



## 個股研究

16/11/2017

### MI 能源(1555.HK)

**油氣價格趨穩，收購 CQ Energy 料有助改善業績；首予「中性」評級**

**原油供需漸趨平衡**—原油價格自於 2014 年中出現斷崖式下跌後，於最近一年價格經已較為穩定；目前原油市場主要的利好因素為 OPEC 成員國達成的原油減產協議限制原油供應，以及全球整體經濟復甦以致原油需求上升，惟原油價格的上升空間同時亦受限於美國飆升的原油產量；故此，預期此等好淡因素的角力將會持續，未來一年紐約期油上落格局不變，料於每桶 50 美元至每桶 60 美元之間徘徊。

**天然氣價格料可拾升軌**—最近半年，紐約天然氣期貨的價格按年跌約一成，主要因根據 Baker Hughes 的資料，截止今年 10 月 13 日，美國及加拿大的天然氣活躍鑽井達 285 個，較去年同期多 105 個，大大拖累天然氣價格；但是，在飽受空氣污染影響的中國對相對清潔的天然氣需求強烈，加上美國由煤轉氣發電的進程持續下，對天然氣的需求料可提升，國際能源署(IEA)早前亦於《2017 年天然氣報告》中表示調高今年至 2022 年期間的天然氣需求年增長率 0.1% 至 1.6%；故此，預期天然氣價格於未來一年會呈漸進的升勢。

**收購 CQ Energy 長遠有助平衡油氣產品組合**—CQ Energy 擁有一些尚未開發土地具備增加天然氣資源生產的潛力，收購 CQ Energy 長遠有利於集團擴張其業務至全球、平衡油氣產品組合及增加集團收入。惟短期集團或需投入更多資金以提升 CQ Energy 的產量，而現時其手頭現金有限，因此面對資金不足的風險；但考慮到 CQ Energy 於過三個財政年度均錄得經營現金流入，加上其擁有自有的融資能力，有助於其應付日後資本開支。因此，預期 CQ Energy 對集團的現金負擔有限。

**投資策略**—MI 能源收購 CQ Energy 或能改善集團整體盈利能力，但其正面效果或需較長時間反映。而短期業績仍視乎原油及天然氣價格波動。現時能源價格大致穩定，相信集團的盈利表現驚喜不大，投資者可先行觀望。

### 主要財務指標

截至 12 月 31 日止年度	2014	2015 <sup>a</sup>	2016 <sup>a,b</sup>
收益(千元人民幣)	2,982,909	722,185	2,117,350
除稅前收益/(虧損)(千元人民幣)	236,712	-1,467,259	-1,098,296
持續經營業務之 年度收益/(虧損)(千元人民幣)	6,265	-1,346,141	-1,244,986
年度收益/(虧損)(千元人民幣)	6,265	-1,525,288	-1,962,072
經營活動現金淨額(千元人民幣)	1,180,423	326,072	-366,324
投資活動現金淨額(千元人民幣)	-1,311,066	-1,124,444	-2,007,493
融資活動現金淨額(千元人民幣)	541,893	298,002	3,274,936
現金及現金等價物(千元人民幣)	689,208	202,967	1,471,355

資料來源：彭博及致富集團研究部

註 a：已因應終止經營業務而重列。

註 b：假設 CQ ENERGY 於 2016 年 12 月 31 日止年度之合併淨虧損及綜合虧損表以及合併現金流量表合併。

### 中性

(首予評級)

上日收市價 **0.71 元**

#### 公司簡介

集團在中國、加拿大及美國從事勘探、開發、生產及銷售石油、天然氣及相關油氣產品。

#### 過去一年股價走勢



表現(%)	1 個月	半年	1 年
1555.HK	6.00	1.39	-7.79
恒指	1.32	14.69	29.24

資料來源：彭博

#### 主要公司數據

52 周股價範圍	0.51 元 0.92 元
市值	20.86 億
已發行股數	29.39 億
每股帳面淨值	0.01 元

資料來源：彭博

#### 重要聲明

本研究報告由致富集團(“致富”)之附屬公司致富證券有限公司提供。致富及其附屬公司與本研究報告所述的證券發行人及/或有關公司，可能已進行業務往來或正尋求業務關係。故此，投資者在閱讀本研究報告時，須留意任何或上述的情況，可能導致影響本研究報告客觀性的利益衝突，而致富將不會因此而負上任何責任。投資者亦應仔細閱讀於本研究報告最後一頁所列的免責聲明。



## 原油供需漸趨平衡

一直以來，美國為全球最主要的原油消費國，根據美國能源部的數據，如圖 1 所示，美國石油消費量穩步上升，由 2009 年底每日 1,877.1 萬桶升至去年年底每日 1,963.1 萬桶；而面對此龐大的需求，美國一直由國外進口原油作補充，根據美國能源部的數據，如圖 2 所示，於 2010 年 7 月底時，美國日均進口的原油量一度升至 993.2 萬桶，惟之後進口量一直下跌，於 2014 年 6 月底時曾跌至 706.8 萬桶，當中最主要的原因便是美國頁岩油開採技術出現突破所致。在此技術突破之下，美國內的產油成本大減，令美國的原油產量激增，根據美國能源部的數據，如圖 3 所示，美國原油日產量由 2009 年底約 550 萬桶急升至目前約 950 萬桶。

在這個情況下，全球原油供應大增，原油價格因而呈墜崖式下跌，如圖 4 所示，美國每桶紐約原油期貨價格由 2011 年 5 月初約 110 美元大幅回落至 2016 年 2 月初時最低約 26 美元。

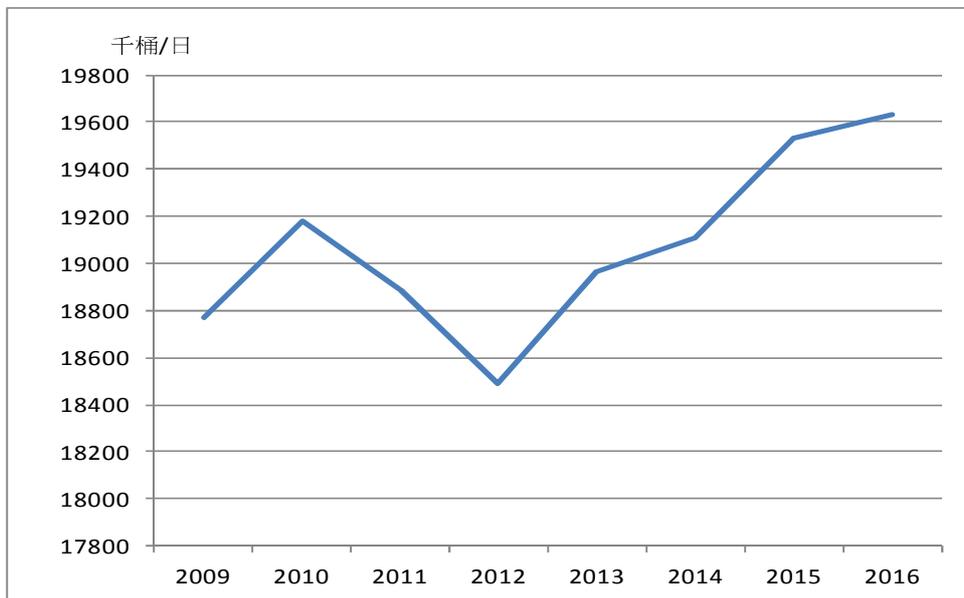
原油價格下跌，首當其衝的為一直以來的石油霸主－石油輸出國組織（OPEC），由於 OPEC 成員國內大部分均以開採原油作主要的收入來源之一，故此在美國原油產量崛起之下，OPEC 為回復全球原油供需平衡而急謀對策，終在去年 11 月 30 日的 OPEC 部長會議上達成減產協議，削減原油供應以提振原油價格。與此同時，全球經濟終走出自 2007 年的金融危機帶來的陰霾，美國經濟亦已底回升，在貿易及經濟活動越趨頻繁的驅使下，原油需求上升，紐約期油價格反覆回升至最近約每桶 57 美元左右。

展望未來一年，雖然原油市場的供需情況已漸趨平衡，而 OPEC 亦料會延長於明年 3 月到期的減產協議，但由於在目前油價之下，美國頁岩油商有增產的誘因，在這個情況下，國際油價再大升機會不大，故此紐約期油預期只會於每桶 50 美元至 60 美元之間上落。

對於 MI 能源來說，由於收購 CQ Energy 之前，原油開採為主要的收入來源，於今年上半年的平均實現價格為 47.10 美元；故此，在上述的油價預測下，未來一年集團錄得的平均實現價格料會較現水平為高，此營運分部的表現預期因此有所改善。

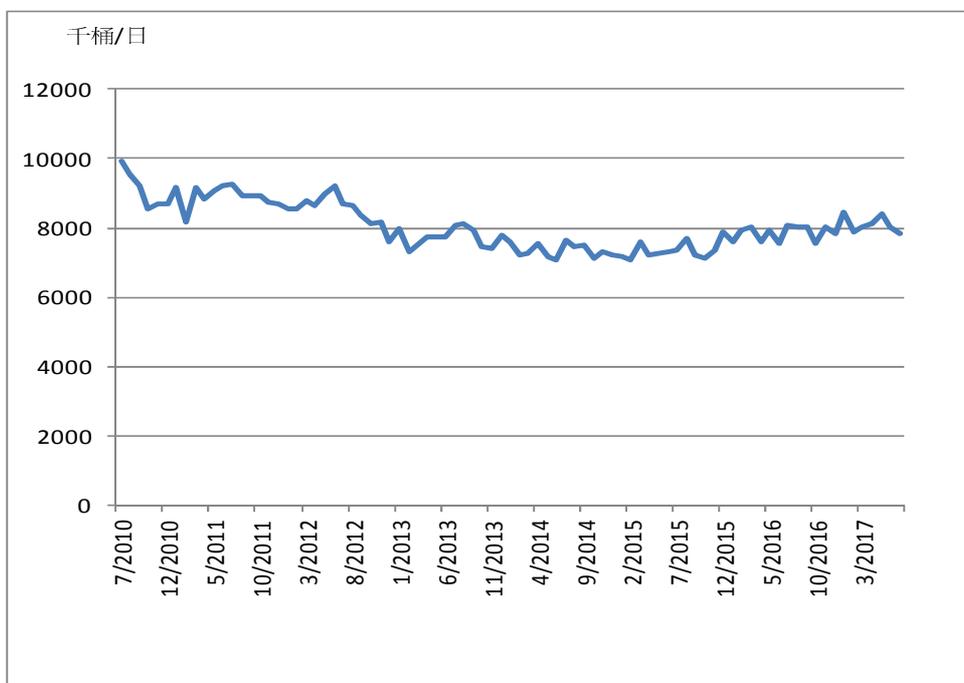


**圖 1：2009 年至 2016 年期間之美國原油每日平均消費量**



資料來源：美國能源部

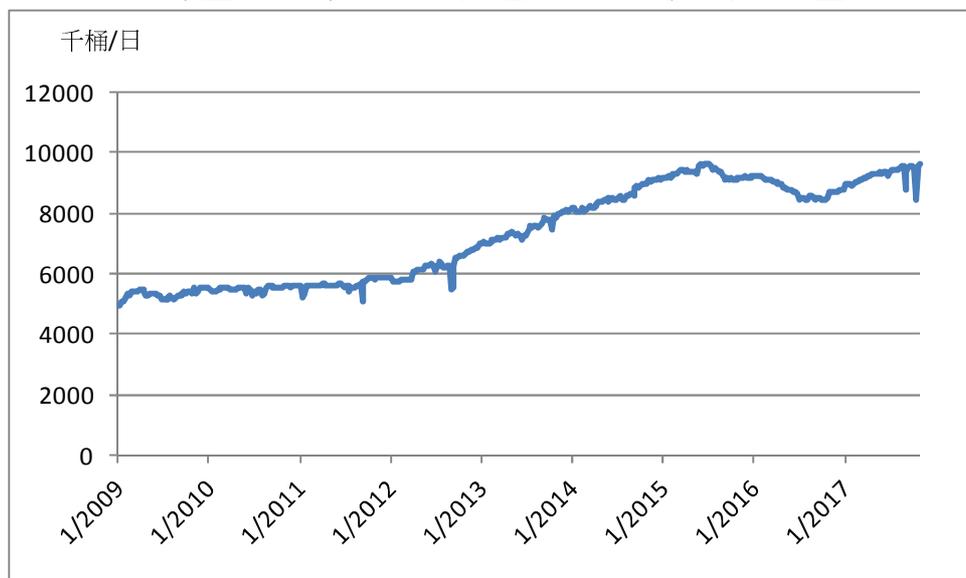
**圖 2：2010 年 1 月至 2017 年 8 月期間之美國原油每日平均進口量**



資料來源：美國能源部

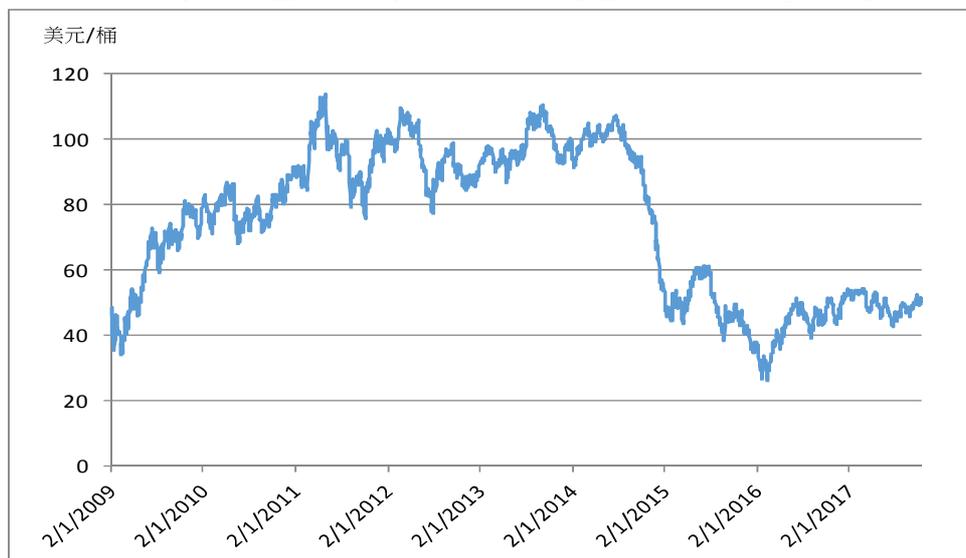


**圖 3：2009 年至 2017 年 10 月期間之美國原油每日平均產量**

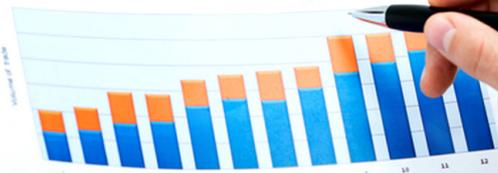


資料來源：美國能源部

**圖 4：2009 年 1 月至 2017 年 10 月期間之紐約原油期貨價格走勢**



資料來源：彭博



### 天然氣價格料可呈漸進升勢

於今年 10 月 13 日，如圖 5 所示，紐約天然氣期貨的價格較去年同期跌約一成，主要因根據 Baker Hughes 的資料，截止今年 10 月 13 日於美國及加拿大的天然氣活躍鑽井數目達 285 個，較去年同期多 105 個，大大拖累天然氣價格。

但是，在飽受空氣污染影響的中國對相對清潔的天然氣需求強烈，當中中國發改委便在《天然氣發展十三五規劃》中表明，將大力進行重點城市天然氣替代的步伐，以及深入推進與天然氣生產國的合作。同時，美國由煤轉氣發電的進程持續下，對天然氣的需求料可提升，國際能源署(IEA)早前亦於《2017 年天然氣報告》中表示，調高今年至 2022 年期間天然氣需求的預測年增長率 0.1%至 1.6%；故此，預期在中長期需求漸見增長下，天然氣供需情況可更為平衡，天然氣價格於未來一年料會呈漸進的升勢。

**圖 5：2016 年 10 月 13 日至 2017 年 10 月 13 日期間之紐約天然氣期貨價格走勢**



資料來源：彭博



## 收購 CQ ENERGY 長遠有助平衡油氣產品組合

2017年9月29日，**MI 能源**全資附屬公司 Canlin Energy Corporation(前稱 Maple Felix Energy Corporation，下稱「Canlin Energy」)完成收購 CQ Energy Canada Partnership(下稱「CQ Energy」)全部合夥權益，代價 7.22 億加元(約 41.76 億港元)。同時，Canlin Energy 向 **MI 能源**旗下全資附屬 Maple Marathon 發行 2.96 億股普通股，及向 Gastown 和 Mercuria Energy Netherlands 發行本金總額為 2.04 億加元(約 11.80 億港元)的可換股優先股。按換股比率悉數轉換可換股優先股後，Gastown 和 Mercuria Energy Netherlands 將合共獲得 1.69 億股換股股份，相當於經擴大後買方已發行股本 36.4%，而 **MI 能源**於 Canlin Energy 之股權將減至約 63.6%。這亦意味著 **MI 能源**引入第三方財團 Gastown 和 Mercuria Energy Netherlands 合力收購 CQ Energy。

CQ Energy 擁有加拿大阿爾伯塔、英屬哥倫比亞及薩斯喀徹溫省 134 個油田權益，當中擁有不少銷售天然氣淨儲量。石油諮詢公司 DeGolyer and MacNaughton 的估值報告指，截至 2017 年 3 月 31 日評估資產的估計證實及概算淨儲量概述如下：

**表 1: 截至 2017 年 3 月 31 日 CQ Energy 的資產估計證實及概算淨儲量**

	淨儲量			
	石油及凝析油 (千桶)	天然氣凝液 (千桶)	銷售天然氣 (百萬立方英尺)	油當量 (千桶油當量)
證實已開發在產	11,214	3,073	689,856	129,263
證實已開發不在產	672	138	95,442	16,717
證實未開發	4,575	722	290,909	53,782
<b>證實總計</b>	<b>16,461</b>	<b>3,933</b>	<b>1,076,207</b>	<b>199,762</b>
概算	7,170	1,669	543,407	99,407
證實加概算	23,631	5,602	1,619,614	299,169

資料來源：公司通函

附註：

1. 概算儲量根據加拿大國家法規 51 - 101 (Canadian National Instrument 51 - 101) 的規定呈列，並非相當於證實儲量。詳情請參閱公司於 2017 年 9 月 6 日的通函。
2. 證實加概算儲量為儲量多個估算的算術總和，統計原則顯示實際可採收的儲量可能存在誤導。
3. 石油儲量為輕質或中質油。
4. 天然氣按每桶油當量 6,000 立方英尺天然氣的係數轉換為油當量。

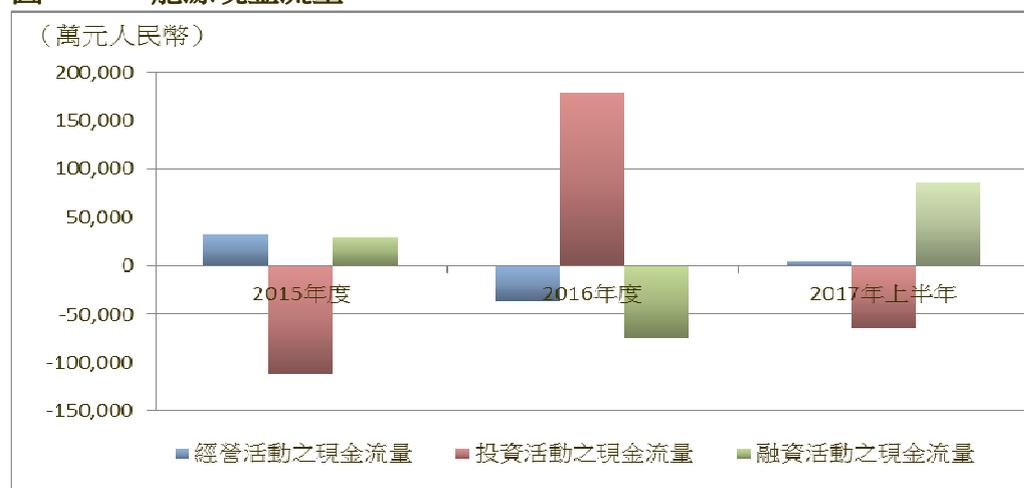
如表 1 所述，該等油田的淨儲量是以天然氣為主，截至 2017 年 3 月 31 日證實銷售天然氣總計為 1.076 萬億立方英尺，相等於約 1.99 億桶油當量，佔該等油田蘊藏的總油當量近 90%。而證實未開發的銷售天然氣淨儲量約為 2,909.09 億立方英尺，佔證實銷售天然氣淨儲量約 27%。估計未來公司加大勘探、開發、生產等方面的資本投放，可進一步加大天然氣產量。


**表 2：截至 2016 年 12 月 31 日止年度備考合併後之每日權益原油產量(不包括非持續經營業務)**

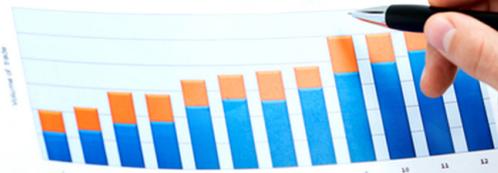
	石油 (桶/日)	天然氣凝液 (桶/日)	天然氣 (千立方英尺/日)	油當量 (桶/日)
MI 能源 - 中國油田	5,872	--	--	5,872
MI 能源 - 美國業務(Condor)	41	--	70	52.7
CQ Energy 所擁有的油田權益	4,135	1,579	302,136	56,070
	10,048	1,579	302,206	61,994.7

資料來源：公司通函

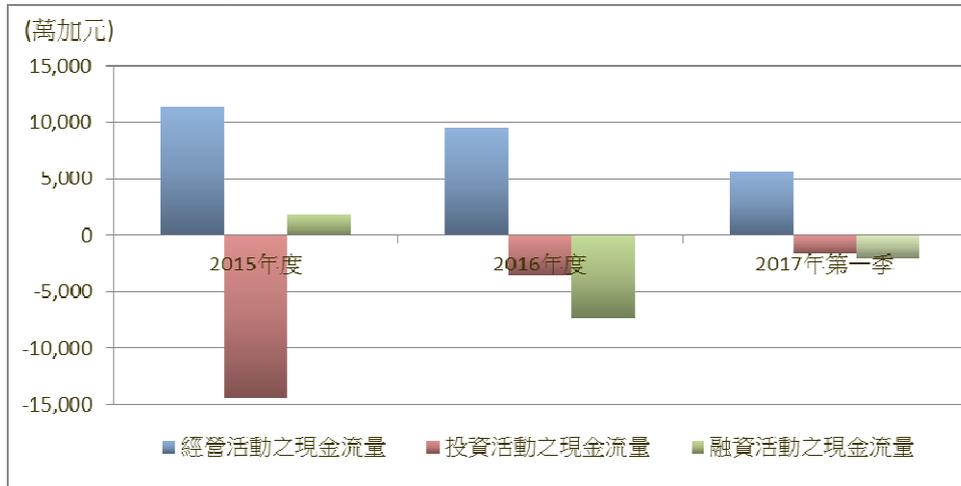
如表 2 所示，截至 2016 年 12 月 31 日止，MI 能源的收入來源近乎全部來自中國。由於 CQ Energy 的收入主要來自加拿大，因此該項收購有助於降低集團業務過度依賴單一國家而造成的風險，同時有利 MI 能源拓展全球業務，建立國際能源公司的形象。此外，在收購 MI 能源的收入來源亦近乎全部來自原油分部，假設於 2016 年 12 月 31 日 CQ ENERGY 已併入 MI 能源，按油當量及以天然氣按每桶油當量 6,000 立方英尺天然氣的係數轉換為油當量計算，集團的石油、天然氣凝液及天然氣的產量佔比分別為 16.2%、2.6%及 81.2%。因此，MI 能源亦能藉此收購減少依賴單一產品的收入貢獻。

**圖 6：MI 能源現金流量**


資料來源：公司財務報表



**圖 7: CQ Energy 現金流量**



資料來源: 公司財務報表

如上文所屬，**MI 能源**所處的行業正在開發階段，所以預期 **MI 能源**需投入更多資金於勘探、開發、生產，以提升 **CQ Energy** 的產量。可是，如圖 6 所示，**MI 能源**的經營活動所得的現金流量不穩定，於 2016 年度更錄得 3.71 億元人民幣的淨流出。雖然同年集團透過出售子公司權益，讓投資活動產生 17.9 億元人民幣的淨現金流入，從而令現金及現金等值物增加；2017 年上半年主要透過融資活動，令 **MI 能源**現金及現金等價物進一步增加，截至 2017 年 6 月 30 日約為 11.6 億元人民幣，可是同時集團對面合共近 54.7 億元人民幣的借貸，而總債項對股東權益更高達 216.7 倍，借貸水平甚高，集團或難以進一步透過借貸進行融資，甚至面對資金不足的風險。但如圖 7 所示，於 2015 年度、2016 年度及 2017 年首 3 個月 **CQ Energy** 的經營活動均能產生淨現金，加上截至 2017 年 3 月 31 日止 **CQ Energy** 的總債項對股東權益率僅約 4.0%，預期是次收購可改善集團的資產負債表。此外，**CQ Energy** 具備良好的融資條件，預期 **CQ Energy** 在需要額外營運資金時可自行直接從銀行取得融資，而不需為 **MI 能源**帶來債務負擔。



## 評級釋義

評級	說明
買入	目標價較現價有超過 30%的潛在升幅
增持	目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在升幅
中性	目標價正處於現價正負 10%變幅的區間之內
減持	目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在跌幅
沽出	目標價較現價有超過 30%的潛在跌幅



### 免責聲明

本研究報告由致富集團(“致富”)之附屬公司致富證券有限公司提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟致富並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本研究報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本研究報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本研究報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本研究報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富在法律上均不負責任何人因使用本研究報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富擁有此研究報告內容之版權，在未獲致富許可前，不得翻印、分發或發行本研究報告以作任何用途。撰寫本研究報告的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本研究報告中提及的證券或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。