

洲际油气 (600759)

公司研究/调研报告

进入业绩收割期，内部增产与外延并购双轮驱动

调研报告/石化行业

2015年5月18日

报告摘要:

- **“内部增产与外延并购”双轮驱动，业绩进入收割期。**2014年6月收购哈国马腾公司95%股份后，公司专业化团队精耕细作，可采储量从0.67亿桶提高到1亿桶以上，此外新获批马亭油田87平方公里权益区后开采面积翻倍，进一步提升了储量潜力。我们预计与马腾公司体量相当的克山公司股权收购有望在今年落地。除了以上两个开采区块，公司也在积极布局勘探区块，未来卡门公司（与马腾体量相当）和实际控制人手中的马塞尔区块（1.85万平方公里）收购有望陆续落地，持续增厚公司业绩。我们预计2015年底收购克山完成后公司原油产能可达每年120万吨以上。未来3~5年，公司目标为实现500万吨/年的产量。
- **公司哈国油气区块开采成本低，低油价有利于公司并购扩张。**按照2014年公司业务数据测算，公司哈国油生产成本在15美元/桶左右。2015年3月份，哈国将石油出口税由80美元/吨下调至60美元/吨，即每桶少交税约3美元，进一步提高了公司原油成本的安全边际。低油价有利于公司进行并购扩张，扩大公司的原油储备。
- **认购产业投资基金，极大提高扩张速度与质量。**公司投资3亿成立全资子公司上海油流，打造多元化投资的平台。通过上海油流采用并购基金的方式参与油气资产收购，可以分散勘探与财务风险。目前，公司已经认购2.6亿元上海乘祥基金第一期20%份额，认购1.3亿美元“第一储备”基金份额，为进一步在哈国的扩张以及进军美国油气市场做铺垫。
- **实际控制人业绩承诺，15~16年业绩爆发式增长可期。**2014年10月21日公司与实际控制人广西正和签署了《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31.46亿元人民币，如果小于承诺净利润，则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。我们测算14年马腾公司的净利润为不足5亿，这意味着15-16年马腾公司累计净利润将超过26亿元。
- **员工持股计划有序推进中。**公司计划实施员工持股计划，为公司股价提供了较好的安全边际。持股计划涉及的标的股票数量不超过4000万股，涉及的股票数量约占公司现有股本总额的3.28%，累计不超过公司股本总额的10%。员工持股计划
- **油价反弹进入上升通道，公司主业直接受益。**今年一季度以来上游投资明显下降，高成本油产量下滑，新的供需平衡已经形成。我们预计今年国际原油价格将在60~80美元的区间运行，预计全年均价在70美元左右。我们预计今年开采规模可达630万桶以上，按照30%净利率计算，净利可达7亿元以上。
- **风险提示：**并购计划晚于预期，未来国际原油价格存不确定性。
- **投资标的盈利预测及投资建议**
 预计公司2015~2017年EPS分别为0.45元、1.33元、2.29元，对应PE分别为37倍、12倍、7倍。进入2015年后，原油价格反弹进入上升通道，公司主业对油价弹性极大，合理估值24元，给予强烈推荐评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,387	3,138	7,380	11,238
增长率(%)	-15.58%	126.17%	135.23%	52.27%
归属母公司股东净利润(百万元)	85	782	2,314	3,989
增长率(%)	86.75%	821.50%	195.77%	72.38%
每股收益(元)	0.07	0.45	1.33	2.29
PE(现价)	251	39	13	8
PB	/	4.8	3.4	2.3

资料来源：民生证券研究院

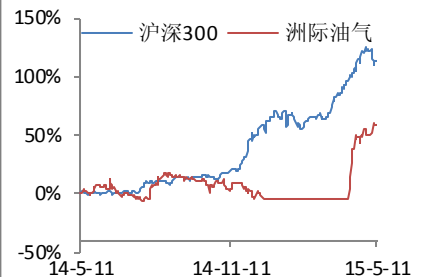
强烈推荐 首次评级

合理估值： 24元

交易数据 (2015-5-17)

收盘价(元)	17.46
近12个月最高/最低	19.07/9.6
总股本(百万股)	1741.16
流通股股本(百万股)	1216.02
流通股比例%	69.84
总市值(亿元)	304.1
流通市值(亿元)	212.32

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：陶贻功
 执业证书编号：S0100513070009
 电话：(010)8512 7892
 Email: 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

相关研究

表 1: 公司收购与拟收购油田基本情况

公司名称	油田名称	类别	开采/勘探面积, 平方公里	1P 储量 (亿桶)	2015 年预计产量, 万桶
马腾公司					420
	马亭	开采	25.2	0.13	
	卡拉	开采	39	0.19	
	东科	开采	11	0.10	
克山公司					252
	莫斯科耶	开采	75	1.11	
	道勒塔利	开采	135	/	
	卡拉套	开采	/	/	
CNR 公司					
	卡门	勘探	80	0.62	/
合计					840

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

财务预测与估值

利润表

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	1,387	3,138	7,380	11,238
减：营业成本	693	968	1,871	2,585
营业税金及附加	267	471	1,107	1,686
销售费用	75	126	148	112
管理费用	164	314	590	562
财务费用	210	200	200	200
资产减值损失	2	2	2	2
加：投资收益	132	150	150	150
二、营业利润	118	1,208	3,612	6,241
加：营业外收支净额	16	20	20	20
三、利润总额	134	1,228	3,632	6,261
减：所得税费用	40	368	1,090	1,878
四、净利润	93	860	2,543	4,383
归属于母公司的利润	85	782	2,314	3,989
五、基本每股收益(元)	0.07	0.45	1.33	2.29

主要财务指标

项目	2014A	2015E	2016E	2017E
EV/EBITDA	168.76	22.40	8.06	4.63
成长能力:				
营业收入同比	-15.58%	126.2%	135.2%	52.27%
营业利润同比	216.2%	927.8%	199.0%	72.8%
净利润同比	46.20%	820.2%	195.8%	72.4%
营运能力:				
应收账款周转率	18.55	19.88	20.05	17.25
存货周转率	0.72	1.84	3.11	3.36
总资产周转率	0.15	0.28	0.44	0.39
盈利能力与收益质量:				
毛利率	50.1%	69.2%	74.7%	77.0%
净利率	6.1%	24.9%	31.4%	35.5%
总资产净利率 ROA	1.0%	7.6%	15.1%	15.2%
净资产收益率 ROE	2.4%	14.4%	33.2%	39.4%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.20	2.87	1.77	1.72
资产负债率	53.0%	53.0%	67.1%	65.6%
长期借款/总负债	17.0%	36.5%	18.6%	14.8%
每股指标(元)				
每股收益	0.07	0.45	1.33	2.29
每股经营现金流量	0.06	(0.31)	(0.22)	0.80
每股净资产	3.18	3.67	5.14	7.65

资料来源：民生证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	2,128	6,275	14,761	22,477
应收票据	0	0	0	0
应收账款	96	220	517	787
预付账款	337	784	1,845	2,810
其他应收款	445	941	2,214	3,371
存货	1,478	1,935	2,806	3,877
其他流动资产	36	150	150	150
流动资产合计	4,668	10,306	22,293	33,472
长期股权投资	0	200	500	1,000
固定资产	39	56	82	125
在建工程	74	84	94	104
无形资产	2	32	35	39
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	7,138	372	711	1,268
资产总计	11,806	10,678	23,004	34,740
短期借款	2,089	2,089	10,543	16,969
应付票据	0	0	0	0
应付账款	390	532	1,029	1,422
预收账款	2	3	6	8
其他应付款	775	800	800	800
应交税费	135	150	175	200
其他流动负债	15	15	15	15
流动负债合计	3,898	3,589	12,567	19,414
长期借款	1,065	2,065	2,865	3,365
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	1,065	2,065	2,865	3,365
负债合计	6,261	5,654	15,432	22,779
股本	1,741	1,741	1,741	1,741
资本公积	2,958	2,958	2,958	2,958
留存收益	668	1,450	3,764	7,753
少数股东权益	172	249	478	873
所有者权益合计	5,544	5,024	7,572	11,961
负债和股东权益合计	11,806	10,678	23,004	34,740

现金流量表

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流量	111	(540)	(378)	1,399
投资活动现金流量	(3,372)	(80)	(190)	(410)
筹资活动现金流量	4,304	800	9,054	6,726
现金及等价物净增加	1,011	180	8,486	7,716

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。

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：上海市浦东新区银城中路488号太平金融大厦3903室

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其他方式发送、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。