

睿智投資

光匯石油 (933 HK, HK\$2.91, 無評級) — 供應鏈整合改善盈利能力

- ❖ 淨利潤增長 131.4%。**光匯石油發布了 2015 財年（截止至 6 月 30 日）的年度報告。銷售收入按年下跌 12.3% 至 743 億港元（下同），主要受石油產品價格在過去一年里下跌超過 50% 影響。然而淨利潤按年却錄得 131.4% 強勁增長，自 2014 財年的 5.99 億元增加至 2015 財年 13.87 億元。公司年內完成了對曹妃甸海洋油田的收購項目，受此影響，淨負債比率從 14 財年的 26% 上升至 15 財年的 76%。對此公司將有融資需求將淨負債降至 50% 目標水平。公司同時公布了派發 15 財年末期股息 2 港仙。
- ❖ 國際貿易及海上供油業務得益於成功的套保對沖。**國際貿易及海上供油業務（ITB）對光匯石油的淨利貢獻了 7.06 億元，占比 45%。整體貿易量按年上升 13.9% 至 17.2 百萬噸。儘管目前油價處於低位，貿易量的增加顯示了公司仍然對於 ITB 業務在進行擴張。此外，公司 15 年全年在金融衍生工具方面錄得超過 10 億元的淨收益，成功的套保對沖使得光匯石油得以在油價大幅波動的市況下維持 ITB 業務較好的利潤率。
- ❖ 上游天然氣業務是本年度的一大亮點。**光匯石油的上游天然氣業務位於新疆塔里木盆地，由迪那氣田和吐孜氣田組成。15 財年上游天然氣淨利潤增長 139% 至 6.4 億元。強勁的增長主要來自於氣田產量的增加以及銷售價格的提升。天然氣產量方面增加了 63% 至 5.22 億方，而銷售均價則由 14 財年人民幣 1.28 元/方提升至 15 財年人民幣 1.64 元/方。管理層認為，在新疆當地城市燃氣價格位於人民幣 2.2 元/方基礎上，售氣價格未來可以維持目前水平甚至有望進一步提高。
- ❖ 供應鏈整合將帶來更多的盈利機會。**光匯石油一直致力於透過對中下游油輪運輸以及石油倉儲及碼頭設施的擴張以整合并完善其供應鏈。15 財年內油輪運輸船隊規模擴大至 12 條船。隨著石油價格的下跌以及期貨呈現升水狀態，市場對於油輪運輸的需求持續增加，公司也在藉此業務獲利 2.33 億元。此外，位於舟山和大连的石油倉儲和碼頭設施項目目前正處於在建階段，預計 2016 年能夠有 316 萬方石油倉儲容量以及 13 個載重噸數 1 千噸到 30 萬噸不等的泊位投入運營。新的儲罐和碼頭設施將為光匯石油帶來穩定的收入回報，同時也為貿易業務提供更高的靈活度。

光匯石油 (933HK)

評級	無評級
收市價	HK\$2.91
市值(港幣百萬)	29,555
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	45.2
52 周高/低(港幣)	5.2/1.72
發行股數(百萬)	10,156
主要股東	薛光林(72.9%)

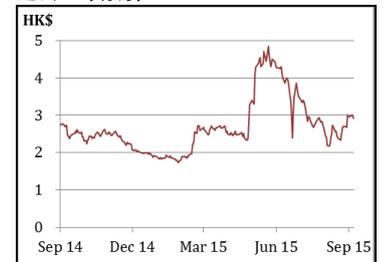
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	35.5%	39.3%
3 月	-30.7%	-12.9%
6 月	19.2%	33.4%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 6 月 30 日)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A
營業額(港幣百萬)	69,949	55,449	84,505	74,104
淨利潤(港幣百萬)	310	(697)	599	1,387
每股收益(港分)	4.1	(8.2)	6.8	15.6
每股收益變動(%)	N/A	N/A	N/A	129
市盈率(x)	71.0	N/A	42.8	18.7
市帳率(x)	2.9	3.7	3.4	2.4
股息率(%)	N/A	N/A	N/A	12.8
權益收益率(%)	4.0	(10.4)	7.9	12.9
淨財務杠杆率(%)	41.9	56.5	25.5	76.9

來源: 公司

利潤表

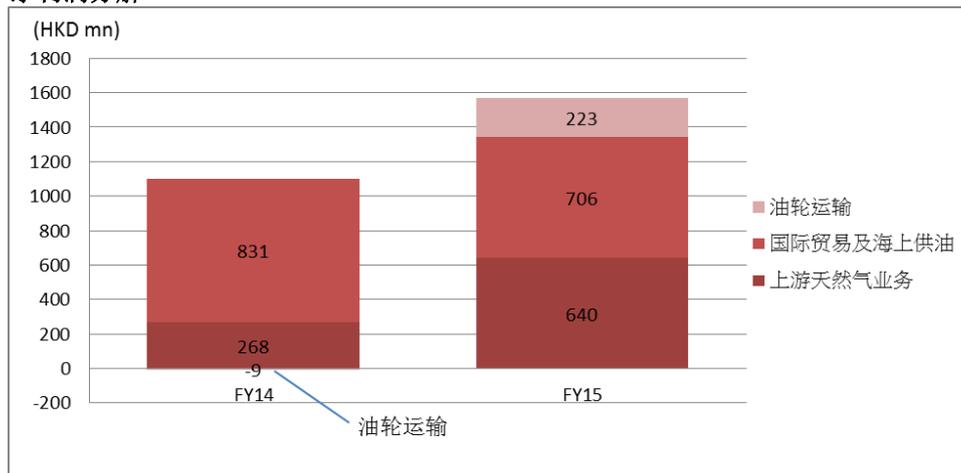
	FY15 (港元百萬)	FY14 (港元百萬)	變化
收入	74,104	84,505	-12.3%
銷售及服務成本-折舊及攤銷	(1,056)	(281)	275.5%
銷售及服務成本-其它	(71,150)	(82,458)	-13.7%
毛利	1,898	1,766	7.5%
其它收入	17	4	333.8%
其他收益及虧損，淨額	(32)	(8)	321.3%
衍生金融工具的淨收益（虧損）	1,241	(227)	N/A
其它費用	(208)	(177)	17.3%
分銷及銷售費用	(226)	(298)	-24.1%
行政費用	(287)	(267)	7.6%
融資成本	(655)	(205)	219.2%
迎戰合營公司的溢利	13	2	568.0%
應占一間聯營公司的虧損	-	(0)	N/A
除稅前溢利	1,761	590	198.8%
所得稅	(375)	10	N/A
淨利潤	1,387	599	131.4%

來源：公司、招銀國際證券分析

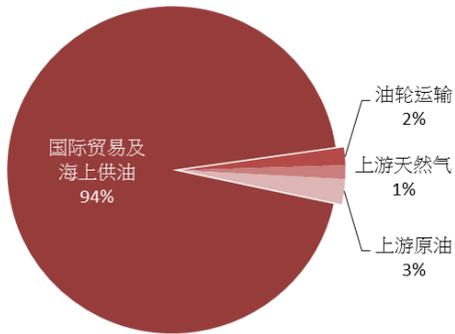
銷售收入分解

	FY15 (港元百萬)	FY14 (港元百萬)
海上供油收入	5,890	17,676
國際貿易收入	64,083	65,394
油輪運輸收入	1,291	957
上游氣田銷售收入	1,000	471
上游原油銷售收入	1,832	-
股息收入	6	7
投資物業租金收入	1	1
	74,104	84,505

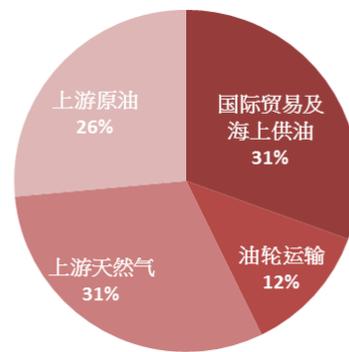
來源：公司

淨利潤分解


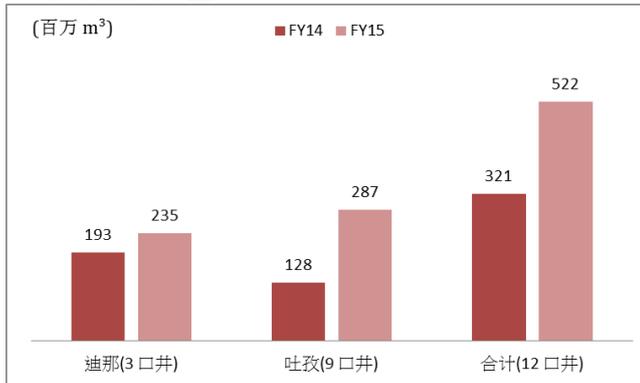
來源：公司

收入结构-按业务区分


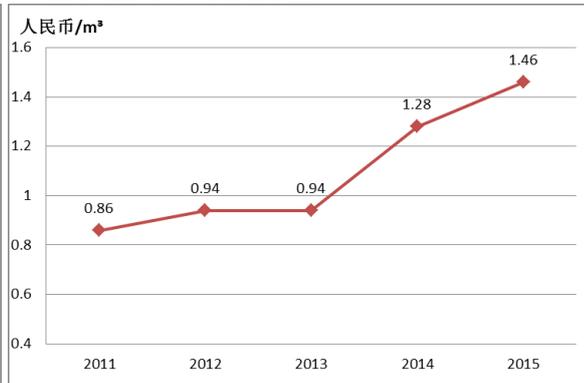
來源: 公司

业务结果-按分部业务


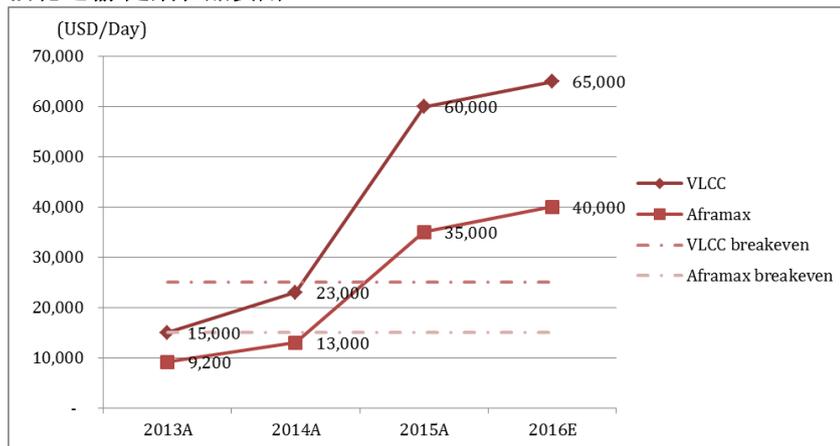
來源: 公司

上游-天然气产量


來源: 公司

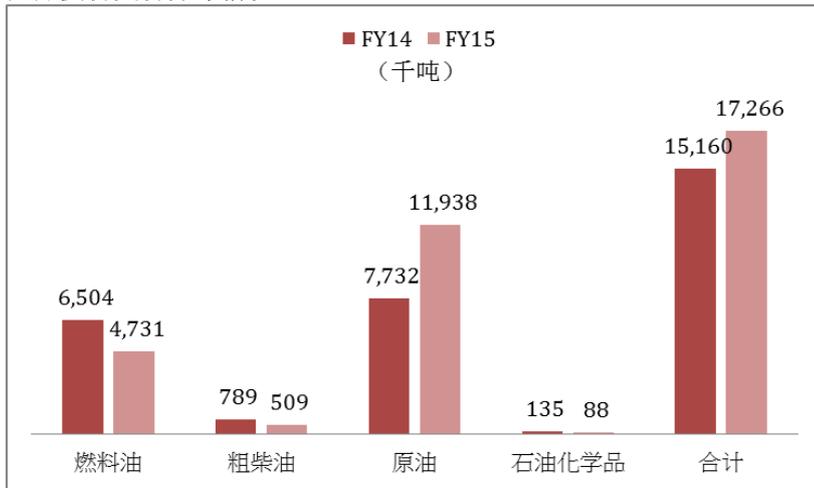
上游-天然气平均销售价格


來源: 公司

油轮运输-定期租船费用


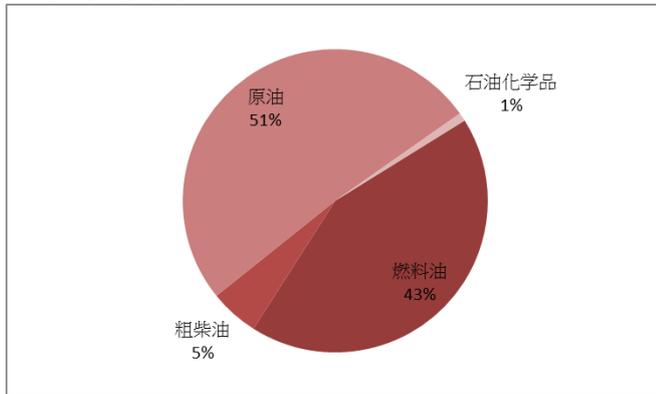
來源: 公司

国际贸易交易分布情况



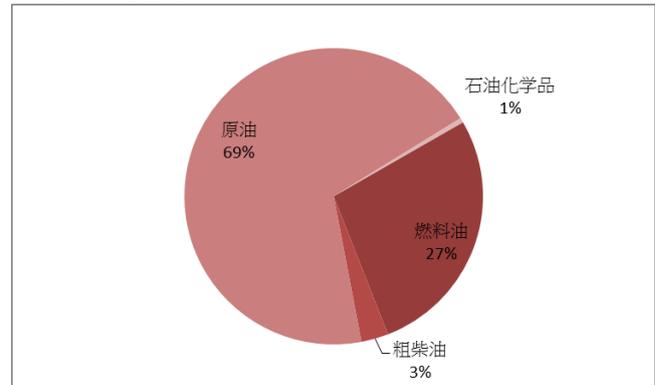
來源: 公司

14 年国际贸易分布



來源: 公司

15 年国际贸易分布



來源: 公司

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。