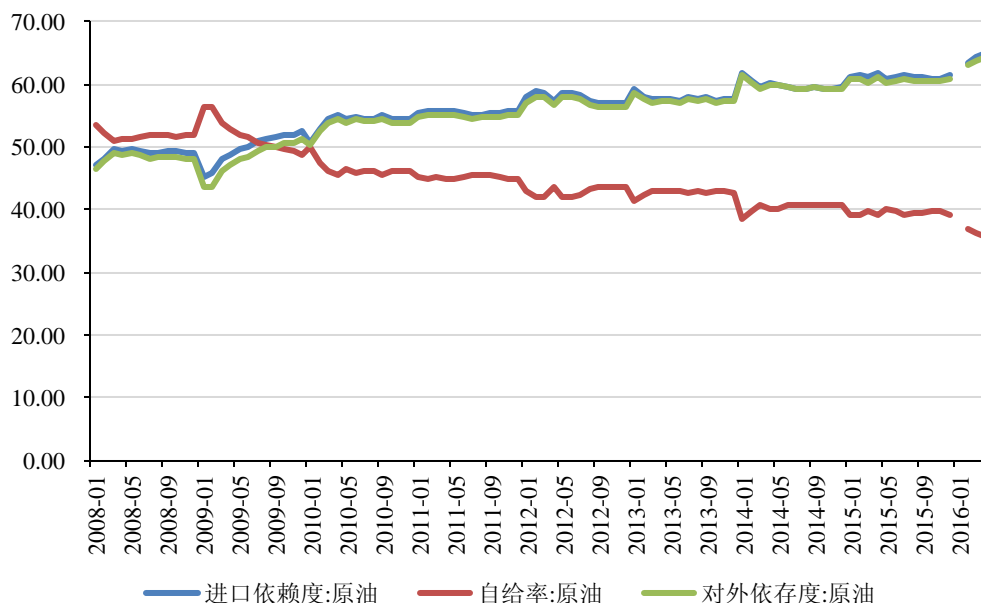
图 9：我国原油自给不足，供给结构依靠进口



资料来源: Wind, 民生证券研究院

由于大量依赖进口, 长期以来我国原油的对外依存度保持高位。从 2008 年 48.18% 已经攀升至 2016 年 4 月的 64.27%, 同时自给率持续下滑, 所以向外扩张油气资源的必要性逐渐显现, 在海外如果可以拥有完全产权的油气资产, 不仅可以缓解国内需求紧张的局面, 而且可以有效降低对外依存度, 保障油料供给。

图 10: 我国原油对外依存度持续走高, 突破 60%

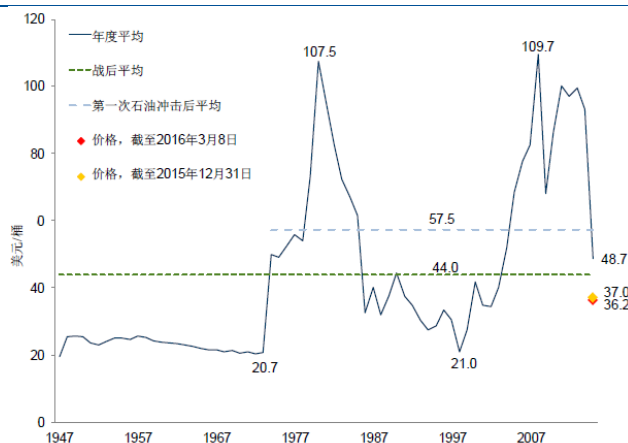


资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2.3 供需对比改善, 油价有望回暖

从 2015 年下半年开始, 原油价格处于历史低位, 我们预计随着供需对比的逐渐改善, 未来油价有望回暖, 将缓慢上升。

图 11: 实际油价仍低于长期历史均价



资料来源: Goldman Sachs 《2016: 全球经济与市场展望》, 民生证券研究院

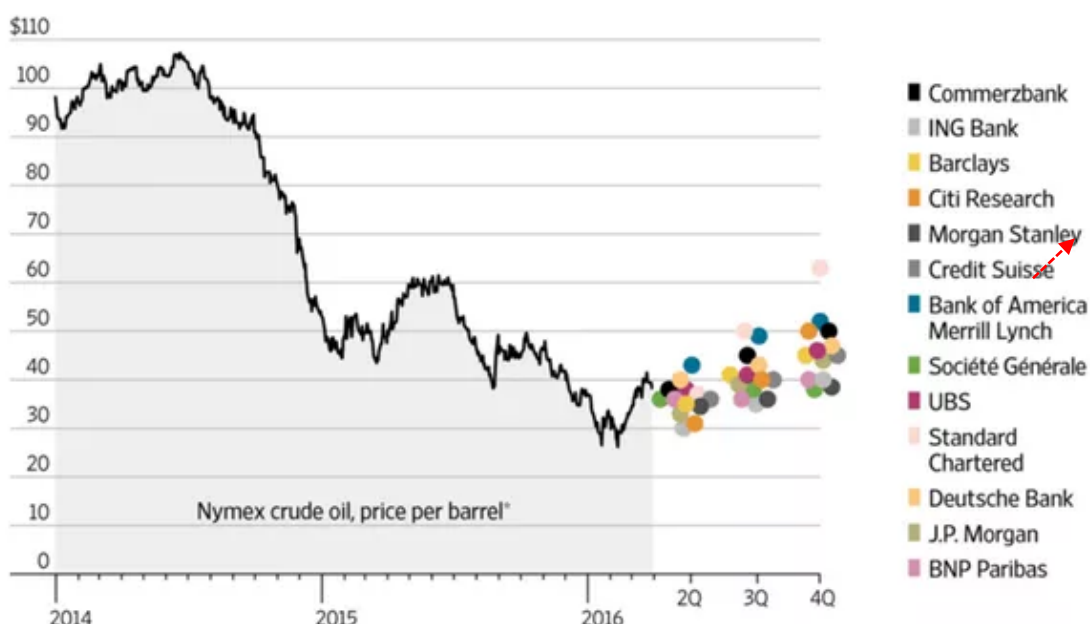


多家国际顶级机构分析师对未来油价上涨表现出乐观态度。根据 Standard Chartered Bank 预测,未来几年原油价格将逐渐恢复,到 2019 年 WTI 原油价格中位数将达到 91 美元/桶。摩根士丹利预计,自 2016 年第四季起,原油市场将出现再平衡,油价可望逐步上扬,到 2018 年可达 85 美元。石油巨头卢克石油公司(Lukoil)首席执行官阿列克佩罗夫预计原油价格将回升至 40-50 美元/桶。路透对 31 位分析师的最新调查数据显示,分析师对 2016 年布伦特油价的平均预期为每桶 57.95 美元,较当前市场价位高逾 20 美元。

图 12: 主要投资银行对 2016 年油价持乐观态度

### Looking Ahead at Oil Prices

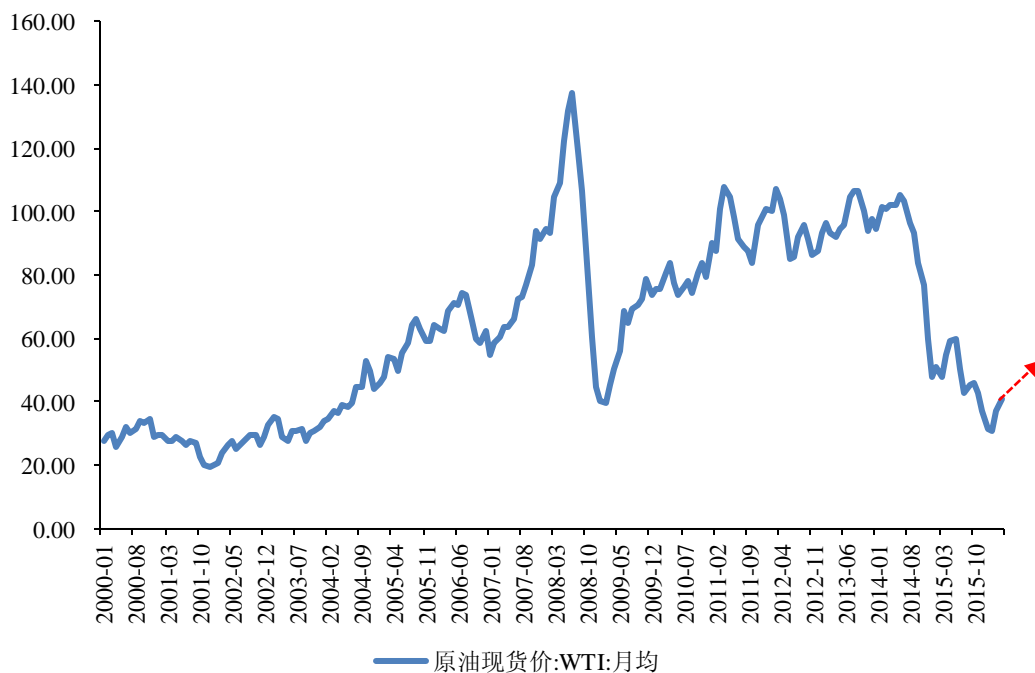
Where investment banks currently (March 2016) see the price per barrel of U.S. crude-oil futures in the next few quarters



资料来源: Investment Banks, The Wall Street Journal, 民生证券研究院

多数分析师仍坚持认为,减产会令市场在未来一年扭转颓势。我们认为目前石化行业景气度正在提高,原油价格将缓慢上升,下一次行业景气高点有望在 2016~2018 年出现。

图 13: WTI 原油现货价格基本触底反弹



资料来源: Wind, 民生证券研究院

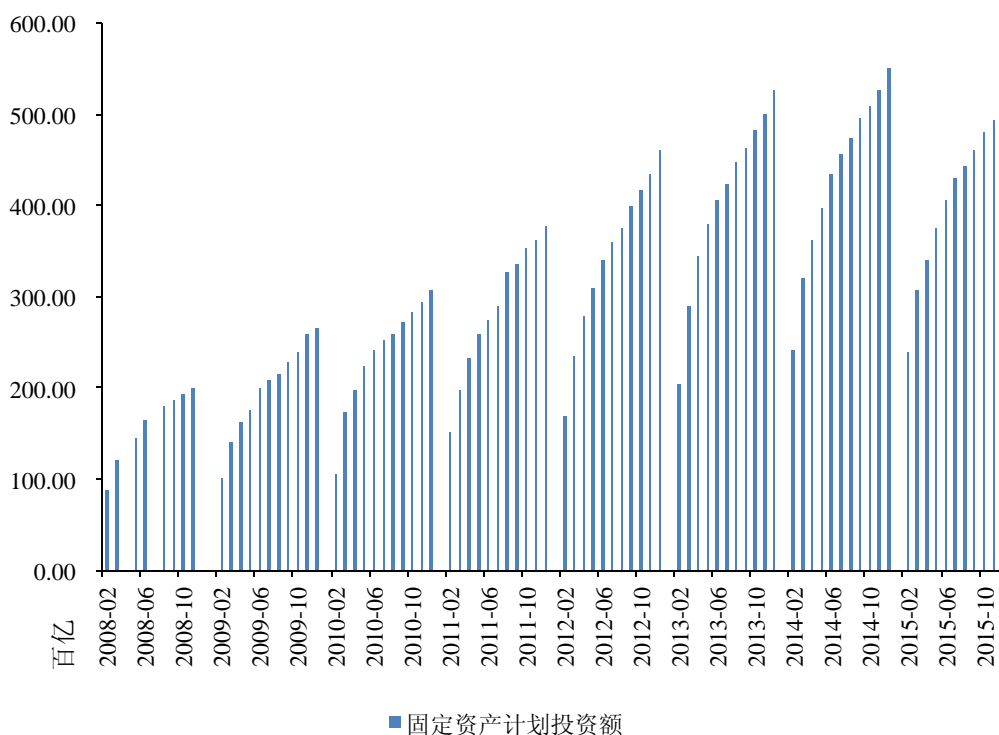
## 三、以乙烯为代表的下游景气周期到来，带动上游持续增长

### 3.1 技术创新驱动石化升级，原油供给成为必需

中国石油和化学工业联合会发布的研究报告《未来十年世界石油化学工业发展趋势和中国创新发展机遇》认为新兴经济体的快速崛起，为全球石化产业发展提供了强大动力和市场空间，并推动市场增长重点由北美、西欧加快转向高速增长的亚太和南美地区。

纵观全球，中国是最令人瞩目的消费市场，中国占全球石化产品消费量的比重，从 2007 年的 26% 上升至 2011 年的 34%。在可预见的未来，亚洲将持续保持全球石化产品需求增长中心的地位。

图 14：石油和化学工业固定资产累计投资额突破 5 万亿



资料来源：wind，民生证券研究院

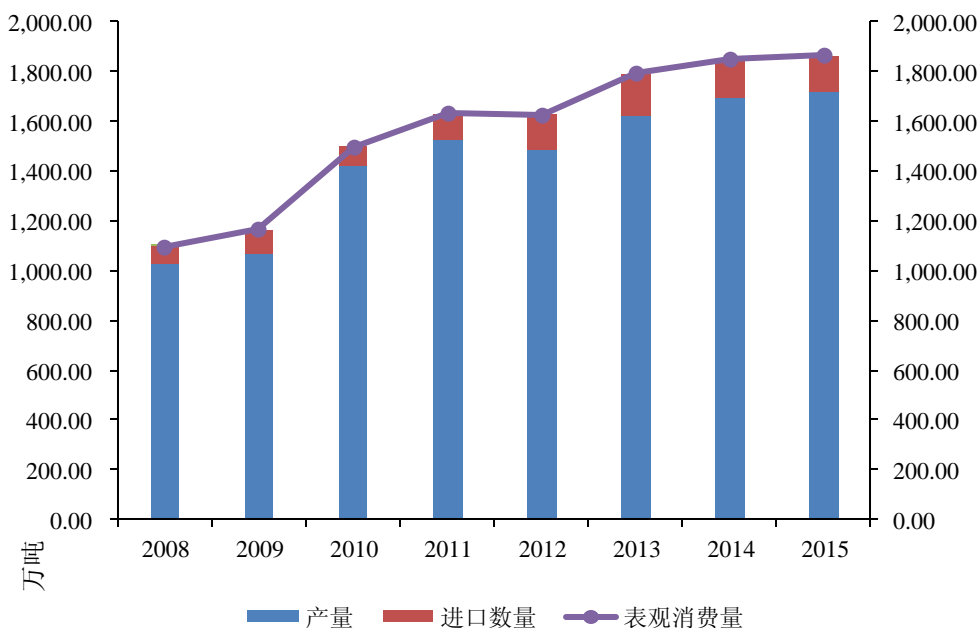
报告指出，受到中国经济强劲增长的拉动，中国石化产业发展迅速，建设了大量石化项目。根据中国国家统计局数据，2003-2013 年十年间，中国石油和化工业固定资产投资累积增长超过八倍，年均增长 25%，其中化学工业投资增长更高达 113 倍，年均增幅 28.5%。然而，多年以来的大额投资也引申出产能过剩的问题，其中以大宗产品最为严重，导致产品价格降幅较大，装置开工率低，企业经营效益差。

**创新驱动是未来石化产业转型升级的最强大引擎。**目前，中国石化产业面对的最大挑战在于创新技术供给不足。中国石化产业转型升级必须依靠技术创新，推进并适应原料多元化的趋势，开发应用先进适用技术，进而对传统石化产业进行优化调整。

### 3.2 乙烯消费呈现增长态势，行业景气度提升

乙烯作为重要的化工产品，反映化工行业整体的景气水平。2008 年我国乙烯表观消费量仅为 1096.34 万吨，至 2015 年增加近一倍高达 1866.17 万吨，90% 以上基本实现自给。

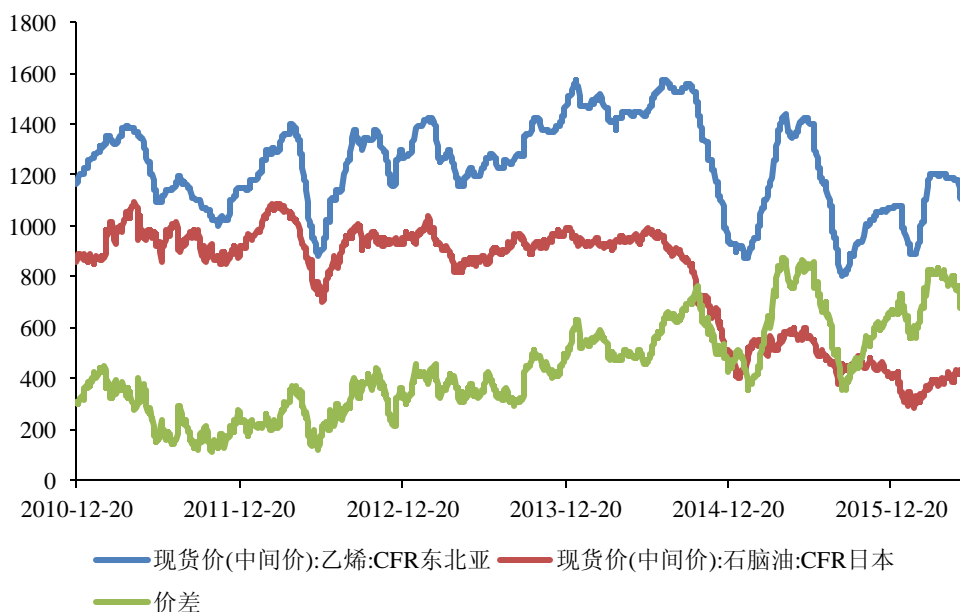
图 15：乙烯消费量平稳增长



资料来源：wind，民生证券研究院

2015 年以来，乙烯-石脑油价差出现较大裂口，价差扩大有利于石化企业化工业务盈利的提高，这对上游原油生产和盈利有一定的正向作用。

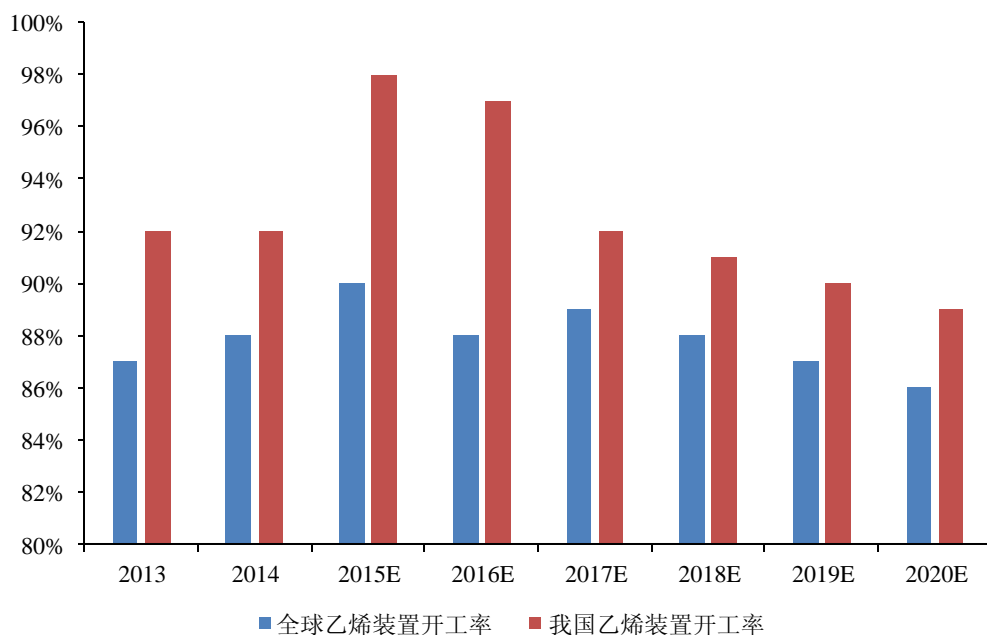
图 16：乙烯-石脑油价差扩大



资料来源: wind, 民生证券研究院

乙烯装置开工率是体现石化行业景气程度的重要指标, 随着乙烯装置开工率的提升, 石化行业的景气度也将逐年提升。根据 Bloomberg 对全球乙烯开工率的预测数据, 我们预计全球乙烯装置开工率有望在 2016 年达到最高点, 石化行业的景气高点也有望在此后出现。

图 17: 我国乙烯装置开工率在 2015 年预计为 98%



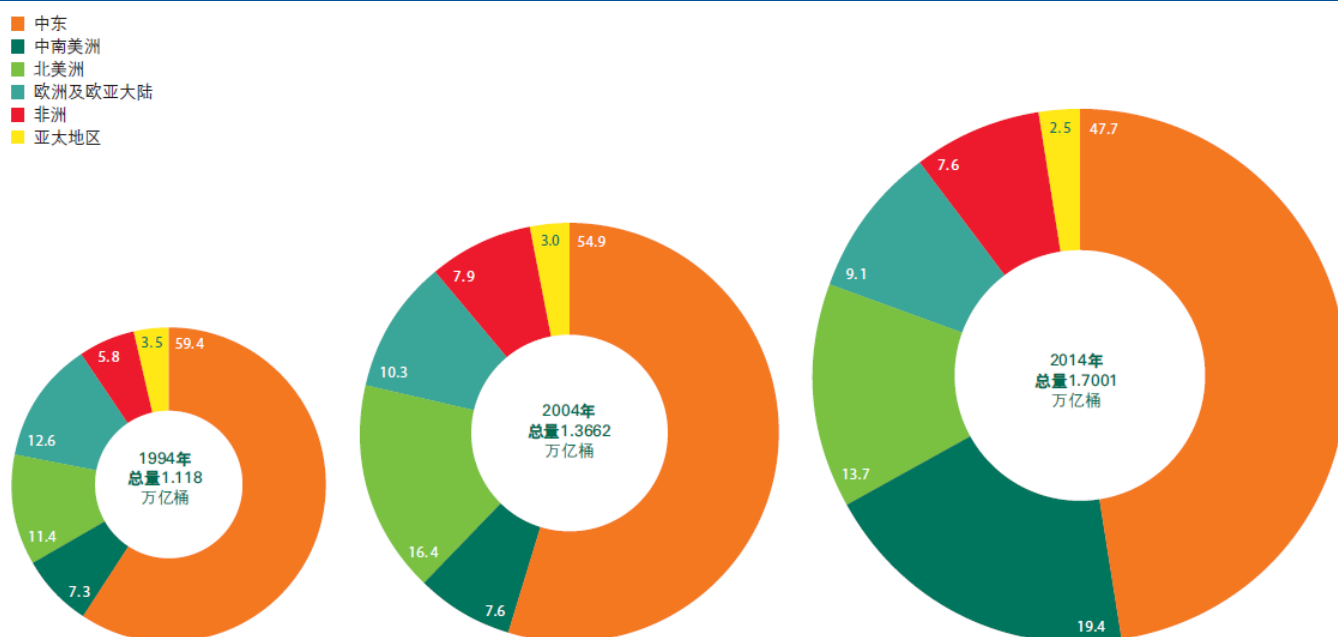
资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

## 四、海外油气市场并购依旧活跃，有利于油气公司快速成长

### 4.1 北美油气储备丰富，位居世界前列

根据 BP 能源 2015 年的统计年鉴显示，截至 2014 年底，全球石油探明储量为 1.7 万亿桶，已探明的储量大部分集中在中东（48%）和美洲（33%），其中储量超过 1000 亿桶的国家有 7 个，分别是中东的沙特阿拉伯、伊朗、伊拉克、科威特，中南美的委内瑞拉，北美的加拿大以及欧亚大陆的俄罗斯，占全国石油储量的 73.6%。北美探明的石油储量为 2325 亿桶，占全球储量的 14%，石油储量丰富。

图 18：北美石油探明储量位居世界第三，占比 13.7%



资料来源：《Statistical Review of World Energy 2015 CN Final》，民生证券研究院

北美石油储量主要集中在美国和加拿大。2014 年美国 and 加拿大探明石油储量分别为 485 亿桶和 1729 亿桶，分别占北美探明石油储量的 20.86% 和 74.37%，美国石油储量增长明显，自 2000 年至 2014 年其探明石油储量增幅达 59.47%。

### 4.2 北美油气资源市场并购“一枝独秀”

2015 年全年共完成并购交易数量 322 宗，较 2014 年的 535 宗大幅下降约 40%，低于近十年来平均交易数量约 26%，并创下近十年来最低单年交易数量。从交易金额上看，2015 年全年上游油气资源并购交易金额约 1380 亿美元，较 2014 年下降 20%，较近十年的平均水平下降约 15%；除去壳牌公司花费 820 亿美元并购 BG 公司外，其余并购交易总金额仅为 560 亿美元。

表 1：全球各主要产油区域并购交易情况

地区	交易金额(亿美元)		交易数量(宗)		交易主要情况
	2014 年	2013 年	2014 年	2013 年	

美国	762	459	233	201	美国油气并购交易较 2013 年大幅反弹，交易数量增长超 10%。其中，致密油相关资产仍是并购重点，金额超 320 亿美元，但页岩气相关资产交易规模较 2013 年增长不大
加拿大	203	102	105	80	加拿大油气并购交易同样较 2013 年大幅增长，交易数量增长超过 25%，交易金额翻倍。非常规资产交易占总交易数量的一半，但 LNG 相关资产交易规模依旧低迷
亚太	161	67	51	44	亚太地区油气资产并购交易金额较 2013 年增幅近 1.5 倍，其中澳大利亚 LNG 相关资产并购交易金额占总金额的一半左右
欧洲	128	55	41	46	欧洲地区并购交易金额较 2013 年翻倍，但交易数量略有下降，其中北海区域是交易的热点
拉美	106	95	35	29	拉美地区并购交易金额和数量较 2013 年略有增长
俄罗斯-中亚	100	298	22	39	该地区并购交易的数量和金额呈“双降”态势，主要是地缘政治及其引发的欧美制裁所致
非洲	110	209	22	34	石油公司在尼日利亚、乍得等国以出售资产为主
中东	11	6	4	3	该地区是全年并购交易发生最少的地区

资料来源：根据 Woodmac 数据和网络公开资料整理，民生证券研究院

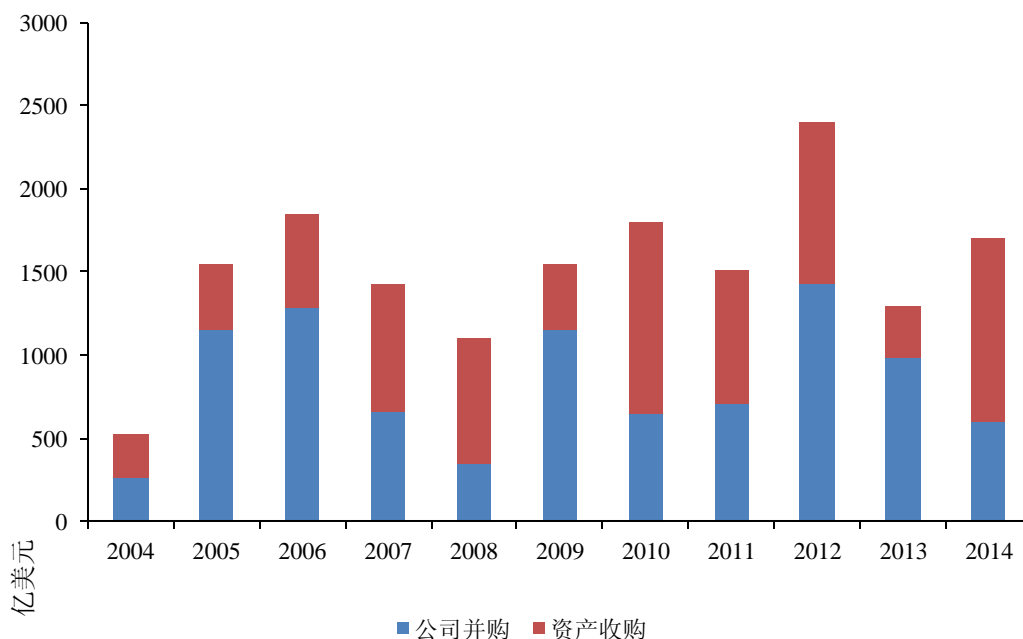
北美仍是全球油气资源并购市场上最活跃的地区，2015 年全年发生交易数量共 204 宗，接近全球其他地区油气资源并购交易数量总和的两倍。除北美外，欧洲、亚太、非洲、前苏联地区和拉美地区并购交易数量均大幅低于往年，分别为 33、28、20、20 和 16 宗。中东地区油气资源并购交易仍延续 2014 年的低迷走势，全年度仅有 1 宗交易完成。

### 4.3 资产并购主导北美油气交易

油气交易结构从交易对象和交易数量看，以资产交易为主。之前有分析家认为的低油价将导致诸多公司资不抵债而出现的大量关门事件，并由此引发的公司收购潮并没有出现。

图 19：北美油气并购以资产并购为主





资料来源: 根据 Woodmac 数据资料整理, 民生证券研究院

从长期趋势看, 全球石油需求增速大致是全球 GDP 增速的 50%, 经济缓慢复苏决定的油气需求增速缓慢, 油价不具有大幅反弹的基础, 但以供需基本面改善为支撑的油价回暖还是极有可能出现的。在相对稳定的油价下, 全球油气并购不温不火, 小公司之间的并购占交易项目的主要组成部分, 类似于壳牌吞并 BG 的大额交易会比较少, 且交易的地区主要还是集中在北美。

长期以来, 油气交易所表现出来的规律说明, 低油价时期石油公司因为现金流吃紧, 吃进资产会很费力气, 更多的选择是观望和谨慎投资。反而是其他行业中具有充裕资金, 并且战略定位转向油气资源的公司更容易进入。基于以上判断, 我们认为新潮实业在当前时点进行海外油气资产并购, 进入油气开采销售领域, 一方面是公司看好中长期油气资源市场, 另一方面, 对于公司转型, 低油价环境带来的估值效应节省很大一部分成本。

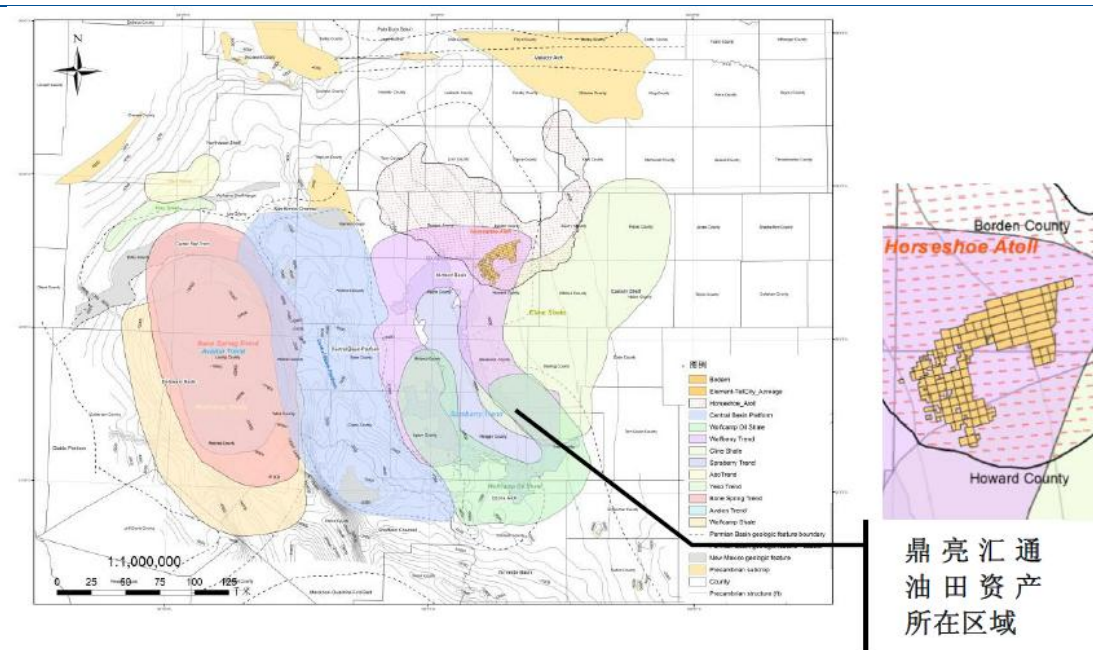
## 五、公司底部并购美国页岩油资产，安全边际极高

### 5.1 标的所在油田发育良好，周边基础设施完善

2015 年 10 月 23 日新潮实业与鼎亮汇通签署了《意向书》，协议收购分三步完成：（1）鼎亮汇通将通过其境外孙公司 Moss Creek Resources, LLC 以现金方式收购 Tall City Exploration LLC（注册于特拉华州）及 Plymouth Petroleum, LLC（注册于特拉华州）位于美国二叠盆地油田资源（美国德克萨斯州 Howard、Borden 郡）的相关权益；（2）完成上述收购后鼎亮汇通股东将所持股权全部转让给非关联第三方；（3）新潮实业向前述非关联第三方购买鼎亮汇通合计 100% 的权益份额。目前鼎亮汇通已完成相关油田资产的收购。

本次收购的油田资产位于 Permian 盆地区域（具体位置为 Permian 盆地东部的 Midland 盆地），富含油气的 Permian 盆地有 20 块油田进入全美产量排名前 100 位，整个盆地的产量占得克萨斯州的 3/4，占全美的 1/10。该油田资产所在区域油气资源储量较为丰富，区块连续程度较高；区域内基础设施及交通运输配套相对完善，油服作业市场化程度较高，产能扩张基础较好。

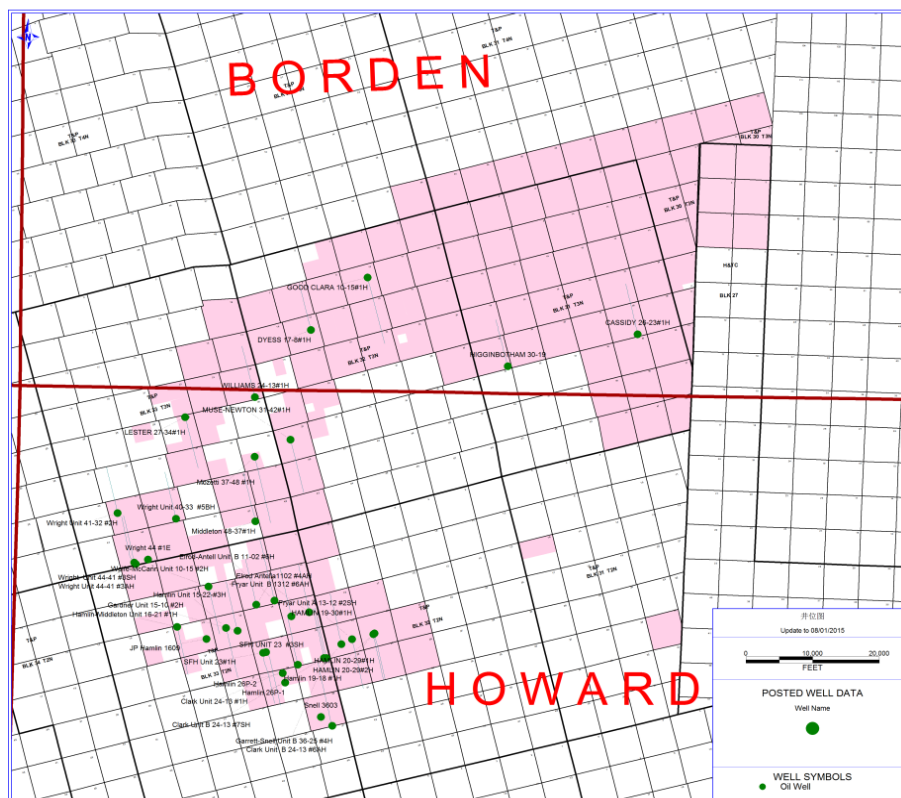
图 20：油田资产所在区域位置优越



资料来源：资产评估说明书，民生证券研究院

标的企业鼎亮汇通持有的油田资产含在产井 40 口，其中 5 口位于 Borden 郡，35 口位于 Howard 郡，分布相对集中。

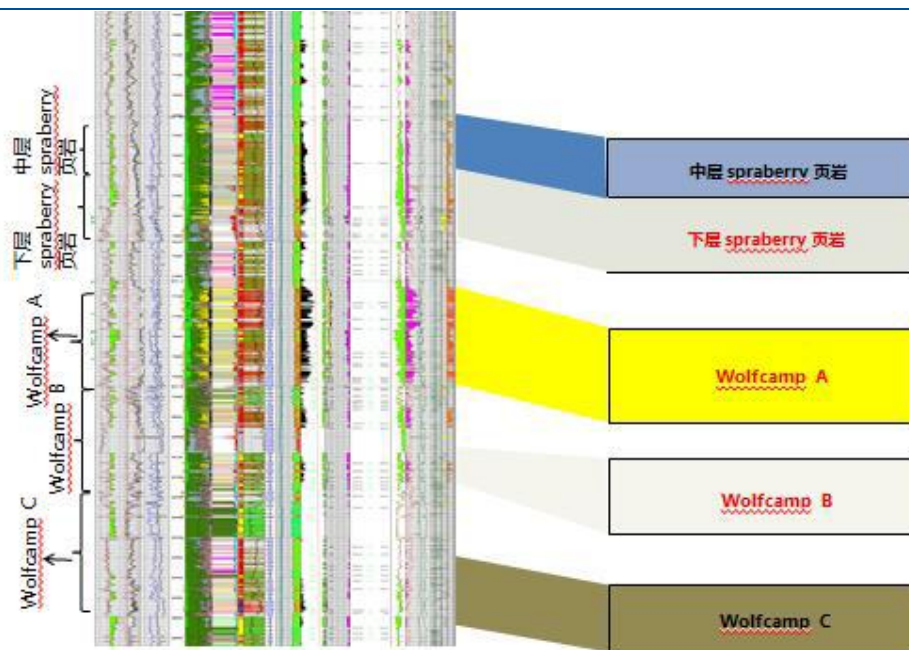
图 21: 主要油井分布在 Howard 和 Borden



资料来源: 资产评估说明书, 民生证券研究院

鼎亮汇通持有的油田资产主力产油层为下层 Spraberry, Wolfcamp A 和 Wolfcamp B; 潜力产油层为中层 Spraberry 和 Wolfcamp C。

图 22: 标的油田资产主力产油层分布



资料来源: 资产评估说明书, 民生证券研究院

Wolfcamp 层为海相沉积,在组成二叠盆地的各个二级构造中均有发育,沉积厚度达上千英尺,埋藏深度约为 5,500 至 11,000 英尺左右;该层纵向分为上下两部分,下部的有机质成熟度高,主要生气,上部生油,总有机碳含量 (Toc) 约为 2.24%-7.24%,镜质体反射率 (Ro) 为 0.95-0.97,均质性较好,系天然裂缝发育。Wolfcamp 层是 Permian 盆地最主要的油气供给来源,为自生自储型。Spraberry 层为海陆过渡相沉积,岩性通常为低孔低渗细砂岩或碳酸岩与页岩互层。Spraberry 层可进一步划分为 Upper Spraberry 和 Lower Spraberry。其中,Upper Spraberry 包含多套薄含油层,内部发育累积厚度 150 英尺以上的非渗透层产层深度大约 5,000 至 7,000 英尺。且该油田资产没有不具备商业开发价值的干井。

根据 Tall City 的《储量评估报告》对 Plymouth 和 Tall City 联合作业区的油田资产以及其它矿产权益按照所处位置、面积、储层情况等进行推算,被评估企业拥有的油田资产的整体储量情况如下。

**表 2: 标的油田储量概算**

类别	原油储量 (万桶)
证实储量 (Proved)	证实已开发正生产储量 (PDP)
	677.80
	证实已开发未生产储量 (PDNP)
	175.91
概算储量 (Probable)	证实未开发储量
	17866.27
	合计
2P 储量	18719.98
	合计
	35846.64
	54566.62

数据来源:《储量评估报告》,民生证券研究院

## 5.2 收购成本较低,利润增厚拥抱未来

本次交易完成后,公司将取得美国石油工业的核心地带德克萨斯州的油田资产,该油田资产储量丰富,区块连续程度高,区域内基础设施及交通运输配套完善,区域内的油服作业市场化程度高,产能扩张基础较好,公司的资产规模、盈利能力将得到提升。

**表 3: 实际与备考财务指标显示收购后利润增厚显著**

项目	2015 年 1-11 月		2014 年	
	实际	备考	实际	备考
资产总额	703,280.74	1,503,117.05	427,562.11	609,768.62
归属于母公司的所有者权益	329,434.32	1,111,071.82	117,787.14	265,781.10
营业收入	35,878.43	83,598.86	93,612.70	124,100.77
净利润	-8,753.45	-23,677.60	1,866.06	6,446.35
归属于母公司所有者的净利润	-9,316.82	-24,240.97	-3,857.75	722.53
扣非后归属于母公司所有者净利润	-9,747.28	-7,489.85	-1,988.81	2,591.48
基本每股收益 (元/股)	-0.15	-0.18	-0.06	0.01
扣非后基本每股收益 (元/股)	-0.16	-0.06	-0.03	0.02

资料来源:《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)摘要》

油田收购成本较低,公司业务规模及盈利水平将得以提升。根据鼎亮汇通油田资产的模拟报表,2014 年度油田资产未经审计的营业收入 3.05 亿元,未经审计的归属于母公司股东

的净利润 4636.62 万元。鼎亮汇通油田拥有整体证实储量为 1.87 亿桶，按照 83 亿元的收购成本计算，单位储量收购成本约为 6.9 美元/桶，未来随着油田开采规模的进一步扩大，油田资产未来的盈利能力和利润将得以大幅提升。

#### 收购油气标的情况：

**浙江韩宝：**公司 2015 年 5 月 28 日，定增 22.11 亿（2.3 亿股，每股 9.42 元）亿收购韩宝 100% 股权，锁三年。韩宝的油田是美国德州常规油田，油田位于美国的 Permian 盆地。Permian 盆地的地域范围从西德克萨斯地带一直延伸至新墨西哥地带，是美国最大的石油矿藏区域之一，也是美国石油工业的核心地带。该油田总面积约为 8339 英亩，据公告，14 年产量 57 万桶，1P 储量约 2446 万桶，折合单桶收购成本约 14 美元。

**鼎亮汇通：**受公司 2015 年 12 月 3 日，定增 83 亿（收购资产 7.36 亿股，每股 11.28 元；其中配套资金 20 亿，1.37 亿股，14.6 元/股）收购鼎亮汇通 100% 股权，锁三年（配套资金锁一年）。鼎亮的油田资产是页岩油，位于美国德克萨斯州 Midland 盆地东北角的 Howard 郡、Borden 郡的页岩油藏资产，净面积超过 7.7 万英亩。据公告，14 年产量 68 万桶，15 年 1-7 月产量为 92 万桶，1P 储量 1.87 亿桶，单桶收购成本约 6.8 美元。

**合计油气资源：1P 储量约 2.11 亿桶，单桶收购成本约 7.6 美元。**



## 六、盈利预测及投资建议

预计公司 2016~2018 年 EPS（考虑增发摊薄）分别为 0.04 元、0.82 元、1.56 元，对应 PE 分别为 413 倍、18 倍、10 倍。原油价格走强，业绩直接受益，维持“强烈推荐”评级。

## 七、风险提示

油价不达预期，净利润收入下滑；进入新领域管理经验不足导致的管理风险；下游生产遭遇瓶颈；跨国风险



## 插图目录

图 1: 2013 年 80% 销售收入来源房地产 .....	3
图 2: 2015 年 74% 销售收入来源房地产 .....	3
图 3: 全球原油表观消费量持续增长, 2014 年达 42.11 亿吨 .....	4
图 4: 2035 年全球 GDP 预计翻倍 .....	5
图 5: 2035 年全球各区域消费情况 .....	5
图 6: 石油在一次性能源占比仍然最高约为 30% .....	6
图 7: 亚洲强劲增长推动石油需求的增长 .....	6
图 8: 我国原油表观消费量持续增长, 2015 年达 5.5 亿吨 .....	7
图 9: 我国原油自给不足, 供给结构依靠进口 .....	7
图 10: 我国原油对外依存度持续走高, 突破 60% .....	8
图 11: 实际油价仍低于长期历史均价 .....	8
图 12: 主要投资银行对 2016 年油价持乐观态度 .....	9
图 13: WTI 原油现货价格基本触底反弹 .....	10
图 14: 石油和化学工业固定资产累计投资额突破 5 万亿 .....	11
图 15: 乙烯消费量平稳增长 .....	12
图 16: 乙烯-石脑油价差扩大 .....	12
图 17: 我国乙烯装置开工率在 2015 年预计为 98% .....	13
图 18: 北美石油探明储量位居世界第三, 占比 13.7% .....	14
图 19: 北美油气并购以资产并购为主 .....	15
图 20: 油田资产所在区域位置优越 .....	17
图 21: 主要油井分布在 Howard 和 Borden .....	18
图 22: 标的油田资产主力产油层分布 .....	18

## 表格目录

表 1: 全球各主要产油区域并购交易情况 .....	14
表 2: 标的油田储量概算 .....	19
表 3: 实际与备考财务指标显示收购后利润增厚显著 .....	19

## 分析师及研究助理简介

**陶贻功**：毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2011年7月加入民生证券研究院。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。

**杨侃**：南京大学地科院与美国 Rutgers 大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石油化工等大能源方向的行业研究。

**李晓辉**：本科毕业于西北大学，研究生毕业于中国石油大学（北京），化学工程专业。2010年8月至2016年2月在中石化北京燕山分公司工作，从事炼油及化工生产运营管理。2016年3月加入民生证券，从事石化方向研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

## 民生证券研究院：

**北京**：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

**上海**：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101室；200120

**深圳**：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，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。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。