



2017 年 09 月 18 日

买入(调高)

当前价: 4.2 元
目标价: 6.21 元

石油化工行业研究组

分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 韦家煜

电话: 010-64408587
邮箱: weijiayu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入	243	1416	5399	7031
(+/-)	-44%	482%	281%	30%
归母净利润	-181	424	2291	3333
(+/-)	-697%	334%	441%	45%
EPS(元)	-0.03	0.06	0.32	0.46
P/E	-167.6	71.79	13.27	9.13

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《【联讯石化中报点评】新潮能源 (600777.SH): 上半年扭亏为盈, 8 月新油田并表业绩有望大幅增长》2017-08-25
《【联讯石化公司点评】新潮能源 (600777.SH): 下半年计划增产, 融资布局油品贸易》2017-09-15

新潮能源(600777.SH)

【联讯石化公司深度】新潮能源 (600777.SH): 低成本页岩油企, 中低油价时期仍实现高盈利

投资要点

✧ 吐旧纳新, 转型美国页岩油生产商

新潮能源原有主营业务为房地产开发及电子元器件制造等, 自 2014 年开始逐步剥离原有产业, 2014 年纺织业务剥离完毕, 2015 年至 2016 年陆续剥离房地产、钢结构及电子元器件业务, 至 2017 年, 公司原有业务完全剥离。公司主营业务完全转向石油天然气勘探、开发及销售。公司于 2015 年起开始对油气资产的收购, 2015 年 12 月, 浙江犇宝并表, 2017 年 8 月, 鼎亮汇通并表, 油气资产规模逐步形成。

✧ 并表新油田将增产 14 倍以上, 完全成本低至 24 美元/桶

鼎亮汇通及子公司 Moss Creek 并表后公司油气 1P 储量将达到 2 亿桶左右, 我们估算 Moss Creek 的储采比为 22.74 年, 增产潜力大。公司产量也将大幅增长, 以并表前 2017 年上半年产量计算, Moss Creek 产量是 Surge 的 14.6 倍。目前 Moss Creek 打井速度加快, 下半年计划总井数将达到 184 口; 预计原油产量达 478 万桶, 日均产量 2.6 万桶/天, 较上半年增长 36%。

公司原有油田完全成本约为 40 美元/桶, 且产量小, 而 Moss Creek 公司油田 2016 年完全成本为 24 美元/桶, 盈利能力大幅增强。Moss Creek 公司油田为初次开采的页岩油田, 打井节奏稳步加快, 油井单产较高, 后续产量提升空间大, 公司业绩有望大幅提升。以 2018 年预测值为基础, 假设其他条件不变, 油价每增长 10%, 对应 EPS 增加 0.06 元。

✧ 美国所得税税率有望下调, 公司盈利空间或进一步扩大

2017 年 4 月, 美国特朗普政府公布税收改革计划, 欲将联邦企业所得税税率从 35% 下调至 15%, 实施领土税收制度, 其中企业税税率最高 15%, 中小企业也适用于 15% 的税率。税改方案的框架将于美国时间 9 月 25 日公布, 文件将囊括“税改的核心要素”。鉴于预算问题, 将联邦企业所得税税率下调至 15% 的目标可能难以实现, 但也有望下调至很有竞争力的水平。以 2018 年预测值为基础, 假设其他条件不变, 所得税税率每降低 5 个百分点, 公司 EPS 约增加 0.02 元。

✧ 盈利预测

我们预计 2017-2019 年, 公司分别实现营业收入 14.16、53.99、70.31 亿元; 归母净利润分别为 4.24、22.91、33.33 亿元; EPS 分别为 0.06、0.32、0.46 元; 当前股价对应 PE 为 72、13、9 倍; BPS 分别为 2.07、2.44、2.90 元。以 2017 年 3 倍 PB 计算, 给予目标价 6.21 元, 上调评级至“买入”。

✧ 风险提示

国际油价持续大幅下跌、油气产量不达预期、油田开发成本大幅增加



投资案件:

盈利预测与估值

我们预计 2017-2019 年, 公司分别实现营业收入 14.16、53.99、70.31 亿元; 归母净利润分别为 4.24、22.91、33.33 亿元; EPS 分别为 0.06、0.32、0.46 元; 当前股价对应 PE 为 72、13、9 倍; BPS 分别为 2.07、2.44、2.90 元。我们选取了主要油气资产同在 Permian 盆地的 7 家美股公司, 计算得其平均市净率为 3.17 倍。以公司 2017 年 BPS 预测值 2.07 元及 3 倍 PB 计算, 得到目标价 6.21 元, 上调评级至“买入”。

关键假设点

(1) Surge 所属油田产量相对稳产, 2017-2019 年原油产量分别为 50 万桶、55 万桶、55 万桶。Moss Creek 所属油田产量维持高速增长, 2017-2019 年油气当量产量分别为 830 万桶(并表 398 万桶)、1533 万桶、1825 万桶。

(2) 随着产量的大幅增长, Moss Creek 所属油田完全成本进一步摊薄, 2017-2019 年分别为 24 美元/桶、23 美元/桶、22 美元/桶; 其并表后 Surge 公司作业运营服务取消, 完全成本逐步降至 39 美元/桶。

(3) 2017-2019 年, WTI 原油均价分别为 50 美元/桶、55 美元/桶、60 美元/桶, 公司贴水 5 美元/桶; 美元兑人民币汇率年均值为 6.8。

(4) 美国税收改革顺利, 联邦企业所得税税率有效下降, 2017-2019 年, 公司全年实现税率分别为 35%、20%、20%。

主要看点

鼎亮汇通并表后, 公司油气产销规模大幅提升, 其旗下油田为初次开采的页岩油田, 完全成本低, 储采比高, 后续产量提升空间大。公司 100 亿融资资金到位后, 充足的现金流可支撑大规模扩产所需成本, 公司业绩有望持续高增长; 随着欧佩克减产的持续进行, 原油供需面趋于缓和, 国际油价有望逐步回升, 估值进一步提升, 形成戴维斯双击。

股价表现的催化剂

1、公司拟在上海及山东新设立的两个石油化工产品贸易子公司有望将成为公司业绩的新增长点, 布局石油产业链的微笑曲线两端, 盈利结构改善, 抗风险能力提高。

2、美国税改方案的框架将于美国时间 9 月 25 日公布, 文件将囊括“税改的核心要素”。鉴于预算问题, 将联邦企业所得税税率下调至 15%的目标可能难以实现, 但也有望下调至很有竞争力的水平。新潮能源目前旗下油田资产均位于美国, 若税改落实, 公司在美资产的盈利水平将进一步提高。

核心假设风险

国际油价持续大幅下跌、油气产量不达预期、油田开发成本大幅增加



目 录

投资案件:	2
盈利预测与估值	2
关键假设点	2
主要看点	2
股价表现的催化剂	2
核心假设风险	2
一、毅然转型，轻装上阵，打开公司新格局	5
(一) 吐旧纳新，公司转型油企	5
(二) 油气业务始发力，未来业绩有望快速增长	6
(三) 拟发行百亿中期票据及债券，布局油品贸易业务	7
二、深耕 Permian 盆地，收购优质页岩区块	7
(一) 收购浙江犇宝：试水油气业务，积累美国开发经验	7
(二) 收购鼎亮汇通：产量增加 14 倍以上，桶油成本低至 24 美元	9
1、油田品质优质，位于 Permian 盆地高产地带	9
2、高储采比，打井节奏快，增产潜力巨大	11
3、完全成本低，油价弹性大	13
4、基础设施完善，客户稳定，稳产稳销	14
四、盈利预测与估值	15
(一) 盈利预测	15
(二) 油价增长 10%，EPS 增加 0.06 元	16
(三) 美国所得税税率有望下调，公司盈利空间或进一步扩大	17
(四) PB 估值及投资评级	18
五、风险提示	18

图表目录

图表 1: 注入油气资产，处置原有资产	5
图表 2: 油气业务逐步发力，净利润实现扭亏为盈（万元）	6
图表 3: Surge 公司所属油田地理位置	7
图表 4: Surge 所属油田历史井数	8
图表 5: Surge 所属油田储量情况（截至 2017 年 6 月 30 日）	8
图表 6: Surge 所属油田完全成本测算	8
图表 7: 浙江犇宝与鼎亮汇通油田收购成本对比	9
图表 8: Permian 页岩油产量占全美 1/10（百万桶/天）	10
图表 9: 2017 年上半年两个区块产量对比	10
图表 10: 鼎亮汇通所属油田资产在 Permian 盆地位置与地质概况图	10
图表 11: 油田主力产油层及潜力产油层情况	11



图表 12: 鼎亮汇通所有油田资产储量情况 (截至 2016 年 6 月 30 日)	12
图表 13: 油田井位分布图 (截至 2016 年 12 月 31 日)	12
图表 14: Moss Creek 所属油田产量增长迅速 (万桶)	13
图表 15: 打井节奏加快 (口井)	13
图表 16: Moss Creek 所属油田桶油成本逐步降低	13
图表 17: Moss Creek 所属油田桶油完全成本测算	14
图表 18: 油田周边交通情况	14
图表 19: 新潮能源分区块盈利预测	15
图表 20: 油价增长 10%, EPS 增加 0.06 元	16
图表 21: 联邦所得税税率降 5 个百分点, EPS 增加 0.02 元	17
图表 22: 可比公司 PB	18
图表 23: PE-Band (TTM)	19
图表 24: PB-Band (TTM)	19
附录: 公司财务预测表 (百万元)	20



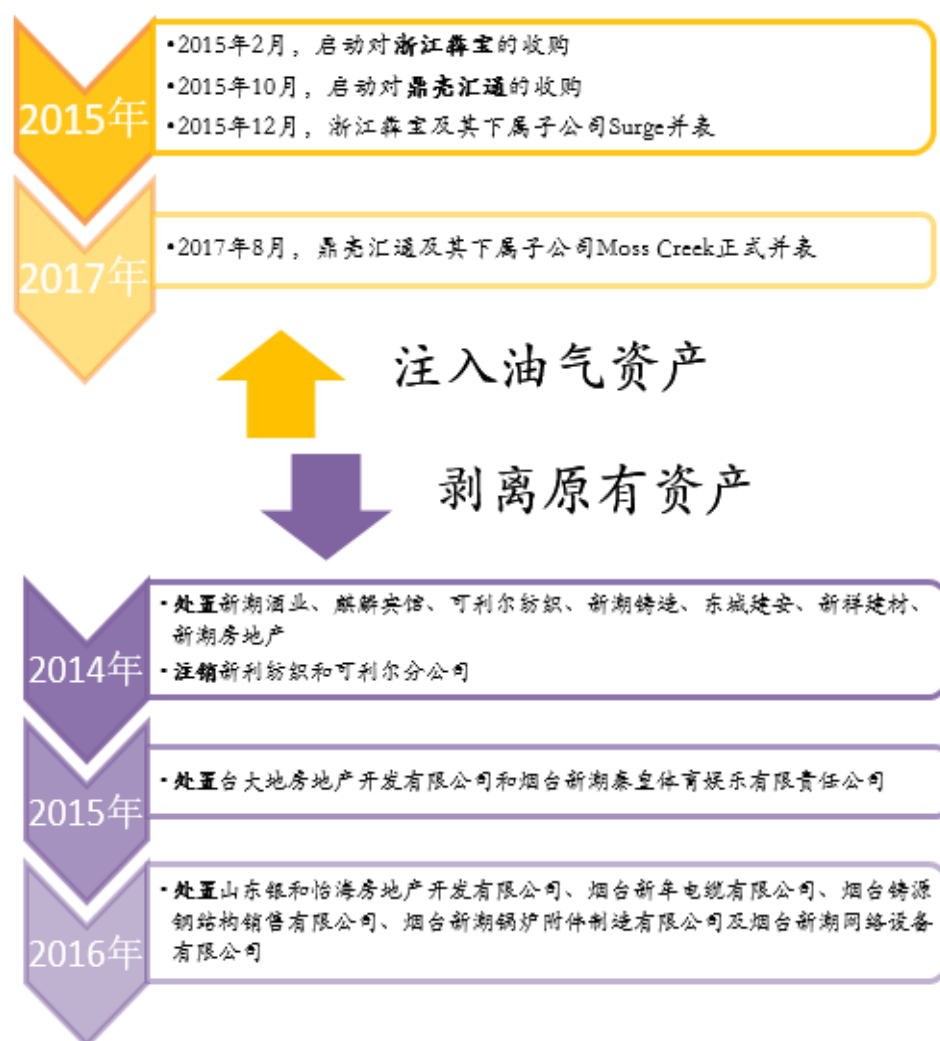
一、毅然转型，轻装上阵，打开公司新格局

（一）吐旧纳新，公司转型油企

新潮能源，原名新潮实业，原有主营业务为房地产开发及电子元器件制造等。2013年12月8日，公司原控股股东烟台东润投资发展有限公司与深圳金志昌顺投资发展有限公司签署股份转让协议，将其持有的9020万股公司股份以每股7.88元的作价转让，交易对价7.1亿元。2014年3月，转让股份正式过户，公司控股股东由烟台东润投资发展有限公司变更为深圳金志昌顺投资发展有限公司。2014年3月18日，公司章程修订，经营范围中增加了油气开采及销售、技术咨询及工程服务等油气相关业务。新一届董事会、监事会于2014年4月11日成立，确定了公司向油气开采行业转型的战略方向，随后公司开始调整业务结构。

2016年6月24日，公司名称由烟台新潮实业股份有限公司变更为山东新潮能源股份有限公司，证券简称由新潮实业变更为新潮能源。2016年12月，公司章程再度修订，经营范围由房地产开发业、制造业、能源行业综合行业变更为能源行业。公司正式转型为油气企业。

图表1：注入油气资产，处置原有资产



资料来源:公司公告、联讯证券



一方面，公司开始处置原有纺织业、钢结构产业、房地产等多个行业的相关子公司。2014 年，处置了新潮酒业、麒麟宾馆、可利尔纺织、新潮铸造、东城建安、新祥建材、新潮房地产 7 家子公司，注销了全资子公司新利纺织和可利尔分公司；2015 年，公司再度处置了烟台大地房地产开发有限公司和烟台新潮秦皇体育娱乐有限责任公司 2 家子公司；2016 年公司继续处置了山东银和怡海房地产开发有限公司、烟台新牟电缆有限公司、烟台铸源钢结构销售有限公司、烟台新潮锅炉附件制造有限公司及烟台新潮网络设备有限公司等 5 家子公司。至 2017 年，公司原有业务完全剥离，仅剩已无实际业务的佳木斯新潮纺织有限公司和烟台铸新起重设备销售有限公司。

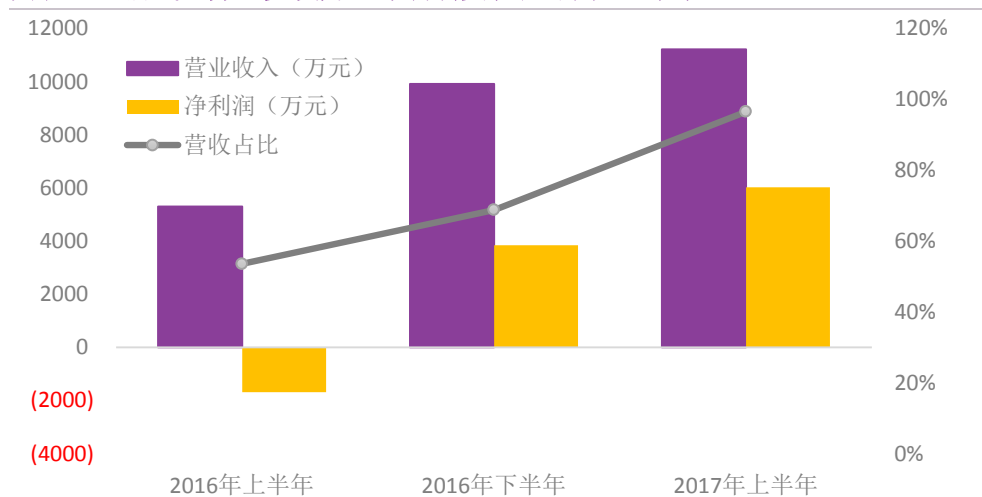
另一方面，公司大力收购油气资产。2015 年 2 月，公司启动对浙江犇宝 100%股权收购的重大资产重组程序，交易对价为 22.1 亿元人民币，权益包括其收购的位于美国德州的油气资产，2015 年 12 月，浙江犇宝及其下属子公司 Surge 并表。2015 年 10 月，公司启动对鼎亮汇通 100%股权收购的重大资产重组程序，交易对价为 81.66 亿人民币，权益包括其通过美国孙公司收购的位于美国德州 Midland 盆地东北角 Howard 郡、Borden 郡的页岩油藏资产，2017 年 8 月 1 日，鼎亮汇通及其美国子公司 Moss Creek 并表。

（二）油气业务始发力，未来业绩有望快速增长

2016 年上半年，公司调整了 Surge 公司油田的开发方案和产能建设部署，其产能及生产成本受到影响，实现营业收入 5305.06 万元，实现利润-1688.21 万元。2016 年全年，公司实现营业收入 2.43 亿元，净利润-1.93 亿元，利润为负的主要原因是公司处置非油气业务子公司产生的投资损失，浙江犇宝旗下 Surge 公司贡献营收 1.52 亿，占总营收的 62%，净利润 2147 万。2017 年上半年，Surge 公司实现营收 1.12 亿元，同比增长 113%；实现净利润 4333 万，同比增长 357%；原油产销量分别为 24.18 万桶和 23.57 万桶，分别同比增长 3.98%和 1.09%。2017 年 8 月 1 日起，鼎亮汇通及其美国所属公司 Moss Creek 并表，Moss Creek 上半年产销量分别达到 352 万桶和 376 万桶，分别同比增长 161.86%和 163.34%。

从 2016 年开始，油气业务收入占公司营收的比重不断提高，净利润扭亏为盈也快于公司整体水平。2017 年下半年，Moss Creek 计划新打井 62 口，计划生产原油 478 万桶，公司全年原油产量有望达到 450 万桶左右，同比增长 8.6 倍，而随着未来打井节奏的加快，公司石油产销量有望继续快速增长。

图表2： 油气业务逐步发力，净利润实现扭亏为盈（万元）



资料来源：公司公告、联讯证券



(三) 拟发行百亿中期票据及债券，布局油品贸易业务

2017年9月13日晚间，新潮能源披露了投资设立两家全资子公司的公告。公司拟以自筹资金各5亿分别在上海及烟台设立两家全资子公司——“德州能源上海有限公司”及“山东新潮能源石油销售有限公司”，前者经营范围为化工产品、石油制品、燃料油及各类商品的进出口业务等，后者主要经营汽油、柴油、煤油、润滑油及石油化工产品、化工产品的销售。两家子公司设立后，公司将在国内开展油品贸易业务，将目前的经营范围从美国拓展到国内，实现国内外市场并举发展，而油品贸易也有望成为公司业绩的新增长点，改善目前较为单一的油气开采销售的盈利结构，提高公司应对油价波动对业绩造成不良影响的抗风险能力。

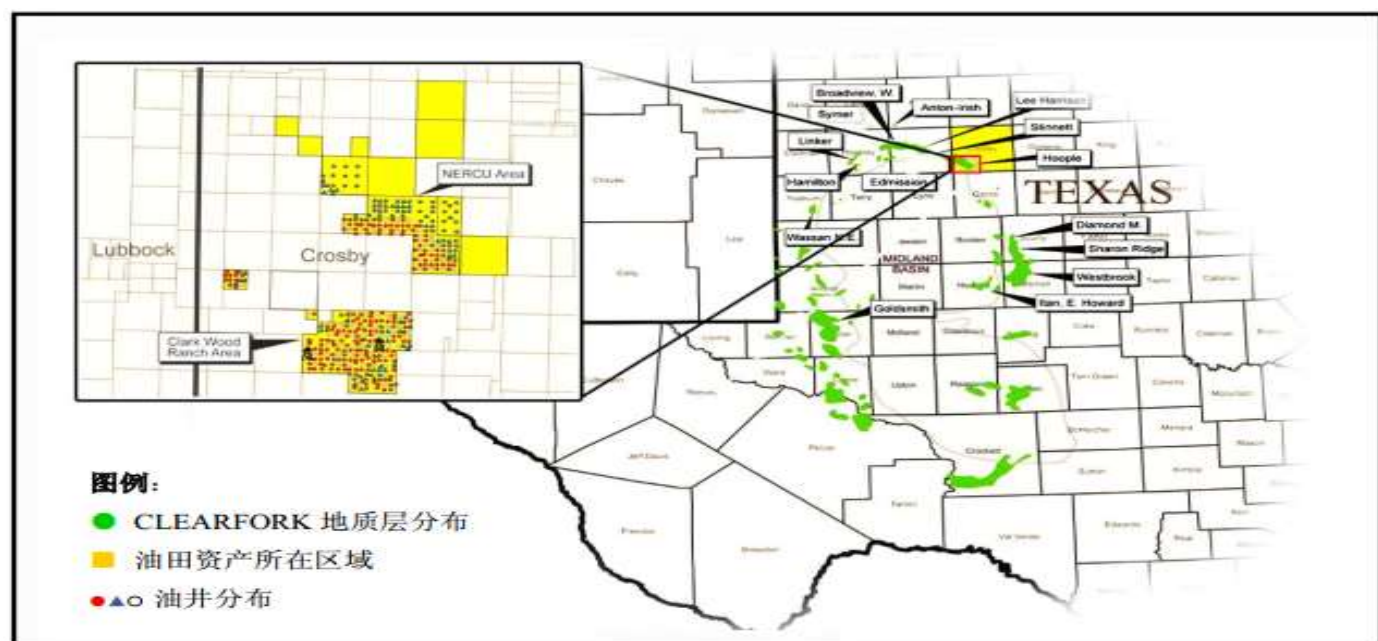
同时，公司还披露了拟发行中期票据和非公开发行公司债券的公告。为配合全资子公司的设立和国内业务的展开，公司拟发行中期票据及公司债券各不超过50亿元资金，主要用于收购和建设成品油终端销售网络及补充流动资金，与国内拟设立的销售子公司形成完整的进出口及终端销售链条。此次募集资金不仅可为油品贸易业务提供充足的启动资金，也将优化公司债务结构，带来业绩持续优化。

二、深耕 Permian 盆地，收购优质页岩区块

(一) 收购浙江犇宝：试水油气业务，积累美国开发经验

2015年2月，新潮能源拟向隆德开元、隆德长青、中盈华元、宁波启坤、宁波祺顺、宁波驰瑞、宁波骏杰、宁波善见、正红广毅、宁波骏祥及付幸朝发行2.35亿股股份购买上述对象持有的浙江犇宝合计100%股权，购买资产作价22.1亿元。同时向金志昌盛、西藏天籁、绵阳泰合、上海关山、上海锁利、杭州鸿裕、鸿富思源及上海贵廷以锁价方式非公开发行股份2.06亿股募集配套资金，募集配套资金总额不超过21亿元。2015年12月，浙江犇宝及所属美国子公司 Surge 正式并表。

图表3： Surge 公司所属油田地理位置



资料来源：公司公告、联讯证券



浙江舜宝拥有的主要资产是其通过控股子公司 Surge 收购的位于美国德克萨斯州 Crosby 郡 Permian 盆地的油田资产。Permian 盆地中主要的产油构造板块包括 Spraberry 区域、Wolfcamp 区域、BoneSpring 区域和 Clearfork 区域等。浙江舜宝所属油田的主力产层为其中的 Clearfork 地质层。

该油田的储集层岩性主要为粉砂岩、泥粒灰岩和粒泥灰岩等，油藏平均埋深约为 4200 英尺，平均油层有效厚度约为 52 英尺，平均有效孔隙度约为 12.4%，平均有效渗透率约为 3.00mD，平均原油密度约为 25API。

目前该块油田处于二次开采的初期阶段，油田开采技术运用整体成熟，原油产量稳定。截至 2017 年 6 月 30 日，Surge 公司拥有总井数 373 口（净井数 361 口），其中注水井 86 口，生产井 287 口。2017 年上半年 Surge 公司采油量为 241827 桶，销量为 235683 桶。油田可采储量为 272.35 万吨。

图表4： Surge 所属油田历史井数

	总井数（口）		净井数（口）		生产井数（口）	
	勘探井	开发井	勘探井	开发井	勘探井	开发井
2015 年	0	364	0	356	0	282
2016 年	0	371	0	364	0	288
2017 年上半年	0	373	0	363	0	287

资料来源：公司公告、联讯证券

图表5： Surge 所属油田储量情况（截至 2017 年 6 月 30 日）

储量类别	石油		天然气
	本期末（万吨）	上期末（万吨）	本期末（亿立方米）
已证实储量	272.35	285.76	0.53
其中：已开发储量	100.90	181.71	0.12
未开发储量	171.45	104.05	0.41
总证实储量	272.35	285.76	0.53

资料来源：公司公告、联讯证券

由于桶油折耗与运营成本都比较高，Surge 所属油田的完全成本达到 42 美元/桶左右，盈利空间很小。从 2016 年 3 月 1 日开始，Surge 公司向 Moss Creek Resources, LLC 提供油气资产勘探、钻井和生产运营等服务，2016 年全年和 2017 年上半年，Surge 公司分别累计收取 Moss Creek Resources, LLC 运营管理费 3326 万元、3842 万元。在新潮能源收购鼎亮汇通油气资产交割完成后，Surge 将不再提供该项服务，相应成本或随之抵消，未来有望降至 2015 年 12 月的水平。

图表6： Surge 所属油田完全成本测算

项目	2015 年 12 月	2016 年	2017 上半年
WTI 油价（美元/桶）	37.33	43.41	49.26
实现油价（美元/桶）	22.72	38.15	46.06
桶油折耗（美元/桶）	18.41	18.94	18.92
桶油运营成本（美元/桶）	15.84	16.88	17.70
营业成本（美元/桶）	34.25	35.82	36.63
管理费用（美元/桶）	1.61	3.20	2.62



项目	2015 年 12 月	2016 年	2017 上半年
财务费用（美元/桶）	1.13	0.88	0.83
所得税以外费用（美元/桶）	1.81	2.03	2.91
完全成本（美元/桶）	38.81	41.93	42.99

资料来源：公司公告、联讯证券

（二）收购鼎亮汇通：产量增加 14 倍以上，桶油成本低至 24 美元

2015 年 10 月，新潮能源及其全资子公司扬帆投资拟通过发行 27.49 亿股股份及支付现金 107.5 万元的方式购买国金聚富、国金阳光、中金君合、东营汇广、国华人寿等 13 名交易对方合计持有的鼎亮汇通 100% 的财产份额，交易对价最终确定为 81.66 亿元，同时，新潮能源拟非公开发行 4.42 亿股股份募集配套资金 17 亿元。2017 年 7 月，公司发行股份购买鼎亮汇通事项完成，相应股份登记完成，公司总股本变为 68 亿股。2017 年 8 月起，鼎亮汇通及所属美国子公司 Moss Creek 正式并表。并表后，公司油气 1P 储量将达到 2 亿桶左右，2P 储量将达到 5 亿桶以上。

1、油田品质优质，位于 Permian 盆地高产地带

相比 Surge 所属油田，Moss Creek 所属油田收购成本更低。收购浙江犇宝的交易对价为 22.1 亿人民币，权益可采储量为 2446 万桶，单位储量收购成本高达 14.77 美元；而收购鼎亮汇通交易对价为 81.64 亿，权益可采储量为 18722 万桶，单位储量收购成本降至 6.82 美元/桶。

图表7： 浙江犇宝与鼎亮汇通油田收购成本对比

项目	浙江犇宝	鼎亮汇通
收购股权比例	100%	100%
收购对价（亿人民币）	22.10	81.64
收购对价（亿美元）	3.61	12.76
剩余可采储量（万桶）	2445.56	18722
权益可采储量（万桶）	2445.56	18722
单位储量收购成本（美元/桶）	14.77	6.82

资料来源：公司公告、联讯证券

公司首次收购的浙江犇宝旗下油田和此次收购的鼎亮汇通旗下油田均位于美国德克萨斯州的 Permian 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，整个盆地的页岩油产量占得克萨斯州的 3/4，占全美的 1/10。

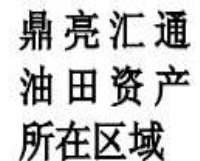
与浙江犇宝旗下油田相比，鼎亮汇通拥有的油田资产虽同在 Permian 盆地，但其位于油气开采活动更加频繁的核心区域 Midland 盆地，紧靠美国最大的炼油区域。与前者属于二次注水开采的常规油田不同的是，鼎亮汇通旗下油田地质上属于非常规（页岩+致密岩）油气区域，含有多套非常规油气藏地层。因此，Moss Creek 的产量规模比 Surge 大很多。2017 年上半年，Surge 产量 24.2 万桶，同期 Moss Creek 产量为 352 万桶，是 Surge 的 14.6 倍。



图表9： 2017 年上半年两个区块产量对比



图表10: 鼎亮汇通所属油田资产在 Permian 盆地位置与地质概况图



资料来源：公司公告、联讯证券

鼎亮汇通油田主力产油层为下层 Spraberry 层、Wolfcamp A 和 Wolfcamp B；潜在产油层为中层 Spraberry 和 Wolfcamp C。

Wolfcamp 层为海相沉积，在组成 Permian 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 5500 至 11000 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%，

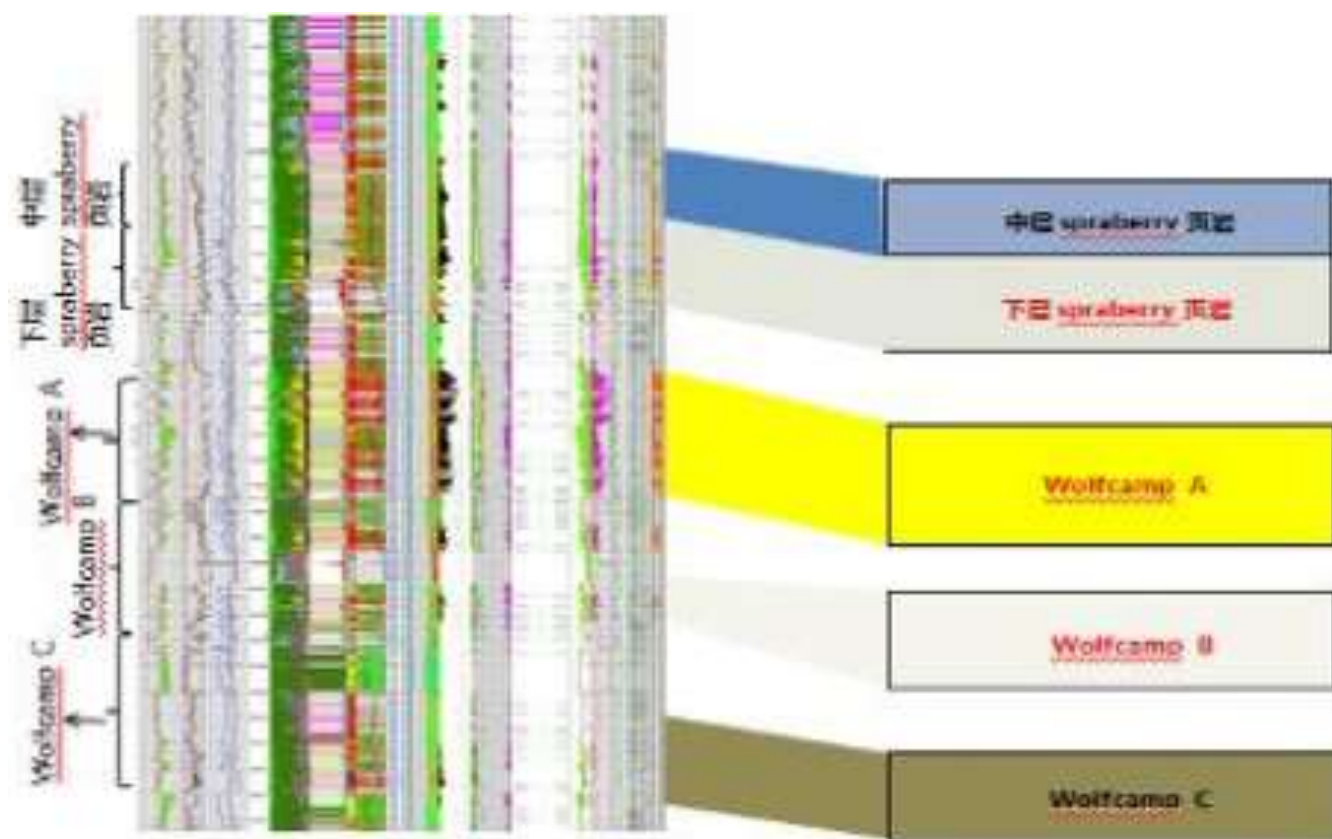


镜质体反射率(R_o)为 0.95-0.97, 均质性较好, 系天然裂缝发育。Wolfcamp 层是 Permian 盆地最主要的油气供给来源, 为自生自储型。

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 5000 至 7000 英尺。

从商业开发角度来看, 鼎亮汇通所属油田的主要油层 Wolfcamp 储层深度为 7000-8000 英尺, 埋藏适中, 钻井投资适中, 平均油层有效厚度达 300-450 英尺, 油层较厚, 且全区稳定, 有利于降低开采难度, 提高开采效益。同时, 主要产层孔隙度为 7-9%, 含油饱和度位于 52-80%之间, 此外储层总有机碳含量含量高, 属于非常规优质储层。

图表11: 油田主力产油层及潜力产油层情况



资料来源: 公司公告、联讯证券

2、高储采比, 打井节奏快, 增产潜力巨大

根据 Ryder Scott 2016 年 11 月出具的储量公告, 截至 2016 年 6 月 30 日, 鼎亮汇通子公司 Moss Creek 的 100%油田资产的剩余可采储量为 18872 万桶。以此储量及 2017 年上半年实际产量 352 万桶加上公司预计下半年产量 478 万桶为基础, 计算得出油田储采比为 22.74 年, 储采比较高, 增产潜力极大。



图表12: 鼎亮汇通所有油田资产储量情况(截至2016年6月30日)

类别	分项	原油储量(万桶)
证实储量	证实已开发正生产储量(PDP)	680.02
	证实已开发未生产储量(PDNP)	175.91
	证实未开发储量(PUD)	17866.27
	合计	18722.21
概算储量	合计	35321.99
2P 储量	合计	54044.2

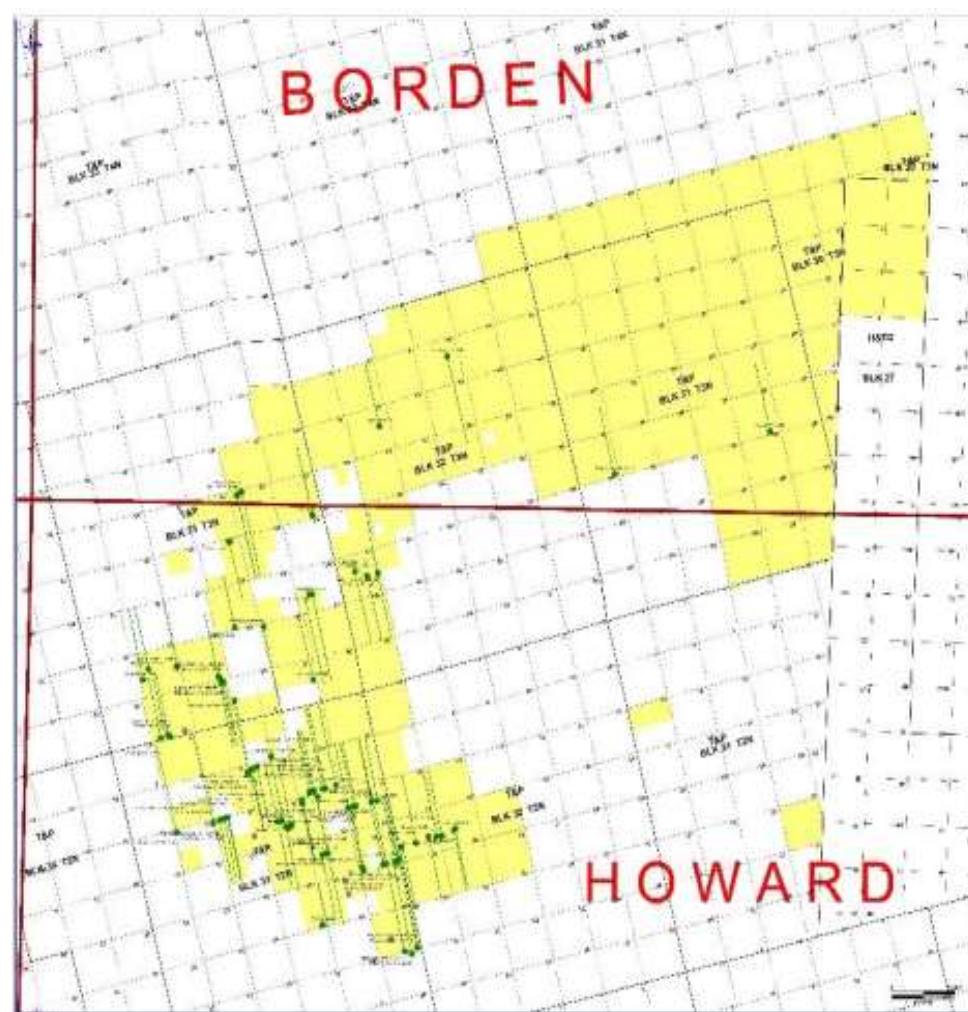
注: 鼎亮汇通拥有的油田资产包括 Tall City 的全部油田资产、Plymouth 和 Tall City 联合作业区的油田资产以及部分其他矿产权益。

资料来源: 公司公告、联讯证券

油田在 2013 年尚处在勘探和开发初期阶段, 在探明储量和区域后, 2014 年至 2016 年逐渐加大了油井建设的投入, 生产井数量大幅增加, 原油产量大幅提升。

截至 2015 年 12 月 2 日, Moss Creek 共有直井及水平井合计 40 口, 截至 2016 年 12 月 31 日, 共计 87 口井, 较上期增加 37 口, 2017 年上半年, Moss Creek 共有总井数 122 口, 较上年底增加 35 口, 2017 年下半年计划打井 62 口, 打井节奏逐步加快。

图表13: 油田井位分布图(截至2016年12月31日)

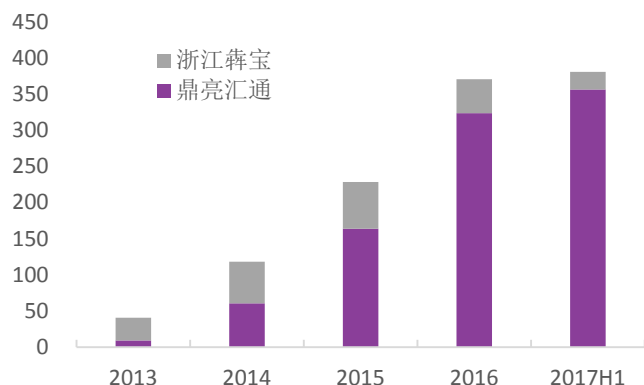


资料来源: 公司公告、联讯证券



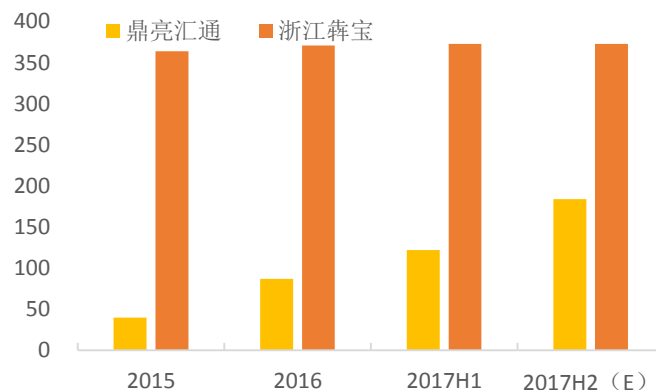
Moss Creek 产量迅速增加,由 2013 年的 9.28 万桶增至 2016 年的 324 万桶,2017 年上半年实现产量 352 万桶。Moss Creek 预计下半年产量为 478 万桶,并表后将增产 398 万桶,较上半年增产 15.59 倍,公司全年产量较去年同期增产 7.65 倍。目前油田处于较为早期的开发阶段,后续打井空间大,增产潜力大。

图表14: Moss Creek 所属油田产量增长迅速(万桶)



资料来源:公司公告、联讯证券

图表15: 打井节奏加快(口井)

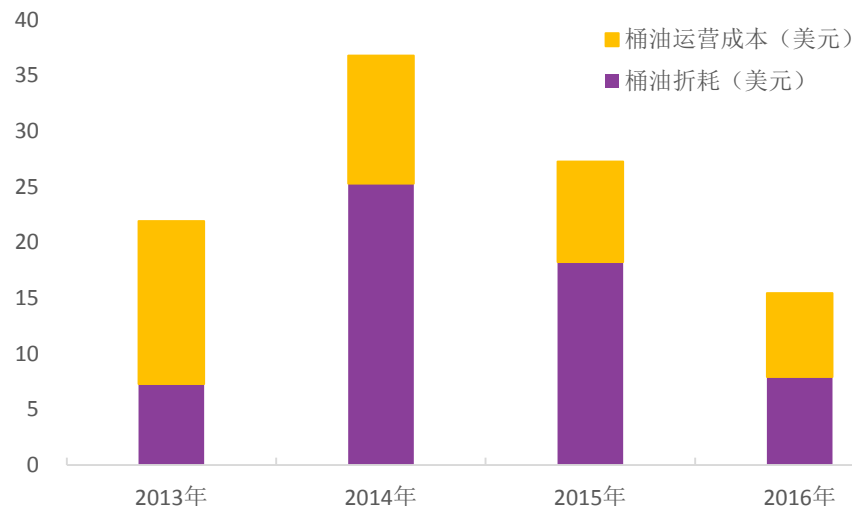


资料来源:公司公告、联讯证券

3、完全成本低,油价弹性大

受益于技术改进及规范管理, Moss Creek 所属油田桶油折耗由 2014 年的 25.15 美元/桶降至 2016 年的 8.01 美元/股,桶油运营成本由 2013 年的 14.49 美元/桶降至 2016 年的 7.63 美元/桶,操作成本由 2014 年的 36.57 美元降至 2016 年的 15.46 美元。由于产量逐年提升,及 2015 年鼎亮汇通对外收购的结束,单桶管理费用大幅下降,从 2013 年 49.72 美元/桶下降至 2015 年的 22.93 美元/桶,经计算 2016 年鼎亮汇通油田资产桶油完全成本仅为 24 美元,每桶净利润由 0.21 美元提升至 6.3 美元。

图表16: Moss Creek 所属油田桶油成本逐步降低



资料来源:公司公告、联讯证券



图表17: Moss Creek 所属油田桶油完全成本测算

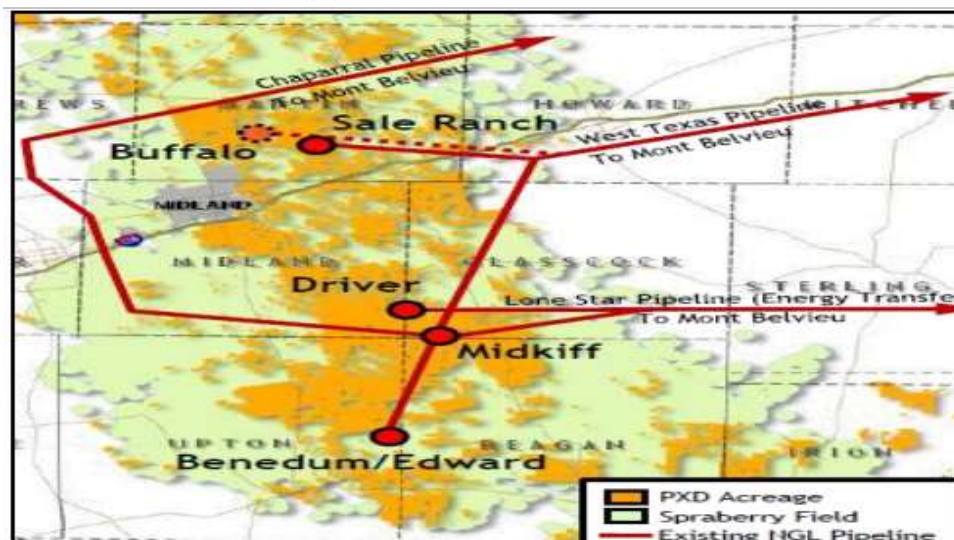
项目	2013A	2014A	2015A	2016A
WTI 油价 (美元/桶)	98.05	92.91	48.76	43.41
实现油价 (美元/桶)	86.98	72.86	43.93	38.91
营业成本 (美元/桶)	21.72	36.57	27.60	15.64
桶油折耗 (美元/桶)	7.23	25.15	18.48	8.01
桶油运营成本 (美元/桶)	14.49	11.42	9.12	7.63
税金及附加	4.34	3.82	2.39	2.26
生产税	4.24	3.48	2.07	1.88
从价税	0.10	0.34	0.32	0.36
印花税及其他				0.02
管理费用 (美元/桶)	49.72	12.34	22.93	6.00
财务费用 (美元/桶)	2.49	0.81	2.64	0.15
完全成本 (美元/桶)	78.27	53.54	55.57	24.04
税前利润 (美元/桶)	0.25	16.62	-12.38	9.84
所得税 (美元/桶)	0.04	5.67	0.02	3.55
净利润 (美元/桶)	0.21	10.95	-12.39	6.30

资料来源: 联讯证券。按报告期当年平均汇率计算

4、基础设施完善, 客户稳定, 稳产稳销

该油气区块位于成熟开发区块, 铁路、高速公路横穿油田。输气管道的承载能力也为油田的开采和运营提供了有利保障。在鼎亮汇通收购油田资产之前, 油田资产所产的原油 80%以上销售给 LPC。从 2016 年 4 月起, 鼎亮汇通与 Lion Oil 签订购销协议, 2016 年, 鼎亮汇通对 Lion Oil 的销售收入占其销售总收入的比例上升至 84.34%, 对 LPC 的销售收入占比下降至 7.95%, 较好的完成了从 LPC 到 Lion Oil 的过渡和衔接。Moss Creek 与 LPC 和 Lion Oil 均采用按月结算, 对方公司一般定期指派车辆至油田储油区取油, 测量所购原油的数量和品质, 并记录在特定凭证上, 双方依据该销售凭证和其他记录按月进行结算支付, 客户于下一个月支付上月款项, 应收账款回款情况稳定。2016 年, 油气销售应收账款余额账龄均在一年以内。

图表18: 油田周边交通情况





资料来源：公司公告、联讯证券

四、盈利预测与估值

（一）盈利预测

关键假设：

（1）Surge 所属油田产量相对稳产，2017-2019 年原油产量分别为 50 万桶、55 万桶、55 万桶。Moss Creek 所属油田产量维持高速增长，2017-2019 年油气当量产量分别为 830 万桶（并表 398 万桶）、1533 万桶、1825 万桶。

（2）随着产量的大幅增长，Moss Creek 所属油田完全成本进一步摊薄，2017-2019 年分别为 24 美元/桶、23 美元/桶、22 美元/桶；其并表后 Surge 公司作业运营服务取消，完全成本逐步降至 39 美元/桶。

（3）2017-2019 年，WTI 原油均价分别为 50 美元/桶、55 美元/桶、60 美元/桶，公司贴水 5 美元/桶；美元兑人民币汇率年均值为 6.8。

（4）美国税收改革顺利，联邦企业所得税税率有效下降，2017-2019 年，公司全年实现税率分别为 35%、20%、20%。

（5）发行股份购买鼎亮汇通资产时配套发行募集 17 亿资金及 4.4 亿股股份在 2017 年内过户完成。

基于以上假设，我们对公司两个区块的业绩做了分项预测，不考虑母公司费用、资产减值损失、公允价值变动等因素的影响，2017-2019 年，公司分别实现营业收入 12.18 亿元、47.16 亿元、67.44 亿元；净利润分别为 4.24 亿元、22.93 亿元、33.36 亿元；EPS 分别为 0.06 元、0.32 元、0.46 元。

图表19：新潮能源分区块盈利预测

项目	2016A	2017E	2018E	2019E
WTI 油价（美元/桶）	43.41	50	55	60
实现价格（美元/桶）	38.15	45	50	55
汇率	6.64	6.80	6.80	6.80
浙江彝宝				
产/销量（万桶）	47	50	55	55
桶油营业成本（美元/桶）	35.82	36.0	33.4	33.4
桶油完全成本（美元/桶）	41.93	42.0	39.0	39.0
所得税（美元/桶）	0	0	0	0
销售收入（百万元）	119	153	187	206
作业费收入（百万元）	33	45		
营业收入（百万元）	152	198	187	206
营业成本（百万元）	112	122	125	125
净利润（百万元）	21	55	41	60
鼎亮汇通				
产/销量（万桶油当量）	370	830	1533	1825



项目	2016A	2017E	2018E	2019E
并表产/销量（万桶油当量）	0	398	1533	1825
桶油营业成本（美元/桶）	15.64	15.6	15.0	14.3
桶油完全成本（美元/桶）	24.04	24	23	22
税前利润（美元/桶）	9.84	21	27	33
所得税（美元/桶）	3.55	7.35	5.40	6.60
净利润（美元/桶）	6.30	13.65	21.60	26.40
营业收入（百万元）		1218	5212	6826
营业成本（百万元）		422	1564	1775
净利润（百万元）		369	2252	3276
合计				
营业收入（百万元）	152	1416	5399	7031
营业成本（百万元）	112	545	1689	1900
净利润（百万元）	21	424	2293	3336
股本（亿股）	72.4	72.4	72.4	72.4
EPS（元）	0.00	0.06	0.32	0.46
P/E	1416	72	13	9

资料来源：公司公告、联讯证券

（二）油价增长 10%，EPS 增加 0.06 元

以 2018 年预测值为基础，假设其他条件不变，油价每增长 10%，对应 EPS 增加 0.06-0.07 元。

图表20： 油价增长 10%，EPS 增加 0.06 元

油价变动幅度	-40%	-30%	-20%	-10%	0	10%	20%	30%	40%	50%
WTI 油价（美元/桶）	33.0	38.5	44.0	49.5	55.0	60.5	66.0	71.5	77.0	82.5
实现价格（美元/桶）	28.0	33.5	39.0	44.5	50.0	55.5	61.0	66.5	72.0	77.5
汇率	6.80	6.80	6.80	6.80	6.80	6.80	6.80	6.80	6.80	6.80
浙江彝宝										
产/销量（万桶）	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55
桶油营业成本（美元/桶）	33.4	33.4	33.4	33.4	33.4	33.4	33.4	33.4	33.4	33.4
桶油完全成本（美元/桶）	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0
所得税（美元/桶）	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
净利润（美元/桶）	-11	-6	0	6	11	17	22	28	33	39
鼎亮汇通										
产/销量（万桶油当量）	1533	1533	1533	1533	1533	1533	1533	1533	1533	1533
桶油营业成本（美元/桶）	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
桶油完全成本（美元/桶）	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
税前利润（美元/桶）	5	11	16	22	27	33	38	44	49	55
所得税（美元/桶）	1.00	2.10	3.20	4.30	5.40	6.50	7.60	8.70	9.80	10.90
净利润（美元/桶）	4.00	8.40	12.80	17.20	21.60	26.00	30.40	34.80	39.20	43.60
合计										



油价变动幅度	-40%	-30%	-20%	-10%	0	10%	20%	30%	40%	50%
营业收入（百万元）	3024	3617	4211	4805	5399	5993	6587	7181	7775	8369
营业成本（百万元）	1689	1689	1689	1689	1689	1689	1689	1689	1689	1689
归母净利润（百万元）	376	855	1334	1814	2293	2772	3251	3731	4210	4689
股本（亿股）	69.4	70.4	71.4	72.4	72.4	73.4	72.4	73.4	74.4	72.4
EPS（元）	0.05	0.12	0.19	0.25	0.32	0.38	0.45	0.51	0.57	0.65
P/E	78	35	22	17	13	11	9	8	7	6

资料来源：联讯证券

（三）美国所得税税率有望下调，公司盈利空间或进一步扩大

北京时间 2017 年 4 月 27 日，美国特朗普政府公布税收改革计划，该计划将联邦企业所得税税率从 35% 下调至 15%，实施领土税收制度，其中企业税税率最高 15%，中小企业也适用于 15% 的税率。到目前为止，该计划并未全面对外披露。主导特朗普税改的国会大佬、众议院筹款委员会主席 Kevin Brady 向其他国会领袖表示，将于 9 月 25 日（北京时间或为 26 日）公布税改方案的框架，文件将囊括“税改的核心要素”。

美国目前通行的企业所得税制度包括联邦所得税和地方所得税两部分，联邦所得税高达 35% 的税率给企业运行带来较大压力。美国财政部长努钦表示，鉴于预算问题，将联邦企业所得税税率下调至 15% 的目标可能是难以实现的，但仍“将把税率下调至很有竞争力的水平”。

新潮能源目前旗下油田资产均位于美国，在美资产的利润水平受所得税影响较大。此次税收改革计划若顺利立法将直接降低企业所适用的联邦所得税税率，给公司利润带来较大增幅。以 2018 年预测值为基础，假设其他条件不变，所得税税率每降低 5 个百分点，EPS 约增加 0.02 元。

图表21： 联邦所得税税率降 5 个百分点，EPS 增加 0.02 元

所得税税率	35%	30%	25%	20%	15%
WTI 油价（美元/桶）	55	55	55	55	55
实现价格（美元/桶）	50	50	50	50	50
汇率	6.80	6.80	6.80	6.80	6.80
浙江鑫宝					
产/销量（万桶）	55	55	55	55	55
桶油营业成本（美元/桶）	33	33.4	33.4	33.4	33.4
桶油完全成本（美元/桶）	39	39.0	39.0	39.0	39.0
所得税（美元/桶）	0	0	0	0	0
净利润（美元/桶）	11	11	11	11	11
鼎亮汇通					
产/销量（万桶油当量）	1533	1533	1533	1533	1533
桶油营业成本（美元/桶）	15	15.0	15.0	15.0	15.0
桶油完全成本（美元/桶）	23	23.0	23.0	23.0	23.0
税前利润（美元/桶）	27	27	27	27	27
所得税（美元/桶）	9.45	8.10	6.75	5.40	4.05
净利润（美元/桶）	17.55	18.90	20.25	21.60	22.95



所得税税率	35%	30%	25%	20%	15%
合计					
营业收入（百万元）	5399	5399	5399	5399	5399
营业成本（百万元）	1689	1689	1689	1689	1689
归母净利润（百万元）	1871	2011	2152	2293	2434
股本（亿股）	72.4	72.4	72.4	72.4	72.4
EPS（元）	0.26	0.28	0.30	0.32	0.34
P/E	16	15	14	13	12

资料来源：联讯证券

（四）PB 估值及投资评级

我们选取了主要油气资产同在 Permian 盆地的 7 家美股公司，并将其市值、净资产及储量、产量的数据进行了横向对比。行业平均市净率为 3.17 倍。以公司 2017 年 BPS 预测值 2.07 元及 3 倍 PB 计算，得到目标价 6.21 元，上调评级至“买入”。

图表22：可比公司 PB

公司名称	代码	市值(亿美元)	1P 当量储量 (亿桶油当量)	产量 (万桶/天)	净资产(亿美元) (2017H1)	PB
Pioneer	PXD.N	232.91	7.26	23.38	105.97	2.20
Comcbo	CXO.N	182.68	7.20	1.51	87.29	2.09
Cimarex	XEC.N	101.68	4.82	16.10	23.12	4.40
diamonback	FANG.O	92.22	2.05	4.30	48.18	1.74
Parsley Energy	PE.N	80.61	2.22	3.83	45.92	1.37
Rsp Permian	RSPP.N	49.53	2.37	2.92	41.52	1.19
laredo petroleum	LPI.N	29.80	1.67	4.96	3.24	9.20
平均			3.94	8.14		3.17
新潮能源	600777.SH	43.66	2.10	2.4	20.2	2.16

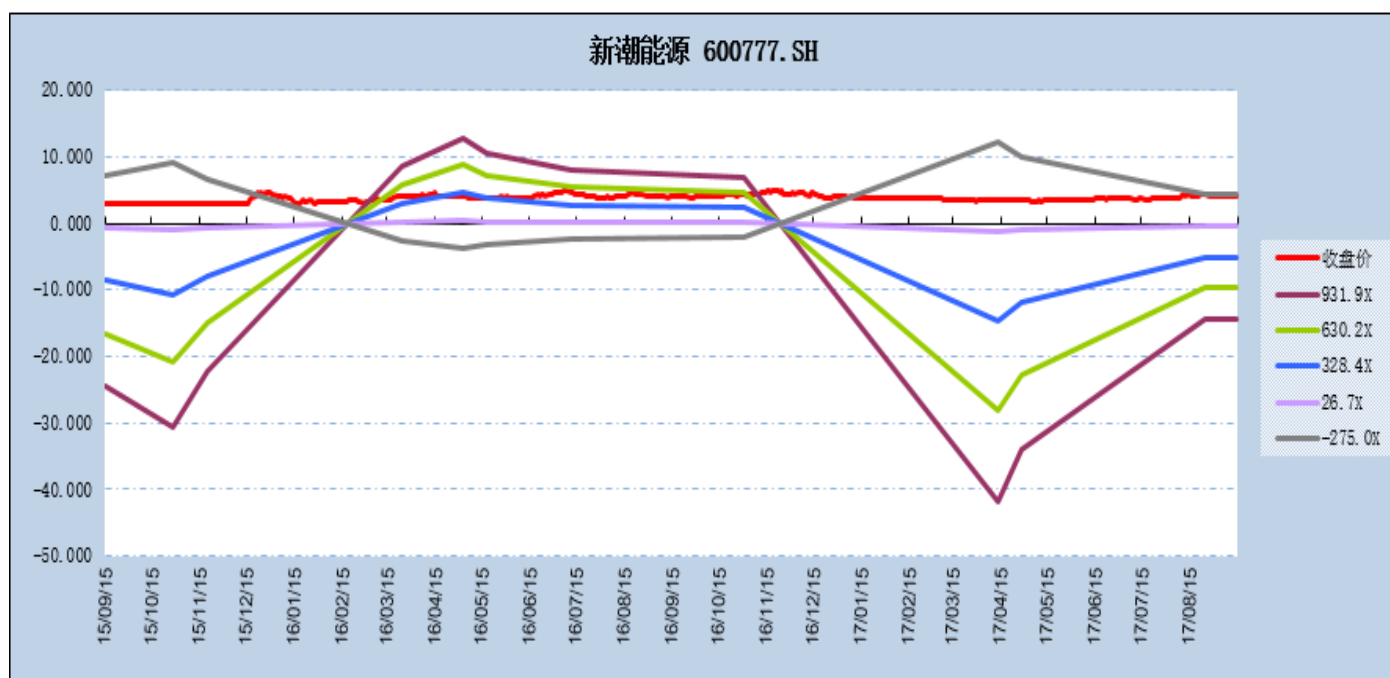
资料来源：wind、联讯证券

五、风险提示

国际油价持续大幅下跌、油气产量不达预期、油田开发成本大幅增加

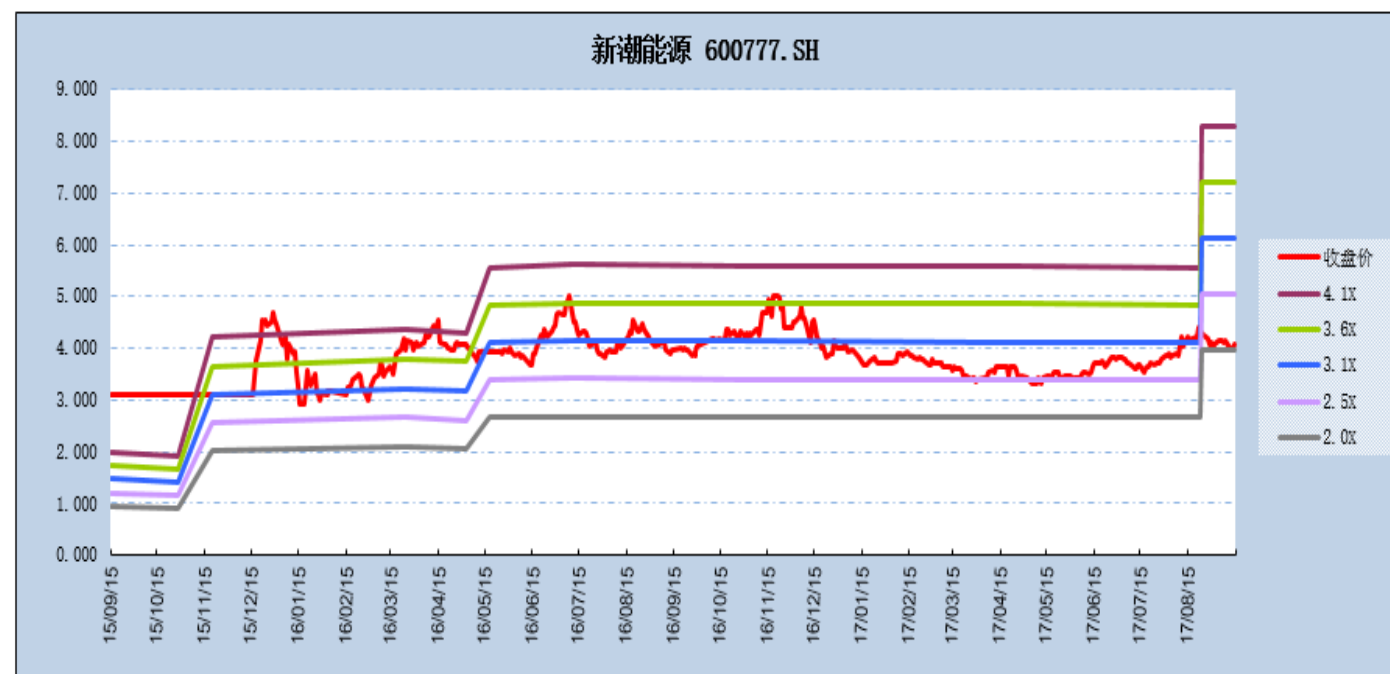


图表23: PE-Band (TTM)



资料来源: Wind、联讯证券

图表24: PB-Band (TTM)



资料来源: Wind、联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	243	1416	5399	7031	净利润	-193	424	2291	3333
营业成本	183	545	1689	1900	折旧摊销	71	126	226	350
营业税金及附加	14	78	227	281	财务费用	37	7	-14	-15
销售费用	12	17	22	25	经营性应收项目变动净额	306	-386	-785	377
管理费用	90	232	605	668	经营活动净现金流	275	161	1710	4036
财务费用	37	7	-14	-15	投资活动净现金流	-2128	-2002	-2502	-3002
资产减值损失	-13	4	4	4	筹资活动净现金流	2121	6258	416	17
营业利润	-115	532	2867	4169	现金净增加额	272	4416	-376	1051
营业外收入	2	-3	-3	-3	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
营业外支出	5	0	0	0	成长能力				
利润总额	-118	530	2864	4166	营业收入增长率	-43%	482%	281%	30%
所得税	75	106	573	833	营业利润增长率	181%	-562%	439%	45%
净利润	-193	424	2291	3333	归属母公司净利润增长率	-697%	333%	441%	45%
少数股东损益	-11	0	0	0	获利能力				
归属母公司净利润	-181	424	2291	3333	毛利率	24.81%	61.53%	68.73%	72.98%
EPS（元）	-0.03	0.06	0.32	0.46	净利率	-79.31%	29.92%	42.44%	47.40%
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利率	-1.38%	4.14%	17.91%	21.74%
货币资金	399	4815	4439	5490	ROE	-3.32%	2.83%	12.96%	15.86%
应收账款	157	700	1784	1252	偿债能力				
存货	10	25	38	51	资产负债率	10%	2%	3%	2%
流动资产合计	2909	7883	8605	9136	流动比率	519%	4368%	1793%	2816%
固定资产	2368	4239	6510	9156	营运能力				
无形资产	189	188	188	187	总资产周转率	0.04	0.11	0.34	0.37
资产总计	6068	12912	15903	19080	应收账款周转率	11.95	3.91	4.92	8.76
应付账款	24	180	480	324	每股指标(元)				
短期借款	537	0	0	0	每股收益	-0.03	0.06	0.32	0.46
流动负债合计	561	180	480	324	每股经营现金	0.04	0.02	0.24	0.56
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	0.75	2.07	2.44	2.90
负债合计	607	227	526	371	估值比率				
所有者权益	5459	14991	17682	21015	P/E	-167.61	71.79	13.27	9.13
负债和所有者权益合计	6066	15217	18208	21386	P/B	5.57	2.03	1.72	1.45

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com