

陆地油气工程龙头有望重回景气

——中油工程（600339）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 油价上涨，油气田工程建设板块有望回暖

布伦特油价自去年 10 月份超过 60 美元/桶以来，已经持续 8 个月，2018 年上半年同比涨幅达到 32%，中石油上游资本支出在三桶油中增幅最大，叠加国内天然气政策推动，考虑陆地油气田工程板块具有 1 年多的滞后性，中石油 2017 年上游资本支出大幅增加 35%，公司有望在 2018 年受益。

❖ 受益国内天然气政策推动，储运板块业绩增速已现

受益天然气政策推动，公司业务覆盖天然气上中下游。受国内天然气储气调峰能力不足影响，国内冬季天然气供给不足在 2017 年大幅凸显，包括页岩气减征资源税、加快储气库建设、民用气价格提升等政策陆续出台，给予公司储运板块投资机会。历史上中国大部分储气库、天然气管道和部分 LNG 接收站以及大型储罐等都由公司建设制造。未来油气管网或剥离并引入民营资本，将增加管网投资主体、节约三桶油投资，最终增加公司整体利润。

❖ 炼化工程已成为公司利润最大来源

油价上涨及民营企业原油进口资质的放松带来了炼化业务的高景气，民营炼化一体化近年来得到大规模投资建设，预计未来 3 年该项业务的市场空间超过 5000 亿，仅 2017 年 1 年时间公司炼化工程板块已成长为公司利润的最大来源，并且实现营收及毛利率双增长。再叠加油品改造升级以及煤化工产业利好，未来板块将继续成长，有望超过油气工程或储运板块。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司市净率相对较低，历史最大营收高达 1000 亿，2017 年仅有 550 亿，汇率损失也有望同比大幅减少。预计 2018-2020 年营业收入分别为 601、674、753 亿元，实现 EPS 分别为 0.24、0.31、0.36 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ **风险提示：** OPEC 限产协议执行率过低、美国页岩油气增产远超预期、国际成品油需求大幅下滑和油气改革方案未得到实质落实。

盈利预测与估值

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	55364	60100	67450	75300
+/-%	9%	9%	12%	12%
归属母公司净利润(百万)	670	1350	1716	2010
+/-	-48%	102%	27%	17%
EPS(元/股)	0.12	0.24	0.31	0.36
PE	35.75	17.74	13.96	11.92

资料来源：公司公告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	石油化工
报告时间	2018/7/1
前收盘价	4.41 元
公司评级	增持评级

分析师

杨欧雯

证书编号：S1100517070002
010-66495651
yangouwen@cczq.com

联系人

白竣天

证书编号：S1100116070002
010-66495962
baijuntian@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

投资摘要

关键催化剂:

OPEC 增产不及预期，油价下半年有望超过前期高点。布伦特油价自去年 10 月份超过 60 美元/桶以来，已经持续 8 个月，2018 年上半年油价同比涨幅达到 32%。OPEC 增产量不及预期并且没有各国家具体配额，地缘政治形势不会因 OPEC 增产而消失，下半年油价仍具备上行空间。

受益天然气政策推动，公司业务覆盖天然气上中下游。受国内天然气储气调峰能力不足影响，国内冬季天然气供给不足在 2017 年大幅凸显，包括民用气价格提升、储气库开工建设、财政部储气库拨款等政策陆续出台，给予公司储运板块投资机会。历史上中国大部分储气库、天然气管道和部分 LNG 接收站以及大型储罐等都由公司建设制造。未来油气管网剥离、投资主体扩大，并节约三桶油管网投资，最终将增加公司整体利润。

油价上涨及原油进口政策的变化带来炼化业务的高景气，民营炼化一体化近年来得到大规模投资建设，预计未来 3 年该项业务的市场空间超过 5000 亿，仅 2017 年 1 年时间公司炼化工程板块已成长为公司利润的最大来源，并且实现营收及毛利率双增长。再叠加油品改造升级以及煤化工产业利好，未来规模将继续成长，有望超过油气工程或储运板块。

油气田工程板块有望回暖。公司的油气田板块在国内具有明显龙头地位，国内大部分油气田工程业务以及海外中石油招标的油气工程建设业务，公司都具有优势。该板块较大的受益于中石油上游资本支出的增长，考虑陆地油气田工程板块具有 1 年多的滞后性，中石油 2017 年上游资本支出大幅增加 35%，公司有望在 2018 年受益。

盈利假设与估值:

首次覆盖给予“增持”评级。公司市净率相对可比公司较低，历史最大营收高达 1000 亿，2017 年仅有 550 亿，汇率损失也有望同比大幅减少。预计 2018-2020 年营业收入分别为 601、674、753 亿元，实现 EPS 分别为 0.24、0.31、0.36 元/股，PE 分别为 18、14、12 倍。

正文目录

投资摘要.....	2
一、公司概况.....	5
1. 公司简介：陆地油气工程建设龙头	5
2. 业务简介：油气产业链上中下游齐备	7
2.1 油气田地面工程——中国石油工程建设有限公司	8
2.2 油气储运工程——中国石油管道局工程有限公司	10
2.3 炼化化工工程——中国寰球工程公司.....	12
3. 财务状况：盈利结构调整，汇兑影响大	14
3.1 盈利结构发生变化，汇兑净损失占比大.....	14
3.2 控制成本费用，资产减值减小.....	17
二、投资看点.....	18
1. 油价上涨，油气产业链投资普遍增加	18
2. 炼化高景气利好寰球公司	20
3. 纳入 MSCI 中国 A 股在岸指数	22
4. 低市净率具备比较优势，汇兑走势或向好	22
5. 天然气政策推动公司全产业链发展	24
三、估值评级.....	26

图表目录

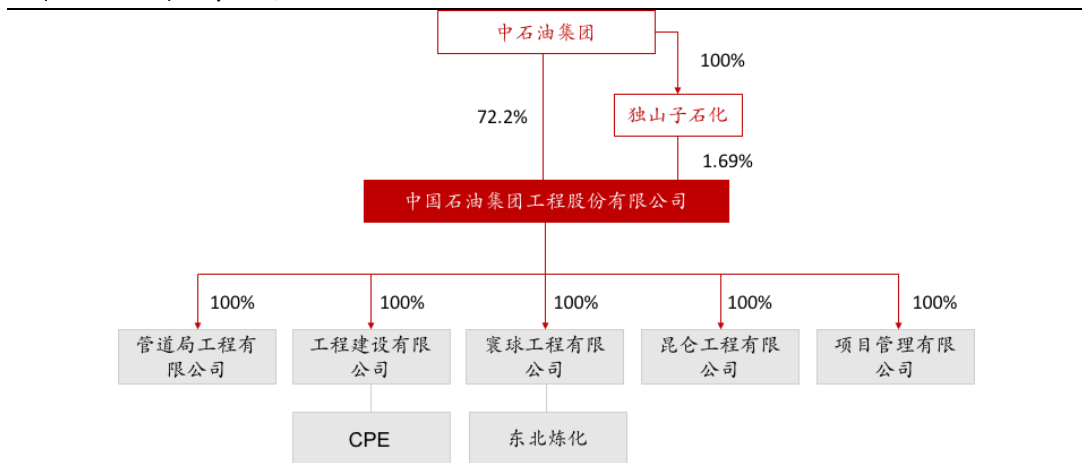
图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	公司股权结构.....	6
图 3:	重大资产重组历程.....	6
图 4:	产业链及服务链完备.....	8
图 5:	2017 年子公司净资产占比 (亿元, %)	8
图 6:	2017 年子公司净利润占比 (亿元, %)	8
图 7:	国内市场业务分布.....	9
图 8:	油建营收及毛利率.....	10
图 9:	管道储运营收及毛利率.....	12
图 10:	炼化化工工程营收及毛利率.....	13
图 11:	营业收入扭亏为盈.....	14
图 12:	总毛利实现增长.....	14
图 13:	分业务营业收入.....	15
图 14:	分业务毛利率.....	15
图 15:	资产重组后境外毛利率提升.....	16
图 16:	2017 年国内外新签合同额比例.....	16
图 17:	2017 年各业务新签合同额比例.....	16
图 18:	三费占营业总收入的比总.....	17
图 19:	2017 年四大业务成本构成.....	17
图 20:	固定资产减值损失.....	18
图 21:	布伦特原油平均价格.....	18
图 22:	三桶油资本支出增长.....	19
图 23:	营收与资本支出高度吻合.....	19
图 24:	2017 年新签订单和营收的关系.....	20
图 25:	2017 年寰球公司净利润占比.....	22
图 26:	2018 年寰球公司净利润占比.....	22
图 27:	可比公司市净率 (2018 年 6 月 26 日)	23
图 28:	美元兑人民币.....	23
图 29:	汇兑损失对净利润影响大.....	24
表格 1:	公司资质数量行业领先.....	7
表格 2:	CPECC 公司概况.....	9
表格 3:	海外市场业务布局范围广.....	10
表格 4:	CPP 公司概况.....	11
表格 5:	部分国内外重大管道工程项目.....	11
表格 6:	寰球工程公司概况.....	13
表格 7:	主要炼化工程项目及投资.....	21
表格 8:	促进天然气发展的政策与规划.....	24
表格 9:	中国正在筹建的 LNG 项目.....	26
表格 10:	中油工程可比公司.....	27

一、公司概况

1. 公司简介：陆地油气工程建设龙头

中国石油集团工程股份有限公司（简称中油工程，股票代码 600339）是中国石油天然气集团有限公司（简称集团公司）控股的中国最大的石油工程综合服务提供商。公司整合了集团公司旗下的工程建设企业，借用“ST 天利”于 2016 年在上海证券交易所重组上市。公司现有总股本 55.83 亿股，流通股本 15.52 亿股，第一大股东为集团公司，持股比例达 54.29%。第二大股东为集团公司的全资子公司中国石油集团工程服务有限公司，持股比例达 17.91%。

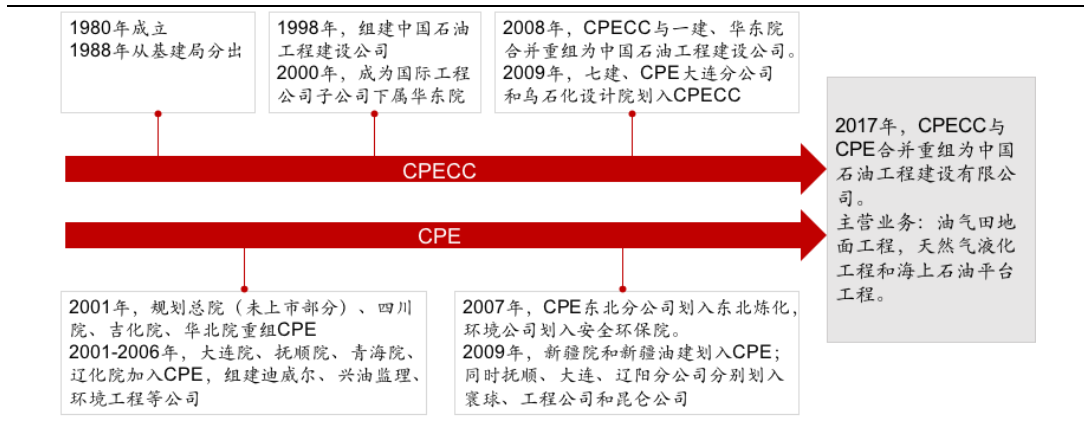
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司 2016 年整合了中国石油管道局工程有限公司、中国石油工程建设有限公司、中国寰球工程有限公司、中国昆仑工程有限公司和中油工程项目管理分公司 5 家集团公司下属企业，面向国内外石油化工工程市场提供全产业链“一站式”综合服务，业务范围覆盖油气田地面工程、炼油化工工程、油气储运工程、LNG 工程、非常规油气地面工程、煤化工工程、海洋石油工程等上中下游工程全产业链。

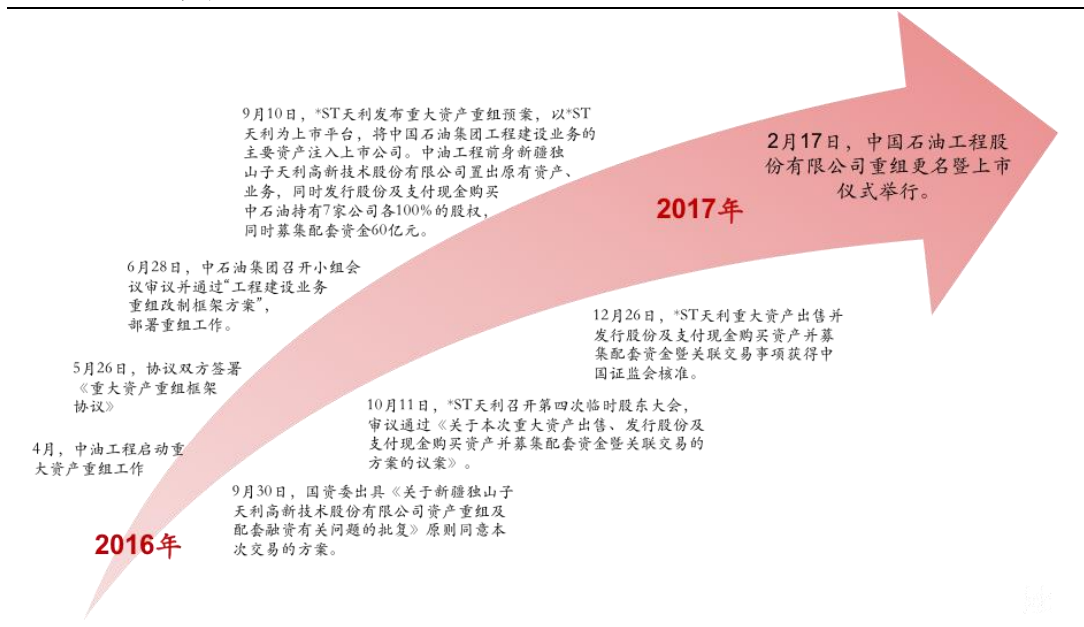
图 2：公司股权结构



资料来源：公司官网，川财证券研究所

重组整合后按营业收入计算，公司在 ENR 国际最大承包商排名中进入前 40 位，其中在石油工程建设行业排名进入前 10 位。公司下属子公司管道局工程公司、工程建设公司、寰球工程公司分别位列 88 位、73 位、133 位

图 3：重大资产重组历程



资料来源：公司微信公众号，川财证券研究所

表格 1：公司资质数量行业领先

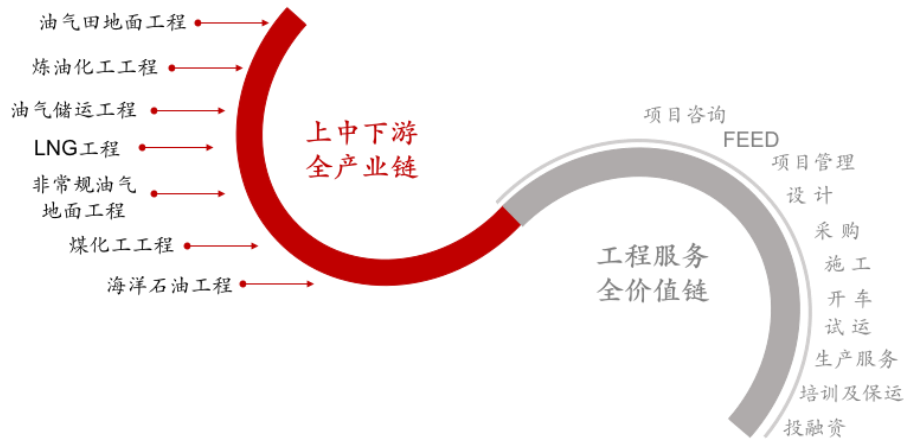
公司资质	专业类别	资质类别		
		特级资质数量	一级资质数量	二级资质数量
施工资质	石油化工工程总承包	3	9	1
	管道工程专业承包		8	
	海洋工程专业承包		2	2
	机电设备安装工程专业承包		3	1
	钢结构专业承包		3	1
设计资质	专业类别	资质项数	对应公司	
	综合资质	5-甲级	管理局、工程建设、工程设计、寰球工程、东北炼化公司	
	石油天然气行业、 化工石化医药行业	3-甲级	昆仑工程等	
监理资质	专业类别	资质项数	对应公司	
	综合资质	3	朗威监理、梦溪监理、兴油监理	
	化工石油工程监理	7-甲级	寰球工程等	
国际经营资质	专业类别	颁发单位		
	对外承包工程和劳务合作资质	商务部		
	进出口资质	商务部		

资料来源：公司年报，川财证券研究所

2. 业务简介：油气产业链上中下游齐备

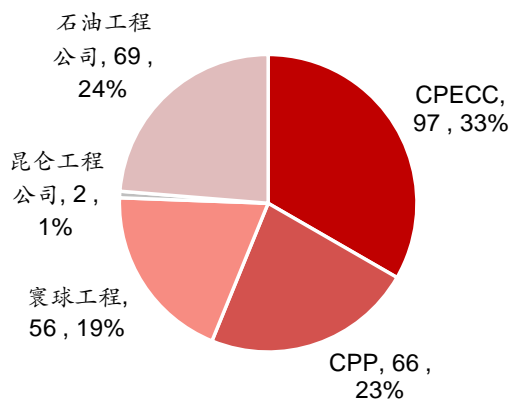
公司资产重组后致力于建设成为世界一流的油气工程综合服务商，现以全产业链和工程服务全价值链两大链条为基石，实现上中下游业务的多元化发展，重点业务包括油气田地面工程、油气储运、炼油化工、环境工程 4 大部分。由各大板块对应的子公司资产来看，CPECC（33%）和石油工程公司（24%）的净资产资本较大，净利润贡献则主要来自寰球工程（53%）和 CPECC（36%）。

图 4：产业链及服务链完备



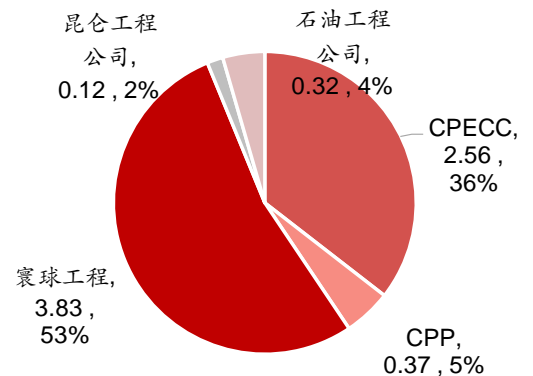
资料来源：公司微信公众号，川财证券研究所

图 5：2017 年子公司净资产占比（亿元，%）



资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 6：2017 年子公司净利润占比（亿元，%）



资料来源：公司年报，川财证券研究所

2.1 油气田地面工程——中国石油工程建设有限公司

中国石油工程建设有限公司（英文缩写 CPECC），是中国石油天然气集团公司专门从事石油工程设计、制造、施工和工程总承包的专业公司，提供石油工程建设全过程服务和项目总承包服务。该板块在 3 大主要业务板块中规模最大，在 ENR 国际最大承包商中排名第 73 位。

表格 2: CPECC 公司概况

业务板块	公司概况	业务明细	2017年工程发展
油气田地面工程	前身为原石油工业部基建专门从事石油工程设计、制造、局。1980年经国务院批准施工和工程总承包，服务油气田地面工程。具备设计、采购、制造、施工一体化全功能。海外的八大公司之一。	塔里木油田凝析气轻烃深度回收工程投产；俄罗斯亚马尔LNG项目第二、三期工程模块全部完成建造；南苏丹3/7区脱瓶颈项目高质量竣工；土库曼斯坦阿姆河萨曼杰佩气田增压工程一期、乌兹别克斯坦卡拉库利气田项目一期先后投产；伊拉克巴士拉天然气老厂改造、乍得2.2期油田地面工程稳步推进；俄罗斯阿穆尔天然气处理厂、伊拉克哈法亚三期原油中心处理站（CPF3）及配套系统项目顺利启动。	

资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司油气田地面工程板块已经整合成为集团公司下属的唯一供应商，在国内市场的市占率较高，参与了中石油长庆、西南、塔里木等主力气田产能建设，未来也将这些气田的扩产过程中获得较大的市场份额。

图 7: 国内市场业务分布



资料来源：公司官网，川财证券研究所

在油气田地面工程的海外市场方面，公司业务量与整个市场的恢复速度相关。据 HIS 等机构预测，未来几年全球油气田地面工程市场年均复合增长率约为 8%-9%。到 2020 年，油气田地面项目投资将达到 6600 亿美元，其中陆上和海上各占 70%和 30%。

公司最近在海外业务方面参与了土库曼萨曼杰佩增压工程一期、乌兹别克卡拉库利气田一期、俄罗斯阿穆尔天然气处理厂、阿布扎比巴布油田综合设施、伊

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

拉克哈法亚三期等项目，未来有望继续在这些油气生产国取得更多油气田地面工程项目。

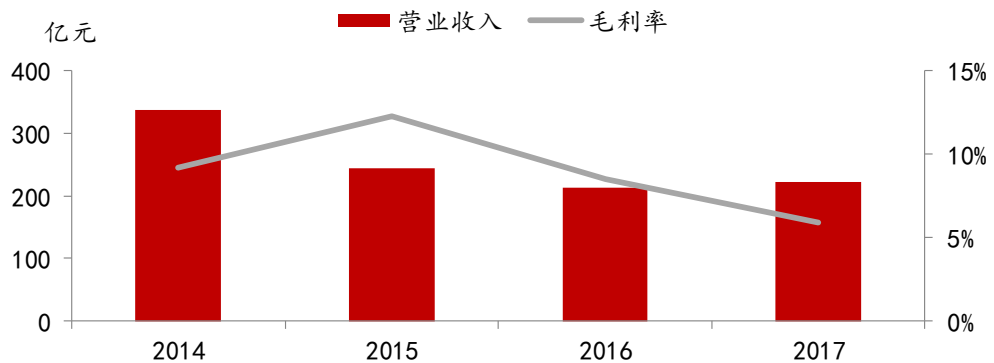
表格 3：海外市场业务布局范围广

地区	区域性规模市场	市场范围
非洲地区	苏丹、阿尔及利亚	乍得、尼日尔、尼日利亚、毛里塔尼亚
中亚地区	哈萨克斯坦	土库曼斯坦、乌兹别克斯坦、俄罗斯
中东地区	阿联酋	叙利亚、伊朗、伊拉克
南美地区	委内瑞拉	哥斯达黎加
南亚地区	巴基斯坦	孟加拉

资料来源：公司官网，川财证券研究所

油田工程建设板块的营业收入体现出与油价的正相关性，但因工程板块的滞后性，毛利率在 2015 年达到近 4 年来的最大值，而后下降。也因该板块的滞后性，预计 2018 年公司毛利率开始回升，伴随这该板块营业收入的增长，板块业绩将复苏。

图 8：油建营收及毛利率



资料来源：公司年报、Wind，川财证券研究所

2.2 油气储运工程——中国石油管道局工程有限公司

中国石油管道局工程有限公司（英文缩写 CPP）创建于 1973 年，主要从事陆上和海洋管道建设、油气储库/罐建设、燃气利用、管道技术服务、通信电力安装运维、LNG 处理与接收站建设等业务，是国内外油气储运工程建设行业的专业化公司，在 ENR 国际最大承包商中排名第 88 位。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 4: CPP 公司概况

业务板块	公司概况	业务明细	2017年工程发展
油气储运工程	创建于1973年，主要从事以陆上、海上长输管道工程和陆上和海洋管道建设、油 油气储库工程建设业务为主，气储库/罐建设、燃气利 承建中国80%的能源长输管道用、管道技术服务等业务，建设，发展LNG工程业务以及是国内外油气储运工程建 管道工程技术服务、监理和项设的专业化公司。	目管理业务。	西气东输三线中卫-靖边联络线、陕京四线输气管道、云南成品油管道、中缅原油管道、中俄原油管道二线、伊拉克马季努恩管线等一批重点项目相继投产。中俄东线天然气管道北段全面开工建设；泰国北部成品油管道项目开工；沙特阿美哈拉德天然气管道项目按计划推进；尼日利亚AKK天然气管道项目进入具体实施阶段。储罐工程建设方面，安哥拉渔港成品油库扩建工程成功投产。

资料来源：公司官网，川财证券研究所

45 年来公司经营足迹遍及国内及海外 46 个国家，参与建设了几乎所有国内的跨境或跨省长输管道，以及中东多个产油国的原油长输管道，总里程近 10 万公里；建设了深港支干线、坦桑尼亚天然气管道等海洋管道 150 公里；建设了舟山、兰州、宁波等原油和成品油储罐 2155 万立方米，设计建设了中国石油第一座地下储油库；公司参与建设的中缅天然气管道（缅甸段）荣获“2016 年中国建设工程鲁班奖（境外工程）”。

表格 5: 部分国内外重大管道工程项目

时间	国内项目	时间	国际项目
2015 年	鞍大线原油管道工程	2014 年	中亚天然气管道 C 线工程项目
2015 年	锦西石化外输管道工程	2014 年	缅泰输气管道项目
2015 年	广东惠州大亚湾第二条污水排海管线项目	2015 年	巴布亚新几内亚 Napa 炼厂石油储罐
2015 年	涩宁兰天然气管道重大安全隐患整改工程	2015 年	坦桑尼亚天然气管道工程
2016 年	湖南管网项目	2015 年	泰国那空沙旺天然气管道项目
2016 年	崖城 13-1 海底管线修复项目	2016 年	安哥拉成品油库项目
2016 年	中俄原油管道二线工程	2016 年	马季努恩工程项目
2016 年	西气东输三线中卫-靖边输气管道第二标段	2016 年	俄罗斯远东管道工程
2016 年	陕京四线输气管道线路工程	2017 年	鲁迈拉项目
2016 年	宝坻—香河—西集支线管道工程	2018 年	泰国天然气管道工程

资料来源：子公司官网，川财证券研究所

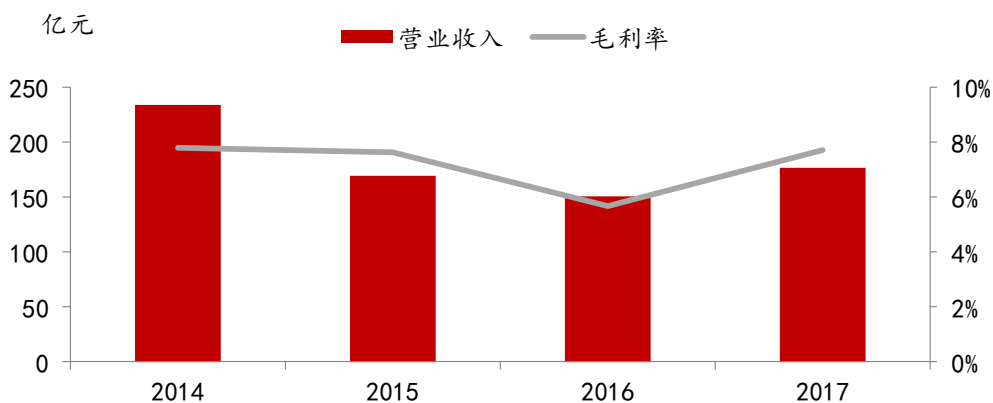
根据发改委《天然气发展“十三五”规划》和《石油发展“十三五”规划》，2020 年天然气主干管网、原油和成品油管道总里程将达到 10 万公里、3.2 万公里和 3.3 万公里，地下储气库累计形成工作气量 148 亿立方米。中亚 D 线、

新疆煤制气外输等干线管道，江西、贵州、广西、福建、湖北、辽宁、云南等省区管网，以及内蒙、山西、陕西等煤浆、甲醇等输送管道将陆续开工建设。石油储备体系建设全面提速，国家石油储备二期工程陆续建成，三期项目建设逐步启动。

在国内业务上，该板块业务承建了国内大部分的油气管道和储气库，并且现阶段天然气管道支线、LNG 储气库、LNG 接收站等天然气储运设施的明显不足影响了国内天然气需求的释放，公司既有供应能力也有市场需求，未来将在国家天然气产业政策的推动下产生出更大业绩。

在海外业务上，国际大型石油公司及部分国家石油公司均公布了未来几年管道工程的投资计划，公开信息显示埃尼、壳牌、英国石油、埃克森美孚、道达尔、雪佛龙、挪威石油等国际油公司 2018-2019 年管道工程投资计划分别达到 45 亿美元和 35 亿美元。全球范围内策划筹建的 LNG 接收站超过 30 余座。

图 9：管道储运营收及毛利率



资料来源：公司年报、Wind，川财证券研究所

管道储运板块更多的受益于国内天然气产业政策的推动，但近几年受制于低油价导致的上游资本支出减少，营收及毛利率体现出和油价的相关性，但相比油气工程板块变化幅度得到削弱。未来资本支出的增长叠加天然气产业政策的推动，该板块将表现出较大的弹性。

2.3 炼化工程——中国寰球工程公司

中国寰球工程公司始建于 1953 年，是国内领先的知识密集型炼化工程总承包工程公司。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

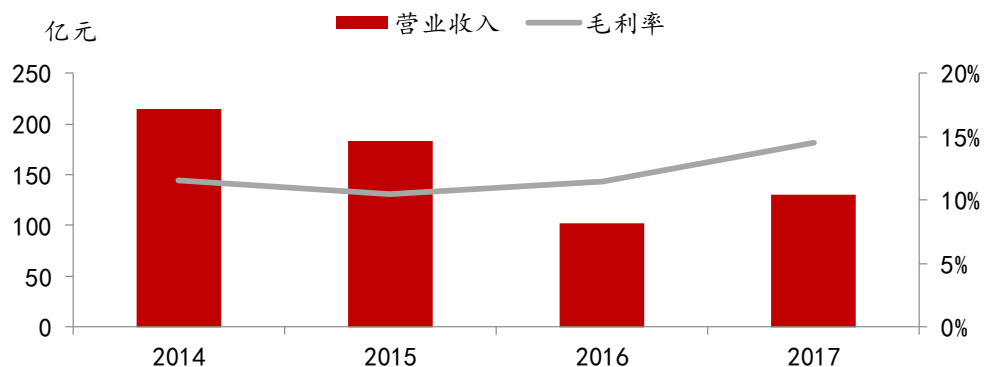
表格 6: 寰球工程公司概况

业务板块	公司概况	业务明细	2017年工程发展
炼化化工工程	1953年设立，前身为化学工业第一设计院。1984年总承包工程公司。业务包括石化改组为化学工业部中国寰球化学工程公司。拥有多项资质。	多功能一体化的炼油化工工程、炼油工程、化肥和煤田与储运工程。	云南石化1300万吨/年炼油项目开车成功；华北石化1000万吨/年炼油升级改造、辽阳石化俄罗斯原油加工优化增效改造、国VI汽油升级烷基化等项目进展平稳。哈萨克斯坦奇姆肯特炼厂升级改造一期工程投产成功，二期工程有序施工；沙特磷矿项目顺利投产；阿尔及尔炼厂改扩建项目全面启动。

资料来源：子公司官网，川财证券研究所

受益于油价在低位区间持续上涨，最近2年炼化行业处于高景气，行业盈利持续向好，使得相关炼化设施建设订单大幅增长。我们将未来三年民营大炼化企业投资额和两桶油炼化资本支出加总，合计将有5500亿的市场空间，其中来自民营大炼化企业的订单较多，中石油受制于资本支出限制投资相对较少，但整个行业处于高景气，可比公司中石化炼化、中国化学的订单皆有所增加。在此背景下，该板块近2年毛利率增长明显，但营业收入增速过去受制于中石油的资本支出。不过与其他两大主营业务相比，该板块的营业收入是唯一超过中石油在该领域的资本支出的。

图 10: 炼化化工工程营收及毛利率



资料来源：公司年报、Wind，川财证券研究所

2018年公司手握集团公司炼化业务转型升级的机会，有华北石化、辽阳石化改造工程，并有望获得广东揭阳炼化一体化总承包项目，该项目总的投资额可能达到700-800亿元。

该板块在最近2年业绩增长最为明显，毛利率创近4年来的新高，预计未来2

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

年行业订单仍然保持景气，公司营收将继续增长，该板块有望成为公司的最大增长点，持续为公司最大的利润来源。

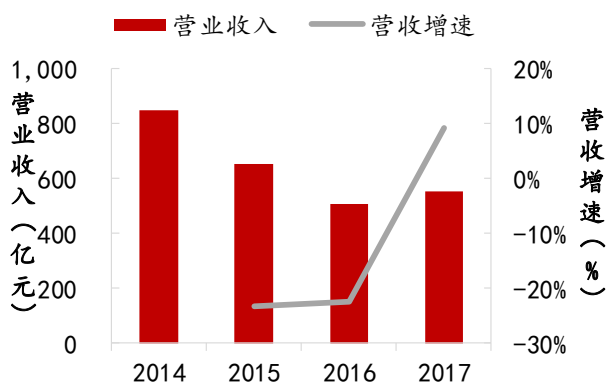
3. 财务状况：盈利结构调整，汇兑影响大

3.1 盈利结构发生变化，汇兑净损失占比大

汇兑净损失对净利润影响大：2017 年公司实现营业收入 553.6 亿元，同比增长 9.7%，主要受市场需求回暖的影响，主营业务量增加，实现恢复性增长。公司实现归母净利润 6.7 亿元，同比减少 6.18 亿元，主要是 2017 年以来，美元等货币汇率持续下行，而人民币汇率相对上升，造成公司持有的外币资产形成汇兑损失，2017 年公司累计发生汇兑净损失 5 亿元左右，与上年汇兑净收益 3.68 亿元相比，汇兑净损失增加 8.68 亿元左右。

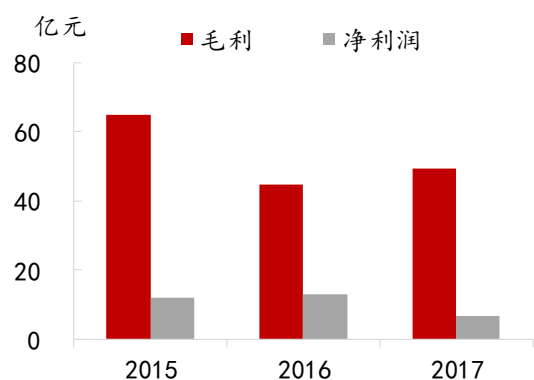
盈利结构变化：公司过去以油气田工程建设及管道业务为主，提供公司最大的营业收入及经营利润。因油价传导的滞后性及炼化业务的高景气，2017 年开始炼化工程业务提供了公司最大利润来源，新签订单结构也同时说明该问题。

图 11：营业收入扭亏为盈



资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 12：总毛利实现增长



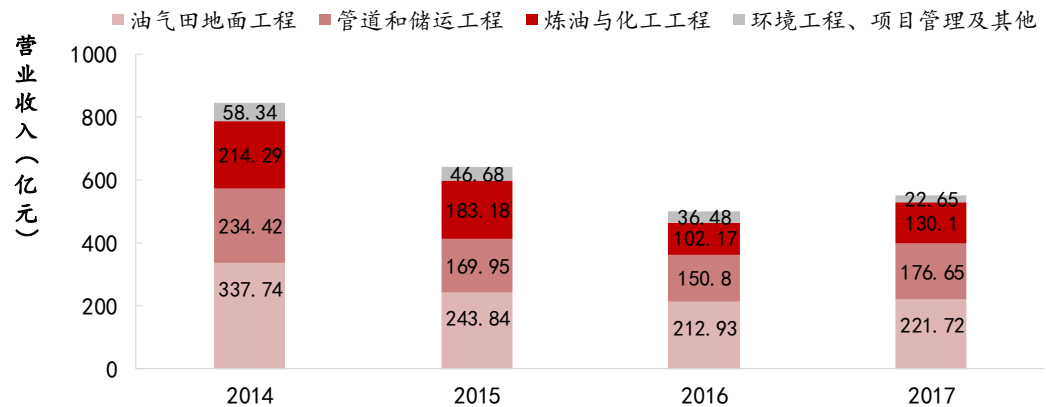
资料来源：公司年报，川财证券研究所

炼化工程营收增速最快：油气田地面工程实现营收 221.7 亿元，同比增长 4.1%；管道和储运工程实现营收 176.7 亿元，同比增长 17.1%；炼油与化工工程实现营收 130.1 亿元，同比增长 27.2%；环境工程、项目管理等实现营收 22.6 亿元，同比下降 37.9%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

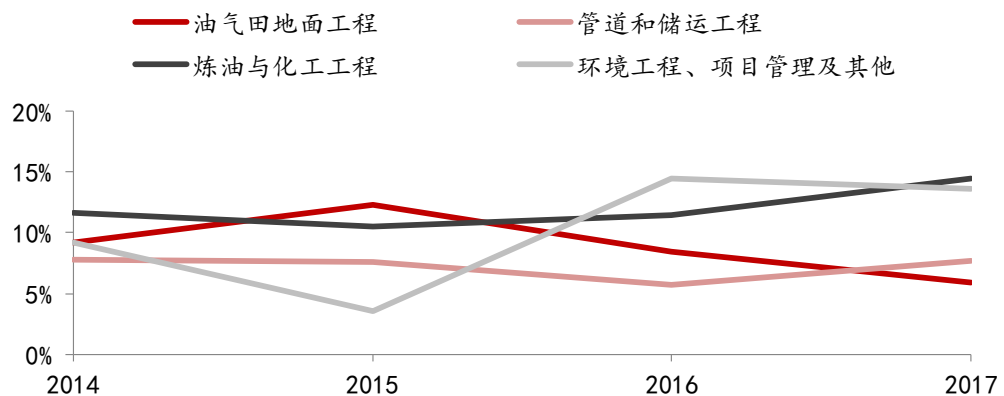
毛利率增速最快的也是炼化工程板块：油气田地面工程业务营收占比最大，受前几年油价低迷影响，存量订单毛利率仍然较低。炼油与化工工程去年业务增幅最为出彩，2017年毛利率实现新突破达到14.5%，为公司打开新的成长空间。管道与储运工程的毛利率也在2017年实现增长，达到7.7%。

图 13：分业务营业收入



资料来源：Wind，川财证券研究所

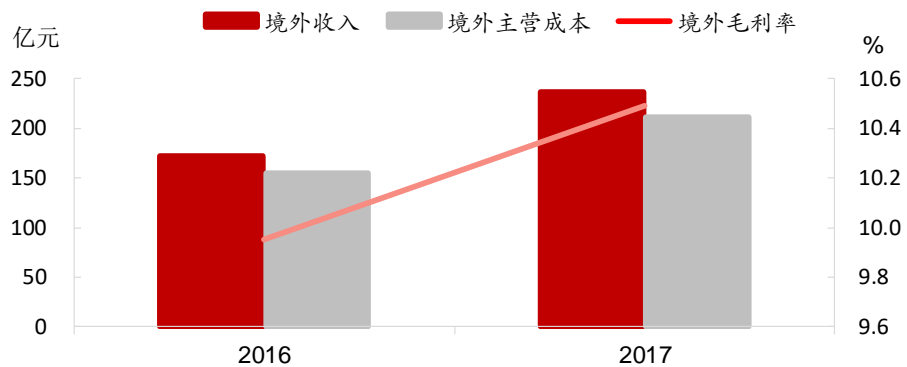
图 14：分业务毛利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

海外业务上，公司持续加强“一带一路”沿线国家的市场开发，境外收入逐年提升，2017年实现境外收入236.3亿元，占比42.9%，同比增长37.4%。境外主营业务成本为211.5亿元，同比增长36.6%。境外业务毛利率为10.5%，同比增加0.5%。

图 15：资产重组后境外毛利率提升

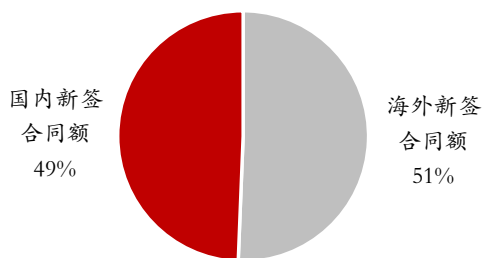


资料来源：公司年报，川财证券研究所

公司 2017 年新签订单增长最为明显，助力公司国内外业务的收入增长。2017 年公司新签合同额 1050 亿元，同比 2016 年增加 32%。国内外新签合同较为平衡，其中海外业务新签合同额 531.6 亿元，占比 51%，国内市场则占比 49%。系统层面看，集团系统外业务新签合同较多，为 755.7 亿元，占比 72%。

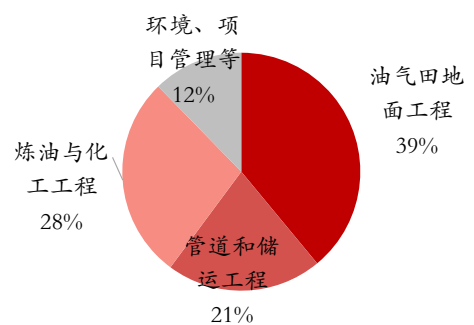
各业务新签合同数量依次为：油气田地面工程业务新签合同额 409.9 亿元，占比 39%；炼油与化工工程业务新签合同额 289.6 亿元，占比 27.6%；管道与储运工程业务新签合同额 221.3 亿元，占比 21.1%；考虑 2017 年为集团公司近几年来投资增速最大的一年，并且海外陆续有超大订单中标，2018 年公司任务指标为新签合同额 957 亿元，相比 2017 年有所下降。

图 16：2017 年国内外新签合同额比例



资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 17：2017 年各业务新签合同额比例

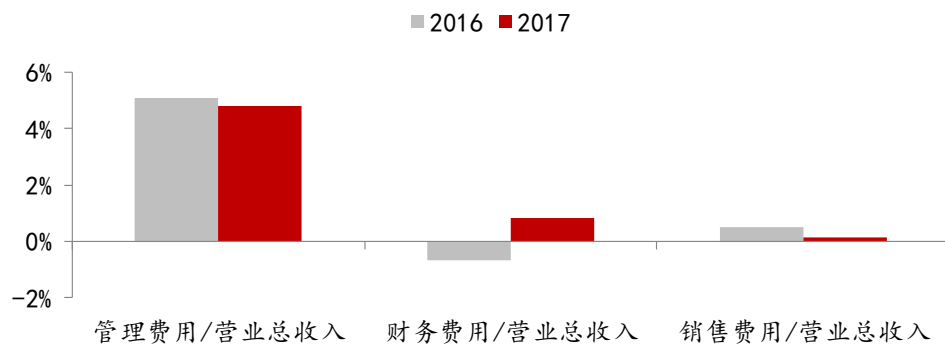


资料来源：公司年报，川财证券研究所

3.2 控制成本费用，资产减值减小

公司管理费用、销售费用占营业收入的比重减少，利润率上升。公司财务费用的大幅增长源自汇兑损失的增长。

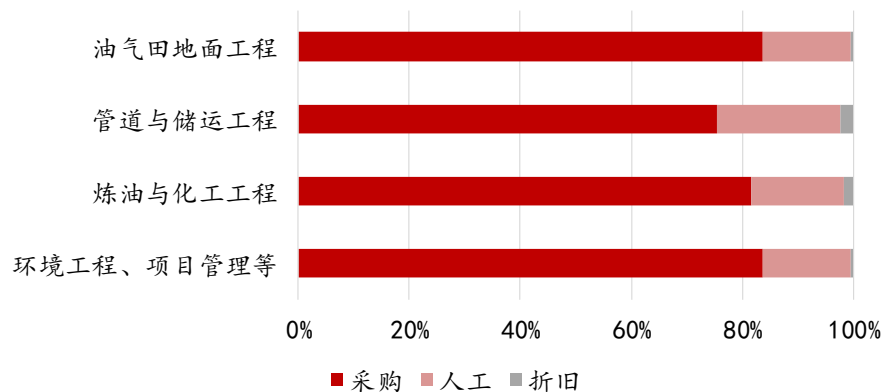
图 18：三费占营业总收入的比总



资料来源：Wind，川财证券研究所

2017 年主营业务成本 505.5 亿元，同比增长 9.52%，低于主营业务收入同比增速 9.70%。四大业务成本构成相似，主要来源均为采购成本，占比在 80% 左右，人工成本占比 20% 不到，根据市场环境，公司有望通过压缩采购费用、控制承办商价格来进一步降本。

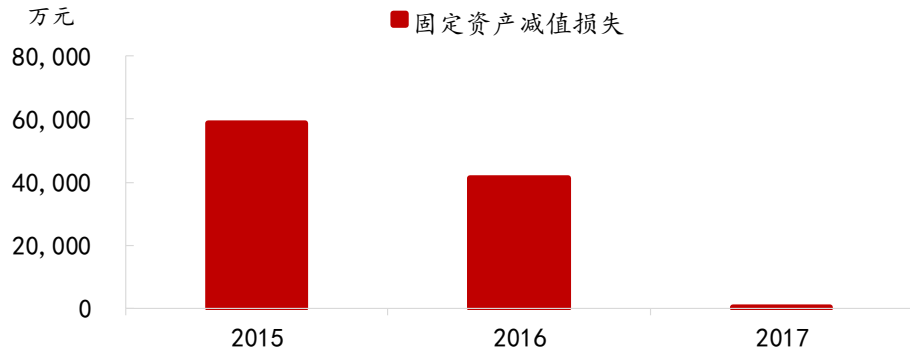
图 19：2017 年四大业务成本构成



资料来源：公司年报，川财证券研究所

公司固定资产减值同比下降十分明显，2017 年为 233.3 万元，同比 2016 年固定资产减值损失 4.11 亿元，下降 40868 万元。

图 20：固定资产减值损失



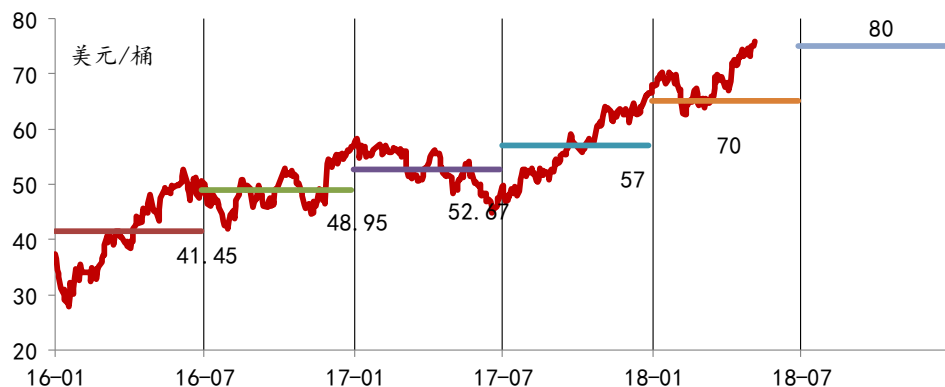
资料来源：Wind，川财证券研究所

二、投资看点

1. 油价上涨，油气产业链投资普遍增加

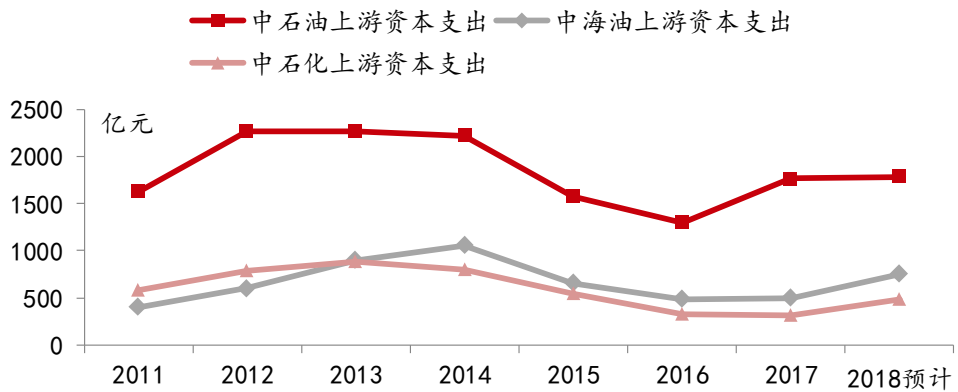
从 2016 年起国际油价逐步抬升，石油公司业绩也随之增长，同时受利益推动石油公司的资本支出也开始增长。公司是石油天然气工程建设全产业链的供应商，中石油集团公司是公司最大的客户，其资本支出与公司的营业收入相关性较大，并且受到工程建设行业准备周期及施工周期较长的特点影响，业绩表现相对滞后。

图 21：布伦特原油平均价格



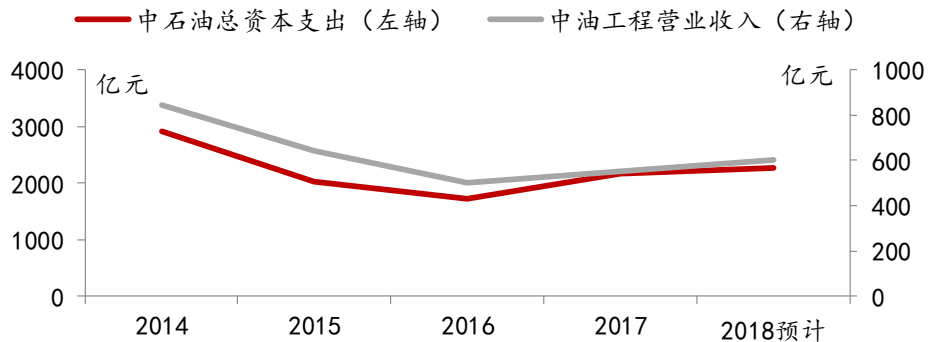
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22: 三桶油资本支出增长



资料来源: 各公司年报, 川财证券研究所

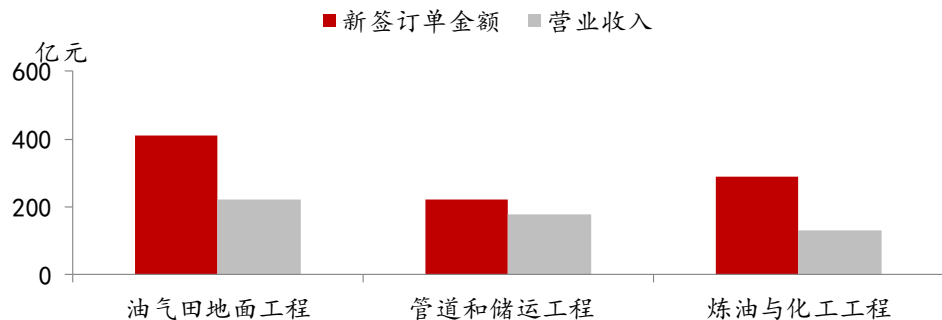
图 23: 营收与资本支出高度吻合



资料来源: 公司年报, 川财证券研究所

管道和储运工程新签订单对营业收入的转化率最为明显, 其次是油气田地面工程。主要是由于公司管道和储运业务工期相对油气田地面工程和炼化工程的工期较短, 当新签订单金额大幅变化时, 其当年的营业收入和新签订单金额更相近。单体金额特别大的油气田地面工程和炼化工程项目, 其工期普遍超过 2-3 年, 如 2017 年新签的 160 亿人民币阿莫尔项目其总工期达到 8 年, 其收益将体现于未来的营业收入上。

图 24：2017 年新签订单和营收的关系



资料来源：公司年报，川财证券研究所

2. 炼化高景气利好寰球公司

石化板块：供给上，原油作为炼油化工的主要原料，其价格上涨将带动下游石化产品价格的上涨，同时带来加工价差的扩大以及补库存和存货增值的效果，行业利润率得到提升。需求上，受益于宏观经济持续增长、居民消费升级，对石化产品的需求也在稳步增长。

2015 年 7 月商务部发布《关于原油加工企业申请非国营贸易进口资格有关工作的通知》，放松了对民营企业进口原油的管制。受此影响民营龙头企业开始大规模投资炼化产业，陆续出现了一些较大的民营炼化一体化项目，如浙江石化舟山、恒力长兴岛、恒逸石化文莱项目、盛虹石化连云港项目等民营企业炼化一体化项目，给予了炼化工程行业新的增长点，国内市场订单增长，行业毛利率得到提高。公司拿到的民营大炼化订单虽然不多，但在行业整体向好的情况下，竞争相对减弱，公司的订单质量得到提高，营业收入和毛利率同时得到改善。

预计国内因油品升级的需求，炼厂升级改造、装置扩建的需求也将增加，并随着中国经济的增长，石化产品的市场有望进一步向国内转移。根据工信部发布的《石化和化学工业发展规划（2016—2020 年）》，预计到 2020 年，全国炼油综合加工能力 7.9 亿吨，乙烯、芳烃生产能力分别为 3350 万吨、3065 万吨，2025 年炼油、乙烯、芳烃生产加工能力分别为 8.5 亿吨、5000 万吨和 4000 万吨。

表格 7: 主要炼化工程项目及投资

建设项目	投资/投产时间	投资额 (亿元)
中石油炼化资本支出	2018-2020	200*3
中石化炼化资本支出	2018-2020	460*3
恒力石化	2019E	562
恒逸石化文莱项目	2019E	238
浙江石化一期	2019E	902
浙江石化二期	不确定	829
盛虹石化一期	2020E	714
合计		5225

资料来源: 公司公告、公司官网、川财证券研究所

海外市场据 BP、DW、Infield、IEA、HIS 等机构预测, 未来三年全球炼化工程市场的年均增速约为 5%, 2020 年全球炼化工程市场规模将达到 4500 亿美元。

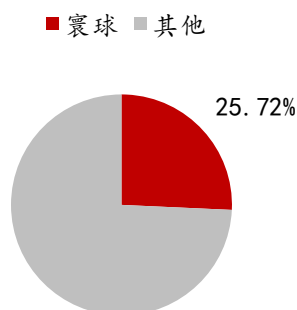
煤化工板块:

油价及煤价的上涨将激发煤化工投资: 2018 年上半年布伦特油价均值已经达到 70.5 美元/桶, 在此油价下煤化工企业的产品相对石化化工已经具备了比较优势, 再叠加 2016 煤价大幅上涨, 90 家大型煤企 2017 年利润大增 4.5 倍, 上述原因将共同推动煤化工行业投资加速, 煤制油、煤制气、煤制烯烃、煤制甲醇等工程业务将有一定增长。可比公司中国化学 2017 年的煤化工工程业务新签合同额同比增长 9.44%。

从政策角度来说, 2017 年 3 月工信部发布了《现代煤化工产业创新发展布局方案》, 推进现代煤化工与煤炭开采、电力、石油化工、化纤、盐化工、冶金建材等六大产业融合发展。2016 年 12 月, 神华宁煤集团 400 万吨/年煤炭间接液化示范项目建成投产。《石化和化学工业发展规划 (2016—2020 年)》中预计, 煤化工产业将加快发展, “十三五”期间, 煤制油、煤制天然气生产能力将达到 1300 万吨和 170 亿立方米左右。

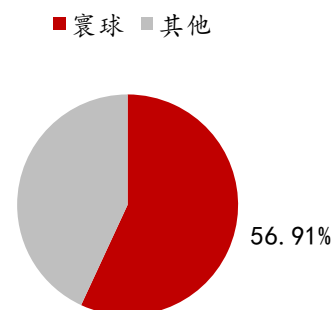
公司研发的煤制丙烯、煤制芳烃、煤制烯烃及煤合成气制乙二醇工程设计技术已成功实现工程转化, 自主开发的煤化工“零排放”污水处理技术已经成功应用。

图 25：2017 年寰球公司净利润占比



资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 26：2018 年寰球公司净利润占比



资料来源：公司年报，川财证券研究所

仅用 2017 年 1 年的时间公司炼化工程板块就已成长为公司利润的最大来源，并且实现营收及毛利率双增长。再叠加油品改造升级以及煤化工产业利好，未来规模将继续成长，有望超过油气工程或储运板块。

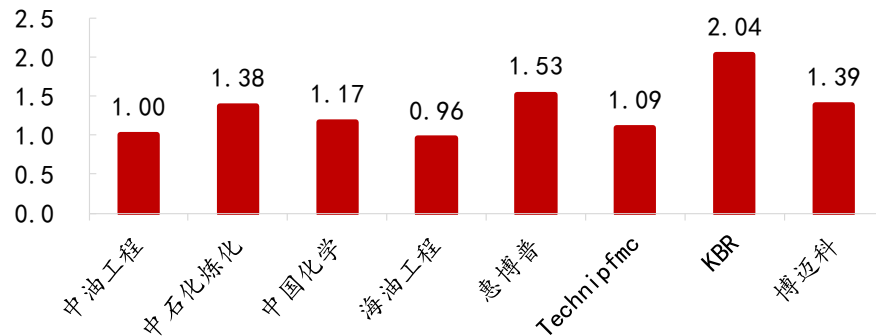
3. 纳入 MSCI 中国 A 股在岸指数

公司资本发展逐渐迈向国际化，2018 年 5 月 15 日，美国明晟公司(MSCI)公布 MSCI 中国 A 股在岸指数成分股调整名单 (MSCI 为全球投资组合经理采用最为普遍的基准指数)。此次调整在 MSCI 中国 A 股在岸指数中增加了 23 只成分股，公司被首次纳入其中，这成为公司完成重组上市后资本发展又一里程碑，将为公司带来一定境外资金配置 A 股股份，有助于实现公司跨国经营与国际化资本运作协同发展，提高公司海外知名度。

4. 低市净率具备比较优势，汇兑走势或向好

公司与国内外工程建设公司相比具备估值优势。公司市净率在 1 倍左右，相比国内工程建设公司的市净率更低，如中石油炼化、中国化学、惠博普、博迈科等。公司与行业排名前列的国际工程公司 TechnipFMC、KBR 等公司相比，同样具备市净率优势。

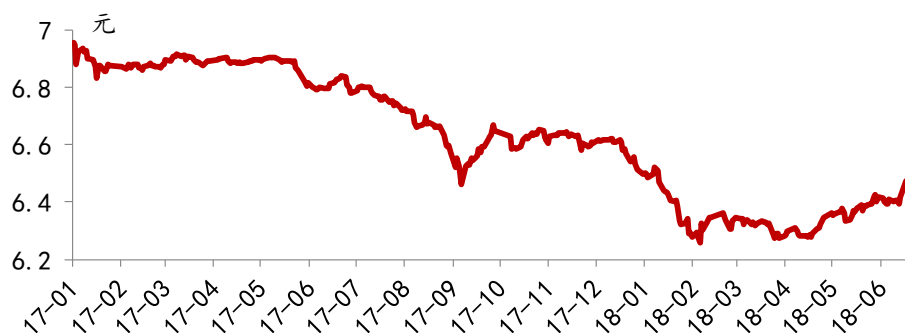
图 27：可比公司市净率（2018 年 6 月 26 日）



资料来源：Wind，川财证券研究所

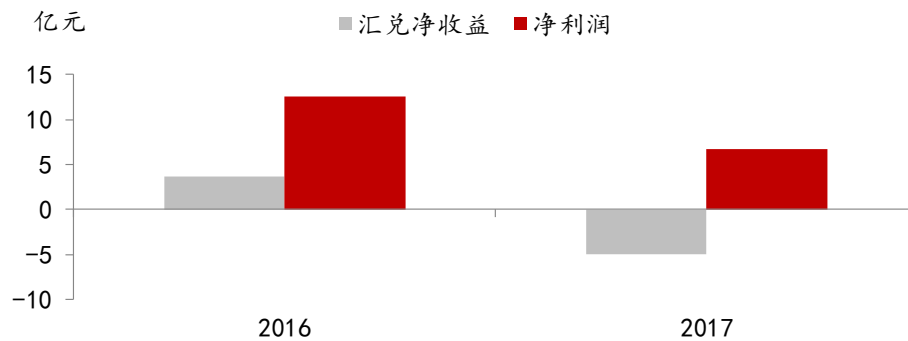
汇兑走势或向好：公司今年净利润下滑主要受到汇兑损失影响，2017 年公司期初货币资金 230 亿人民币，期末货币资金 240 亿人民币，其中大部分为前些年海外业务积攒下来的外币，受 2017 年美元等货币汇率持续下行，人民币汇率相对上升的影响，公司持有的外币资产在本年度形成汇兑净损失 5.00 亿元，同比去年增加 8.68 亿元，对公司净利润产生较大影响。但 2018 年上半年以来人民币兑美元呈下降走势，下半年或有延续该趋势的可能，这种表现与去年情形恰恰相反，有益公司净利润同比改善。

图 28：美元兑人民币



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 29：汇兑损失对净利润影响大



资料来源：Wind，川财证券研究所

5. 天然气政策推动公司全产业链发展

表格 8：促进天然气发展的政策与规划

文件名称	发布单位	发布时间	主要内容
京津冀6省市2018LNG储气罐及配套设施建设投资计划	发改委	2018/6/13	为支持重点地区到2020年至少形成不低于保障本行政区域平均3天需求量的应急储气能力，下发经费用于北京、天津、河北等6省（市）LNG储气罐及配套设施建设。
《关于理顺居民用气门站价格的通知》	发改委	2018/5/25	居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，在上浮20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格，最大调整幅度原则上不超过每千立方米350元。
《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	中共中央、国务院	2018/5/21	针对石油天然气体制存在的深层次矛盾和问题，深化油气勘查开采、进出口管理、管网运营、生产加工、产品定价体制改革和国有油气企业改革，释放竞争性环节市场活力和骨干油气企业活力。
《关于加快储气设施建设和完善储气调峰辅助服务市场机制的意见》	发改委、能源局	2018/4/26	构建以地下储气库和沿海LNG接收站储气为主的多层次储气调峰系统。计划到2020年，供气企业要拥有不低于合同年销售量10%的储气能力；城镇燃气企业要形成不低于年用气量5%的储气能力；县级以上地方人民政府至少形成不低于保障本行政区域日均3天需求量的储气能力。
关于对页岩气减征资源税的通知	财政部、税务总局	2018/4/3	自2018年4月1日至2021年3月31日，对页岩气资源税（按6%的规定税率）减征30%。
《2018年能源工作指导意见》	发改委	2018/2/26	天然气消费比重提高到7.5%左右，产量1600亿方左右。
《关于加强配气价格监管的指导意见》	发改委	2017/6/20	按照“管住中间、放开两头”的总体思路，加强城镇燃气配送环节价格监管，促进天然气行业健康发展。
《关于深化石油天然气体制改	中共中央	2017/5/21	建立天然气调峰政策和分级储备调峰机制，明确政府、企

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

革的若干意见》	国务院		业、和大用户的储备调峰责任与义务。
《天然气发展“十三五”规划》	发改委	2016/12/24	以提高天然气在一次能源消费中的比重为目标，逐步把天然气培育成主体能源之一，构建结构合理、供需协调、安全可靠的现代天然气产业体系。
《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》	国务院	2014/11/19	大力发展天然气，推进能源替代，到2020年，天然气在一次能源消费中的比重提高到10%以上。

资料来源：中共中央、发改委、国务院及环保部官网，川财证券研究所整理

上游：减征页岩气资源税、居民用气价格改为基准门站价格等政策，将推动天然气价格上涨，把用气价格上涨带来的利润转移到了上游天然气开采商，尤其对国内最大的天然气供应商中石油利好明显，间接推动了上游天然气工程建设。

中游：国内天然气支线管道相比主干管道缺口更为明显、加快地下储气库、大型LNG储罐及LNG接收站建设的若干政策共同拓展了天然气中游板块的市场空间。

公司拥有国际先进的地下水封洞库、地下储气库设计技术。拥有15万方原油储罐、20万方LNG储罐和1万方球罐设计施工技术，具有原油储罐2600万方/年和成品油储罐1600万方/年施工能力。

三桶油的管网剥离并成立单独的管网公司，将有助于管道投资增长：2018年6月有报道称中石油、中石化及中海油将把旗下管道资产及员工剥离，并转移至新管网公司，再按各自管道资产的估值厘定于新公司的股权比例，预计新公司估值约3000亿元至5000亿元。与此同时，新管网公司获注资产后，拟引入约50%社会资本，包括国家投资基金及民营资本，新资金将用于扩建管网；新管网公司将寻求上市。未来管网建设将摆脱三桶油的资本支出，管网公司引入民营资本将扩大投资主体，对于国内拥有最强实力的管道局来说利好明显。

下游：国内天然气化工的应用比例严重低于国外同行业水平，与我国天然气自给率的不断下降有较大关系。未来天然气生产及进口量的增长也有望推动天然气化工工程建设，提供炼化板块新的增长点。

公司全面掌握了非酸性、高酸性、凝析气田、低产低渗等各类气田的集输工艺技术和天然气脱硫、脱碳、脱水、硫磺回收等系列处理技术。掌握了大、中、小型不同系列的天然气预处理、液化、储存、接收、再气化等全产业链成套技术。已建成黄冈120万吨/年LNG液化厂和唐山650万吨/年LNG接收站等项目，并掌握了单线液化能力350万吨/年多级单组分液化和550万吨/年双循环混合冷剂液化成套技术。

表格 9: 中国正在筹建的 LNG 项目

操作单位	项目名称	当前进度	操作单位	项目名称	当前进度
英泰	浮式LNG	筹建	昆仑能源	威海荣成	意向
太平洋油气	沧州LNG	筹建	长联石油	山东滨州LNG	意向
中海油	烟台浮式	筹建	哈纳斯	日照LNG	意向
南山集团	龙口南山	筹建	保利协鑫	烟台港西港区	意向
太平洋油气	日照岚山LNG	筹建	博鑫能源	焦作铁路LNG接收站	意向
宝塔石化	山东蓬莱	筹建	淮南矿业	长江LNG芜湖接收站	意向
中海油	江苏盐城	筹建	中石化	江苏连云港	意向
华电	赣榆LNG接收站	筹建	中国天然气集团	LNG进江船舶接收站、储备库	意向
中石化	温州LNG	筹建	中石油华港燃气	盐城大丰LNG	意向
华瀛	华瀛LNG接收站	筹建	中海油	宁德溪南LNG	意向
粤电集团	粤电汕头LNG接收站	筹建	哈纳斯	莆田LNG	意向
太平洋油气	南沙应急调峰项目	筹建	华电	华电江门LNG综合利用产业基地	意向
昆仑能源	深圳迭福LNG应急调峰站	筹建	昆仑能源	揭阳LNG接收站	意向
百川能源	绥中县LNG接收站	意向	中石化	广东茂名LNG	意向
长联石油	营口LNG	意向	太平洋油气	阳江LNG	意向
中海油	秦皇岛LNG	意向	哈纳斯	黄茅岛LNG接收站	意向
金建佳	沧州LNG	意向	九丰	惠州	意向
京能	曹妃甸港LNG码头接收站项目	意向	华电	华电海南LNG综合能源项目	意向
长联石油	曹妃甸浮式LNG接收站	意向	台湾电力	协和（第四）天然气接收站	意向
长丰能源	黄骅港LNG接收站项目	意向	台湾电力	第五天然气接收站	意向
华电	华电东营LNG综合利用一体化项目	意向	台塑集团	第六天然气接收站	意向
中铁加仑、天汇燃气	东营进口LNG项目	意向	中华电力	浮式LNG	意向
盛瀚能源	威海港南海港区LNG泊位项目	意向			

资料来源：石油观察，川财证券研究所

三、估值评级

OPEC 增产不及预期，油价下半年有望超过前期高点。布伦特油价自去年 10 月份超过 60 美元/桶以来，已经持续 8 个月，2018 年上半年油价同比涨幅达到 32%。OPEC 增产量不及预期并且没有各国家具体配额，地缘政治形势不会因 OPEC 增产而消失，下半年油价仍具备上行空间。

受益国内天然气政策推动，储运板块业绩增速已现。受益天然气政策推动，公

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司业务覆盖天然气上中下游。受国内天然气储气调峰能力不足影响，国内冬季天然气供给不足在 2017 年大幅凸显，包括民用气价格提升、储气库开工建设、财政部储气库拨款等政策陆续出台，给予公司储运板块投资机会。历史上中国大部分储气库、天然气管道和部分 LNG 接收站以及大型储罐等都由公司建设制造。未来油气管网剥离、投资主体扩大，并节约三桶油管网投资，最终将增加公司整体利润。

炼化工程作用凸显，已成为公司利润最大来源。油价上涨带来炼化业务的高景气，民营炼化一体化近年来得到大规模投资建设，预计未来 3 年该项业务的市场空间超过 5500 亿，仅 2017 年 1 年时间公司炼化工程板块已成长为公司利润的最大来源，并且实现营收及毛利率双增长。再叠加油品改造升级以及煤化工产业利好，未来规模将继续成长，有望超过油气工程或储运板块。

油气田工程板块有望回暖。公司的油气田板块在国内具有明显龙头地位，国内大部分油气田工程业务以及海外中石油招标的油气工程建设业务，公司都具有绝对优势。该板块较大的受益于中石油上游资本支出的增长，并且具有 1 年多的滞后性，中石油 2017 年上游资本支出大幅增加 35%，公司有望在 2018 年受益。

表格 10：中油工程可比公司

代码	简称	收盘价 20180625	总市值 20180625 (人民币/亿 元)	PB	PE	EPS (人民币) (2017)	每股净资产 (人民币) (2017)
600339.SH	中油工程	4.09	228.35	1.00	33.58	0.12	4.07
2386.HK	中石化炼化	6.71	297.31	1.38	30.62	0.22	4.87
601117.SH	中国化学	6.74	332.48	1.17	21.06	0.32	5.75
600583.SH	海油工程	5.01	221.51	0.96	45.55	0.11	5.23
002554.SZ	惠博普	3.05	32.66	1.53	38.13	0.08	2.00
603727.SH	博迈科	14.43	33.79	1.39	30.70	0.47	10.37
FTI.N	Technipfmc	208.45	962.47	1.09	131.29	1.59	190.42
KBR.N	KBR	118.08	166.06	2.04	5.83	20.24	58.00

资料来源：Wind，川财证券研究所

综上所述，我们认为公司市净率比可比公司估值更低，历史最大营收高达 1000 亿，2017 年仅有 550 亿，汇率损失也有望同比大幅减少。预计 2018-2020 年营业收入分别为 601、674、753 亿元，实现 EPS 分别为 0.24、0.31、0.36 元/股，PE 分别为 18、14、12 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

四、盈利预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	82305	89654	100876	114079
现金	24104	26726	29678	33509
应收账款	19284	21266	23806	26671
其他应收款	4716	4803	5517	6120
预付账款	2898	3171	3561	4017
存货	29352	31697	36189	41511
其他流动资产	1951	1991	2125	2251
非流动资产	8943	7727	6853	6205
长期投资	218	220	250	280
固定资产	5822	4765	3842	3026
无形资产	1873	2018	2268	2623
其他非流动资产	1031	724	493	276
资产总计	91248	97382	107729	120284
流动负债	66825	72998	82348	94303
短期借款	0	700	3184	7323
应付账款	32092	36207	39809	44429
其他流动负债	34733	36091	39355	42550
非流动负债	1658	689	623	223
长期借款	0	-364	-757	-1140
其他非流动负债	1658	1053	1380	1364
负债合计	68482	73687	82971	94526
少数股东权益	31	40	68	128
股本	5583	5583	5583	5583
资本公积	14517	14517	14517	14517
留存收益	3024	3984	5700	7710
归属母公司股东权益	22734	24084	25800	27810
负债和股东权	91248	97812	108839	122464

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	2811	2264	1447	1275
净利润	673	1359	1744	2070
折旧摊销	1175	1562	1526	1474
财务费用	465	-994	-1020	-944
投资损失	-33	-33	-35	-38
营运资金变动	492	876	-1190	-1402
其他经营现金流	39	-506	423	115
投资活动现金	-712	-883	-1507	-2044
资本支出	438	573	973	1447
长期投资	316	-7	33	29
其他投资现金流	42	-318	-501	-569
筹资活动现金	-554	1242	3012	4600
短期借款	-694	700	2484	4139
长期借款	-451	-364	-393	-383
普通股增加	974	0	0	0
资本公积增加	4947	0	0	0
其他筹资现金流	-5330	906	920	844
现金净增加额	1100	2623	2952	3831

利润表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	55364	60100	67450	75300
营业成本	50413	54510	60776	67513
营业税金及附加	241	307	364	422
营业费用	73	114	142	166
管理费用	2663	3245	3676	4142
财务费用	465	-994	-1020	-944
资产减值损失	67	70	80	90
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	33	33	35	38
营业利润	1472	2881	3467	3950
营业外收入	58	60	70	80
营业外支出	27	50	50	50
利润总额	1503	2891	3487	3980
所得税	829	1532	1744	1910
净利润	673	1359	1744	2070
少数股东损益	3	9	28	60
归属母公司净利润	670	1350	1716	2010
EBITDA	3111	3449	3973	4480
EPS (元)	0.12	0.24	0.31	0.36

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	9.3%	8.6%	12.2%	11.6%
营业利润	-20.2%	95.8%	20.3%	13.9%
归属于母公司净利润	-48.0%	101.5%	27.1%	17.1%
获利能力				
毛利率(%)	8.9%	9.3%	9.9%	10.3%
净利率(%)	2.2%	1.2%	2.2%	2.5%
ROE(%)	2.9%	5.6%	6.7%	7.2%
ROIC(%)	-569.0%	-38.2%	-57.2%	-101.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	75.1%	75.3%	76.2%	77.2%
净负债比率(%)	0.86%	1.13%	3.41%	6.86%
流动比率	1.23	1.23	1.22	1.21
速动比率	0.78	0.78	0.77	0.76
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.64	0.66	0.66
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	1.54	1.60	1.60	1.60
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.24	0.31	0.36
每股经营现金流(最)	0.50	0.41	0.26	0.23
每股净资产(最新摊)	4.07	4.31	4.62	4.98
估值比率				
P/E	35.75	17.74	13.96	11.92
P/B	1.05	0.99	0.93	0.86
EV/EBITDA	-0	-0	-0	-0

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

风险提示

OPEC 限产协议执行率过低

限产协议执行率过低将导致 OPEC 原油产量超出限产协议要求，降低对国际原油库存的影响，并削弱 OPEC 对国际油价的影响，降低市场对国际油价复苏的信心。

乌克兰地区形势发生重大转变

公司钻井服务地点在乌克兰中东部地区，若俄罗斯与乌克兰发生军事冲突且进一步升级，或将影响公司钻井合同完成情况及公司财产安全。

美国页岩油气增产远超预期

美国页岩油是最近几年国际原油市场上的最大增量，对最近几年的国际油价的变化起到了至关重要的影响。如果页岩油气增产远超预期将大幅提高美国原油库存，并极大的削弱 OPEC 对国际原油市场的影响力。

国际成品油需求大幅下滑

国际原油的最大需求来自于成品油，如果需求大幅下滑，将导致成品油过剩，减少对国际原油的需求。国际油价大幅下挫。

油气改革方案未得到实质落实

国内的油气改革将对未来若干年的油气行业产生重大影响，其以简政放权、打破垄断为主要出发点。若改革未得到实质落实，民间资本将难以进入到行业中，影响行业发展前景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明