



# 中石化炼化工程

## 蓄势向好

首次覆盖

### 投资亮点

首次覆盖中石化炼化工程给予推荐评级，目标价 9.70 港元（4.0 倍 2019 年 EV/EBITDA 和 10 倍 2019 年市盈率），较当前股价有 23% 的上行空间。理由如下：

- ▶ **订单增势加强。**我们认为公司在手订单已经于 2016 年末触底，并于 2017 年出现复苏迹象。考虑到于 2017 年末公司管理层股票增值权激励措施开始生效，我们预计 2018 年公司的订单增势有望进一步加强。我们预计未来中石化总额高达人民币 2,000 亿元的炼化基地投资计划，有望为公司带来高毛利的 EPC 合同，促进公司利润率提升，推动盈利重拾增长。
- ▶ **业绩有望从 2017 年的谷底反弹。**2016 年末公司订单触底可能导致公司收入在 2017 年创近 6 年以来的新低。但是，我们观察到公司新增订单已经于 2017 年率先复苏，并有望于 2018 年持续增长，我们预计公司 FY18/19 年盈利增长 41% 和 13%。
- ▶ **充裕的现金流或将支持派息率的提升并促进估值修复。**我们认为随着公司自由现金流和净现金的持续增长，公司有能力将派息率提高到 45% 以上，特别在公司新的激励措施下，派息率提升的可能性更高。

**我们与市场的最大不同？**我们认为公司 2017 年盈利预警提示的盈利较大幅度下滑可能包括汇兑和资产减值带来的一次性损失。我们对 2018 和 2019 年的盈利预测分别比目前市场一致预期高 13% 和 9%。

**潜在催化剂：**新订单、派息率提升以及环保业务增长。

### 盈利预测与估值

我们预计公司 2017/18/19 年每股盈利分别为人民币 0.46 元、0.65 元、0.74 元，对应 CAGR 为 25%。我们当前对 2017 年的盈利预测，未包括可能存在的一次性损失。当前股价下，2019 年股息收益率或达到 5%。

### 风险

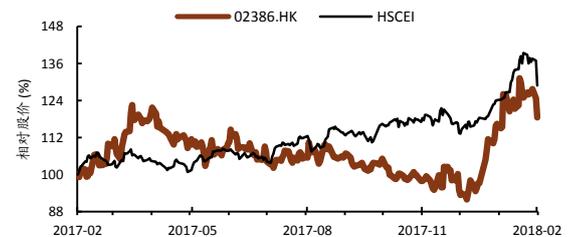
工程延期、客户资本支出低于预期、汇兑风险。

本报告是 2 月 7 日发布的英文报告 *Momentum gathered for new upturn* 的翻译版。

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

### 首次覆盖推荐

股票代码	02386.HK
评级	* 推荐
最新收盘价	港币 7.87
目标价	港币 9.70
52 周最高价/最低价	港币 8.80~6.10
总市值(亿)	港币 350
30 日日均成交额(百万)	港币 91.58
发行股数(百万)	4,428
其中：自由流通股(%)	33
30 日日均成交量(百万股)	11.21
主营行业	石油天然气



(人民币 百万)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	39,375	35,651	45,467	48,953
增速	-13.5%	-9.5%	27.5%	7.7%
归属母公司净利润	1,663	2,053	2,885	3,269
增速	-49.9%	23.4%	40.5%	13.3%
每股净利润	0.38	0.46	0.65	0.74
每股净资产	5.69	6.01	6.47	6.94
每股股利	0.15	0.19	0.27	0.33
每股经营现金流	1.02	0.94	0.85	1.19
市盈率	18.8	14.5	9.6	8.4
市净率	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.3	5.5	3.2	2.0
股息收益率	2.1%	2.8%	4.4%	5.3%
平均总资产收益率	2.8%	3.5%	4.6%	4.7%
平均净资产收益率	6.7%	7.9%	10.4%	11.0%

### 关滨

分析师

bin.guan@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080511080005

SFC CE Ref: AGL097

### 王苗子

联系人

vivian.wang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080115080056

SFC CE Ref: BFJ414

### 陆辰

联系人

chen.lu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080116120030



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	39,375	35,651	45,467	48,953	营业收入	-13.5%	-9.5%	27.5%	7.7%
营业成本	-35,085	-31,018	-39,165	-41,963	营业利润	-69.5%	110.0%	46.6%	14.2%
营业费用	-107	-125	-127	-127	EBITDA	-40.5%	11.9%	36.1%	12.4%
管理费用	-1,160	-1,248	-1,591	-1,713	净利润	-49.9%	23.4%	40.5%	13.3%
其他	-849	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
营业利润	1,060	2,226	3,264	3,729	毛利率	10.9%	13.0%	13.9%	14.3%
财务费用	419	496	567	614	营业利润率	2.7%	6.2%	7.2%	7.6%
其他利润	875	0	0	0	EBITDA 利润率	6.7%	8.3%	8.9%	9.3%
利润总额	2,369	2,738	3,847	4,359	净利润率	4.2%	5.8%	6.3%	6.7%
所得税	-706	-684	-962	-1,090	<b>偿债能力</b>				
少数股东损益	0	0	0	0	流动比率	1.66	1.75	1.69	1.71
归属母公司净利润	1,663	2,053	2,885	3,269	速动比率	1.62	1.72	1.65	1.67
EBITDA	2,658	2,975	4,048	4,548	现金比率	0.39	0.46	0.41	0.50
扣非后净利润	1,630	2,053	2,885	3,269	资产负债率	57.2%	54.7%	57.1%	56.7%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	11,862	13,562	14,576	18,659	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	9,990	8,595	10,962	10,729	总资产收益率	2.8%	3.5%	4.6%	4.7%
存货	1,197	1,020	1,288	1,380	净资产收益率	6.7%	7.9%	10.4%	11.0%
其他流动资产	27,924	28,006	32,695	33,113	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	50,972	51,183	59,520	63,881	每股净利润 (元)	0.38	0.46	0.65	0.74
固定资产及在建工程	4,174	3,875	3,767	3,648	每股净资产 (元)	5.69	6.01	6.47	6.94
无形资产及其他长期资产	3,672	3,658	3,519	3,405	每股股利 (元)	0.15	0.19	0.27	0.33
非流动资产合计	7,846	7,533	7,286	7,053	每股经营现金流 (元)	1.02	0.94	0.85	1.19
资产合计	58,818	58,716	66,806	70,934	<b>估值分析</b>				
短期借款	0	0	0	0	市盈率	18.8	14.5	9.6	8.4
应付账款	14,217	13,597	17,168	18,395	市净率	1.2	1.1	1.0	0.9
其他流动负债	16,500	15,628	18,084	18,927	EV/EBITDA	7.3	5.5	3.2	2.0
流动负债合计	30,717	29,226	35,252	37,322	股息收益率	2.1%	2.8%	4.4%	5.3%
长期借款	0	0	0	0	<b>现金流量表</b>				
非流动负债合计	2,899	2,899	2,899	2,899	税前利润	2,369	2,738	3,847	4,359
负债合计	33,616	32,125	38,151	40,221	折旧和摊销	723	749	783	819
股本	4,428	4,428	4,428	4,428	营运资本变动	2,377	1,898	703	1,792
未分配利润	20,770	22,159	24,223	26,280	其他	-947	-1,223	-1,556	-1,703
股东权益合计	25,202	26,591	28,655	30,713	经营活动现金流	4,522	4,162	3,777	5,267
负债及股东权益合计	58,818	58,716	66,806	70,934	资本开支	-398	-470	-570	-620
<b>现金流量表</b>					其他	-2,966	-1,412	-1,456	563
税前利润	2,369	2,738	3,847	4,359	投资活动现金流	-3,363	-1,882	-2,026	-57
折旧和摊销	723	749	783	819	股权融资	0	0	0	0
营运资本变动	2,377	1,898	703	1,792	银行借款	0	0	0	0
其他	-947	-1,223	-1,556	-1,703	其他	-1,131	-580	-737	-1,127
经营活动现金流	4,522	4,162	3,777	5,267	筹资活动现金流	-1,131	-580	-737	-1,127
资本开支	-398	-470	-570	-620	汇率变动对现金的影响	428	0	0	0
其他	-2,966	-1,412	-1,456	563	现金净增加额	456	1,700	1,014	4,083
投资活动现金流	-3,363	-1,882	-2,026	-57					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	-1,131	-580	-737	-1,127					
筹资活动现金流	-1,131	-580	-737	-1,127					
汇率变动对现金的影响	428	0	0	0					
现金净增加额	456	1,700	1,014	4,083					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

中石化炼化工程是由中国石油化工集团公司控股的、面向境内外炼化工程市场的大型综合一体化工程服务商和技术专利商，是目前国内最大的工程建设企业之一。中石化炼化工程拥有工程行业的顶级资质，凭借卓越的业绩和项目执行能力，公司参与了中国过去十年全部 16 个千万吨级炼油项目，承担了中国过去十年全部 7 个百万吨级乙烯项目中的 6 个，承担了中国第一个煤直接制油装置和全球首套商业化煤基甲醇制烯烃项目。



## 目录

<b>投资要点</b> .....	<b>4</b>
<b>公司描述</b> .....	<b>7</b>
中国炼化化工工程市场的龙头 .....	7
盈利有望触底反弹 .....	9
新的管理层激励措施有望促进增长 .....	13
充裕的现金流有望支撑更高的派息率 .....	14
<b>行业格局</b> .....	<b>15</b>
2018~20 年国内炼油建设有望再次加速 .....	15
国内主要炼化工程公司 .....	16
全球炼油和乙烯产能 .....	17
<b>财务预测与估值</b> .....	<b>19</b>
盈利预测 .....	19
估值 .....	21

## 图表

图表 1: 分板块财务预测 .....	4
图表 2: 中石化炼化工程的现金流分析 .....	5
图表 3: 中石化炼化工程的股权结构 .....	7
图表 4: 中石化炼化工程提供一站式服务 .....	7
图表 5: 中石化炼化工程主要国内和海外客户 .....	8
图表 6: 收入按市场分拆 (左); 按客户分拆 (右) .....	9
图表 7: 收入按板块分拆 (左); 毛利润按板块分拆 (右) .....	9
图表 8: EBIT 按板块分拆 (左); 净利润和净利润 (右) .....	10
图表 9: 业绩回顾 .....	10
图表 10: 分板块业绩回顾 .....	11
图表 11: 尽管行业出现下滑但公司项目进展顺利 .....	11
图表 12: 中石化炼化工程在手订单 .....	12
图表 13: 中石化炼化工程新订单 .....	13
图表 14: 中石化炼化工程的现金流分析 .....	14
图表 15: 中国主要炼化项目计划 .....	15
图表 16: 中国炼油产能增速 (左); 全球炼油产能增速预测 (右) .....	15
图表 17: 中石化炼化工程收入按地区分拆 (左); 在手订单按区域分拆 (右) .....	16
图表 18: 国内主要炼化工程公司 .....	16
图表 19: 财务数据对比 .....	16
图表 20: 中石化炼油和中国化学工程的新订单 .....	17
图表 21: 全球炼油产能增长 (左); 亚太炼油产能增长 (右) .....	17
图表 22: 全球乙烯产能增长 (左); 乙烯消耗增长趋势 (右) .....	18
图表 23: 2017~20 年全球新增乙烯产能预测 .....	18
图表 24: 订单预测 .....	19
图表 25: 财务预测 .....	20
图表 26: DCF 和 DDM 估值 .....	21
图表 27: 市盈率和市净率 .....	21
图表 28: 可比公司估值 .....	22



## 投资要点

中石化炼化工程是中国炼化化工工程市场的龙头企业，也是中国最大的工程建设企业之一，在炼油、石油化工（乙烯裂解、聚乙烯、聚丙烯以及丁二烯）、煤化工和先进工程建设方面具备专利技术和专长。过去十年，公司参与了中国全部16个千万吨级炼油项目，承担建设了中国全部7个百万吨级乙烯项目中的6个。

**订单流呈现增势。**我们认为公司在手订单已经于2016年末触底，并于2017年呈现出了复苏的迹象。考虑到公司管理层股票增值权激励措施于2017年末开始生效，我们预计2018年公司的订单增势有望进一步加强。我们预计未来中石化总额高达人民币2,000亿元的炼化基地投资计划有望为公司带来高毛利EPC合同，促进公司利润率提升，推动盈利重拾增长。我们预计公司2016~19年税后净利润和收入的复合年增速有望分别达到25%和8%，公司的ROE有望从2016年的7%提高至2019年的11%。

图表1：分板块财务预测

百万元人民币	2015	2016	2017E	2018E	2019E	YoY				CAGR
						2015~16	2016~17E	2017~18E	2018~19E	
<b>收入</b>	<b>45,498</b>	<b>39,375</b>	<b>35,651</b>	<b>45,467</b>	<b>48,953</b>	<b>-13%</b>	<b>-9%</b>	<b>28%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>
设计、咨询和技术许可业务	2,626	2,612	3,074	3,752	4,112	-1%	18%	22%	10%	16%
工程总承包业务	27,839	20,641	20,445	25,797	28,099	-26%	-1%	26%	9%	11%
施工业务	14,914	15,964	11,555	15,369	16,217	7%	-28%	33%	6%	1%
设备制造业务	120	159	577	549	524	32%	264%	-5%	-5%	49%
<b>毛利</b>	<b>6,157</b>	<b>4,291</b>	<b>4,633</b>	<b>6,302</b>	<b>6,989</b>	<b>-30%</b>	<b>8%</b>	<b>36%</b>	<b>11%</b>	<b>18%</b>
设计、咨询和技术许可业务	926	903	1,106	1,463	1,624	-2%	23%	32%	11%	22%
工程总承包业务	3,994	2,520	2,556	3,483	3,934	-37%	1%	36%	13%	16%
施工业务	1,242	838	924	1,306	1,378	-33%	10%	41%	6%	18%
设备制造业务	(5)	30	46	49	52	-698%	56%	7%	6%	21%
EBITDA	4,464	2,658	2,975	4,048	4,548	-40%	12%	36%	12%	20%
经营利润	3,845	1,935	2,226	3,264	3,729	-50%	15%	47%	14%	24%
归母净利润	3,318	1,663	2,053	2,885	3,269	-50%	23%	41%	13%	25%
每股净利润 (元)	0.75	0.38	0.46	0.65	0.74	-50%	23%	41%	13%	25%
ROE	13%	7%	8%	10%	11%					
<b>收入占比</b>										
设计、咨询和技术许可业务	6%	7%	9%	8%	8%					
工程总承包业务	61%	52%	57%	57%	57%					
施工业务	33%	41%	32%	34%	33%					
设备制造业务	0%	0%	2%	1%	1%					
<b>毛利占比</b>										
设计、咨询和技术许可业务	2%	2%	3%	3%	3%					
工程总承包业务	9%	6%	7%	8%	8%					
施工业务	3%	2%	3%	3%	3%					
设备制造业务	0%	0%	0%	0%	0%					
<b>毛利率</b>										
设计、咨询和技术许可业务	14%	11%	13%	14%	14%					
工程总承包业务	35%	35%	36%	39%	40%					
施工业务	14%	12%	13%	14%	14%					
施工业务	8%	5%	8%	9%	9%					
设备制造业务	-4%	19%	8%	9%	10%					
EBITDA利润率	10%	7%	8%	9%	9%					
经营利润率	8%	5%	6%	7%	8%					

资料来源：公司数据、中金公司研究部



**业绩有望从 2017 年的谷底反弹。**2016 年末公司订单触底可能导致公司收入在 2017 年创近 6 年以来的新低。根据公司最近发布的盈利预警，我们估计公司 2017 年归母净利润可能约 12 亿元人民币（合每股 0.27 元），创历史新低。我们认为业绩新低可能主要因公司去年一次性计提约税后人民币 8 亿元的汇兑和资产减值损失所致，2017 年公司的经常性净利润仍有望达到人民币 21 亿元左右（同比增速约 25%）。同时，我们观察到公司新增订单已经于 2017 年开始复苏，并有望于 2018 年持续增长，我们预计公司 2018/19 年盈利有望分别增长 41% 和 13%。我们对 2018 和 2019 的盈利预测分别比目前市场一致预期高 13% 和 9%。

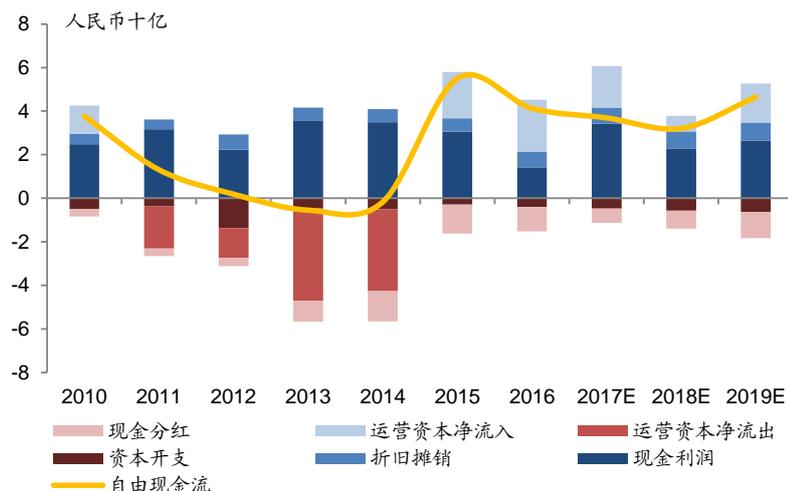
**国内业务复苏有望带动增长。**国内环保趋严或将重塑炼化行业格局，分散的小规模炼化装置有望搬迁到若干个区域化的炼化基地。这将促进大型炼化一体化基地的建设，落后的小型炼化装置将被逐渐取代。我们认为中石化炼化工程等具备先进技术和完备 EPC 资质的工程公司有望从中受益。

中石化炼化工程的姐妹公司中石化在“十三五”期间计划投资人民币 2,000 亿元在国内打造 4 个炼化基地，分别位于广东省的茂湛基地、浙江的镇海基地、江苏的南京基地以及上海基地。我们认为四大基地建设有望提升中石化炼化工程的订单。其中，茂湛基地（即中国-科威特炼化项目，或中科项目）已经在 2016 年底开始准备建设。我们预计中石化炼化工程有望在 2018 年上半年获得该项目的 EPC 合同，订单规模或超 150 亿元。我们预计 2019~20 年公司有望获得福建古雷项目以及浙江镇海项目的 EPC 订单。

**新的管理层激励措施有望促进增长。**2017 年 12 月初，国资委批准中石化炼化工程的股票增值权激励计划草案，12 月 20 日公司董事会批准该项计划。根据计划，公司将 1,314.3 万份 H 股股票增值权（约占截止公告日期公司已发行股份总数的 0.3%）授予 89 名激励对象，行权价格为港币 6.35 元。所有 H 股股票增值权均将以现金结算，故不会造成摊薄影响。行权的前提条件包括：2018~20 年每年的 ROE 均不低于 10%（2016 年低点为 7%），FY2018/19/20 年收入分别不低于人民币 450 亿元、479 亿元和 509 亿元，2016~20 年的 CAGR 为 6.6%。

**充裕的现金流有望支撑更高的派息率。**受益于轻资产的业务特点和良好的营运资本管理，尽管过去三年整个行业的订单出现下滑，但公司仍保持着充裕的自由现金流，派息率维持在 40% 左右。公司自由现金流有望保持增长，公司有能力将派息率提高到 45% 以上，特别在公司新的激励措施下，派息率提升的可能性更高。当前股价下，2019 年股息收益率或达到 5%。

图表 2：中石化炼化工程的现金流分析



资料来源：公司数据，中金公司研究部



**盈利预测：**我们预计 2017/18/19 年公司经常性每股盈利有望分别达到人民币 0.46 元、0.65 元、0.74 元，CAGR 为 25%。尽管公司最近发布盈利预警，2017 年归母净利润可能创历史新低（我们估计约人民币 12 亿元，合每股 0.27 元左右）。我们认为业绩新低主要因公司去年一次性计提约税后人民币 8 亿元的汇兑和资产减值损失所致，2017 年公司的经常性盈利仍有望达到人民币 21 亿元左右（同比增速约 25%）。此外，我们对 2018 和 2019 的盈利预测分别比目前市场一致预期高 13%和 9%。

**DCF 和 DDM 估值：**我们采用 DCF 模型，假设 2018~28 年 WACC 为 9.6%，得出公司当前 EV 为 180 亿元人民币。对于 2028 年后自由现金流终值，我们采用 DDM 模型，假设股本成本率为 11.1%、长期派息率为 30%，得出当前的自由现金流终值为 15 亿元。因此，总 EV 为 196 亿元人民币，权益价值为 354 亿元人民币，合每股港币 10.1 元，对应 11 倍 2019 年市盈率和 4.3 倍 2019 年 EV/EBITDA。



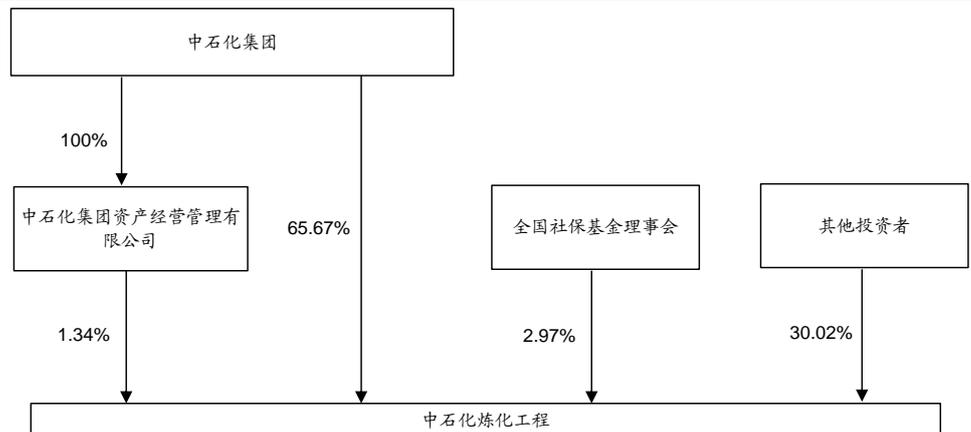
## 公司描述

### 中国炼化化工工程市场的龙头

中石化炼化工程是中国石油化工集团的子公司，是中石化的姐妹公司。中石化炼化工程是中国大型一体化能源和材料供应商，是中国炼油、石化和煤化工市场中领先的工程集团。公司于2013年在香港上市。公司提供许可、咨询、施工、EPC总承包、建造和设备制造等工程服务和解决方案。

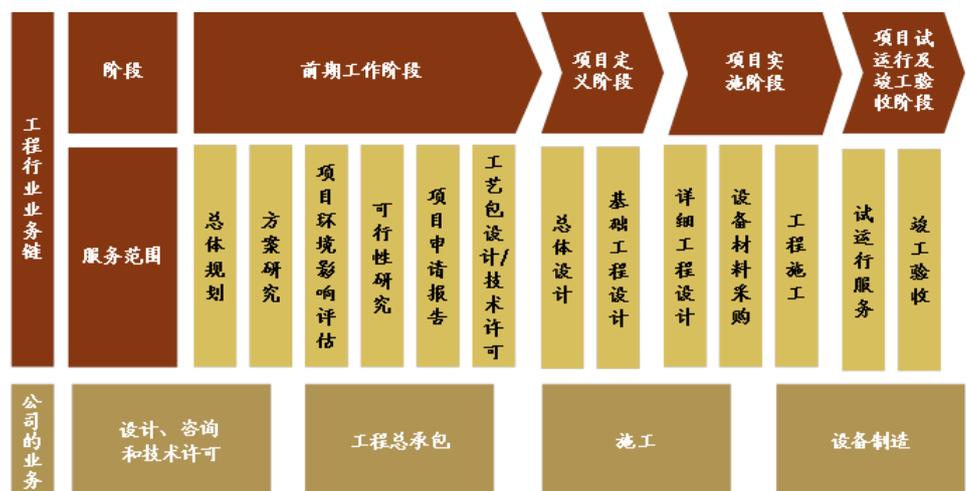
公司旗下有10家全资子公司：中石化工程建设有限公司（北京）、中石化洛阳工程有限公司、中石化上海工程有限公司、中石化宁波工程有限公司、中石化南京工程有限公司、中石化广州工程有限公司、中石化第四建设有限公司、中石化第五建设有限公司、中石化第十建设有限公司，以及中石化宁波技术研究院有限公司。公司在海外也有广泛的布局，公司在中东（沙特）、尼日利亚、新加坡和美国均有全资子公司，在阿联酋（阿布扎比）、哈萨克斯坦和俄罗斯均有分公司。公司拥有工程设计综合甲级资质和全国行业化工石油以及施工总承包等优良、全面的业务资质。

图表3：中石化炼化工程的股权结构



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表4：中石化炼化工程提供一站式服务



资料来源：公司数据、中金公司研究部



**先进的技术和可观的市场占有率。**公司是中国最大的工程建设企业之一，在炼油、石油化工（乙烯裂解、聚乙烯、聚丙烯以及丁二烯）煤化工和先进工程建设方面具备专利技术和专长。过去十年，公司参与了中国全部16个千万吨级炼油项目，承担建设了中国全部7个百万吨级乙烯项目中的6个。

公司不仅参与制定了大部分炼油和石化行业的国家和行业标准，也参与了医药化工和污染减排等标准制定。公司主要的技术优势包括：

- ▶ **炼油：**常减压装置、流化床催化裂解和连续催化重整；重质、高硫、高酸原油加工；高品质成品油生产工艺等。
- ▶ **石油化工：**完备的乙烯和聚烯烃加工技术；大规模成套化工项目技术（尤其是超过百万吨的超大型乙烯或PTA项目）；炼油和化工一体化。
- ▶ **新能源：**天然气净化、大型液化天然气储运设备、天然气合成油、生物质航空燃料、生物柴油以及在用于化工生产的煤制油技术。
- ▶ **新型煤化工：**煤气化、煤制合成气、煤制甲醇、甲醇制烯烃（DMTO/SMTO）以及烯烃聚合；IGCC技术。公司还开发或参与开发了所有目前在国内投入商业化应用的MTO技术。
- ▶ **医药化工：**生物发酵和化学合成、天然药物提取以及清洁医药化工工程。
- ▶ **无机化工：**掌握硫酸、磷肥和硫酸盐化肥制备方面的先进技术，并掌握通过低品位余热回收提高硫酸厂能源利用率的领先技术。

**庞大的客户群体和良好的企业形象。**中石化炼化工程国内和海外的客户对公司的技术优势和良好的工程执行能力均有良好评价。公司在国内的主要客户包括中石化、中海油、中石油、中国中化、延长石油、中国化工以及主要的民营炼油和石化公司。公司的主要海外客户包括埃克森美孚、壳牌、英国石油、巴斯夫以及沙特阿拉伯国家石油公司。2017年上半年，公司成功进入埃克森美孚的战略EPC承包商名单，标志着公司在获得顶级海外客户认可的道路上取得重要进展。

图表5：中石化炼化工程主要国内和海外客户

中国大型能源化工企业		国际大型能源化工企业	
中石化	延长石油	埃克森美孚	沙特基础工业公司
中海油	中国神华	壳牌	沙特阿美
中石油	中煤集团	英国石油公司	拜耳
中化集团	中国化工	巴斯夫	诺华
		哈萨克斯坦国家石油天然气公司	

资料来源：公司数据、中金公司研究部



### 盈利有望触底反弹

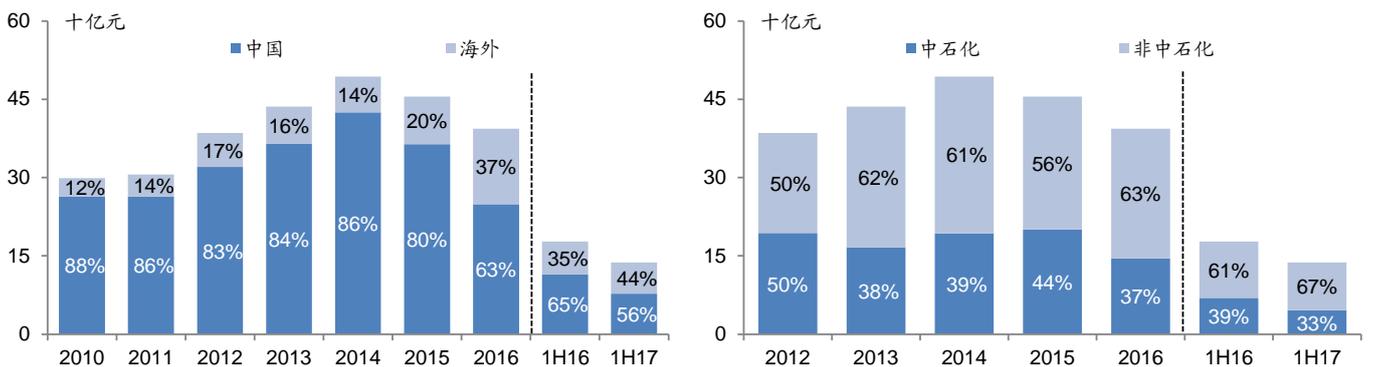
2013年公司业绩创下历史新高，主要得益于国内煤化工行业的高景气度。公司的净利润从2010年的29亿元攀升至2013年的37亿元。2014年油价大跌后，煤化工投资大幅减少，中国的石油化工投资也出现明显下滑，导致大量工程项目延期甚至取消。2013~16年公司的经常性净利润年复合下滑速度达到23%，2016年公司的经常性净利润只有17亿元，而2017年公司经常性净利润有望回升至21亿元。

**订单和利润率提升有望推动利润回升。**我们预计公司的新订单和在手订单将从2017年触底反弹。2018年起，公司的收入和利润均有望实现反弹。我们预计净利润增速有望超过收入增速，因为新增订单中，体量且毛利较高的EPC订单占比有望提升，从而带动公司整体利润率提升。我们预计公司2016~19年税后净利润和收入的复合年增速有望分别达到25%和8%，公司的ROE有望从2016年的7%提高至2019年的11%。

**新订单的规模和质量均有望得到改善。**国内新一轮炼化产能建设带动了公司2017年1~3季度新订单同比增长87%至270亿元。我们预计公司将显著受益于中石化四大炼化基地投资计划，基地建设有望为公司带来大量高金额、高利润率的EPC合同。我们预计2018年上半年、2019年和2020年广东中科、福建古雷和浙江镇海项目有望分别为公司带来100~180亿元的EPC订单。

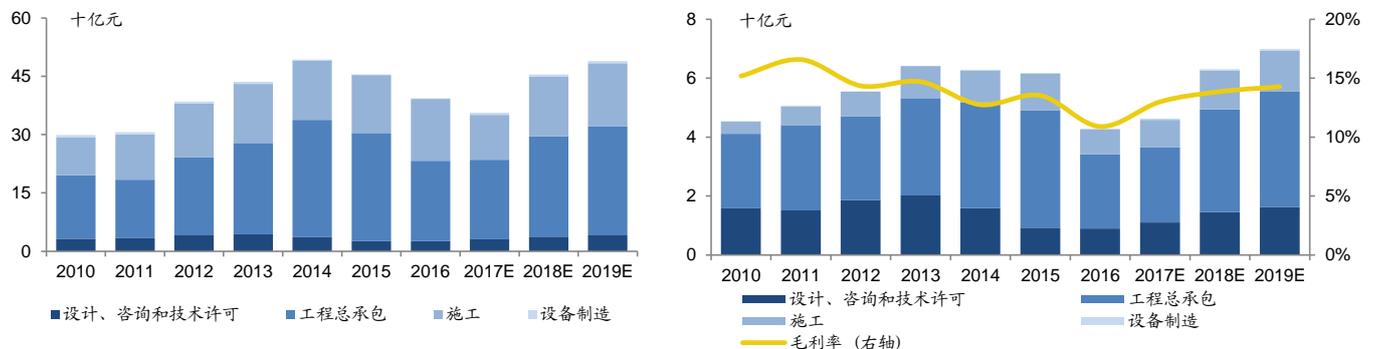
公司在海外积极布局，同全球领先的工程公司联合投标。我们预计公司与埃克森美孚和壳牌等全球能源巨头的密切合作有望创造可观收入，为公司进行独立EPC投标奠定基础。一带一路也有望为公司带来更多亚洲和非洲订单。

图表6：收入按市场分拆（左）；按客户分拆（右）



资料来源：公司数据、中金公司研究部

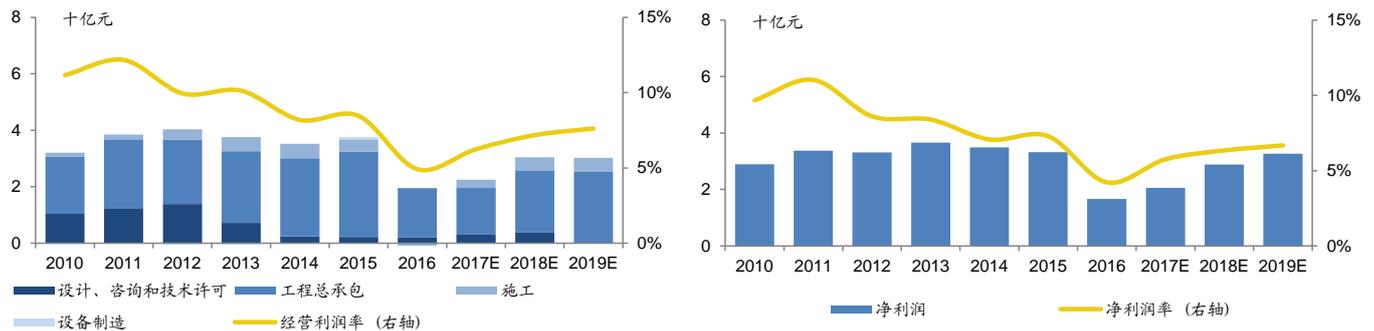
图表7：收入按板块分拆（左）；毛利润按板块分拆（右）



资料来源：公司数据、中金公司研究部



图表8: EBIT按板块拆分(左); 净利润和净利润率(右)



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表9: 业绩回顾

利润表 (人民币, 百万元)	2015	2016	YoY	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17	YoY	HoH
营业额	45,498	39,375	-13%	20,905	24,593	17,735	21,641	13,764	-22%	-36%
销售成本	-39,341	-35,085	-11%	-17,884	-21,457	-15,526	-19,559	-11,551	-26%	-41%
毛利	6,157	4,291	-30%	3,021	3,136	2,209	2,082	2,213	0%	6%
其他收入	368	875	138%	52	316	261	614	93	-64%	-85%
销售费用	-101	-107	6%	-42	-59	-41	-65	-48	16%	-27%
管理费用	-1,116	-1,160	4%	-474	-642	-422	-739	-477	13%	-35%
研发费用	-1,185	-1,113	-6%	-460	-725	-399	-714	-377	-6%	-47%
其他支出	-280	-849	203%	-175	-105	-449	-400	-562	25%	40%
其他经营净收益	2	-1	n.m	1	2	0	-2	0	122%	n.m
营业利润	3,845	1,935	-50%	1,922	1,923	1,159	775	844	-27%	9%
财务收入/(费用)	375	419	12%	191	184	217	201	216	0%	7%
应占共同控制实体损益	0	0	47%	-0	1	-1	1	-0	-26%	-142%
应占联营公司损益	20	15	-22%	6	14	6	10	4	-28%	-58%
税前利润	4,240	2,369	-44%	2,119	2,121	1,382	988	1,064	-23%	8%
所得税	-922	-706	-23%	-408	-514	-303	-403	-229	-24%	-43%
净利润	3,318	1,663	-50%	1,711	1,607	1,079	584	835	-23%	43%
少数股东权益	-0	0	n.m	0	-0	-0	0	0	n.m	n.m
归属于控股股东的净利润	3,318	1,663	-50%	1,711	1,607	1,079	585	835	-23%	43%
归母扣非净利润	3,091	1,630	-47%	1,783	1,564	1,151	541	1,386	20%	156%
<b>资产负债表</b>										
总资产	58,404	58,818	1%	55,216	58,404	55,985	58,818	57,194	2%	-3%
股东权益	24,635	25,198	2%	23,732	24,635	24,907	25,198	25,703	3%	2%
总权益	24,639	25,202	2%	23,736	24,639	24,911	25,202	25,707	3%	2%
净负债/(净现金)	-11,406	-11,862	4%	-10,052	-11,406	-8,531	-11,862	-9,025	6%	-24%
净权益负债比	-46%	-47%	n.m	-42%	-46%	-34%	-47%	-35%	n.m	n.m
<b>每股信息</b>										
摊薄每股收益(元)	0.75	0.38	-50%	0.39	0.36	0.24	0.13	0.19	-23%	43%
扣非每股收益(元)	0.70	0.37	-47%	0.40	0.35	0.26	0.12	0.31	20%	156%
每股股息(元)	0.30	0.15	-49%	0.11	0.18	0.07	0.08	0.06	-22%	-28%
	43%	41%								
<b>利润率及回报率分析</b>										
毛利率	14%	11%	-2.6ppt	14%	13%	12%	10%	16%	3.6ppt	6.5ppt
净利率	7%	4%	-3.1ppt	8%	7%	6%	3%	6%	0.0ppt	3.4ppt
销售费用/营业额	0.2%	0.3%	0.0ppt	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.1ppt	0.0ppt
行政费用/营业额	2.5%	2.9%	0.5ppt	2.3%	2.6%	2.4%	3.4%	3.5%	1.1ppt	0.0ppt
有效税率	22%	30%	8.1ppt	19%	24%	22%	41%	22%	-0.4ppt	-19.3ppt
总资产收益率	6%	3%	-2.9ppt	3%	3%	2%	1%	1%	-0.5ppt	0.5ppt
净资产收益率	13%	7%	-6.9ppt	7%	7%	4%	2%	3%	-1.1ppt	0.9ppt

资料来源: 公司数据、中金公司研究部



图表 10: 分板块业绩回顾

(人民币, 百万元)	2015	2016	YoY	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17	YoY	HoH
<b>营业额</b>	<b>45,498</b>	<b>39,375</b>	<b>-13%</b>	<b>20,905</b>	<b>24,593</b>	<b>17,735</b>	<b>21,641</b>	<b>13,764</b>	<b>-22%</b>	<b>-36%</b>
设计、咨询和技术许可	2,626	2,612	-1%	1,337	1,288	796	1,816	1,099	38%	-40%
工程总承包	27,839	20,641	-26%	12,892	14,947	9,285	11,356	7,440	-20%	-34%
施工	14,914	15,964	7%	6,634	8,280	7,588	8,376	5,072	-33%	-39%
设备制造	120	159	32%	42	78	66	93	153	133%	66%
<b>分部息税前利润</b>	<b>3,768</b>	<b>1,863</b>	<b>-51%</b>	<b>1,896</b>	<b>1,872</b>	<b>1,104</b>	<b>759</b>	<b>813</b>	<b>-26%</b>	<b>7%</b>
设计、咨询和技术许可	237	226	-5%	265	-28	-116	342	193	n.m	-43%
工程总承包	3,015	1,737	-42%	1,353	1,662	1,027	710	479	-57%	-32%
施工	441	-96	-122%	278	163	206	-302	138	-285%	n.m
设备制造	76	-4	-105%	1	75	-14	10	3	n.m	-73%
<b>分部息税前利润率</b>	<b>8%</b>	<b>5%</b>	<b>-3.6ppt</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>6%</b>	<b>-0.3ppt</b>	<b>2.4ppt</b>
设计、咨询和技术许可	9%	9%	-0.4ppt	20%	-2%	-15%	19%	18%	n.m	-1.2ppt
工程总承包	11%	8%	-2.4ppt	10%	11%	11%	6%	6%	-4.6ppt	0.2ppt
施工	3%	-1%	-3.6ppt	4%	2%	3%	-4%	3%	0.0ppt	n.m
设备制造	63%	-2%	n.m	2%	96%	-20%	10%	2%	n.m	-8.7ppt

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 11: 尽管行业出现下滑但公司项目进展顺利

十亿元人民币	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
<b>设计、咨询和技术许可业务</b>							
期初未完成合同	5.0	4.5	5.0	5.0	6.1	6.5	6.9
新签合同	2.7	3.9	4.1	5.4	4.1	3.0	2.7
已完成合同	-3.2	-3.4	-4.1	-4.4	-3.6	-2.6	-2.6
期末未完成合同	4.5	5.0	5.0	6.1	6.5	6.9	7.0
营业收入	3.2	3.4	4.1	4.4	3.6	2.6	2.6
营业收入/(年初未完成合同+新签合同)	42%	40%	45%	42%	36%	27%	27%
<b>工程总承包业务</b>							
期初未完成合同	30.0	35.4	53.4	56.8	74.0	82.1	78.7
新签合同	21.7	33.0	23.5	51.2	38.2	35.5	10.9
已完成合同	-16.3	-15.0	-20.1	-34.0	-30.1	-39.0	-20.6
期末未完成合同	35.4	53.4	56.8	74.0	82.1	78.7	68.9
营业收入	16.3	15.0	20.1	23.5	30.1	27.8	20.6
营业收入/(年初未完成合同+新签合同)	32%	22%	26%	22%	27%	24%	23%
<b>施工业务</b>							
期初未完成合同	8.1	14.5	15.7	14.0	12.2	15.2	14.3
新签合同	16.2	12.8	12.2	13.4	18.3	14.0	13.8
已完成合同	-9.8	-11.7	-13.8	-15.2	-15.3	-14.9	-16.0
期末未完成合同	14.5	15.7	14.0	12.2	15.2	14.3	12.1
营业收入	9.8	11.7	13.8	15.2	15.3	14.9	16.0
营业收入/(年初未完成合同+新签合同)	40%	43%	50%	55%	50%	51%	57%
<b>设备制造业务</b>							
期初未完成合同	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.1	0.1
新签合同	0.6	0.5	0.4	0.5	0.1	0.1	0.2
已完成合同	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.2	-0.1	-0.2
期末未完成合同	0.4	0.4	0.3	0.3	0.1	0.1	0.2
营业收入	0.6	0.5	0.5	0.5	0.2	0.1	0.2
营业收入/(年初未完成合同+新签合同)	61%	58%	66%	65%	64%	51%	51%
<b>合计</b>							
期初未完成合同	43.4	54.7	74.4	76.1	92.6	103.9	100.0
新签合同	41.2	50.3	40.1	70.6	60.7	52.7	27.6
已完成合同	-29.9	-30.6	-38.5	-54.1	-49.3	-56.6	-39.4
期末未完成合同	54.7	74.4	76.1	92.6	103.9	100.0	88.2
营业收入	29.9	30.6	38.5	43.6	49.3	45.5	39.4
营业收入/(年初未完成合同+新签合同)	35%	29%	34%	30%	32%	29%	31%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



图表 12: 中石化炼化工程在手订单

(人民币, 十亿元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	1H16	2H16	1H17	2015	2016
<b>在手合同</b>												
<b>按业务板块分</b>	<b>107.8</b>	<b>90.6</b>	<b>89.8</b>	<b>88.2</b>	<b>88.6</b>	<b>92.2</b>	<b>94.1</b>	<b>90.6</b>	<b>88.2</b>	<b>92.2</b>	<b>100.0</b>	<b>88.2</b>
设计、咨询和技术许可业务	6.9	7.3	7.1	7.0	7.2	8.4	8.3	7.3	7.0	8.4	6.9	7.0
工程总承包业务	88.3	73.4	73.3	68.9	68.2	70.5	69.4	73.4	68.9	70.5	78.7	68.9
施工业务	12.4	9.9	9.3	12.1	13.1	13.0	15.7	9.9	12.1	13.0	14.3	12.1
设备制造业务	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.3	0.6	0.1	0.2	0.3	0.1	0.2
<b>比例</b>												
设计、咨询和技术许可业务	6%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	8%	8%	9%	7%	8%
工程总承包业务	82%	81%	82%	78%	77%	76%	74%	81%	78%	76%	79%	78%
施工业务	12%	11%	10%	14%	15%	14%	17%	11%	14%	14%	14%	14%
设备制造业务	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>按客户行业分</b>	<b>107.8</b>	<b>90.6</b>	<b>89.8</b>	<b>88.2</b>	<b>88.6</b>	<b>92.2</b>	<b>94.1</b>	<b>90.6</b>	<b>88.2</b>	<b>92.2</b>	<b>100.0</b>	<b>88.2</b>
炼油	32.4	31.3	31.5	32.2	32.0	30.5	29.5	31.3	32.2	30.5	33.0	32.2
石油化工	21.9	19.5	18.0	17.6	19.0	23.8	27.1	19.5	17.6	23.8	22.7	17.6
新型煤化工	35.3	22.1	22.1	20.2	19.3	19.0	18.3	22.1	20.2	19.0	26.2	20.2
其他行业	18.2	17.7	18.2	18.1	18.3	18.9	19.3	17.7	18.1	18.9	18.1	18.1
<b>比例</b>												
炼油	30%	34%	35%	37%	36%	33%	31%	34%	37%	33%	33%	37%
石油化工	20%	22%	20%	20%	22%	26%	29%	22%	20%	26%	23%	20%
新型煤化工	33%	24%	25%	23%	22%	21%	19%	24%	23%	21%	26%	23%
其他行业	17%	20%	20%	21%	21%	20%	20%	20%	21%	20%	18%	21%
<b>按地域分</b>	<b>107.8</b>	<b>90.6</b>	<b>89.8</b>	<b>88.2</b>	<b>88.6</b>	<b>92.2</b>	<b>94.1</b>	<b>90.6</b>	<b>88.2</b>	<b>92.2</b>	<b>100.0</b>	<b>88.2</b>
国内	73.3	60.0	58.4	55.6	58.2	64.3	69.3	60.0	55.6	64.3	63.3	55.6
海外	34.5	30.7	31.4	32.6	30.4	27.8	24.8	30.7	32.6	27.8	36.7	32.6
<b>比例</b>												
国内	68%	66%	65%	63%	66%	70%	74%	66%	63%	70%	63%	63%
海外	32%	34%	35%	37%	34%	30%	26%	34%	37%	30%	37%	37%
<b>按订单来源分</b>	<b>107.8</b>	<b>90.6</b>	<b>89.8</b>	<b>88.2</b>	<b>88.6</b>	<b>92.2</b>	<b>94.1</b>	<b>90.6</b>	<b>88.2</b>	<b>92.2</b>	<b>100.0</b>	<b>88.2</b>
中石化集团	41.9	40.1	39.9	37.8	38.9	39.7	41.6	40.1	37.8	39.7	42.2	37.8
其他	65.9	50.5	49.9	50.4	49.7	52.5	52.5	50.5	50.4	52.5	57.7	50.4
<b>比例</b>												
中石化集团	39%	44%	44%	43%	44%	43%	44%	44%	43%	43%	42%	43%
其他	61%	56%	56%	57%	56%	57%	56%	56%	57%	57%	58%	57%

资料来源：公司数据、中金公司研究部



图表 13：中石化炼化工程新订单

(人民币, 十亿元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	1H16	2H16	1H17	2015	2016
<b>新签订单</b>												
<b>按业务板块分</b>	<b>4.4</b>	<b>4.0</b>	<b>6.2</b>	<b>21.3</b>	<b>5.8</b>	<b>11.4</b>	<b>10.1</b>	<b>8.4</b>	<b>19.2</b>	<b>17.2</b>	<b>52.7</b>	<b>27.6</b>
设计、咨询和技术许可业务	0.4	0.7	0.3	2.4	0.6	1.9	0.6	1.1	1.5	2.6	3.0	2.7
工程总承包业务	2.2	1.8	2.5	8.4	1.7	7.3	2.6	4.0	6.9	9.0	35.5	10.9
施工业务	1.7	1.5	3.4	10.4	3.5	1.9	6.6	3.2	10.6	5.4	14.0	13.8
设备制造业务	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.3	0.4	0.1	0.1	0.3	0.1	0.2
<b>比例</b>												
设计、咨询和技术许可业务	10%	18%	4%	11%	11%	17%	6%	14%	8%	15%	6%	10%
工程总承包业务	50%	44%	41%	39%	29%	64%	25%	47%	36%	52%	67%	40%
施工业务	39%	37%	55%	49%	60%	17%	65%	38%	55%	31%	27%	50%
设备制造业务	1%	1%	0%	1%	0%	3%	4%	1%	1%	2%	0%	1%
<b>按客户行业分</b>	<b>4.4</b>	<b>4.0</b>	<b>6.2</b>	<b>21.3</b>	<b>5.8</b>	<b>12.0</b>	<b>9.6</b>	<b>8.4</b>	<b>19.2</b>	<b>17.8</b>	<b>52.7</b>	<b>27.6</b>
炼油	1.1	1.6	1.5	8.5	1.6	2.4	2.6	2.7	7.3	4.0	14.0	10.0
石油化工	1.7	0.7	1.2	6.2	3.1	6.8	5.2	2.4	5.0	9.9	11.1	7.4
新型煤化工	0.1	0.8	1.4	1.1	0.1	0.9	0.4	0.8	1.7	1.0	7.5	2.6
其他行业	1.5	1.0	2.1	5.5	1.0	1.9	1.4	2.5	5.1	2.9	20.1	7.5
<b>比例</b>												
炼油	25%	39%	25%	40%	27%	20%	27%	32%	38%	22%	27%	36%
石油化工	39%	17%	20%	29%	53%	60%	51%	29%	26%	57%	21%	27%
新型煤化工	2%	19%	23%	5%	2%	8%	4%	10%	9%	6%	14%	9%
其他行业	33%	25%	33%	26%	18%	16%	14%	29%	26%	17%	38%	27%
<b>按地域分</b>	<b>4.4</b>	<b>4.0</b>	<b>6.2</b>	<b>12.9</b>	<b>5.8</b>	<b>12.0</b>	<b>9.6</b>	<b>8.4</b>	<b>19.2</b>	<b>17.8</b>	<b>52.7</b>	<b>27.6</b>
国内	4.4	3.8	3.3	5.7	5.7	10.8	9.2	8.1	9.1	16.5	33.5	17.2
海外	-	0.3	2.9	7.2	0.1	1.2	0.4	0.3	10.1	1.3	19.1	10.4
<b>比例</b>												
国内	100%	94%	53%	44%	99%	90%	96%	97%	47%	93%	64%	62%
海外	0%	6%	47%	56%	1%	10%	4%	3%	53%	7%	36%	38%
<b>按订单来源分</b>	<b>4.4</b>	<b>4.0</b>	<b>6.2</b>	<b>12.9</b>	<b>5.8</b>	<b>12.0</b>	<b>9.6</b>	<b>8.4</b>	<b>19.2</b>	<b>17.8</b>	<b>52.7</b>	<b>27.6</b>
中石化集团	3.2	1.7	1.9	3.3	5.7	0.7	3.7	4.9	5.2	6.5	21.0	10.1
其他	1.2	2.3	4.3	9.6	0.1	11.2	5.9	3.5	13.9	11.3	31.7	17.5
<b>比例</b>												
中石化集团	73%	42%	31%	26%	99%	6%	38%	58%	27%	36%	40%	37%
其他	27%	58%	69%	74%	1%	94%	62%	42%	73%	64%	60%	63%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

### 新的管理层激励措施有望促进增长

2017年8月，公司提出拟发行股票增值权计划。12月20日，特别股东大会通过该计划草案。根据计划，公司将1,314.3万份H股股票增值权（约占截止公告日期公司以发行股份总数的0.3%）授予89名激励对象，行权价格为港币6.35元。

根据该计划，股权增值权在2019~21年份三期行权。所有H股股票增值权均将以现金结算，故不会造成摊薄影响。行权条件包括：1) 公司2018~20年每年的ROE均不低于10%（2016年低点为7%）；2) 2018/19/20年收入分别不低于450亿元、479亿元和509亿元，对应2016~20年的CAGR为6.6%；3) 2018/19/20年经济增加值（EVA）<sup>1</sup>分别不低于21亿元、22亿元和24亿元。

<sup>1</sup> 经济增加值（EVA）=经常性净利润+（利息费用+研发费用）×（1-适用税率）-资本支出

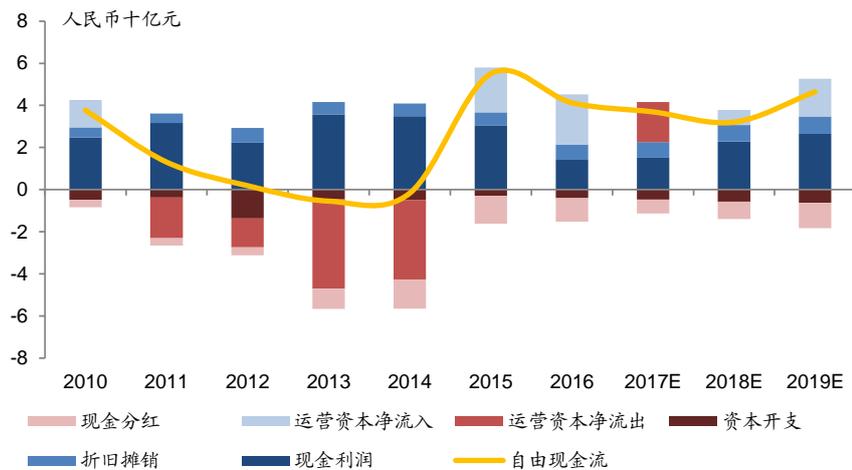


### 充裕的现金流有望支撑更高的派息率

受益于轻资产的业务特点和良好的营运资本管理，尽管过去三年整个行业的订单流出现显著下滑，但公司仍保持着充裕的自由现金流，派息率维持在 40%左右。我们预计，公司自由现金流有望保持增长，公司有能力将派息率提高到 45%以上，特别在公司新的激励措施下，派息率提升的可能性更高。当前股价下，2019 年股息收益率或达到 5%。

同时，公司在收购方面一直保持谨慎的态度。2017 年 8 月，公司宣布进行上市以来的首次收购，拟以人民币 9,000 万元现金收购母公司中石化集团旗下节能技术公司 100% 的股份（估值对应 11 倍 2016 年市盈率和 1.4 倍 2016 年市净率）。2016 年，收购标的收入和净利润分别达到人民币 2,700 万元和 800 万元，净利率约 30%。我们认为公司近期不会有更多大型的收购。

图表 14: 中石化炼化工程的现金流分析



资料来源：公司数据，中金公司研究部



## 行业格局

### 2018~20年国内炼油建设有望再次加速

过去两年由于环保以及国内主要石油公司产能纪律趋严，国内的炼油产能出现下滑。向前看，我们预计2020年国内的炼油产能有望达到7.88亿吨/年左右，对应2016年底到2020年的复合年增速约为2%。

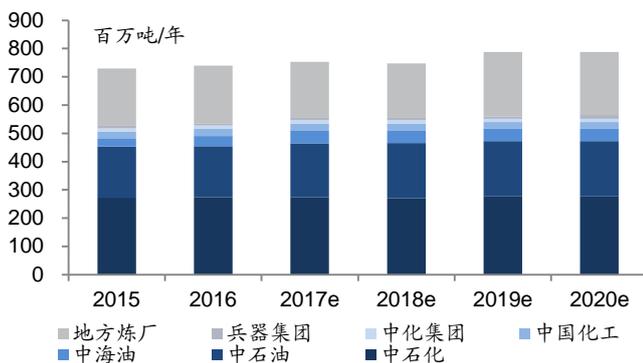
中石化在十三五期间计划投资人民币2,000亿元在国内打造茂湛、镇海、南京基地以及上海基地。我们认为四大基地建设有望提升中石化炼化工程的订单。其中，茂湛基地（即中科炼化项目）已经在2016年底开始准备建设。我们预计中石化炼化工程有望在2018年上半年获得该项目的EPC合同，订单规模或超150亿元。

图表 15: 中国主要炼化项目计划

业主	项目	省份	城市	产能 (百万吨)	状态	预计投产	总投资 (十亿元)	合同额 (十亿元)	承包
中化集团	中化泉州炼化一体化二期	福建	泉州	3.0	在建		32.5		SEG总承包
中石化	中科炼化	广东	湛江	10.0	在建	2019E	59.0	10-18	SEG总承包
	古雷石化	福建	漳州	15.0	破土		18.0	10-18	SEG总承包
	高桥石化	上海	上海	7.0					
	高桥石化	海南	海南	5.0	2013年获批		41.7		
	曹妃甸	河北	唐山	15.0	2015年获批		28.5		
	洛阳石化	河南	洛阳	10.0	2014年获批		18.0		
	荆门石化	湖北	荆门	5.0	2015年获批				
中石油	华北石化	河北	任丘	5.0	在建	2017E	11.0		寰球
	广东石化	广东	揭阳	20.0	2010年获批				
	中俄东方石化	天津	天津	13.0					
中海油	大榭炼化	浙江	宁波	6.0		2019E	13.4		
兵器集团	盘锦精细化工	辽宁	盘锦	15.0	2015年获批				
荣盛石化	浙江石化一期	浙江	舟山	20.0	在建		90.0	6-7	寰球、SEG、中国化学
盛虹集团	盛虹石化	江苏	连云港	16.0	在建		71.4	3-4	寰球、SEG、中国化学
恒力集团	恒力石化	辽宁	大连	20.0	在建	2019E	74.0	2.2	寰球、SEG、中国化学
新华联合	新华联合石化	河北	唐山	15.0	环评				寰球、SEG、中国化学
浅海集团	浅海石化	河北	唐山	15.0	环评	2019E	36.0		
<b>合计</b>				<b>215.0</b>			<b>493.5</b>		

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 16: 中国炼油产能增速（左）；全球炼油产能增速预测（右）

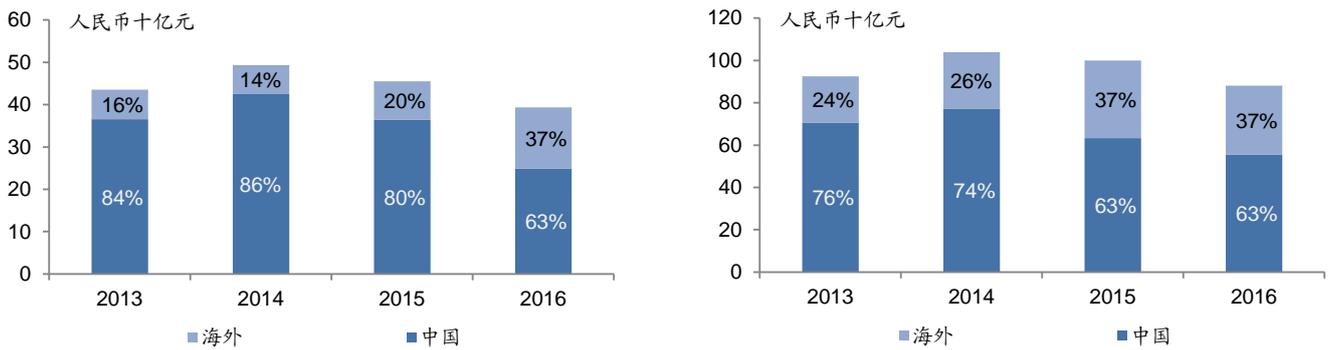


千桶/天	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	全球
<b>全球炼油产能增量</b>								
OECD美洲国家	105	40	193					233
OECD欧洲国家	-268		200					200
OECD亚太国家	-143	-132						-132
俄罗斯	46	35	138	60	30			263
非OECD欧洲国家								
中国	70	560	60	260	420	600	320	2,220
其他亚洲国家	-220	460		182	250	470	252	1,614
拉丁美洲		40			33			73
中东	156	170	88	520	317	633	177	1,905
非洲	30	30		60	30		530	650
<b>全球</b>	<b>-224</b>	<b>1,203</b>	<b>679</b>	<b>1,082</b>	<b>1,080</b>	<b>1,703</b>	<b>1,279</b>	<b>7,026</b>

资料来源：公司资料、国际能源署、中金公司研究部



图表 17: 中石化炼化工程收入按地区分拆 (左); 在手订单按区域分拆 (右)



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

### 国内主要炼化工程公司

中国炼化工程市场有四家主要的公司, 分别是中石化旗下的中石化炼化工程、中石油旗下的中国石油集团工程股份有限公司 (600339.SH)、中国化学工程股份有限公司 (601117.SH) 以及唯一一家民营企业惠生工程 (2236.HK)

图表 18: 国内主要炼化工程公司

集团	公司	股票代码	市值 (人民币十亿元)
中石化集团	中石化炼化工程	2386.HK	27.7
中石油集团	中油工程 (寰球工程)	600339.SH	24.3
中国化学集团	中国化学	601117.SH	35.5
N/A	惠生工程	2236.HK	5.2

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

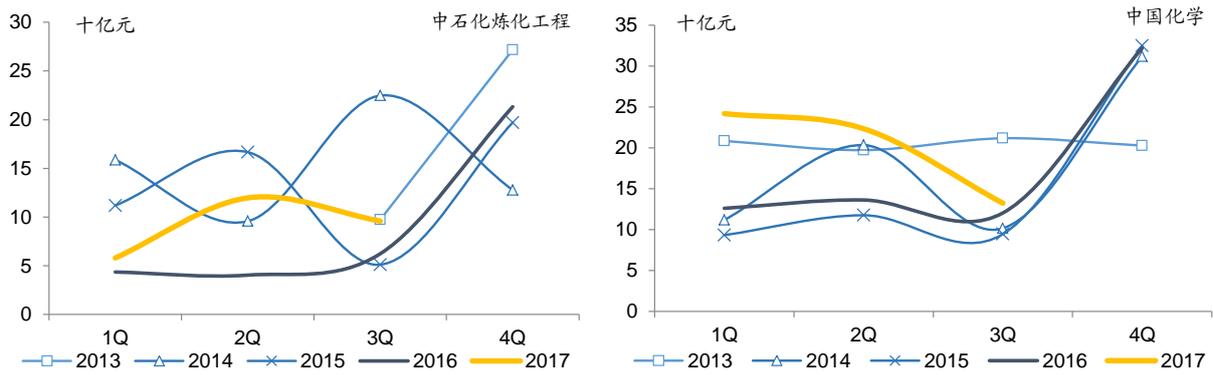
图表 19: 财务数据对比

公司	收入 (十亿元人民币)				经营利润 (十亿元人民币)				经营利润率				收入同比增速				经营利润同比增速			
	2014	2015	2016	1H17	2014	2015	2016	1H17	2014	2015	2016	1H17	2014	2015	2016	1H17	2014	2015	2016	1H17
中石化炼化工程	49.3	45.5	39.4	13.8	4,039	3,845	1,935	844	8%	8%	5%	6%	13%	-8%	-13%	-22%	-8%	-5%	-50%	-27%
中国化学	69.3	63.5	53.1	24.9	4,054	3,658	2,984	1,630	6%	6%	6%	7%	12%	-8%	-16%	0%	0%	-10%	-18%	21%
中油工程	2.6	1.9	50.7	11.0	(67)	(320)	1,581	859	-3%	-17%	3%	8%	-14%	-27%	2526%	894%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
惠生工程	7.0	5.4	3.0	1.4	179	205	43	41	3%	4%	1%	3%	90%	-23%	-44%	55%	n.m.	15%	-79%	98%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部 注: 2016年中油工程收入和EBIT出现大幅增长, 主要是由于重组以及资产注入。



图表 20: 中石化炼油和中国化学工程的新订单



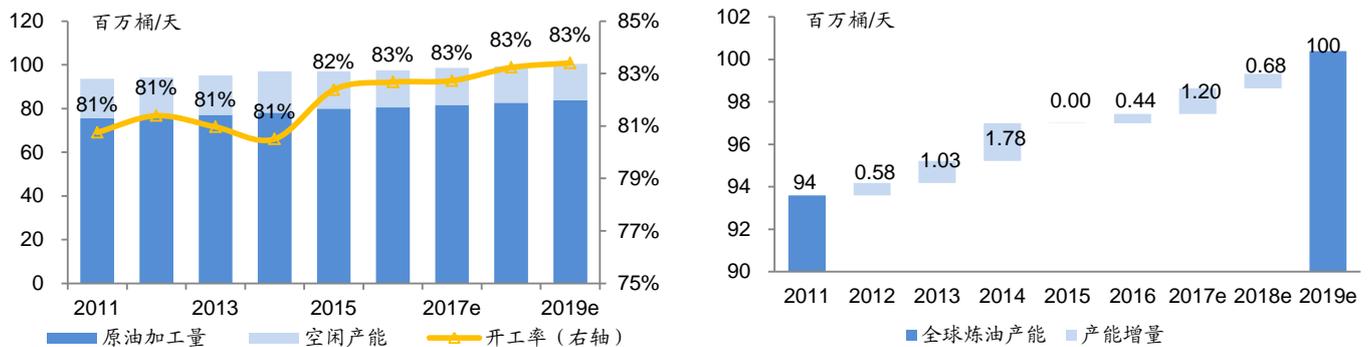
资料来源：公司数据、中金公司研究部

### 全球炼油和乙烯产能

2015~16年，全球炼油产能小幅增长。每年新增产能约44万桶/天（CAGR约0.2%），明显低于2011~14年每年新增110万桶/天（CAGR约1.2%）的增幅。此外，全球产能利用率恢复至83%。根据国际能源署的资料，2017~20年全球产能增速有望提升，累计新增产能有望达到400万桶/天，较2016年底累计增长4%（CAGR约1.0%）。新建产能将主要集中在亚洲、中东以及非洲。值得注意的是我们认为上述预测可能高估了全球产能的净增量，因为国际能源署往往会低估中国等国家关停的落后产能。

我们预计2016年底到2020年全球新建乙烯工程的新增产能有望达到2,100吨/年，累计增长13%。新增产能将主要集中在北美、中国和中东。此外，我们预计未来几年有32个小型的乙烯项目（产能均低于20万吨/年）或将逐渐退出市场。如果这些产能逐步退出，总产能将最高减少400万吨/年，前述全球新增产能预期将从2,100万吨下降至1,700万吨。

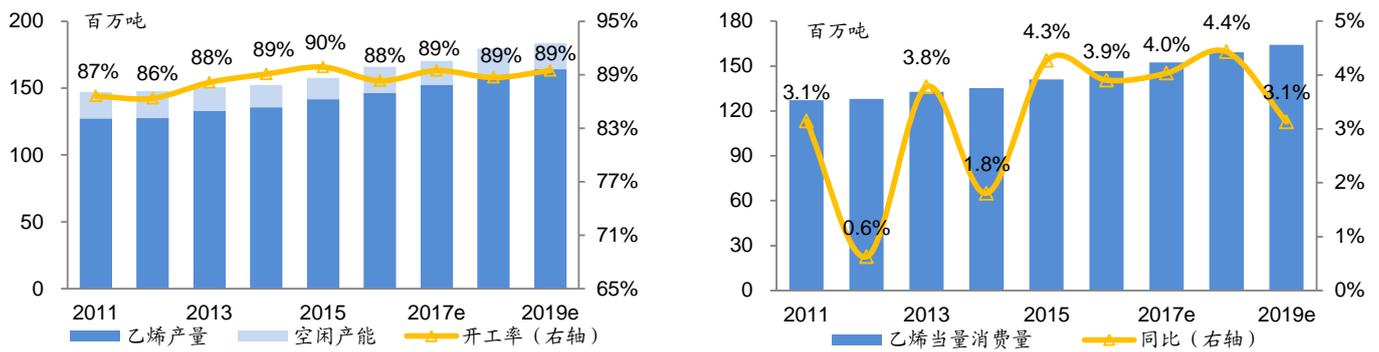
图表 21: 全球炼油产能增长 (左); 亚太炼油产能增长 (右)



资料来源：BP世界能源统计年鉴(2016)、国际能源署、中金公司研究部



图表 22: 全球乙烯产能增长 (左); 乙烯消耗增长趋势 (右)



资料来源: Nexant、中金公司研究部

图表 23: 2017~20 年全球新增乙烯产能预测

全球新增乙烯产能预测表				
公司	国家	产能	单位	开车时间
<b>2017年</b>				
江苏盛虹	中国	370	千吨/年	1Q2017
英格赛乙烯	美国	544	千吨/年	1Q2017
信实工业	印度	1,500	千吨/年	2Q2017
陶氏化学	美国	1,500	千吨/年	3Q2017
神化宁夏	中国	450	千吨/年	3Q2017
康乃尔化学	中国	120	千吨/年	4Q2017
<b>小计</b>		<b>4,484</b>	<b>千吨/年</b>	
<b>2018年</b>				
埃克森美孚	美国	1,500	千吨/年	1Q2018
台湾塑胶工业	美国	1,250	千吨/年	1Q2018
雪佛龙菲利普斯	美国	1,500	千吨/年	1Q2018
银多拉马	美国	370	千吨/年	1Q2018
中海壳牌	中国	1,200	千吨/年	1Q2018
信越科技	美国	500	千吨/年	2Q2018
乐天Axiall	美国	1,000	千吨/年	4Q2018
萨索尔	美国	1,500	千吨/年	4Q2018
宁夏宝丰	中国	300	千吨/年	4Q2018
<b>小计</b>		<b>9,120</b>	<b>千吨/年</b>	
<b>2019年</b>				
伊拉姆石化	伊朗	460	千吨/年	1Q2019
Turkmenneftegaz	土库曼斯坦	390	千吨/年	1Q2019
南京诚志清洁能源	中国	240	千吨/年	1Q2019
新浦化学(泰兴)	中国	650	千吨/年	2Q2019
Novourengoyiski天然气化工	俄罗斯	340	千吨/年	2Q2019
马来西亚国家石油公司	马来西亚	1,200	千吨/年	3Q2019
山西焦化	中国	300	千吨/年	2019
中安联合	中国	350	千吨/年	2019
Navoiyazot	乌兹别克斯坦	50	千吨/年	2019
<b>小计</b>		<b>3,980</b>	<b>千吨/年</b>	
<b>2020年</b>				
OPRIC	阿曼	800	千吨/年	2020
Zapsibneftkhim	俄罗斯	1,500	千吨/年	2020
盛虹炼化	中国	1,000	千吨/年	2020
PTT化学	泰国	500	千吨/年	2020
<b>小计</b>		<b>3,800</b>	<b>千吨/年</b>	
<b>2017~2020年合计</b>		<b>21,384</b>	<b>千吨/年</b>	

资料来源: ICIS、中金公司研究部



## 财务预测与估值

### 盈利预测

我们预计 2017/18/19 年公司经常性每股盈利有望分别达到人民币 0.46 元、0.65 元、0.74 元，CAGR 为 25%。尽管公司最近发布盈利预警，2017 年归母净利润可能创历史新低（我们预计可能约人民币 12 亿元，合每股 0.27 元左右）。我们认为业绩新低主要由公司去年一次性计提税后人民币 8 亿元的汇兑和资产减值损失所致，2017 年公司的经常性盈利仍有望达到人民币 21 亿元左右（同比增速约 25%）。此外，我们对 2018 和 2019 的盈利预测分别比目前市场一致预期高 13% 和 9%。

图表 24: 订单预测

十亿元人民币	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>设计、咨询和技术许可业务</b>					
期初未完成合同	6.5	6.9	7.0	7.9	8.4
新签合同	3.0	2.7	4.0	4.2	4.5
已完成合同	-2.6	-2.6	-3.1	-3.8	-4.1
期末未完成合同	6.9	7.0	7.9	8.4	8.7
营业收入	2.6	2.6	3.1	3.8	4.1
营业收入/(年初未完成合同+新签合同)	27%	27%	28%	31%	32%
<b>工程总承包业务</b>					
期初未完成合同	82.1	78.7	68.9	72.5	81.7
新签合同	35.5	10.9	24.0	35.0	33.0
已完成合同	-39.0	-20.6	-20.4	-25.8	-28.1
期末未完成合同	78.7	68.9	72.5	81.7	86.6
营业收入	27.8	20.6	20.4	25.8	28.1
营业收入/(年初未完成合同+新签合同)	24%	23%	22%	24%	25%
<b>施工业务</b>					
期初未完成合同	15.2	14.3	12.1	11.6	14.2
新签合同	14.0	13.8	11.0	18.0	17.0
已完成合同	-14.9	-16.0	-11.6	-15.4	-16.2
期末未完成合同	14.3	12.1	11.6	14.2	15.0
营业收入	14.9	16.0	11.6	15.4	16.2
营业收入/(年初未完成合同+新签合同)	51%	57%	50%	52%	52%
<b>设备制造业务</b>					
期初未完成合同	0.1	0.1	0.2	0.6	0.5
新签合同	0.1	0.2	1.0	0.5	0.5
已完成合同	-0.1	-0.2	-0.6	-0.5	-0.5
期末未完成合同	0.1	0.2	0.6	0.5	0.5
营业收入	0.1	0.2	0.6	0.5	0.5
营业收入/(年初未完成合同+新签合同)	51%	51%	50%	51%	51%
<b>合计</b>					
期初未完成合同	103.9	100.0	88.2	92.5	104.8
新签合同	52.7	27.6	40.0	57.7	55.0
已完成合同	-56.6	-39.4	-35.7	-45.5	-49.0
期末未完成合同	100.0	88.2	92.5	104.8	110.8
营业收入	45.5	39.4	35.7	45.5	49.0
营业收入/(年初未完成合同+新签合同)	29%	31%	28%	30%	31%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 25: 财务预测

(百万元人民币)	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
收入	39,375	35,651	45,467	48,953	营业收入	-13%	-9%	28%	8%
销售成本	(35,085)	(31,018)	(39,165)	(41,963)	毛利润	-30%	8%	36%	11%
毛利	4,291	4,633	6,302	6,989	营业利润	-50%	15%	47%	14%
销售费用	(107)	(125)	(127)	(127)	EBITDA	-40%	12%	36%	12%
一般及行政费用	(1,160)	(1,248)	(1,591)	(1,713)	净利润	-50%	23%	41%	13%
研发成本	(1,113)	(1,034)	(1,319)	(1,420)	<b>盈利能力</b>				
其他营运开支	24	-	-	-	毛利率	11%	13%	14%	14%
营业利润	1,935	2,226	3,264	3,729	营业利润率	5%	6%	7%	8%
财务成本	419	496	567	614	EBITDA利润率	7%	8%	9%	9%
应占共同控制实体盈利	16	16	16	16	净利润率	4%	6%	6%	7%
税前利润	2,369	2,738	3,847	4,359	<b>偿债能力</b>				
所得税费用	(706)	(684)	(962)	(1,090)	流动比率	1.7	1.8	1.7	1.7
净利润	1,663	2,053	2,885	3,269	速动比率	1.6	1.7	1.7	1.7
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	现金比率	0.4	0.5	0.4	0.5
归属于控股股东净利润	1,663	2,053	2,885	3,269	资产负债率	57%	55%	57%	57%
EBITDA	2,658	2,975	4,048	4,548	<b>回报率分析</b>				
<b>资产负债表</b>					总资产收益率	3%	3%	5%	5%
现金及银行存款	11,862	13,562	14,576	18,659	净资产收益率	7%	8%	10%	11%
受限存款和理财产品	16	16	16	16	<b>业务板块数据(百万元人民币)</b>				
应收账款及其他应收款	9,990	8,595	10,962	10,729	<b>设计、咨询和技术许可业务</b>				
存货	1,197	1,020	1,288	1,380	收入	2,612	3,074	3,752	4,112
其他流动资产	27,908	27,989	32,679	33,097	毛利率	34.6%	36.0%	39.0%	39.5%
流动资产合计	50,972	51,183	59,520	63,881	<b>工程总承包业务</b>				
固定资产	3,975	3,775	3,642	3,523	收入	20,641	20,445	25,797	28,099
无形资产	2,951	2,821	2,691	2,561	毛利率	12.2%	12.5%	13.5%	14.0%
联营和共同控制实体权益	142	158	174	190	<b>施工业务</b>				
其他非流动资产	778	778	778	778	收入	15,964	11,555	15,369	16,217
非流动资产合计	7,846	7,533	7,286	7,053	毛利率	5.2%	8.0%	8.5%	8.5%
资产合计	58,818	58,716	66,806	70,934	<b>设备制造业务</b>				
短期借款	-	-	-	-	收入	159	577	549	524
应付帐款及其他应付款项	14,217	13,597	17,168	18,395	毛利率	18.7%	8.0%	9.0%	10.0%
其他流动负债	16,500	15,628	18,084	18,927					
流动负债合计	30,717	29,226	35,252	37,322					
长期借款	-	-	-	-					
其他非流动负债	2,899	2,899	2,899	2,899					
非流动负债合计	2,899	2,899	2,899	2,899					
负债合计	33,616	32,125	38,151	40,221					
股东权益合计	25,202	26,591	28,655	30,713					
负债及股东权益合计	58,818	58,716	66,806	70,934					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	2,369	2,738	3,847	4,359					
折旧和摊销	723	749	783	819					
营运资本变动	2,377	1,898	703	1,792					
其他	(947)	(1,223)	(1,556)	(1,703)					
经营活动现金流	4,522	4,162	3,777	5,267					
资本支出	(580)	(470)	(570)	(620)					
其他	(2,784)	(1,412)	(1,456)	563					
投资活动现金流	(3,363)	(1,882)	(2,026)	(57)					
股权融资	-	-	-	-					
银行和金融机构借款	-	-	-	-					
股利和利息	(1,131)	(664)	(821)	(1,212)					
其他	-	84	84	84					
筹资活动现金流	(1,131)	(580)	(737)	(1,127)					
汇率变动对现金的影响	428	-	-	-					
现金净增加额	456	1,700	1,014	4,083					
自由现金流	3,943	3,692	3,207	4,647					

资料来源：公司资料、中金公司研究部



### 估值

**DCF 和 DDM 估值:** 我们采用 DCF 模型, 假设 2018~28 年 WACC 为 9.6%, 得出公司当前 EV 为 180 亿元人民币。对于 2028 年后自由现金流终值, 我们采用 DDM 模型, 假设股本成本率为 11.1%、长期派息率为 30%, 得出当前的自由现金流终值为 15 亿元人民币。因此, 总 EV 为 196 亿元人民币, 权益价值为 354 亿元, 相当于每股 10.1 港元, 对应 11 倍 2019 年市盈率和 4.3 倍 2019 年 EV/EBITDA。

首次覆盖中石化炼化工程给予推荐评级, 目标价 9.70 港元 (4.0 倍 2019 年 EV/EBITDA 和 10 倍 2019 年市盈率), 较当前股价有 23% 的上行空间。

图表 26: DCF 和 DDM 估值

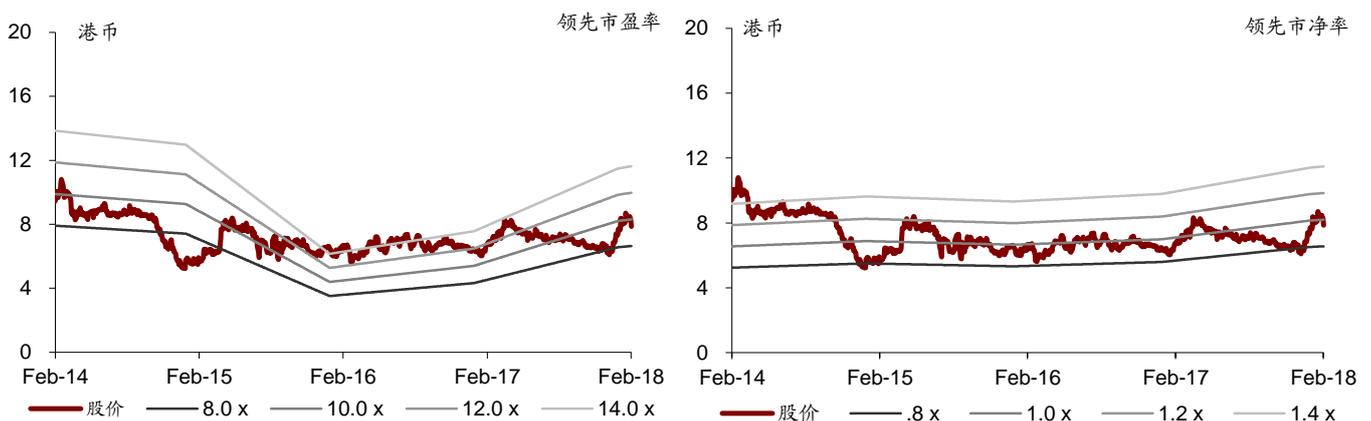
人民币, 百万元	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	1.93	2.23	3.26	3.73	4.64	4.75	4.83	4.11	3.49	2.97	2.52	2.14	1.82
税后 EBIT	1.36	1.67	2.45	2.80	3.48	3.56	3.63	3.08	2.62	2.23	1.89	1.61	1.37
加: 折旧及摊销	0.58	0.60	0.63	0.67	0.71	0.74	0.77	-	-	-	-	-	-
减: 营运资本增加	-4.23	-1.90	-0.70	-1.79	-0.05	0.00	-0.04	-	-	-	-	-	-
减: 资本支出	0.58	0.47	0.57	0.62	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52
自由现金流	5.58	3.70	3.21	4.64	3.72	3.78	3.91	2.56	2.10	1.71	1.37	1.09	0.85
净利润	1.6	2.1	2.9	3.3	4.0	4.1	4.2	3.5	3.0	2.6	2.2	1.9	1.6
股息	0.7	0.8	1.2	1.5	1.8	1.8	1.9	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
派息率	41%	40%	42%	45%	45%	45%	45%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

2019~2028 自由现金流现值		WACC 计算	
终值现值	18.1	无风险利率	2.8%
企业价值	1.5	风险溢价	5.5%
减: 净负债	(15.8)	Beta	1.50
减: 少数股东权益	0.0	股权成本	11.1%
股权价值(百万元人民币)	35.4	税前债务成本	5.0%
股权价值(百万元港币)	44.6	所得税率	25.0%
每股价值(元港币)	10.1	债务成本	3.8%
		目标债务比例	20.0%
		WACC	9.6%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 27: 市盈率和市净率



资料来源: 公司资料、彭博资讯、中金公司研究部



图表 28：可比公司估值

A股	彭博代码	货币	股价 2018/2/11	市值 (US\$bn)	市盈率 (倍)				市净率 (倍)				EV/EBITDA (倍)				股息收益率				净资产收益率			
					16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
<b>A股</b>																								
中油工程	600339 CH	RMB	4.36	3.9	15.6	n.m.	n.m.	n.m.	1.2	n.m.	n.m.	n.m.	3.2	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	6%	n.m.	n.m.	n.m.
中国化学	601117 CH	RMB	7.19	5.6	20.0	17.1	13.0	10.9	1.3	1.2	1.1	1.1	9.5	8.6	5.3	4.7	1.5%	1.5%	1.9%	2.2%	7%	7%	9%	10%
东华科技	002140 CH	RMB	8.07	0.6	44.8	n.m.	n.m.	n.m.	1.8	n.m.	n.m.	n.m.	27.9	n.m.	n.m.	n.m.	0.6%	n.m.	n.m.	n.m.	4%	n.m.	n.m.	n.m.
平均值					32.4	17.1	13.0	10.9	1.5	1.2	1.1	1.1	18.7	8.6	5.3	4.7	1.1%	1.5%	1.9%	2.2%	5%	7%	9%	10%
<b>港股</b>																								
中石化炼化工程 (*)	2386 HK	HKD	7.87	4.5	18.8	14.5	9.6	8.4	1.2	1.1	1.0	0.9	7.3	5.5	3.2	2.0	2.1%	2.8%	4.4%	5.3%	7%	8%	10%	11%
惠生工程	2236 HK	HKD	1.62	0.8	130.6	n.m.	n.m.	n.m.	2.9	n.m.	n.m.	n.m.	27.9	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2%	n.m.	n.m.	n.m.
中国中铁	390 HK	HKD	5.81	28.8	9.6	7.4	6.6	5.9	0.9	0.7	0.7	0.6	11.7	6.8	9.0	8.3	1.8%	2.2%	2.5%	2.7%	10%	10%	11%	11%
中国铁建	1186 HK	HKD	8.95	24.0	7.4	6.3	5.7	5.1	0.8	0.7	0.6	0.6	9.1	5.1	7.3	6.7	2.1%	2.5%	2.8%	3.1%	12%	11%	11%	12%
中国交建建设	1800 HK	HKD	8.82	32.6	7.1	6.3	5.6	4.9	0.8	0.7	0.6	0.6	12.0	5.9	10.0	9.1	2.6%	3.1%	3.5%	4.0%	11%	11%	11%	12%
中国中冶	1618 HK	HKD	2.37	13.6	8.1	7.1	5.7	4.9	0.7	0.6	0.5	0.5	17.3	7.5	12.6	11.4	3.0%	3.3%	4.2%	5.0%	8%	9%	10%	11%
平均值					30.1	8.3	6.6	5.8	1.2	0.8	0.7	0.6	13.8	7.1	8.4	7.6	2.3%	2.8%	3.5%	4.0%	8%	10%	11%	11%
<b>亚洲可比公司</b>																								
Ctci Corp	9933 TT	TWD	44	1.1	15.0	12.0	13.2	11.3	2.0	1.9	1.9	1.8	6.4	8.6	6.7	5.7	5.9%	6.7%	7.3%	8.2%	13%	15%	15%	17%
Chiyoda Corp	6366 JT	JPY	959	2.3	73.6	n.m.	40.3	46.5	1.2	1.5	1.6	1.5	6.9	12.7	-23.3	11.4	1.0%	0.6%	0.6%	0.7%	2%	-20%	3%	4%
JGC Corp	1963 JT	JPY	2,182	5.2	12.9	n.m.	23.1	19.2	1.3	1.4	1.4	1.3	7.2	44.7	11.5	10.1	1.9%	1.4%	1.2%	1.4%	11%	-1%	6%	7%
Samsung Engineering	028050 KS	KRW	16,450	3.0	109.7	162.0	19.7	12.7	3.1	3.0	2.6	2.2	26.5	20.8	13.1	9.5	n.m.	n.m.	n.m.	0.6%	n.m.	2%	13%	17%
GS Engineering	006360 KS	KRW	31,950	2.1	n.m.	n.m.	8.8	7.0	0.7	0.7	0.7	0.6	33.0	6.0	6.2	5.5	n.m.	n.m.	0.7%	0.5%	-1%	0%	8%	9%
Hyundai Engineering	000720 KS	KRW	43,250	4.4	8.4	11.6	9.0	8.0	0.8	0.7	0.7	0.6	4.0	3.7	4.3	4.0	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	9%	7%	8%	8%
Larsen & Tubro Ltd	LT IN	INR	1,353	29.5	44.6	35.9	27.1	23.6	4.3	3.9	3.4	3.0	26.5	15.9	21.1	17.8	0.9%	0.9%	1.2%	1.4%	10%	11%	13%	14%
平均值					44.0	55.4	20.2	18.3	1.9	1.9	1.7	1.6	15.8	16.1	5.7	9.1	2.2%	2%	2%	2%	7%	2%	10%	11%
<b>欧美可比公司</b>																								
Fluor	FLR US	USD	56.95	8.0	28.2	36.7	22.4	18.7	2.5	2.3	2.1	1.9	9.2	13.1	9.2	8.1	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	9%	7%	11%	9%
Mcdermott Intl Inc	MDR US	USD	8.12	2.3	58.0	14.3	20.0	15.7	1.3	1.3	1.2	1.1	10.0	5.8	7.3	6.3	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2%	9%	6%	7%
Foster Wheeler AG	SPM IM	EUR	3.52	2.9	n.m.	25.1	25.3	20.2	0.7	0.7	0.7	0.7	-6.2	3.5	5.8	5.5	n.m.	n.m.	0.2%	0.8%	-50%	2%	3%	4%
Technip	TEC FP	USD	31.88	14.8	30.1	21.1	24.5	20.5	1.1	1.2	1.2	1.1	12.9	7.9	8.3	7.7	n.m.	0.9%	1.6%	1.7%	6%	6%	5%	6%
Petrofac	PFC LN	GBP	4.67	1.2	n.m.	6.7	8.2	9.9	2.0	2.0	1.8	1.6	9.0	2.3	5.2	5.8	10.1%	5.6%	5.5%	5.1%	0%	28%	18%	17%
Amec Plc	KBR US	USD	18.77	2.6	n.m.	12.7	13.8	12.7	3.5	2.9	2.5	2.2	35.9	7.7	8.0	7.5	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	-7%	24%	19%	17%
平均值					38.8	19.5	19.0	16.3	1.9	1.7	1.6	1.4	11.8	6.7	7.3	6.8	4.4%	2.4%	2.1%	2.2%	-6%	13%	10%	10%
<b>环球市场汇总</b>																								
最高值					130.6	162.0	40.3	46.5	4.3	3.9	3.4	3.0	35.9	44.7	21.1	17.8	10.1%	6.7%	7.3%	8.2%	13%	28%	19%	17%
最低值					7.1	6.3	5.6	4.9	0.7	0.6	0.5	0.5	-6.2	2.3	-23.3	4.0	0.6%	0.6%	0.2%	0.5%	-50%	-20%	3%	4%
平均值					38.0	25.5	16.2	14.3	1.7	1.5	1.4	1.3	14.8	10.4	7.1	8.1	2.6%	2.4%	2.4%	2.5%	3%	8%	10%	11%

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见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任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
翻译：张懿  
编辑：张莹



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC  
中金公司

