



公司评级  
未评级

联合能源 (467 HK) – 未评级  
能源行业

主要数据

|                |           |
|----------------|-----------|
| 股价(港元)         | 1.04      |
| 52周最高/低(港元)    | 1.46/1.01 |
| 发行股份(百万股)      | 13,040.5  |
| 市值(百万港元)       | 13,562.1  |
| 3个月日均交易额(百万港元) | 1.78      |
| 主要股东及持股比重(%)   |           |
| 张宏伟            | 71.01%    |

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2012年收入构成(%)

|                      |            |
|----------------------|------------|
| 原油及液态燃油              | 66         |
| 天然气                  | 31         |
| 油田服务                 | 3          |
| <b>Total revenue</b> | <b>100</b> |

来源: 公司, 农银国际证券

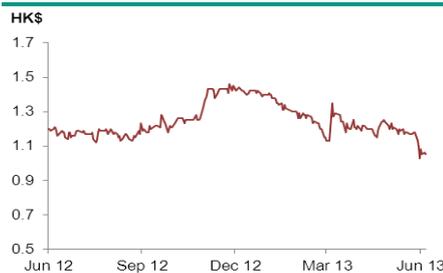
股价表现(%)

|       | 绝对回报   | 相对回报*  |
|-------|--------|--------|
| 1个月表现 | (13.2) | (1.0)  |
| 3个月表现 | (18.0) | (6.4)  |
| 6个月表现 | (27.1) | (15.2) |

\*相对于恒生指数

来源: 彭博

1年期股价表现



来源: 彭博

分析员

报告日期: 2013年6月26日

陈宜旻

电话: (852) 2147 8819

电邮: markchen@abci.com.hk

快速发展的中型油气生产商

联合能源计划今年原油产量上升 41%-49%，单位开采成本下降 2.5-12.3%，这将提高公司今年的纯利。在巴基斯坦的油气田的天然气收购价格若能上涨，则可能进一步提升公司利润。但该公司的资本支出在 2013 年预计将上涨 73-97%，达到 2.95-3.37 亿美元的水平；而其净债/净资产比在 2012 年底达到 102%，因此该公司未来或需要进行债务或股权融资。

**快速增长的中型油气生产商。**联合能源是一家独立的油气生产商，公司 2007 年开始，从油田设备服务供应商转型为油气生产商。截至 2012 年底，公司在巴基斯坦和中国辽河的油田探明储量据测达到 6034 万桶油当量。

公司在巴基斯坦油气田的产出在过去两年迅速增长。在 2012 财年，约 86% 的收入来自巴基斯坦。在 2013 年，公司计划将日均产出水平提升 41.1-49.5%，随着营运效率的提升，公司预期每单位开采成本在巴基斯坦和辽河油田将会分别下降 3.5-121.3% 以及 2.5-10.9%。

**公司与巴基斯坦政府讨论天然气提价事宜。**2012 年，公司在巴基斯坦的油气田有 70% 的产出（以桶油当量计）为天然气，从收入占比看，占 2012 财年总收入的 31%。预计天然气销售在总收入的占比将会继续上升，其销售额将部分受到国际燃气价格的影响。在 2012 年，公司在巴基斯坦油气田产出的天然气卖给当地国企的售价为约 3.9 美元/立方英尺。公司正和巴基斯坦政府协商，希望将新产出的气销售价格提至 5-6 美元/立方英尺，若上调，将会提高公司在今年下半年的盈利。

**风险因素:** 1) 油价波动; 2) 巴基斯坦能源定价政策; 3) 监管机制的变化; 4) 巴基斯坦安全生产与当地局势; 5) 高负债比和可能出现的资金需求。

财务情况摘要

| 截止 12 月 31 日 | 2009A  | 2010A | 2011A  | 2012A  |
|--------------|--------|-------|--------|--------|
| 收入 (百万港元)    | 5.2    | 22.4  | 876.8  | 3213.8 |
| 变化 (%、同比)    | 5.8    | 332.1 | 3819.1 | 266.5  |
| 纯利润 (百万港元)   | (550)  | 112   | 532    | 786    |
| 变化 (%、同比)    | -      | -     | 373.8  | 47.9   |
| 每股盈利 (港元)    | (0.04) | 0.009 | 0.042  | 0.061  |
| 变化 (%、同比)    | -      | -     | 366.67 | 45.24  |
| 每股净资产(港元)    | 0.195  | 0.401 | 0.445  | 0.513  |
| 变化 (%、同比)    | -      | 105.6 | 10.9   | 15.2   |
| 市盈率 P/E (倍)  | -      | -     | -      | 17.05  |
| 市净率 (倍)      | -      | -     | -      | 2.03   |
| 平均净资产回报 (%)  | -      | 2.9   | 9.8    | 12.7   |
| 平均资产报酬率(%)   | -      | 2.3   | 5.3    | 5.6    |

资料来源: 公司材料, 彭博, 农银国际证券

## 公司近期经营数据及 2013 年目标

|                            | 2012          | Q1 2013       | 变化 (同比)      | 目标<br>2013 年                               |
|----------------------------|---------------|---------------|--------------|--|
| <b>巴基斯坦油田</b>              |               |               |              |  |
| 平均净日产量 (桶油当量/日)            | <b>24,681</b> | <b>34,374</b> | <b>59.5%</b> | <b>35,000-37,000</b><br>(+41.8 ~ +49.9%同比) |
| 未计入政府收益前综合实现销售价格 (美元/桶油当量) |               | 51.7          | 26.1%        |  |
| 净探明含量替换率                   | 142%          |               |              | 300-350%                                   |
| 资本开支, 百万美元                 | 151           |               |              | 280-320                                    |
| 勘探井个数, 个                   | 11            |               |              | 25   |
| 开发井个数, 个                   | 20            |               |              | 36   |
| 修井工程, 个                    | 31            |               |              | 40-50                                      |
| 开采成本, 美元/桶油当量              | 5.7           |               |              | 5.0-5.5<br>(-12.3 ~ -3.5% YoY)             |
| 发现和开发成本, 美元/桶油当量           | 10.6          |               |              | 6.9-7.5<br>(-34.9 ~ -29.3% YoY)            |
| <b>中国辽河提高采收率项目</b>         |               |               |              |  |
| 平均净日产量, 桶油每日               | <b>1,334</b>  | <b>1,590</b>  | <b>40.5%</b> | <b>1,700-1,900</b><br>(+27.4~42.4%YoY)     |
| 资本开支, 百万美元                 | 19.9          |               |              | 15.0-17.0                                  |
| 安装火驱井组, 组                  | 8             |               |              | 15   |
| 开发井, 井                     | 20            |               |              | 8  |
| 开采成本, 美元/桶                 | 35.9          |               |              | 32-35<br>(-10.9 ~ -2.5% YoY)               |
| <b>总产量, 桶油当量</b>           | <b>26,015</b> | <b>35,964</b> | <b>58.6%</b> | <b>36,700-38,900</b><br>(+41.1~49.5%YoY)   |
| <b>总资本开支(两国油田), 百万美元</b>   | <b>170.9</b>  |               |              | <b>295-337</b><br>(+72.6 ~ 97.2%YoY)       |

来源: 联合能源于港交所公开数据

公司拥有两大原油生产基地, 一个在巴基斯坦, 另一个在中国辽河地区。公司正计划扩张产能, 希望在 2013 年能把平均净日产量按年扩大 41.1-49.5% YoY 至 36,700-38,900 桶油当量。公司今年的销售收入将会有相当部分来自产能的扩张, 而纯利润的增长将主要由销售量的增长和单位生产成本的下跌共同驱动。

公司计划在巴基斯坦油田的单位开采成本和开发成本会平均分别下跌 7.9% 及 32.1%, 而在辽河的单位开采成本将会平均成跌 6.7% 左右。这两个油田经营效率的提升有望令单位成本下跌。

为了提升今年的产量, 集团的 2013 年资本开支预算定于 2.95-3.37 亿美元 (按年升 72.6-97.2%)。公司同时预计会提升在巴基斯坦的净探明含量替换率至 300~350%。

近日, 海隆公司 (1623 HK) 公告称, UEG 将会向其购买两台高马力钻机。预计这两台钻机有可能用于巴基斯坦的石油开发。



**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

---

考虑到联合能源公司的今年资本开支计划，我们估计其负债比率将会急剧上升。其 2012 年年底的净债/总净资产比约为 102%。公司有必要控制派息支出，或是未来在市场上开展债券融资或是股权融资行动。



## 权益披露

分析员，陈宜飏，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能向本报告提及的某些公司收取任何补偿或委托。

### 评级的定义

| 评级 | 定义                               |
|----|----------------------------------|
| 买入 | 股票投资回报 $\geq$ 市场回报               |
| 持有 | 市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报 |
| 卖出 | 股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%             |

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

### 股价风险的定义

| 评级 | 定义                                       |
|----|--|
| 很高 | $2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率         |
| 高  | $1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 2.6$ |
| 中等 | $1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 1.5$ |
| 低  | 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 1.0$            |

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

## 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司  
电 话：(852) 2868 2183