

重组补齐短板，业绩提速在即

公司深度

延长化建是延长石油集团旗下唯一的工程建设上市平台，主要从事各类化工石油工程项目建设任务。公司近年内外拓展均见成效，新签合同增长迅速，未来与北油工程重组后将进一步提升市场竞争力。

- ◆ **定增注入优质资产，业务结构优化。**公司公告将以不低于5.41元/股，定向发行2.98亿股以收购延长集团旗下北油工程，交易规模约16亿元，对应18年北油工程承诺利润动态市盈率为8倍（2017-19年承诺利润不低于1.7、1.9、2.0亿元）。北油工程2016年实现营收约24.9亿元，净利润约2.0亿元，相当于延长化建当年营收及归母净利润的68%与162%。延长化建业务以施工分包为主，北油工程业务主要为设计及项目管理，整合之后新的延长化建业务结构有望得以优化，利润率可进一步提升。
- ◆ **短板补齐，空间打开。**前期受集团定位局限，公司主要承接专业工程施工分包，整体竞争力有限，业务拓展相对较慢。北油工程注入后，公司新增石化医药行业工程设计甲级资质和对外工程总承包资格，未来将拥有自设计->总承包->施工的工程全生命周期服务能力。北油工程在石油炼制、石油化工、天然气化工、现代煤化工及油气储运等专业技术领域优势明显，尤其在煤油混炼、汽油脱硫、合成气制乙醇等新能源化工领域拥有独家专利技术。
- ◆ **大集团小公司，内部协同有看点。**延长石油集团2016年资产规模突破3,000亿元，年收入规模逾2,000亿元，新增固定资产投资仅考虑重大工程规模亦达数百亿/年。2016年延长化建内部关联规模约40亿元，占集团内部投资比重尚小。随着北油工程注入带来的综合能力提升，来自集团内部工程量有望提升。此外，延长集团在能源化工领域有独家专利技术，未来此类技术若向市场推广，重组后的延长化建将有望成为对外业务拓展的主要平台。
- ◆ **盈利预测和投资建议：**石化工程板块相对PB处于5年底部，下游投资需求已边际改善，企业微观数据底部反转。重组后，延长化建补齐产业短板，业务结构优化，市场空间打开。我们预计公司2017-2019年归母净利润为1.36、2.99、3.83亿元，对应EPS为0.22、0.33、0.42元（假设2018年重组完成，总股本将变更为9.14亿股）。结合相对估值和绝对估值结果，我们认为公司合理目标价为7.26元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**石化产业链投资增长不达预期；重组进度不达预期；北油工程未来业绩不达预期；重组双方业务整合不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,817	3,626	4,514	8,513	10,770
营业收入增长率	-26.52%	-5.02%	24.50%	88.60%	26.50%
净利润(百万元)	121	123	136	299	383
净利润增长率	-38.81%	1.39%	10.42%	120.15%	28.31%
EPS(元)	0.20	0.20	0.22	0.33	0.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.64%	6.37%	6.62%	12.79%	14.25%
P/E	30	30	27	18	14
P/B	2	2	2	2	2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

买入(首次)

当前价/目标价：5.94/7.26元

目标期限：6个月

分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)
021-22169050

chenhaowu@ebsec.com

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)
021-22169329

sunwf@ebsec.com

师克克 (执业证书编号：S0930517070003)
021-22169158

shikk@ebsec.com

联系人

纪振鹏

021-22169044

jizp@ebsec.com

董天韵

021-22169106

dongty@ebsec.com

市场数据

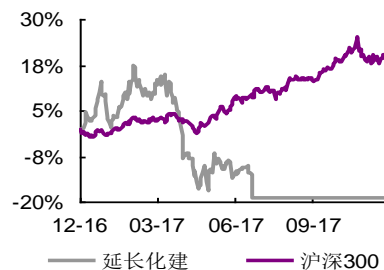
总股本(亿股)：6.16

总市值(亿元)：36.58

一年最低/最高(元)：5.48/8.55

近3月换手率：17.92%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.46	-2.09	-47.84
绝对	6.52	6.52	-19.57

投资要件

关键假设

- 1) 截至 2018 年 1 月 16 日，本次重组的进度为公司披露交易预案和对证监会问询函回复阶段，后续仍需公司董事会批准正式方案以及报证监会核准批复。由于重组双方均为延长集团下属子公司，重组不通过的风险相对较低，我们假设本次重组将于 2018 年底前完成。
- 2) 考虑到本次重组对公司在集团内业务协同与外部竞争方面均有积极改善作用，有望促进双方业务共同实现加速发展。因此，假设公司 2018-2019 年工程承包业务（核心业务）的收入增速为 88.6%和 26.5%（重组完成后北油工程将于 2018 年起纳入合并报表）。其中，原延长化建工程承包业务的收入增速为 22%和 28%；原北油工程工程承包业务的收入增速为 24%和 28%。
- 3) 考虑到本次重组将引入毛利率较高的勘察设计与总承包业务，对公司业务构成与利润结构产生较大变化，同时公司作为延长集团下辖唯一具备勘察/设计/建设/管理等工程全过程技术服务平台，有望享有更高的技术附加值与利润空间。因此，假设公司 2017-2019 年工程承包业务（核心业务）的毛利率为 8.9%、12.6%和 12.2%。其中，原延长化建工程承包业务的毛利率为 8.9%、10.5%和 10.1%；北油工程工程承包业务的毛利率为 15.0%、16.4%和 15.8%。
- 4) 公司重组后拓展良好、发展加速，开拓省外及海外业务进展顺利。
- 5) 公司各项管理成本和期间费用率保持稳定。

我们区别于市场的观点

- 1) **专业工程板块：受利率及基建投资影响较小，估值为近年底部，微观业绩持续改善**

随着利率上行及基建投资逐步放缓，市场普遍认为对建筑行业发展形成一定利空。但专业工程板块受利率及基建投资影响较小，目前该板块相对估值已处于阶段性底部，且行业及企业数据均已呈现积极变化。海外经济复苏，石化产业链利润率回暖，下游固投持续好转。微观层面，专业工程企业新签订单呈现较高增速，财务报表已有改善趋势，短期汇兑损失压低实际利润增速，2018 年有望实现超预期增长；

- 2) **本次重组补齐公司短板，业务模式将获大幅升级，显著增强外部市场竞争能力**

北油工程是国内少数同时拥有石油炼制、石油化工、天然气化工、现代煤化工及油气储运等技术能力的工程勘察设计业务平台，成功重组后将使公司拥有完善的工程服务产业链，新增化工石化医药行业工程设计甲级资质和对外工程总承包资格，对公司未来获得更多的集团外订单具有较强的推动作用；

3) 公司业务体量将获大幅增长，利润结构与业绩增长亦获显著改善

若以北油工程 2017-2019 年业绩承诺（净利润不低于 1.7、1.9、2.0 亿元）为参考，并表有望大幅增厚公司业务体量与营收规模。同时由于设计业务的平均毛利率高于传统施工业务，对公司未来利润结构与业绩增长亦将形成显著改善。

股价上涨的催化因素

- 1) **长期股价催化剂：**我国石化产业链投资企稳回暖；在延长集团各项专利技术优势的助力下，公司省外业务占比持续提升；公司海外扩张推进顺利。
- 2) **短期股价催化剂：**2017-2018 年业绩超出预期；新签合同超出预期；EPC 总承包模式拓展超出预期；海外拓展超出预期。

估值和目标价格

石化工程板块相对 PB 处于 5 年底部，下游投资需求已边际改善，企业微观数据底部反转。重组后，延长化建补齐产业短板，业务结构优化，市场空间打开。我们预计公司 2017-2019 年归母净利润为 1.36、2.99、3.83 亿元，对应 EPS 为 0.22、0.33、0.42 元（假设 2018 年重组完成，总股本将变更为 9.14 亿股）。结合相对估值和绝对估值结果，我们认为公司合理目标价为 7.26 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险

- 1) 石化产业链投资增长不达预期
- 2) 重组进度不达预期
- 3) 北油工程未来业绩不达预期
- 4) 重组双方业务整合不达预期

目 录

1、 公司概况：四大石油集团之一延长集团旗下唯一工程建设上市平台	7
2、 行业分析：专业工程行业底部向好，悲观预期消弭，需求逐步提升	9
2.1、 产能利用率高位，全球 CAPEX 有望边际改善	9
2.2、 历史相对估值已创新低，国内估值与油价背离	13
3、 公司分析：补齐短板，腾飞在即	15
3.1、 交易方案摘要（预案）	15
3.2、 重组前：历史经营情况分析	17
3.3、 重组后：短板补齐获新活力，业务模式大幅升级	19
3.4、 未来趋势：集团内订单占比与外部综合竞争力有望获得双提升	22
4、 关键假设及盈利预测	27
5、 估值水平与投资评级	29
5.1、 相对估值	29
5.2、 绝对估值	30
5.3、 估值结论与投资评级	31
5.4、 股价驱动因素	31
6、 风险分析	32

图目录

图 1：公司发展历史沿革（1998-2018）	7
图 2：北油工程注入后公司的主营业务	8
图 3：公司股权结构及参控股企业一览（截至 2017 年三季度末）	8
图 4：中国工业企业产能利用率	9
图 5：中国工业企业利润同比增速	9
图 6：2017 年前 10 个月各细分领域占产业链固投比重	10
图 7：2017 年前 10 个月各细分领域占产业链利润比重	10
图 8：各细分领域销售利润率（单位：%）	10
图 9：各细分领域投资增速（单位：%）	10
图 10：中石油资本开支计划/上一年度实际资本开支	11
图 11：中石化资本开支计划及实际资本开支情况	11
图 12：埃克森美孚资本开支计划及实际资本开支	12
图 13：埃克森美孚资本开支计划/上年度实际资本开支	12
图 14：巴斯夫实际资本开支情况（单位：亿欧元）	12
图 15：陶氏化学实际资本开支情况（单位：亿美元）	12
图 16：延长化建、中国化学相对 PE	13
图 17：延长化建、中国化学相对 PB	13
图 18：延长化建、中国化学相对 PB 与原油价格对比（原油价格单位：美元/桶）	14
图 19：福陆公司相对 PB 与原油价格对比（原油价格单位：美元/桶）	14
图 20：2012-2017 前三季度公司主营业务收入增长情况	17
图 21：2012-2017 前三季度公司归母净利润增长情况	17
图 22：2012-2017 年前三季度年公司毛利率/净利率变化情况	17
图 23：2012-2016 年公司主营业务毛利率变化情况	17
图 24：2014-2016 年公司新签合同额增长情况	18
图 25：2014-2016 年公司集团内外新签合同额变化	18
图 26：重组前的北油工程股权结构图	19
图 27：2015-2017 前三季度重组双方营业收入对比	20
图 28：2015-2017 前三季度重组双方归母净利润对比	20
图 29：传统模式下的工程分包结构	21
图 30：EPC 模式下的工程分包结构	21
图 31：延长石油集团 2013-2016 年资产规模	22
图 32：延长石油集团 2013-2016 年营业收入规模	22
图 33：2014 年延长集团新增在建工程投资与延长化建获得集团内关联交易情况对比	23
图 34：2015 年延长集团新增在建工程投资与延长化建获得集团内关联交易情况对比	23
图 35：延长化建历史 PE-TTM 情况	29

表目录

表 1：“十三五”期间重点产能合作、资源合作目标区域	11
表 2：本次重组对上市公司股权结构的变化	15
表 3：公司拟向交易对方发行股份数统计	16
表 4：北油工程 2017-2019 年承诺的净利润数（单位：万元）	16
表 5：延长石油集团“十三五”期间项目投资规划表	22
表 6：延长石油集团“十三五”期间拟建项目投资规划表	23
表 7：公司 2015-2016 年获得集团内部主要关联交易一览	25
表 8：延长化建 2017-2019 年盈利预测的主要指标	27
表 9：可比公司的 PE 比较	29
敏感性分析	31
估值结果汇总	31

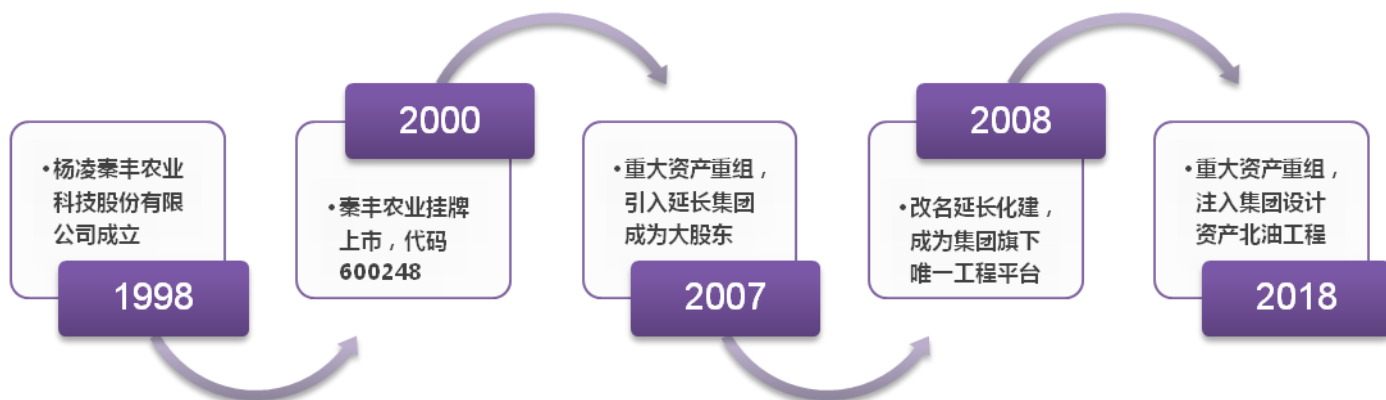
1、公司概况：四大石油集团之一延长集团旗下唯一工程建设上市平台

公司是我国四大石油集团之一的延长石油集团旗下唯一的工程建设上市平台，主要承担集团内涉及各类化工石油工程项目的建设任务。近年公司集团外业务占比提升较快，2017年集团外新签合同额占比约为50%，为历史最好水平。

2017年底，公司公告披露将获得北油工程（集团旗下实力最强的EPC总承包及设计咨询平台）资产注入，补齐在专业工程咨询设计领域的最大短板，有望显著提升公司在外部市场的综合竞争及盈利能力。

◆ **历史沿革：**公司前身为成立于1998年的杨凌秦丰农业科技股份有限公司，2000年6月在上交所挂牌上市，简称“秦丰农业”（代码600248）。2008年经重大资产重组引入延长石油集团成为控股股东，公司名称变更为陕西延长石油化建股份有限公司（以下简称“延长化建”或“公司”），并于2008年12月恢复上市，主营业务亦由农作物、农产品的生产销售转变为化工石油工程施工。

图1：公司发展历史沿革（1998-2018）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

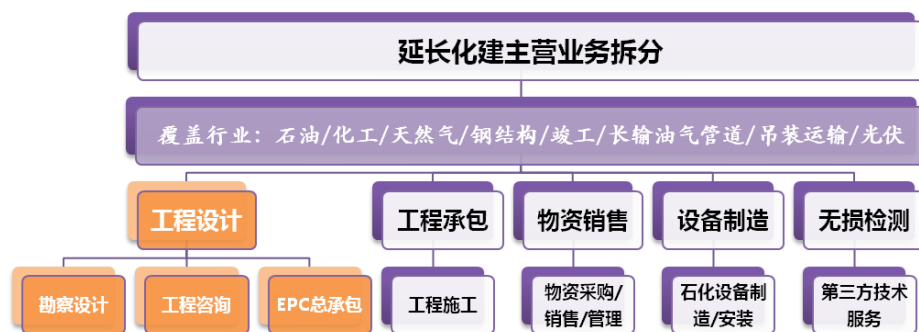
◆ **主营业务与核心业务：**公司的主营业务为化工石油工程承包，以及与化工石油工程承包相关的设备制造、物资销售、无损检测及技术服务等业务。公司的核心业务为工程承包业务，业务种类涵盖海内外各类石油、化工、天然气、钢结构、军工航天工程、长输油气管道、吊装运输、光伏等多个领域。

公司其他主营业务还包括物资销售业务、设备制造业务以及无损检测及技术服务业务。其中，物资销售业务为石油、化工、天然气、电力、公共事业、工业与民用建筑、长输油气管道等工程的物资采购销售及管理工作；设备制造业务为石油化工、煤化工、天然气、航空航天、食品机械等领域涉及的塔器、换热器、反应器、容器、大型储罐的制造和安装；无损检测及技术服务业务为第三方无损检测、理化检验、焊接培训及技术服务工作。

图 2：北油工程注入后公司的主营业务

注 1：化工石油工程的工程承包业务为公司核心业务，收入占比超过 80%。

注 2：新注入北油工程设计资产对公司主营业务形成显著的补充和增强。



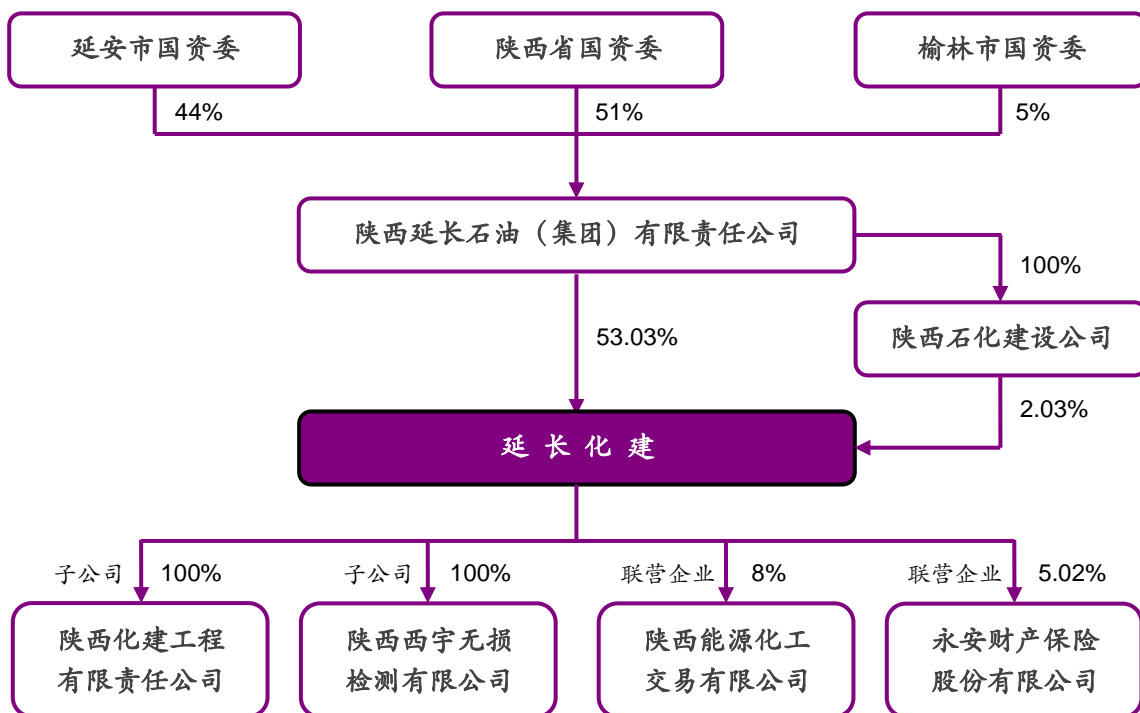
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：橙色板块为北油工程新注入资产

◆ **股权结构与参控股企业：**截至 2017 年三季度末，公司前十大股东的持股比例为 61.10%，其中第一大股东为延长石油集团，合计持股比例 55.06%，为本公司的控股股东。由于延长集团的控股股东为陕西省国资委（持股比例 51.00%），因此公司的实际控制人为陕西省国资委。

公司目前合并财务报表范围内的子公司共 2 家，分别为陕西化建工程有限责任公司与陕西西宇无损检测有限公司，分别承接公司的工程施工与检测服务业务。此外公司还参股 2 家企业，分别为陕西能源化工交易所（持股比例 8.00%）与永安财产保险股份有限公司（持股比例 5.02%）。

图 3：公司股权结构及参控股企业一览（截至 2017 年三季度末）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2、行业分析：专业工程行业底部向好，悲观预期消弭，需求逐步提升

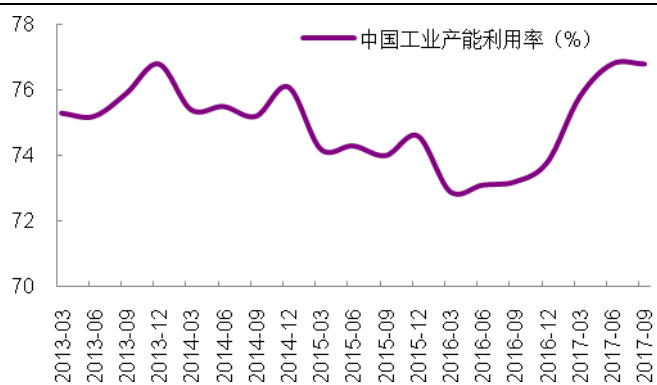
公司核心主业为化工石油工程各类咨询、设计和建设业务，属于建筑行业下的专业工程建设细分子行业。该行业的需求受整个石化产业链的影响较为显著，随着油价及石化产业链景气度逐渐好转，悲观预期逐渐消弭，有望持续打开专业工程的建设需求，带动公司订单提升。

2.1、产能利用率高位，全球 CAPEX 有望边际改善

◆ 国内投资：

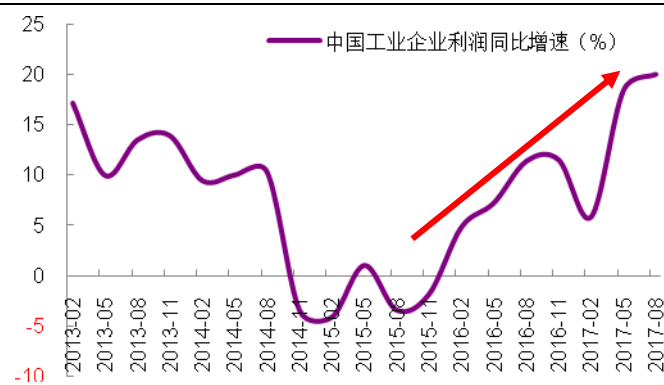
2017 年以来，我国工业企业产能利用率持续回升。2017 年第三季度，工业产能利用率达 76.8%，为 2013 年有统计数据以来最高水平。工业企业利润增速亦同比快速回升，自 2016 年一季度利润增速同比转正，至 2017 年三季度利润增速达 20%，单季度利润增速为 2011 年三季度以来的最高水平。

图 4：中国工业企业产能利用率



资料来源：Wind

图 5：中国工业企业利润同比增速

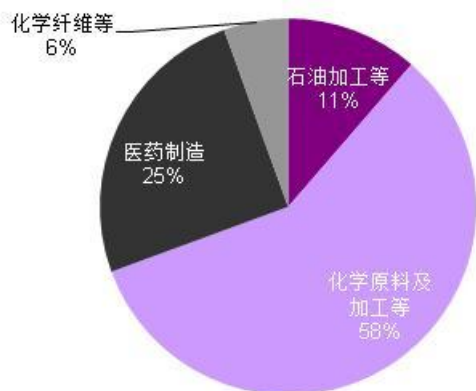


资料来源：Wind

A 股专业工程板块公司主要以石化化工产业链为主，因此石油化工景气程度以及未来投资情况将显著影响专业工程业绩预期。

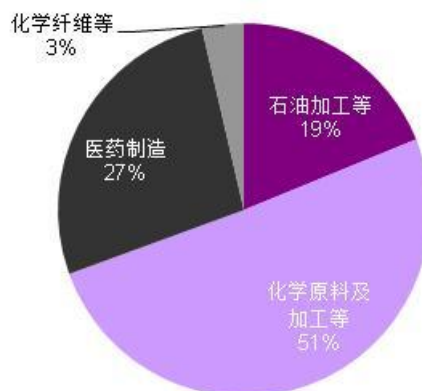
截至 2017 年 10 月末，化学原料及制品、医药制造、石油加工、化学纤维制造的固定资产投资分别占产业链固投比重为 58%、25%、11%及 6%，利润占比分别为 51%、27%、19%及 3%。

图 6：2017 年前 10 个月各细分领域占产业链固投比重



资料来源：Wind

图 7：2017 年前 10 个月各细分领域占产业链利润比重

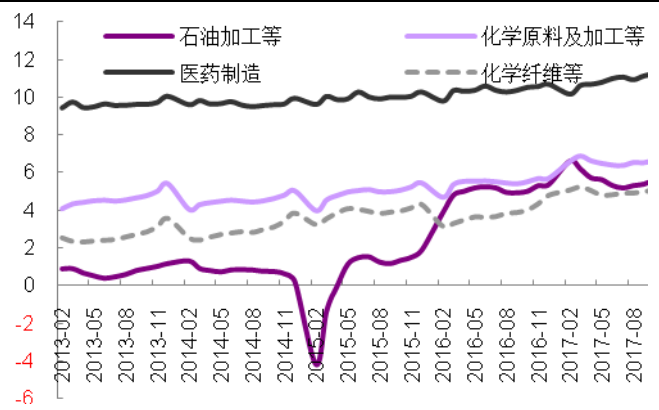


资料来源：Wind

随着油价底部回暖，石化、化工限产等因素影响，石油加工、化学原料及加工、医药制造及化学纤维制造等细分领域销售利润率缓慢回升，行业盈利能力达到近年最佳水平。

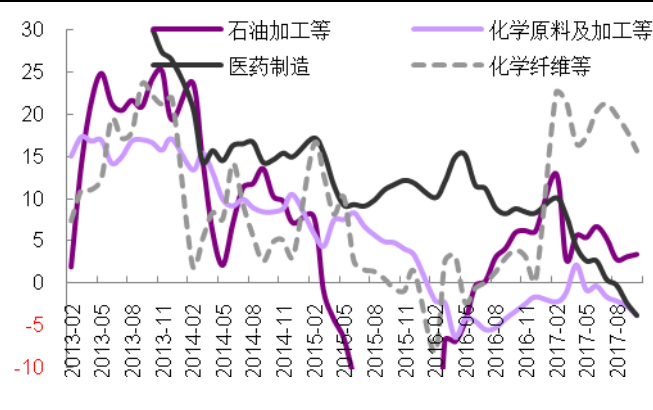
随着利润率持续提升，石油加工、化学纤维制造等细分领域固定资产投资由 2015 年、2016 年同比减少变为 2017 年同比增长；化工原料及加工、医药制造的固定资产投资在 2017 年 1-11 月虽分别小幅同比减少 4.6%、4.3%，但随着石化整体产业链盈利提升，企业利润改善，固定资产投资的边际增速有望改善。

图 8：各细分领域销售利润率（单位：%）



资料来源：Wind

图 9：各细分领域投资增速（单位：%）



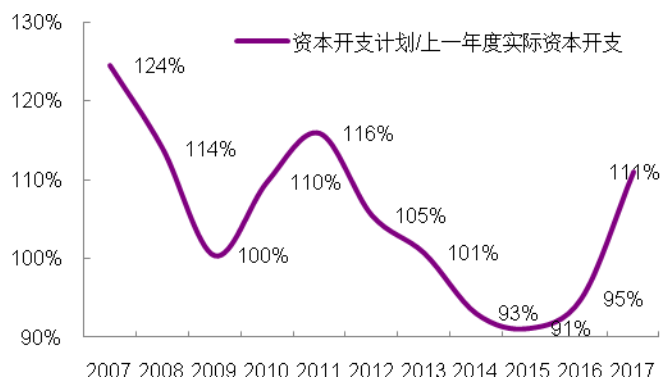
资料来源：Wind

注：制造业累计固定资产投资增速已底部反弹。

以中石油及中石化资本开支计划为例，随着油价底部回暖，两公司 2017 年资本开支计划均已止住进一步下行趋势。2014-2016 年两桶油资本开支计划连续三年同比下滑，2017 年中石油/中石化资本开支计划约 1,913/985 亿元，与 2016 年资本开支计划大致持平。

以当年度资本开支计划/上一年度实际资本开支为指标，可粗略反映目前行业的投资意愿，2017 年指标显示中石油/中石化对固投预期已较为乐观。中石油/中石化 2017 年度资本开支计划/2016 年实际资本开支分别为 111%/129%，达近五年最高水平。

图 10：中石油资本开支计划/上一年度实际资本开支



资料来源：中石油公告，光大证券研究所

图 11：中石化资本开支计划及实际资本开支情况



资料来源：中石化公告，光大证券研究所

国内石化产业正往集约化产业园区方向发展，多个石化炼化产业园正在建设/扩建过程中。《石化产业规划布局方案》显示未来将推动产业集聚发展，建设七大石化产业基地（大连长兴岛、河北曹妃甸、江苏连云港、上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷）。

此外，民营企业如恒力石化、浙江石化等业已公布其大型炼油石化投资规划。十三五规划中亦明确，“在中西部符合资源环境条件地区，结合大型煤炭基地开发，按照环境准入条件要求，稳步开展现代煤化工关键技术工程化和产业化升级示范。”石化产业链投资有望较高景气。

除此之外，国际产能合作、资源合作、技术合作亦为重点。十三五规划中明确提及“推动炼化、煤化工、氯碱、化肥等行业开展国际技术合作，鼓励进一步开拓海外技术和工程服务市场，使产能合作、资源合作和技术合作形成合力，带动技术、装备‘走出去’，建设海外化工园区。”可以推断，中国化工工程类企业将承担排头兵的角色。

表 1：“十三五”期间重点产能合作、资源合作目标区域

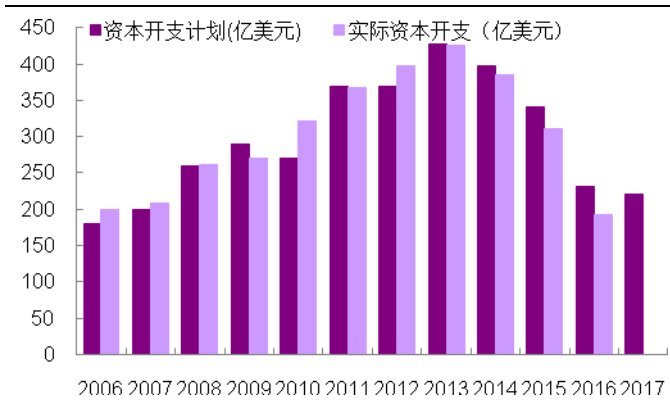
项目	目标区域
氯碱	印尼、缅甸、哈萨克斯坦等
氮肥、煤化工	越南、印尼、孟加拉等东南亚和南亚地区
钾肥	老挝、乌兹别克斯坦等
天然气化工	俄罗斯、中东等

资料来源：《石化和化学工业发展十三五规划》

◆ 全球范围：

全球石油巨头埃克森美孚，其 2017 年度资本开支计划亦与上年度计划大致持平。若以“资本开支计划/上年度实际资本开支”为指标显示，埃克森美孚 17 年起固投意愿显著改善，比值创 2011 年以来新高。

图 12：埃克森美孚资本开支计划及实际资本开支



资料来源：埃克森美孚财报，光大证券研究所

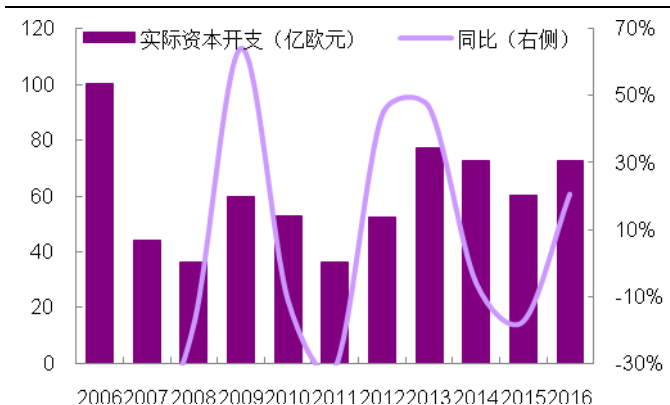
图 13：埃克森美孚资本开支计划/上年度实际资本开支



资料来源：埃克森美孚财报，光大证券研究所

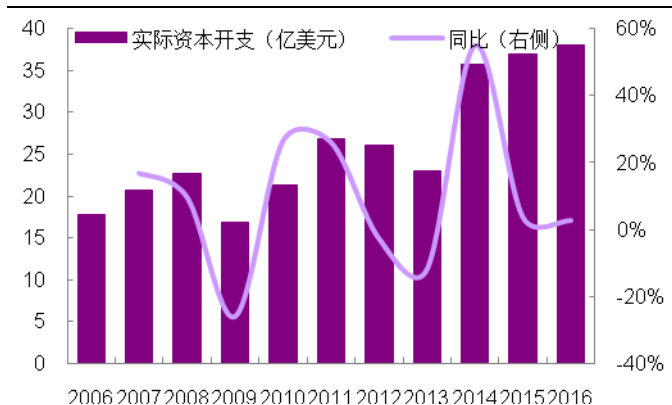
国际化工巨头如巴斯夫、陶氏化学等资本开支亦持续攀升。2016 年巴斯夫、陶氏化学资本开支分别为 72.6 亿欧元及 38 亿美元，同比增加 21%/3%，超过 16 年年初所制定的资本计划 70%/3%。

图 14：巴斯夫实际资本开支情况（单位：亿欧元）



资料来源：巴斯夫财报，光大证券研究所

图 15：陶氏化学实际资本开支情况（单位：亿美元）



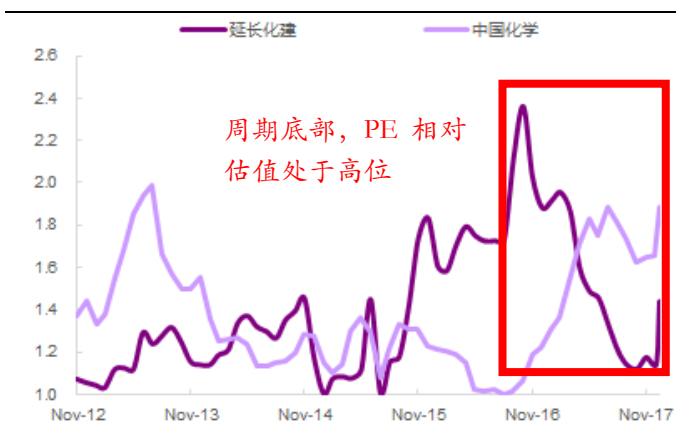
资料来源：陶氏化学财报，光大证券研究所

2.2、历史相对估值已创新低，国内估值与油价背离

专业工程公司受下游资本开支影响较大，业绩和估值呈现较强的周期性。前期由于油价下滑，整体石化产业链投资预期边际向下，主要石化企业资本开支计划大幅下调。产业链中下游虽有受益，但终端亦较为低迷，资本开支略有滞后。由于订单下滑以及开工放缓，中国化学、延长化建收入及利润连续约两年下滑。反映到估值层面，即 PE 估值攀升，然 PB 持续走低。

现阶段，以相对 PB（公司 PB/沪深 300PB）为衡量指标，中国化学、延长化建均创近年最低水平，反映了市场较为悲观的预期。

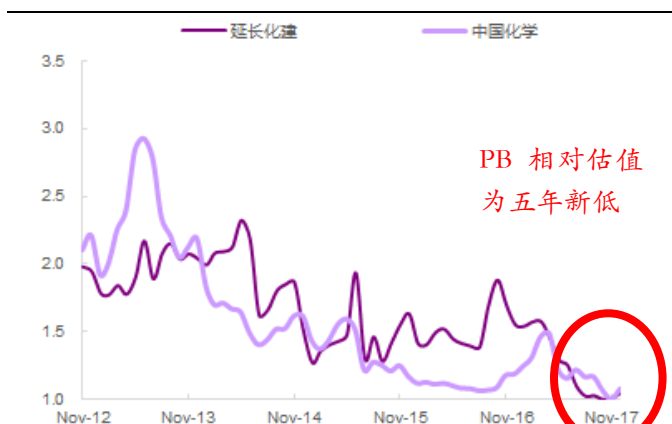
图 16：延长化建、中国化学相对 PE



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：纵坐标为(PE/沪深300PE)/历史最小值。公司 PE/沪深300PE 以剔除系统性影响、除以各公司相对 PE 最小值以标准化

图 17：延长化建、中国化学相对 PB



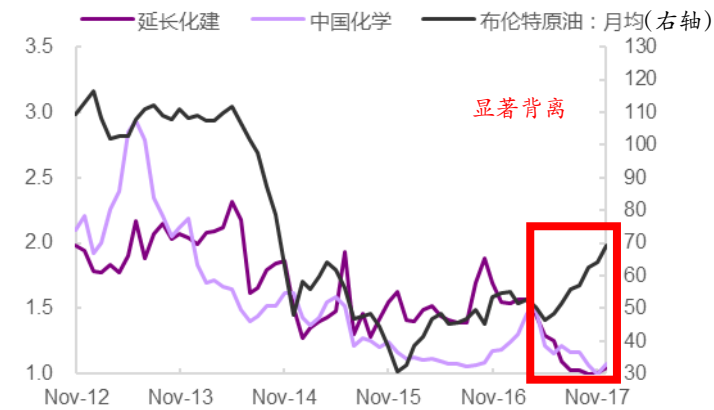
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：纵坐标为(PB/沪深300PB)/历史最小值。公司 PB/沪深300PB 以剔除系统性影响、除以各公司相对 PB 最小值以标准化

石化产业链受原油价格影响较为显著。回顾中国化学、延长化建相对 PB 估值与布伦特原油价格走势，整体拟合程度较好。13 年，年中由于国内阶段性利率上行，叠加煤化工业务不及预期，中国化学、延长化建估值较原油价格先一步下挫。现阶段，油价已底部回升，公司经营已逐步改善，然而受国内利率上升影响，其估值走势与油价呈显著背离。

国际专业工程巨头福陆公司 PB 与布伦特原油价格走势拟合程度更佳。实际利率环境对其估值变化影响较小：在美联储进入加息周期的背景下，福陆公司 PB 在 2017 年年中触及近年底部后，跟随油价回暖而回升。

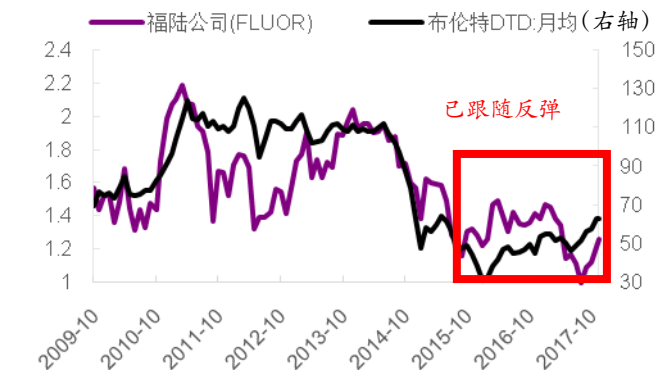
图 18: 延长化建、中国化学相对 PB 与原油价格对比(原油价格单位: 美元/桶)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

注: 纵坐标为 (PB/沪深 300PB)/历史最小值。公司 PB/沪深 300PB 以剔除系统性影响、除以各公司相对 PB 最小值以标准化

图 19: 福陆公司相对 PB 与原油价格对比(原油价格单位: 美元/桶)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

注: 纵坐标为 PB/历史最小值。(除以各公司相对 PB 最小值以标准化)

3、公司分析：补齐短板，腾飞在即

公司将与延长集团旗下工程咨询设计实力最强的北油工程进行重组，补齐急缺的工程设计短板，与自身在施工方面的技术优势相结合，将大幅提升公司在石化大型工程总承包方面的综合竞争实力。

3.1、交易方案摘要（预案）

根据公司2018年1月5日公告显示，公司已与延长集团、刘纯权、金石投资、毕派克、中派克、北派克、京新盛天签署了《陕西延长石油化建股份有限公司发行股份购买资产协议》，拟分别向延长集团、刘纯权、金石投资、毕派克、中派克、北派克、京新盛天发行股份购买上述各方持有的分立后存续公司北油工程100%股权。

北京石油化工工程有限公司拟以2017年9月30日为基准日实施公司分立，分立为北京石油化工工程有限公司（存续公司）和北京天居园科技有限公司（新设公司），分立后，北油工程（新）注册资本为20,000.00万元，天居园科技（筹）注册资本为10,000.00万元，原股东在分立后的存续及新设公司中保持原有股权比例不变。

表2：本次重组对上市公司股权结构的变化

序号	股东名称	本次交易前		本次交易后	
		持股数量(股)	占总股本比例(%)	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	陕西延长石油(集团)有限责任公司	326,570,199	53.03	489,898,246	53.60
2	陕西省石油化工有限公司	12,520,326	2.03	12,520,326	1.37
3	刘纯权	—	—	66,220,196	7.25
4	金石投资	—	—	16,098,188	1.76
5	毕派克	—	—	14,905,730	1.63
6	中派克	—	—	14,905,730	1.63
7	北派克	—	—	11,924,584	1.30
8	京新盛天	—	—	10,732,125	1.17
9	其他股东	276,705,435	44.93	276,705,435	30.28
	合计	615,795,960	100.00	913,910,560	100.00

资料来源：公司公告

根据北油工程截至2017年9月30日的未审数据，分立前，北油工程总资产为216,612.31万元，总负债为167,222.30万元，净资产为49,390.01万元。分立后，存续公司北油工程（新）总资产为172,849.74万元，总负债为139,275.18万元，净资产为33,574.56万元；分立后天居园科技（筹）总资产约43,762.57万元，总负债约27,947.12万元，净资产约为15,815.45万元。截至2017年9月30日，标的资产北油工程（新）100%股权预估值为人民币161,280.00万元，标的资产的最终评估价值尚待国有资产监督管理机构备案。

本次交易的具体方案及交易合同主要内容如下：

- ◆ **交易对方：**延长集团、刘纯权、金石投资、毕派克、中派克、北派克、京新盛天。
- ◆ **交易标的：**北京石油化工工程有限公司 100% 股权。
- ◆ **支付方式：**发行股份购买资产。
- ◆ **交易标的价格：**以 2017 年 9 月 30 日为预估基准日，本次标的资产的预估值为 161,280.00 万元。
- ◆ **发行股份购买资产情况：**拟以审议本次交易相关事项的首次董事会决议公告日（即定价基准日，为 2017 年 12 月 15 日）前 20 个交易日股票交易均价作为市场参考价，发行股票价格不低于市场参考价的 90%，即确定为 5.41 元/股。
- ◆ **发行股份数量：**拟向交易对方发行股份数合计 298,114,600 股，具体如下表所示：

表 3：公司拟向交易对方发行股份数统计

交易对方	出让北油工程股权		股票数量（股）
	股权比例	交易对价（万元）	
延长集团	54.79%	88,360.47	163,328,047
刘纯权	21.21%	35,825.13	66,220,196
金石投资	6.00%	8,709.12	16,098,188
毕派克	5.00%	8,064.00	14,905,730
中派克	5.00%	8,064.00	14,905,730
北派克	4.00%	6,451.20	11,924,584
京新盛天	4.00%	5,806.08	10,732,125
合计	100%	161,280.00	298,114,600

资料来源：公司公告

- ◆ **股份锁定情况：**延长集团承诺因本次交易取得的上市公司股份自本次发行结束之日起 36 个月内不以任何方式转让；刘纯权、金石投资、毕派克、中派克、北派克、京新盛天承诺因本次交易取得的上市公司股份自本次发行结束之日起 12 个月内不以任何方式转让，12 个月期满后，金石投资、京新盛天所持股份全部解除锁定，刘纯权、毕派克、中派克、北派克所取得的对价股份在满足业绩承诺等条件后分三次解禁（12 个月、24 个月及 36 个月）。
- ◆ **业绩承诺：**根据注入资产的预估值情况，业绩承诺主体承诺标的公司在 2017 年、2018 年、2019 年度的实现净利润数初步如下：

表 4：北油工程 2017-2019 年承诺的净利润数（单位：万元）

标的公司	2017 年 承诺净利润	2018 年 承诺净利润	2019 年 承诺净利润
北油工程（新）	16,949.44	19,184.52	19,921.37

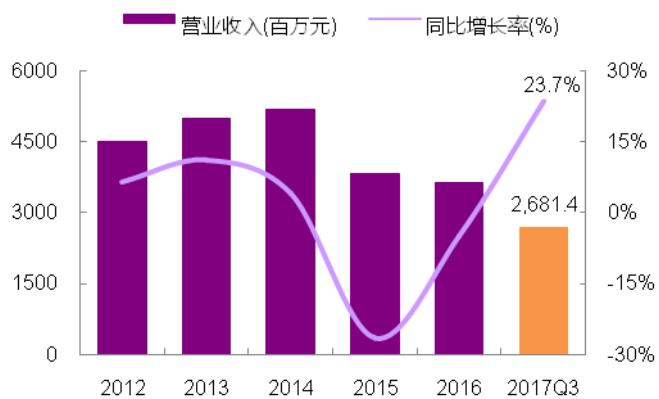
资料来源：公司公告

3.2、重组前：历史经营情况分析

近年由于油价及主要化工产品价格持续低迷、石化行业产能过剩、供给侧改革及环保要求逐渐趋严等多重因素影响，整个石化产业链投资陷入低谷，建设项目进度放缓、新建项目不足、资金到位率偏低、利润空间压缩，对公司的业务拓展与业绩增长造成较大拖累。

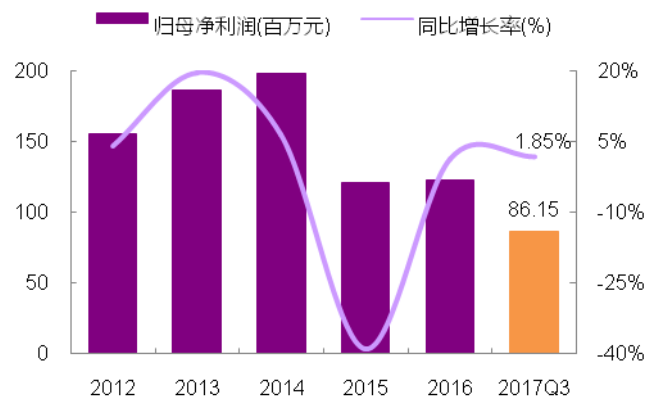
2015 年公司营业收入与归母净利润均出现较大幅度下滑，分别同比下降 26.5%和 38.8%。2017 年，随着行业整体逐步回暖，投资需求触底回升，公司业绩重回正增长通道，前三季度公司实现营业收入 26.8 亿元，同比增长 23.7%；实现归母净利润 8,614.6 万元，同比增长 1.85%（其中单二季度归母净利润同比增长 32.80%）。

图 20: 2012-2017 前三季度公司主营业务收入增长情况



资料来源：Wind

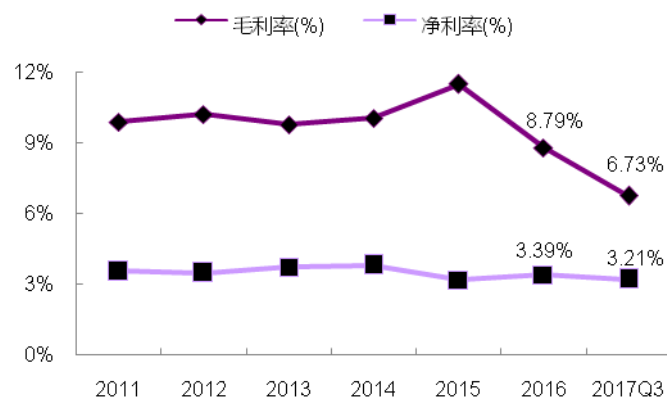
图 21: 2012-2017 前三季度公司归母净利润增长情况



资料来源：Wind

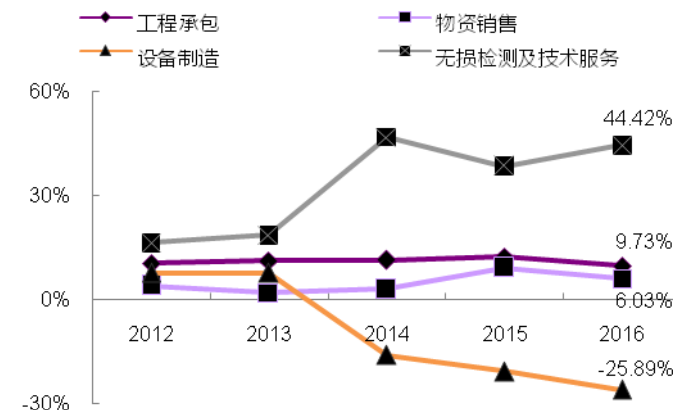
公司近年毛利率与净利率整体呈下降趋势，但自 2017 年以来均实现不同程度的正向增长。2017 年前三季度公司毛利率为 6.73%，较上年同期增长 0.55 个百分点。

图 22: 2012-2017 年前三季度年公司毛利率/净利率变化情况



资料来源：Wind

图 23: 2012-2016 年公司主营业务毛利率变化情况



资料来源：Wind

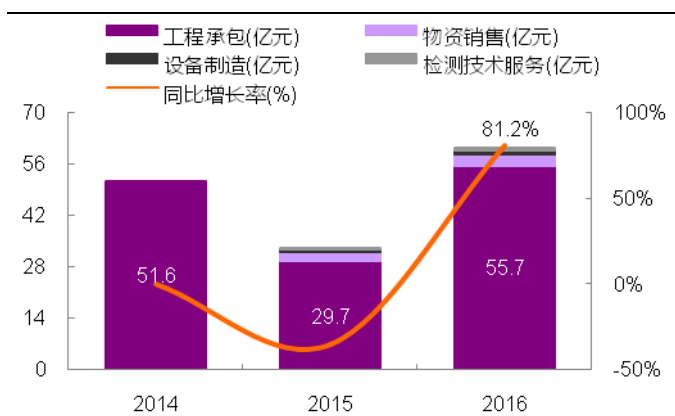
公司利润率逐年下滑的原因主要为：由于缺乏配套的工程咨询和设计能力，公司的核心业务仅仅局限于传统施工领域，难以扩展到高附加值、高毛利率的设计咨询领域。近年受制于行业投资增长迟滞与人力成本上升较快等因素影响，利润空间不断受到压缩。

同时，对目前在我国专业工程行业中较为流行的 EPC 总承包模式而言，总承包商往往需要自项目立项阶段介入，全程参与项目的可行性研究、前期规划、方案设计、工程建设等全流程环节。设计能力的缺失，使公司难以从项目前期阶段介入项目，对公司近年参与 EPC 总承包及 PPP 模式项目竞标造成诸多不利影响。

◆ 新签合同方面：

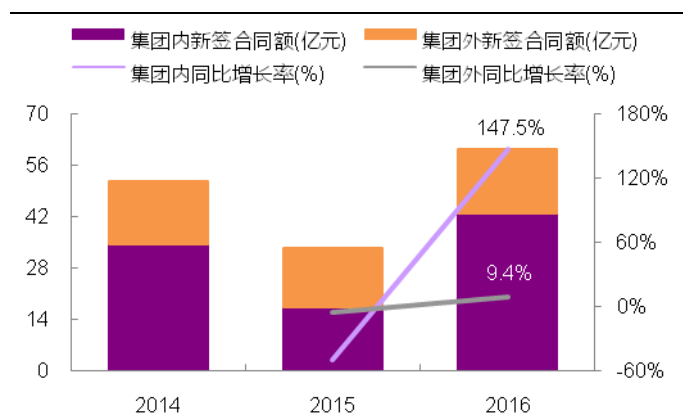
2014-2016 年，公司新签合同分别为 51.6、33.3 和 60.4 亿元，增长持续向好。公司近年新签合同额持加速增长趋势，在手订单逐年递增趋势明显，对公司未来收入确认形成较强保障。

图 24：2014-2016 年公司新签合同额增长情况



资料来源：Wind

图 25：2014-2016 年公司集团内外新签合同额变化



资料来源：Wind

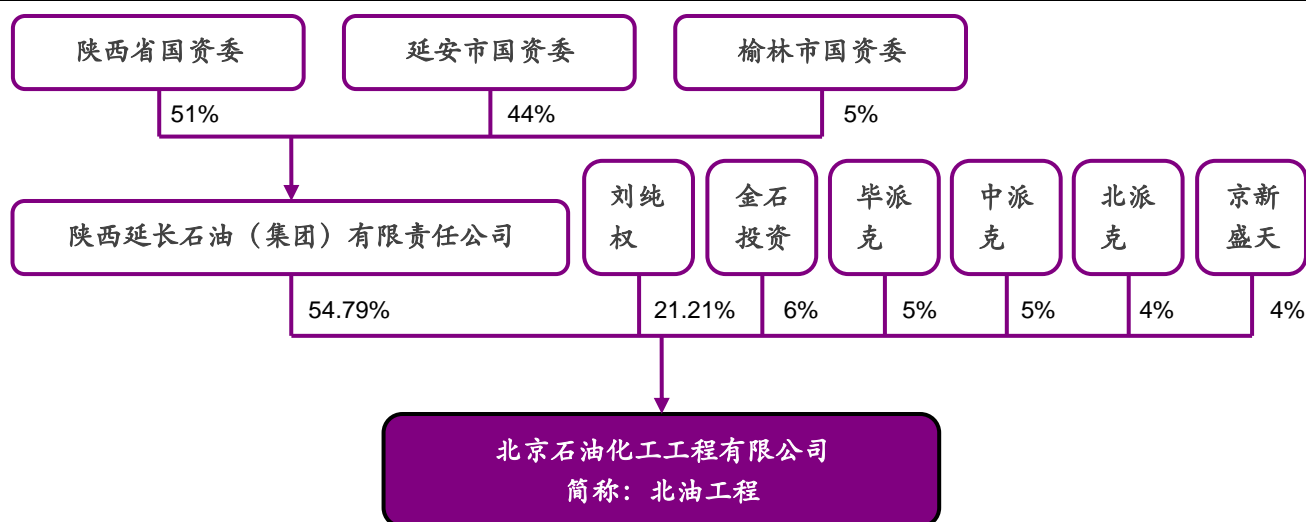
从合同来源看，公司从延长石油集团获得的新签合同自 2015 年以来出现较大增长，主要系集团投资复苏所致。但更值得关注的是公司在集团外的订单至 2016 年已达 17.5 亿元，近年始终保持正向增长，显示公司不仅仅依赖于集团投资，自身在外部市场的竞争优势亦得到不断加强。

3.3、重组后：短板补齐获新活力，业务模式大幅升级

◆ 北油工程历史沿革：

北京石油化工工程有限公司（以下简称“北油工程”）前身为北京市化工橡胶设计院，于1992年8月成立。2004年7月，橡胶设计院更名为北京石油化工设计院，并于同年8月改由事业单位改制为个人独资企业，实际控制人为总经理刘纯权先生。2010年7月，公司通过增资方式引入延长集团成为控股股东（截至2017年底的持股比例为54.79%），实际控制人为陕西省国资委。

图 26：重组前的北油工程股权结构图



资料来源：公司公告

◆ 北油工程主营业务：

北油工程是延长集团旗下实力最强的专业工程勘察设计业务平台。在资质方面：具有化工石化医药行业工程设计甲级资质，具有建筑行业、商务粮行业（成品油储运工程）、石油天然气（海洋石油）行业（油气库、油田地面、气田地面）及市政行业（排水工程）工程设计专业乙级资质；此外，还具有化工专业工程咨询甲级资质，石化及石油天然气、建筑、机械专业工程咨询丙级资质。同时，北油工程也取得压力容器设计、压力管道设计等业务的相关资质证书以及与上述业务相关的对外工程总承包资格。

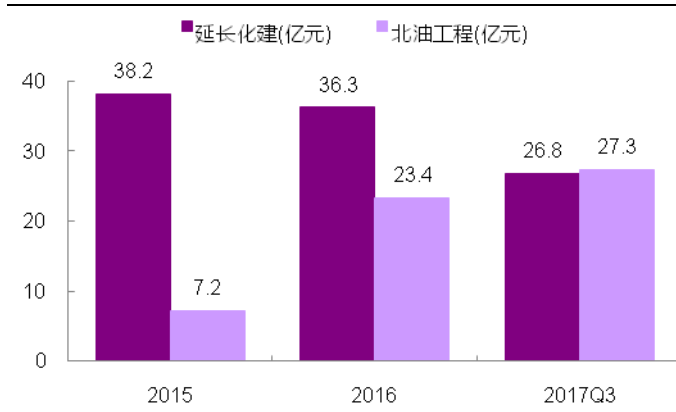
自成立以来，北油工程主要从事化工及石油化工领域的工程设计、工程咨询及工程项目管理等工程技术服务，并从2010年以后逐步扩展业务范围至工程总承包业务，涵盖领域也逐渐扩展至新型煤化工、天然气化工等新型化工领域。当前，北油工程拥有千万吨级炼油、百万吨级乙烯以及新型煤化工等全厂性大型化工设计与工程总承包能力，所掌握的技术领域既涵盖常减压、催化裂化、加氢、重整等常规炼油装置技术，也涵盖悬浮床加氢裂化、钴基催化剂费托合成油、煤油混炼、汽油脱硫（FCC）、合成气制乙醇等国际领先的新型能源化工技术，是国内少有的同时拥有石油炼制、石油化工、天然气化工、现代煤化工及油气储运等相关领域工程技术力量的中大型工程公司。

近五年来，北油工程共完成了近两百余项工程设计项目，全程参与完成神华包头煤制烯烃示范项目的项目管理，全面组织实施延安油气煤综合利用等大型工程项目，以及煤油共炼、煤焦油加氢、甲醇制燃料乙醇、天然气制苯、轻油流化床催化裂化制烯烃、油醇混合制PX联产烯烃等多个重大科技攻关项目，积累了较为丰富的工程设计和管理经验，形成了一定的专业技术优势。

◆ 强强联合下，大幅增厚公司收入与业绩规模：

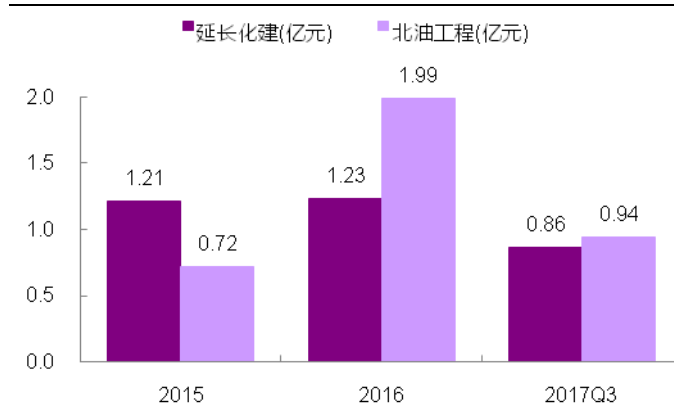
北油工程近年营业收入增长迅速，2015至2017年前三季度分别实现7.2亿元、23.4亿元和27.3亿元，年均复合增速（CAGR）达95.1%，主要系集团内部总承包项目投资增长较快所致；同期分别实现净利润7,162万元、1.99亿元、9,386万元；毛利率分别为18.57%、16.09%、11.48%。

图 27：2015-2017 前三季度重组双方营业收入对比



资料来源：Wind

图 28：2015-2017 前三季度重组双方归母净利润对比



资料来源：Wind

据公司重组预案公告显示，北油工程注入后所作出的业绩承诺为：2017年净利润1.69亿元、2018年净利润1.92亿元、2019年净利润1.99亿元。延长化建2016年实现归母净利润为1.23亿元，随着双方完成重组并实现财务并表后，有望大幅增厚新延长化建的收入与净利润规模。

同时，北油工程主营业务为工程勘察设计与项目管理，其毛利率显著高于延长化建的传统施工业务，二者强强联合亦会对公司的整体盈利结构形成良好改善。

◆ 模式升级：由传统施工业务向 EPC 总承包迈进：

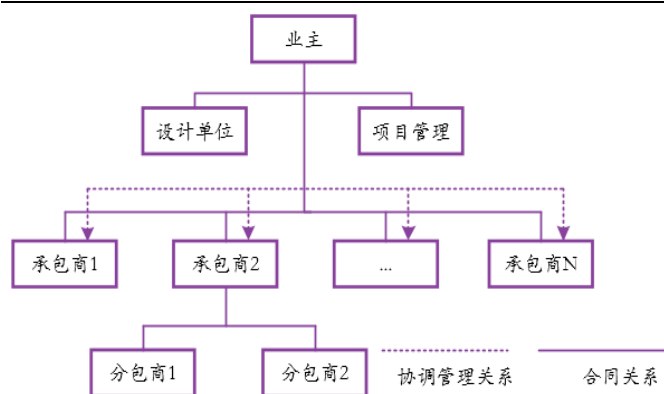
重组之前，公司的经营模式主要以石油化工工程项目的PC总承包为主，工程承包业务主要采用施工承包合同模式和融资合同模式，辅以物资供应、石油化工非标设备的制造及销售、无损检测等，同时为工程项目提供维护检修等增值服务。

传统施工业务的附加值与利润率均较低，项目实施与回款周期均较长，近年随着原材料与人力成本的不断攀升，更不利于公司长期稳健经营发展。顺应行业趋势，向 EPC 等多种经营模式靠拢，是公司发展的必经之路。

与业内同行相比，公司作为一家大型综合化工工程建设企业，曾经最大的发展瓶颈是缺乏规划设计方面的资质与能力，对公司竞标国内外 EPC 等大型工程合同造成较大限制。例如很多大型工程的完整 EPC 总包合同，只有同时具备设计和施工能力的企业才能参与竞标。这导致两方面的不利之处：

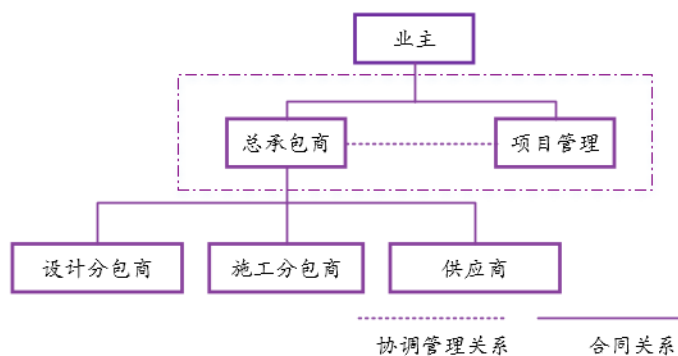
- 1) 公司拿不到大体量的订单合同，只能从大工程中获取部分传统施工分包合同，单笔合同金额难以提升，不利于公司做大规模；
- 2) 设计业务的毛利率明显高于施工业务，公司的主营业务均为施工领域，综合毛利率也较难提升。

图 29：传统模式下的工程分包结构



资料来源：光大证券研究所

图 30：EPC 模式下的工程分包结构



资料来源：光大证券研究所

我国目前大力提倡工程总承包模式，目的在于进一步加强与国际接轨，同时克服传统工程模式存在的诸多弊病。现阶段在化工、冶金等专业工程建设领域，已基本实现以设计为主导的 EPC 模式，可有效降低业主方投资风险。

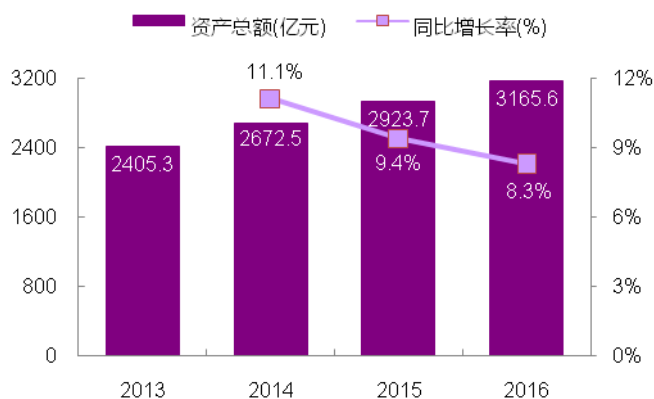
3.4、未来趋势：集团内订单占比与外部综合竞争力有望获得双提升

◆ 集团内部的投资规模梳理：

经过 1998 年的战略性重组，目前在原油经营领域，我国仅允许中石化集团、中国石油集团、中海油总公司和延长石油集团 4 家企业从事原油勘探和开采业务。其中，中石化业务集中在我国东部、南部和中部地区；中石油集中在北部和西部地区；中海油集中在沿海区域；延长石油集团集中于西北地区；延长石油集团作为国内具有石油和天然气勘探开采资质的四家大型集团之一，在业务覆盖区域内具有较强的行业地位，竞争优势显著。

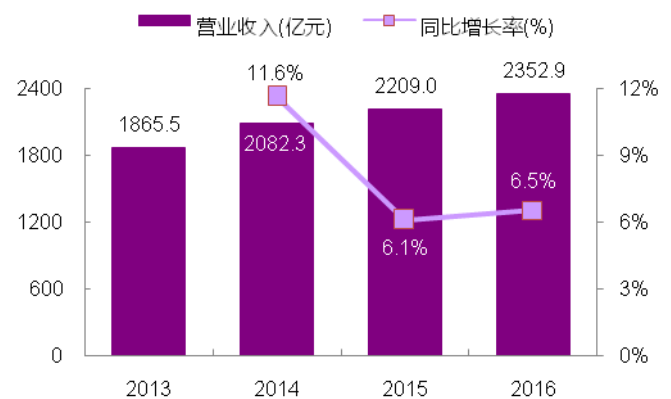
延长石油集团“十三五”发展战略定位是：坚持以能源化工为主体、以科技和金融为两翼的“一体两翼”产业战略，加快结构调整和转型升级，着力打造“油气煤化电”多产业耦合发展模式，不断延伸产业链、提高附加值，开创差异化、特色化发展道路。

图 31：延长石油集团 2013-2016 年资产规模



资料来源：Wind

图 32：延长石油集团 2013-2016 年营业收入规模



资料来源：Wind

集团“十三五”期间主要拟建项目计划总投资额约 553.89 亿元，项目包括：榆神煤炭清洁综合利用产业示范基地启动项目、200 万吨/年煤基油醇联产项目、50 万吨/年合成气制乙醇项目以及西安泾渭新材料科技产业园一期启动项目等。目前在建项目计划总投资 230.05 亿元，在建项目包括：延安能化项目、安塞 LNG 项目和榆炼成品油库项目，项目地点在延安、兴化和靖边。截至 2017 年 3 月底，累计已完成投资额约 168.29 亿元。

表 5：延长石油集团“十三五”期间项目投资规划表

项目名称	地点	建设规划和内容	开工时间	预计完工时间	计划总投资额(亿元)	截至 2017 年 3 月底已完成投资额(亿元)
延安能化项目	延安	180 万吨/年甲醇装置，60 万吨/年甲醇深加工装置；40 万吨/年轻油加工利用装置；42 万吨/年聚乙烯装置；30 万吨/年聚丙烯装置；2.5 万吨/年乙丙橡胶装置等	2013	2018	216.00	157.18
安塞 LNG 项目	延安	20 万吨/年，天然气液化装置（包括冷剂压缩机、冷箱等）按单套(100×104STDm3/d)装置设计，LNG 储罐按 1×10000m ³	2015	2018	6.54	4.52
榆炼成品油库项目	靖边	建设总罐容 210000m ³ ，其中汽油储罐（内浮顶）3×	2015	2017	7.51	6.59

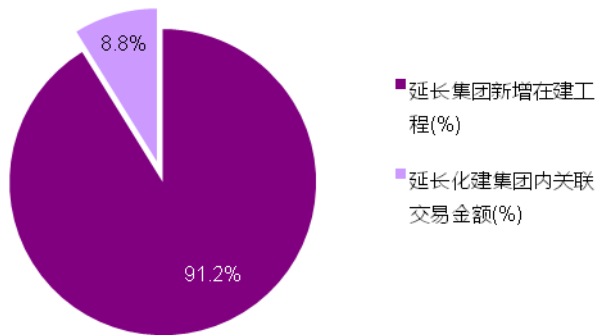
30000m³，柴油储罐（内浮顶）4×30000m³；配套铁路专用线装车系统（120个鹤位）、油气回收设施，以及辅助设施和公用工程

合 计 — — — — 230.05 168.29

资料来源：《陕西延长石油（集团）有限责任公司跟踪评级报告》（联合[2017]1452号）

总体看，集团“十三五”期间立项的在建和拟建项目数量较多，投资规模较大。延长化建作为公司旗下最大且唯一的专业工程建设平台，目前在集团年均新增在建工程总投资额中的占比依然较低（2014、2015年占比分别为8.8%和8.2%）。未来随着公司对自身短板的补齐以及综合技术能力的提升，将有望持续从集团内部获得大体量订单支持，对未来业绩增长形成强力保障。

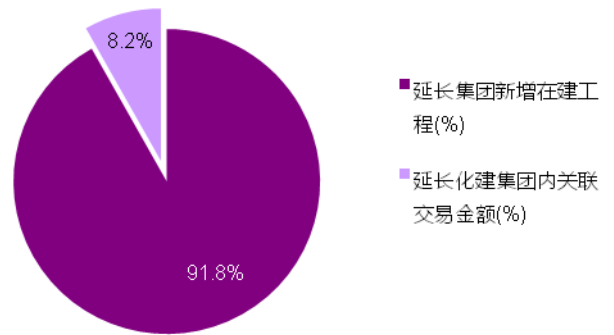
图 33：2014 年延长集团新增在建工程投资与延长化建获得集团内关联交易情况对比



资料来源：Wind

注：集团 2016 年年报中披露的新增在建工程投资仅统计了重大工程项目，金额为 127.7 亿元，因统计口径不一致因此未予采纳。

图 34：2015 年延长集团新增在建工程投资与延长化建获得集团内关联交易情况对比



资料来源：Wind

表 6：延长石油集团“十三五”期间拟建项目投资规划表

项目名称	建设规模和内容	计划总投资额 (亿元)	计划完工时间
榆神煤炭清洁综合利用产业示范基地启动项目	新建 CCSI 工业示范及配套燃气发电；煤油共炼、芳烃联合、轻烃芳构化等	175.30	待定
200 万吨/年煤基油醇联产项目	700 万吨/年煤气化、100 万吨/年浆态床低温钴基费托 (F-T) 合成、100 万吨/年合成气制直链混合伯醇联产油品 (MPA)、油品加工及配套工程	316.80	待定
西安泾渭新材料科技产业园一期启动项目	5 万吨/年塑料改性料及合金、10 万吨/年塑料管材、5 万吨/年农用薄膜、1 万吨/年高分子防水材料及无纺布、1 万吨/年聚烯烃废料再加工	17.80	待定
甘谷驿采油厂原油集输站搬迁	原油处理规模 26×104m ³ /a，建设 2000m ³ 原油罐 6 具、1000m ³ 交油罐 2 具、20m ³ 汽车卸油装置 12 套及配套工程	1.13	待定
安塞地面集输工程	安塞地面集输工程 (3 亿方/年)	6.00	待定
延长石油湖北应城成品油库项目	9.1 万方成品油库	3.95	待定
50 万吨/年合成气制乙醇项目	50 万吨/年乙醇	23.11	待定
延长石油二氧化碳捕集、输送及封存示范工程项目 (CCUS)	二氧化碳捕集、输送及封存示范工程 (36 万吨/年)	9.80	待定
合 计	—	553.89	—

资料来源：《陕西延长石油（集团）有限责任公司跟踪评级报告》（联合[2017]1452号）

◆ **角色升级——对内：集团内大体量订单占比有望提升；对外：强强联合，大幅提升外部综合竞争力。**

本次交易完成后，上市公司将整合北油工程在化工及石油化工、天然气化工、新型煤化工等领域的工程设计技术和工程总承包能力，发挥上市公司施工能力与北油工程设计技术能力的协同效应，延伸上市公司在化工及石油化工、天然气化工、新型煤化工等领域的产业链，形成工程设计、施工、设备采购及总承包一体化的业务格局，增强上市公司抗风险能力，提升上市公司总体的竞争力与盈利能力。未来有望从以下三个方面大幅提升公司的综合竞争实力：

1) 既有利于延长集团石油炼制、煤油气综合利用等业务的发展，也为公司提供了长期稳定的石油工程建设服务市场

未来公司与延长集团内部的关联交易主要分为两个部分：一是北油工程为其提供的工程设计、工程咨询或工程总承包业务；二是延长化建为其提供的工程施工、无损检测、物资采购及劳务分包业务。公司重组后作为延长集团内部唯一具有相应工程技术服务与施工能力的技术平台，未来将集工程勘察设计、项目管理业务与工程建设业务为一体，同时兼具熟悉集团业务流程并便于沟通协作的天然优势，在具备相应的业务资质和能力的前提下，通过公开招标或者其他合法的方式，积极承接了集团及其下属企业的工程化项目任务，并有望持续形成长期稳定的合作关系，实现公司自身的快速发展。

2) 集团大型科研示范项目的持续落地将为公司积累宝贵的经验与专利技术能力，对公司未来在外部市场拓展业务奠定基础

公司近年承接较多延长集团最近几年开展的一系列大型科技试验示范项目，主要目的在于更充分地利用陕北地区油、气、煤、盐综合资源的特殊优势，为我国提高能源使用效率，降低煤油气等传统能源所导致的环境污染问题做出了重大贡献。

这些科技攻关项目具体包括煤油共炼、煤制油、合成气制乙醇等一系列大型科技试验示范项目，该类项目一般具有技术不够成熟、项目协调难度更大的特点。公司作为延长集团具有相应工程技术服务能力、工程勘察设计业务与工程建设实施的唯一平台，在具备所需业务资质和能力的前提下，将通过此类科技攻关项目的持续落地不断积累宝贵的实施经验与专利技术能力，对公司未来在外部市场拓展业务奠定基础。

3) 与中石油/中石化/中海油下属工程建设平台对标，重组后公司将升级为集勘察/设计/施工/管理与一体的建设平台，未来发展空间广阔。

石油化工领域的工程设计、工程咨询及工程总承包业务具有专业性强、技术难度大、业务资质要求高等特点，公司在该领域的上下游市场参与者相对固定，各家大型石油化工企业的相关业务相对来说依然较为封闭，从而形成了一定程度的集团内合作业务模式。当前，中石油、中石化和中海油旗下的工程建设公司均依托各自母公司的业务需求开展相关业务。其中，中石油集团旗下从事工程建设业务的企业是中国石油

集团工程股份有限公司（股票代码：600339，股票简称：中油工程）；中石化集团旗下有中石化石油工程技术服务有限公司和中石化炼化工程(集团)股份有限公司（股票代码：2386.HK，股票简称：中石化炼化工程）；中海油旗下主要有海洋石油工程股份有限公司（股票代码：600583，股票简称：海油工程），主要从事海洋工程相关业务。

中石油、中石化及中海油旗下工程板块上市公司均与其集团母公司及其他下属单位之间存在持续稳定的集团内部关联交易，且关联销售占比均较高。因此，当本次重组完成后，公司将升级为延长石油集团旗下唯一的集勘察/设计/施工/管理与一体的建设平台，未来发展既包括长期稳定的集团内部合作，亦包括我国石化行业技术更新过程中不断涌现的新投资建设机会，公司未来的发展空间极为广阔。

表 7：公司 2015-2016 年获得集团内部主要关联交易一览

接受劳务方 (关联人)	与公司关系	关联交易内容	2016 年度 预计金额 (百万元)	2016 年度 实际发生额 (百万元)	2015 年度 预计金额 (百万元)	2015 年度 实际发生额 (百万元)
油田公司	母公司的控股子公司	提供装置检修、升级改造、保运、检修等服务	60.00	2.17	800.00	85.46
炼化公司	集团兄弟公司	提供油罐制安、管线安装工程、地面建设、场站建设施工服务	490.00	834.09	856.00	947.25
管道运输公司	集团兄弟公司	提供油气集输、管线安装、场站建设施工等服务	450.00	187.00	560.00	237.71
油气勘探公司	集团兄弟公司	提供油气管线、建筑安装施工等服务	610.00	972.67	860.00	371.67
延长集团兴化化工有限公司	集团兄弟公司	提供工程施工等服务	39.00	5.68	350.00	59.20
延长中立新能源股份有限公司榆林油库	—	提供管道安装、检修、技改等服务	—	—	150.00	6.76
延长集团延安能化公司	—	提供项目无损检测等服务	10.00	15.02	170.00	—
北京石油化工工程有限公司	母公司的控股子公司	提供中心储存罐制作，维保等服务	65.00	856.85	—	182.75
陕西兴化化学股份有限公司	集团兄弟公司	提供结晶器制作，不锈钢换热管制作等服务	200.00	16.32	—	1.05
延长集团中煤榆林能源化工有限公司	母公司的控股子公司	提供延川 20 万吨/年 LNG 项目材料供货等服务	59.00	123.30	—	58.17
兴化集团机械厂	集团兄弟公司	提供厂前区，办公楼维修工程等服务	—	0.65	—	0.02
延长集团炼化公司项目建设指挥部	集团兄弟单位	提供运保等服务	290.00	—	—	—
延长集团氟硅化工有限公司	集团兄弟公司	提供报警装置安装等服务	—	—	—	32.21
延长集团油煤新技术开发公司	集团兄弟公司	提供油气回收系统等服务	10.00	7.62	—	7.38
延长集团石油河南销售公司	集团兄弟公司	提供综合利用无损项目检测等服务	—	—	—	0.93
延长集团石油山西销售公司	集团兄弟公司	提供综合利用无损检测等服务	—	—	—	0.28
延长集团碳氢资源高效技术研究中心	集团兄弟单位	提供厂建工程等服务	7.00	0.40	—	0.34
延长集团榆林煤化工有限公司	集团兄弟公司	—	470.00	622.51	—	2.83

延长集团巴拉素煤业有限公司	集团兄弟公司	—	—	—	—	15.93
陕西省石油化工研究设计院	集团兄弟单位	—	3.00	1.02	—	23.20
延长集团下属的其他单位	—	—	1,435.00	351.52	754.00	57.29
合 计	—	—	4,000.00	3,996.81	4,500.00	2,090.41

资料来源：公司公告

4、关键假设及盈利预测

◆ 关键假设：

- 1) 截至 2018 年 1 月 16 日，本次重组的进度为公司披露交易预案和对证监会问询函回复阶段，后续仍需公司董事会批准正式方案以及报证监会核准批复。由于重组双方均为延长集团下属子公司，重组不通过的风险相对较低，我们假设本次重组将于 2018 年底前完成。
- 2) 考虑到本次重组对公司在集团内业务协同与外部竞争方面均有积极改善作用，有望促进双方业务共同实现加速发展。因此，假设公司 2018-2019 年工程承包业务（核心业务）的收入增速为 88.6%和 26.5%（重组完成后北油工程将于 2018 年起纳入合并报表）。其中，原延长化建工程承包业务的收入增速为 22%和 28%；原北油工程工程承包业务的收入增速为 24%和 28%。
- 3) 考虑到本次重组将引入毛利率较高的勘察设计与总承包业务，对公司业务构成与利润结构产生较大变化，同时公司作为延长集团下辖唯一具备勘察/设计/建设/管理等工程全过程技术服务平台，有望享有更高的技术附加值与利润空间。因此，假设公司 2017-2019 年工程承包业务（核心业务）的毛利率为 8.9%、12.6%和 12.2%。其中，原延长化建工程承包业务的毛利率为 8.9%、10.5%和 10.1%；北油工程工程承包业务的毛利率为 15.0%、16.4%和 15.8%。
- 4) 公司重组后拓展良好、发展加速，开拓省外及海外业务进展顺利。
- 5) 公司各项管理成本和期间费用率保持稳定。

- ### ◆ 盈利预测：
- 重组完成后，公司 2017-2019 年营业收入增长率为 24.5%、88.6%和 26.5%，毛利率为 8.90%、12.60%和 12.20%，归母净利润增长率为 10.42%、120.15%、28.31%，预计 2017-2019 年可实现归母净利润 1.36、2.99、3.83 亿元，对应 EPS 为 0.22、0.33、0.42 元（假设 2018 年重组完成，总股本将变更为 9.14 亿股）。

表 8：延长化建 2017-2019 年盈利预测的主要指标

(单位：百万元)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4,495.06	4,999.26	5,194.97	3,817.30	3,625.72	4515.74	8514.51	10770.44
同比增长率(%)	—	11.2%	3.9%	-26.5%	-5.0%	24.5%	88.6%	26.5%
延长化建工程承包业务	4,167.03	4,007.90	4,495.86	3,202.24	3,007.01	3827.92	4662.41	5967.89
同比增长率(%)	—	-3.8%	12.2%	-28.8%	-6.1%	27%	22%	28%
北油工程工程承包业务	—	—	—	952.31	2,489.68	2489.68	3087.20	3951.62
同比增长率(%)	—	—	—	—	—	0%	24%	28%
物资销售业务	137.24	781.73	493.25	493.70	474.30	521.73	573.90	631.29
同比增长率(%)	—	469.6%	-36.9%	0.1%	-3.9%	10%	10%	10%
设备制造业务	150.03	166.91	165.74	78.47	97.56	112.19	129.02	148.38
同比增长率(%)	—	11.3%	-0.7%	-52.7%	24.3%	15%	15%	15%
无损检测及技术服务业务	35.14	34.98	32.40	35.15	36.83	42.35	48.71	56.01

同比增长率(%)	—	-0.5%	-7.4%	8.5%	4.8%	15%	15%	15%
其他业务	4.57	5.09	6.13	7.75	10.03	11.53	13.26	15.25
同比增长率(%)	—	11.4%	20.4%	26.4%	29.4%	15%	15%	15%
营业成本	4,037.19	4,510.70	4,673.73	3,379.72	3,306.98	4113.77	7441.72	9456.57
同比增长率(%)	—	11.7%	3.6%	-27.7%	-2.2%	24.4%	80.9%	27.1%
延长化建工程承包业务	3,734.12	3,559.62	3,982.98	2,811.32	2,714.46	3487.24	4172.86	5365.13
同比增长率(%)	—	-4.7%	11.9%	-29.4%	-3.4%	28.5%	19.7%	28.6%
北油工程工程承包业务	—	—	—	775.47	2,089.09	2,116.23	2,580.90	3,327.26
同比增长率(%)	—	—	—	—	169.4%	1.3%	22.0%	28.9%
物资销售业务	131.72	766.60	478.71	448.48	445.70	487.82	539.47	593.42
同比增长率(%)	—	482.0%	-37.6%	-6.3%	-0.6%	9.4%	10.6%	10.0%
设备制造业务	138.46	154.11	192.26	94.72	122.82	107.15	121.93	140.22
同比增长率(%)	—	11.3%	24.8%	-50.7%	29.7%	-12.8%	13.8%	15.0%
无损检测及技术服务业务	29.40	28.50	17.28	21.66	20.47	27.53	21.92	25.21
同比增长率(%)	—	-3.1%	-39.4%	25.3%	-5.5%	34.5%	-20.4%	15.0%
其他业务	2.86	1.02	1.44	3.54	3.53	4.04	4.64	5.34
同比增长率(%)	—	-64.3%	41.2%	145.8%	-0.3%	14.4%	15.0%	15.0%
毛利	457.87	488.55	521.24	437.58	318.74	401.97	1072.80	1313.87
同比增长率(%)	—	6.7%	6.7%	-16.1%	-27.2%	26.1%	166.9%	22.5%
延长化建工程承包业务	432.91	448.29	512.88	390.92	292.54	340.69	489.55	602.76
同比增长率(%)	—	3.6%	14.4%	-23.8%	-25.2%	16.5%	43.7%	23.1%
北油工程工程承包业务	—	—	—	176.84	400.59	373.45	506.30	624.36
同比增长率(%)	—	—	—	—	126.5%	-6.8%	35.6%	23.3%
物资销售业务	5.52	15.13	14.53	45.22	28.59	33.91	34.43	37.88
同比增长率(%)	—	174.1%	-4.0%	211.2%	-36.8%	18.6%	1.5%	10.0%
设备制造业务	11.57	12.80	-26.52	-16.25	-25.26	5.05	7.10	8.16
同比增长率(%)	—	10.6%	-307.2%	-38.7%	55.4%	-120.0%	40.6%	15.0%
无损检测及技术服务业务	5.75	6.47	15.12	13.49	16.36	14.82	26.79	30.81
同比增长率(%)	—	12.5%	133.7%	-10.8%	21.3%	-9.4%	80.7%	15.0%
其他业务	1.71	4.08	4.68	4.20	6.50	7.50	8.62	9.92
同比增长率(%)	—	138.6%	14.7%	-10.3%	54.8%	15.3%	15.0%	15.0%
毛利率(%)	10.19%	9.77%	10.03%	11.46%	8.79%	8.90%	12.60%	12.20%
延长化建工程承包业务	10.39%	11.19%	11.41%	12.21%	9.73%	8.90%	10.50%	10.10%
北油工程工程承包业务	—	—	—	18.57%	16.09%	15.00%	16.40%	15.80%
物资销售业务	4.02%	1.94%	2.95%	9.16%	6.03%	6.50%	6.00%	6.00%
设备制造业务	7.71%	7.67%	-16.00%	-20.71%	-25.89%	4.50%	5.50%	5.50%
无损检测及技术服务业务	16.35%	18.51%	46.67%	38.39%	44.42%	35.00%	55.00%	55.00%
其他业务	37.41%	80.03%	76.44%	54.25%	64.81%	65.00%	65.00%	65.00%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

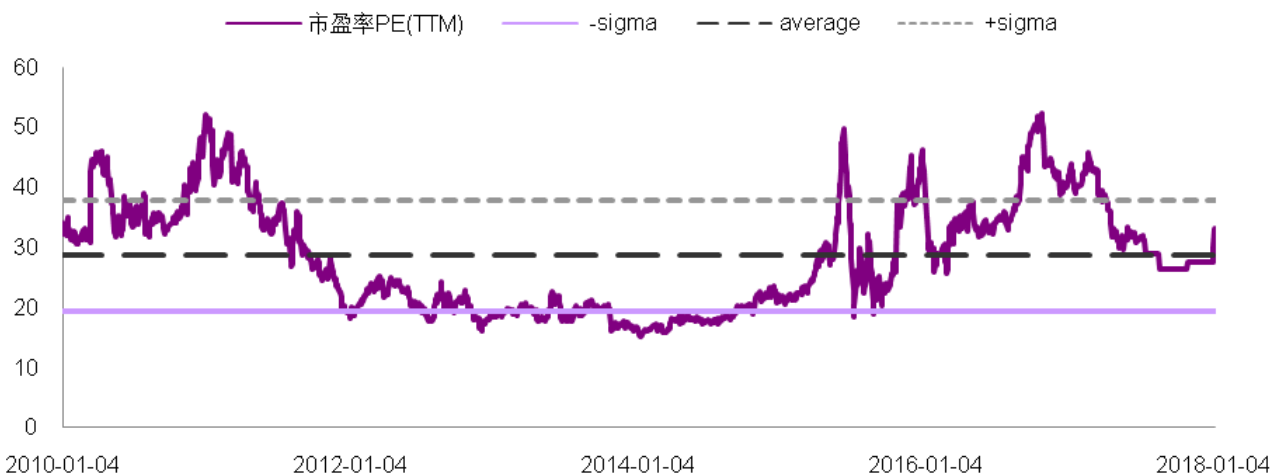
注：黄色单元格为预测数据

5、估值水平与投资评级

5.1、相对估值

观察延长化建从 2010 年至今的历史 PE (TTM) 情况, 可发现公司历史动态 PE 水平平均值为 28.6 倍, 上限为 37.8 倍 PE 水平, 下限为 19.4 倍 PE 水平。目前公司 PE 约为 30.5 倍, 略高于历史平均水平。

图 35: 延长化建历史 PE-TTM 情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

与延长化建业务类型相似, 具有一定可参考价值的上市公司还包括中国化学、中油工程、百利科技、东华科技、三维工程、镇海股份 6 家专业工程类上市公司。以当前估值水平对比, 延长化建的估值对应 2018 年 PE 水平为 18 倍, 行业平均值约为 23 倍; 而延长化建的估值对应最新季度的 PB (MRQ) 值为 2.65, 行业平均值为 3.30; 因此从相对估值看, 延长化建的当前估值低于行业平均估值。

表 9: 可比公司的 PE 比较

公司名称	最新收盘价(元)	每股收益 EPS(元)			市盈率 PE			2016-2018 营业收入 CAGR(%)	2016-2018 归母净利润 CAGR(%)	市净率 PB (MRQ)	总市值 (亿元)
		16A	17E	18E	TTM	17E	18E				
中国化学	7.37	0.36	0.45	0.56	21.95	15.85	12.97	12.0%	24.4%	1.26	364
中油工程	6.05	0.28	0.26	0.29	15.12	23.28	20.66	2.2%	12.7%	1.48	338
百利科技	30.72	0.53	0.63	1.07	64.14	50.74	30.12	52.7%	50.0%	7.94	69
东华科技	10.87	0.18	0.26	0.36	51.50	42.91	31.62	27.2%	41.0%	2.38	48
三维工程	6.38	0.02	--	--	172.90	--	--	--	--	2.84	32
镇海股份	25.32	0.79	--	--	69.59	--	--	--	--	4.54	34
平均值	13.24	0.34	0.39	0.54	60.66	31.95	22.71	29.5%	36.8%	3.30	132
延长化建	5.94	0.22	0.33	0.42	29.40	26.97	18.18	53.2%	55.9%	2.65	37

资料来源: Wind 一致预期, 光大证券研究所整理

注 1: 数据采集日期: 2018 年 1 月 16 日收盘日。

注 2: 除延长化建外, 表中其余 6 家公司的 EPS 预测采用 Wind 一致预期, 以反映市场对于公司盈利状况的预测。

如上所述，我们预测公司 2017-2019 年归母净利润为 1.36、2.99、3.83 亿元，对应 EPS 为 0.22、0.33、0.42 元（假设 2018 年重组完成，总股本将变更为 9.14 亿股）。根据公司和可比公司 PE 值的对比，综合考虑公司重组后发展加快，石化投资企稳回暖，公司集团外业务拓展加速等因素，我们按照 2018 年 22 倍 PE 计算，得出公司合理估值为 7.26 元。

5.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：**由于延长化建所处行业为专业工程行业，总体已进入稳定增长阶段，故我们假设公司的长期增长率为 2%；
- 2、β值选取：**采用申万行业分类-建筑行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：**我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 16.08%。

我们给出 FCFF 估值方法得出的结果如下：

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β(levered)	1.40
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	13.83%
税率	16.08%
Kd	0.00%
Ve	3,635.8
Vd	0.0
目标资本结构	0.00%
WACC	13.83%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1,579.51	37.85%
第二阶段	1,014.71	24.32%
第三阶段 (终值)	1,578.83	37.83%
企业价值 AEV	4,173.04	100.00%
加：非经营性净资产价值	436.74	10.47%
减：少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	4,609.78	110.47%
股本 (百万股)	615.80	-
每股价值 (元)	7.49	-
PE (隐含)	33.99	-
PE (动态)	26.97	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
12.83%	7.95	8.09	8.24	8.41	8.59
13.33%	7.59	7.71	7.85	7.99	8.15
13.83%	7.26	7.37	7.49	7.61	7.75
14.33%	6.96	7.06	7.16	7.27	7.39
14.83%	6.69	6.77	6.86	6.96	7.06

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间		敏感度分析区间
FCFF	7.49	6.69	— 8.59	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	7.39	6.58	— 8.50	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	7.25	5.97	— 9.05	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	7.32	6.52	— 8.43	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	7.37	6.67	— 8.35	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

上表为使用 FCFF、FCFE、DDM、APV、AE 等方法对公司进行绝对估值的结果，各种方法给出的估值结果介于 7.25-7.49 元之间。

5.3、估值结论与投资评级

考虑到公司重组后补齐短板、发展加快，石化产业链投资企稳回暖，西北地区“十三五”期间专业工程投资稳健增长，公司集团外业务拓展加速等因素，我们预计公司 2017-2019 年归母净利润为 1.36、2.99、3.83 亿元，对应 EPS 为 0.22、0.33、0.42 元（假设 2018 年重组完成，总股本将变更为 9.14 亿股）。结合相对估值和绝对估值结果，我们认为公司合理目标价为 7.26 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5.4、股价驱动因素

- ◆ **长期股价催化剂：**我国石化产业链投资企稳回暖；在延长集团各项专利技术优势的助力下，公司省外业务占比持续提升；公司海外扩张推进顺利。
- ◆ **短期股价催化剂：**2018-2019 年度业绩超出预期；新签合同超出预期；EPC 总承包模式拓展超出预期；海外拓展超出预期。

6、风险分析

◆ 石化产业链投资增长不达预期：

公司的核心业务为石油化学工程建设行业，与整个石化产业链的投资景气度高度相关。化工行业的发展不仅取决于国民经济的需求，也受到国家宏观政策（如宏观经济政策、能源政策、环保政策等）的较大影响。未来宏观经济的周期性波动，可能致使相关行业的经营环境发生变化，并使固定资产投资或技术改造项目投资出现收缩和调整，进而间接影响到行业的发展。因此，受到未来宏观经济周期性波动的影响，本次重组完成后，上市公司盈利能力存在一定的波动风险。

◆ 重组进度不达预期：

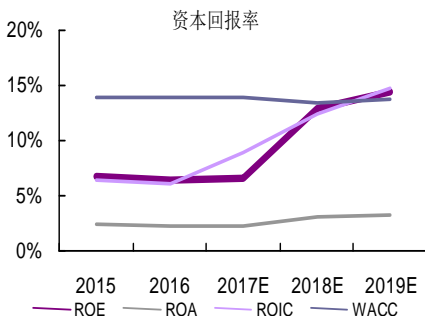
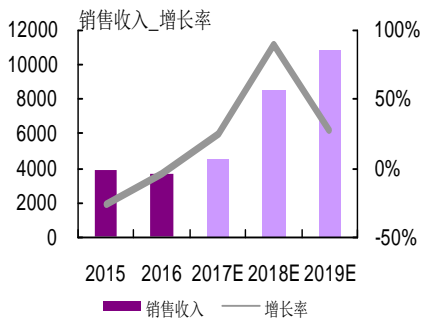
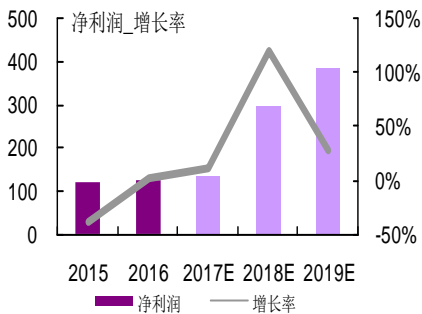
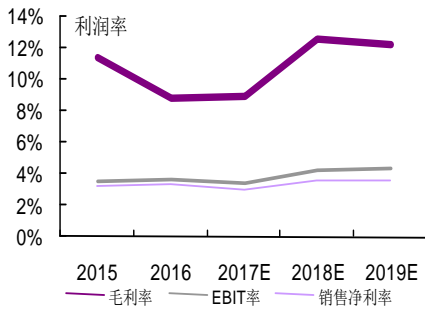
截至 2018 年 1 月 15 日，本次重组的进度为公司披露交易预案和对证监会问询函回复阶段，后续仍需公司董事会对正式方案进行批准以及报证监会核准批复。本次重组双方均为延长石油集团旗下子公司，重组不通过的风险因素相对较低，但仍存在一定不确定因素。

◆ 北油工程未来业绩不达预期：

根据公司公告的《盈利预测补偿协议》，在现有预估值情况下，补偿义务人承诺北油工程 2017 年度、2018 年度、2019 年度实现的净利润分别不低于 16,949.44 万元、19,184.52 万元、19,921.37 万元。根据市场情况及上述业绩承诺，预期北油工程（新）2017-2019 年净利润将呈现逐步上升的增长趋势，但若出现宏观经济波动、市场竞争加剧、未能获得足够业务订单等情况，北油工程（新）经营业绩能否达到预期存在不确定性，提请投资者注意承诺业绩无法实现的风险。

◆ 重组双方业务整合不达预期：

本次重组完成后，上市公司的业务范围和业务规模将得到拓展和增长，公司将新增化工及石油化工、天然气化工、新型煤化工等领域的工程设计、工程咨询及工程总承包等业务，业务布局进一步完善。上市公司原有的部分经营决策机制需要调整，部分组织结构、管理办法、规章制度也可能涉及变动。因此，本次重组完成后上市公司将面临管理水平和公司治理能力能否适应重组后相关情况的的风险。如果管理水平、治理能力和资产整合不能达到预期，重组后上市公司业务协同效应无法在短期内得以充分体现，从而影响公司的长远发展。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,817	3,626	4,514	8,513	10,770
营业成本	3,380	3,307	4,112	7,441	9,456
折旧和摊销	84	81	88	90	92
营业税费	99	38	45	85	108
销售费用	10	11	14	26	33
管理费用	109	119	148	279	353
财务费用	-17	-11	-7	-1	9
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	0	0	0
营业利润	150	145	161	355	456
利润总额	151	146	162	356	457
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	121.14	122.82	135.62	298.57	383.08

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	5,028	5,428	6,154	9,808	11,970
流动资产	4,181	4,610	5,387	9,081	11,305
货币资金	513	476	1,067	1,117	1,413
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2,406	2,066	2,598	4,861	5,968
应收票据	254	559	361	681	862
其他应收款	25	26	32	60	76
存货	953	1,387	1,224	2,222	2,827
可供出售投资	99	104	100	100	100
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	580	549	505	460	399
无形资产	70	68	64	61	58
总负债	3,202	3,501	4,104	7,473	9,282
无息负债	3,202	3,501	4,104	7,280	9,194
有息负债	0	0	0	193	88
股东权益	1,826	1,927	2,050	2,335	2,688
股本	474	616	616	914	914
公积金	668	528	542	273	312
未分配利润	567	664	774	1,029	1,344
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-282	4	642	-81	470
净利润	121	123	136	299	383
折旧摊销	84	81	88	90	92
净营运资金增加	276	142	-303	993	310
其他	-763	-342	722	-1,463	-315
投资活动产生现金流	-192	-18	-45	-50	-30
净资本支出	-192	-17	-50	-50	-30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	-1	5	0	0
融资活动现金流	-23	-24	-5	181	-144
股本变化	0	142	0	298	0
债务净变化	0	0	0	193	-105
无息负债变化	-164	299	603	3,176	1,914
净现金流	-497	-37	592	50	296

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-26.52%	-5.02%	24.50%	88.60%	26.50%
净利润增长率	-38.81%	1.39%	10.42%	120.15%	28.31%
EBITDA/EBITDA 增长率	-27.17%	-2.56%	14.11%	83.96%	25.52%
EBIT/EBIT 增长率	-38.32%	-2.39%	18.10%	130.43%	31.46%
估值指标					
PE	30	30	27	18	14
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	12	17	13	12	10
EV/EBIT	20	27	20	16	12
EV/NOPLAT	25	33	24	19	14
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	11.46%	8.79%	8.90%	12.60%	12.20%
EBITDA 率	5.68%	5.83%	5.34%	5.21%	5.17%
EBIT 率	3.49%	3.58%	3.40%	4.15%	4.31%
税前净利润率	3.94%	4.04%	3.58%	4.18%	4.24%
税后净利润率 (归属母公司)	3.17%	3.39%	3.00%	3.51%	3.56%
ROA	2.41%	2.26%	2.20%	3.04%	3.20%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.64%	6.37%	6.62%	12.79%	14.25%
经营性 ROIC	6.29%	6.02%	8.79%	12.27%	14.62%
偿债能力					
流动比率	1.31	1.32	1.31	1.22	1.22
速动比率	1.01	0.92	1.01	0.92	0.91
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	12.08	30.41
有形资产/有息债务	-	-	-	50.04	133.87
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.20	0.20	0.22	0.33	0.42
每股红利	0.04	0.02	0.02	0.03	0.04
每股经营现金流	-0.46	0.01	1.04	-0.09	0.51
每股自由现金流(FCFF)	-0.31	0.08	0.83	-0.36	0.54
每股净资产	2.96	3.13	3.33	2.55	2.94
每股销售收入	6.20	5.89	7.33	9.32	11.78

资料来源：光大证券、上市公司

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
高菲		010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebscn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	私募业务部	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
		曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
		王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
		安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
戚德文		021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
吴冕			18682306302	wumian@ebscn.com	
吕程		021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
李经夏		021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
高霆		021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元		021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		