

0934.HK 中石化冠德

港股通（沪、深）

买入（首次）

原油码头稳定盈利，天然气运输仍有提升空间

2019年1月4日

市场数据

日期	2019-01-03
收盘价(港元)	3.33
总股本(百万股)	2,486
流通股本(百万股)	2,486
总市值(百万港元)	8,279
流通市值(百万港元)	8,279
净资产(百万港元)	11,813
总资产(百万港元)	16,938
每股净资产(港元)	4.75

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万港元)	1,729	1,623	1,665	1,745
同比增长	-2.11%	-6.17%	2.60%	4.85%
归母净利润(百万港元)	1,208	1,326	1,370	1,499
同比增长	20.16%	9.74%	3.34%	9.41%
净利润率	69.78%	81.68%	82.29%	85.87%
净资产收益率	11.56%	11.21%	10.67%	10.77%
总资产收益率	7.23%	7.71%	7.83%	8.35%
每股收益(港元)	0.49	0.53	0.55	0.60

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

海外能源、公用事业、工业研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

分析师:

龚里

gongli@xyzq.com.cn

SFC: BMM197

SAC: S0190515020003

联系人:

车昀皓

cheyunji@xyzq.com.cn

SAC: S0190118090213

投资要点

- 中石化冠德是中石化旗下石油仓储物流与天然气运输平台。公司运营石油石化产品的接卸、储存和运输，天然气的管道运输和 LNG 的船舶运输等业务，下属 7 个原油码头、一条天然气管道（榆济线）、2 个 LNG 船运项目（8 艘船）和 3 个海外仓储项目。
- 行业观点：（1）我们预计中国原油进口有望保持一定时期的增长后趋于稳定。2018-2020 年中国原油进口增速将开始下滑，但预计仍会维持在每年 5% 以上。2020-2030 年，预计国内原油产量将平稳，对外依存度或将持续位于 70% 以上。（2）中国天然气行业仍有较大发展空间，针对管网的改革正在进行中。长期来看，中国天然气消费空间巨大，到 2035 中国天然气消费量有望较 2017 年翻一番。目前行业正在进行改革，国家管道公司的成立有望于 2019 年上半年有初步结果。
- 预计公司原油码头稳定盈利。公司码头原油进口量占全国原油进口总量比例超过 50%，预计该项业务由行业特点决定将先维持小幅增长后保持稳定，增长时期的主要贡献来源于山东地炼产能扩张带来的需求增量。
- 预计新气田+管道扩容有望提升榆济线盈利。2017 年 9 月，榆济线新三年的管输价格调整已经落地，2019 年开始预计将受益于新的东胜气田的气量贡献，以及管道年输送产能的提升（40 亿方-50 亿方）。
- LNG 船业务持续贡献盈利增量。公司参股的两个 LNG 项目已经投运 8 条 LNG 运输船，未来付息逐年减少，公司 LNG 船项目投资收益将逐年提升。
- 公司目前负债率低，未来资本开支有限，派息率或有提升空间。公司截止 2018H1 的负债率为 30.3%，2017 年的派息率为 24.7%，我们认为随着公司各项业务进入成熟阶段，未来的派息率有提升空间。
- 首次覆盖中石化冠德，予以“买入”评级，DCF 估值得到目标价为 4.46 港元，对应 2018 年 PB 为 0.9 倍，目前公司估值较低，建议积极关注。

风险提示： 1、管道剥离定价低于预期；2、山东地炼需求景气下滑；3、印尼项目资产减值；4、派息不及预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



Buy

(Initiation)

Energy Sector

Sinopec Kantons (0934.HK)

Stock Connect (SH, SZ)

Stable earnings for oil jetties business, natural gas transportation still has room for improvement

Jan. 4, 2019

Key Data

Jan. 3, 2019

Closing Price (HKD)	3.33
Total Shares (Mn)	2,486
Shares Outstanding (Mn)	2,486
Market Cap(HKD/Mn)	8,279
Market Float(HKD/Mn)	8,279
Net Assets (HKD/Mn)	11,813
Total Assets (HKD/Mn)	16,938
BVPS(HKD)	4.75

Key Financial Indicators

FY	2017A	2018E	2019E	2020E
Revenue (Mn/HKD)	1,729	1,623	1,665	1,745
YoY	-2.11%	-6.17%	2.60%	4.85%
Net Profit to Shareholders (Mn/HKD)	1,208	1,326	1,370	1,499
YoY	20.16%	9.74%	3.34%	9.41%
Net Profit Margin	69.78%	81.68%	82.29%	85.87%
ROE	11.56%	11.21%	10.67%	10.77%
ROA	7.23%	7.71%	7.83%	8.35%
EPS (HKD)	0.49	0.53	0.55	0.60

Sinopec Kantons is an platform of Sinopec, working on oil storage and logistics and natural gas transportation. The company operates oil terminal and storage, pipeline transportation of natural gas and LNG shipping. It has 7 oil jetties, one natural gas pipeline (the Yuji line), two LNG shipping projects (8 vessels) and 3 overseas storage projects.

Industry view: (1) We expect China's crude oil imports to stabilize after a certain period of growth. China's crude oil import growth rate will begin to decline, but the yoy growth rate is expected to remain above 5% per year from 2018 to 2020. From 2020 to 2030, we expect China's domestic crude oil production is expected to be stable, and external dependence will continue to be above 70%. (2) **China's natural gas industry still has a lot of room for development, and reforms for the pipeline network are underway.** In the long run, China's natural gas consumption room is huge, and China's natural gas consumption volume is expected to double by 2035. The industry is currently undergoing reforms, and the establishment of the National Pipeline Company is expected to have preliminary results in the first half of 2019.

Industry view: (1) We expect China's crude oil imports to stabilize after a certain period of growth. China's crude oil import growth rate will begin to decline, but the yoy growth rate is expected to remain above 5% per year from 2018 to 2020. From 2020 to 2030, we expect China's domestic crude oil production is expected to be stable, and external dependence will continue to be above 70%. (2) **China's natural gas industry still has a lot of room for development, and reforms for the pipeline network are underway.** In the long run, China's natural gas consumption room is huge, and China's natural gas consumption volume is expected to double by 2035. The industry is currently undergoing reforms, and the establishment of the National Pipeline Company is expected to have preliminary results in the first half of 2019.

The company's oil jetties business is expected to maintain stable earnings. The company's oil jetties import more than 50% of China's total crude oil imports each year. It is expected that this business will maintain a small growth rate and finally become stable based on the industry's characteristics. The main contribution from the growth period is the increase in demand from Shandong's local refineries capacity expansion.

It is expected that the contribution of the new gas field plus the increase of pipeline transportation capacity to increase the profitability of the Yuji line. In Sep 2017, the new three year's adjustment of the gas transportation fee of the Yuji pipeline has been completed. It is expected the company will benefit from the contribution of the new Dongsheng gas field in 2019 and the increase in the annual transportation capacity of the pipeline (4 billion - 5 billion cubic meters).

LNG shipping business continues to contribute a growth of profit. The two LNG projects of the company have already put into operation 8 LNG vessels. The future interest cost will decline year by year and the investment income of the company's LNG shipping projects will increase year by year.

The company's current debt to asset ratio is low, the future capital expenditure is limited, and the dividend payout ratio may have room for improvement. The company's DTA ratio as of 2018H1 is 30.3%, and the dividend payout ratio in 2017 is 24.7%. We believe that as the company's business enters a mature stage, there will be room for improvement in the future dividend payout.

We initiates covering of Sinopec Kantons with "Buy", our DCF valuation gives target price of HKD4.46, representing a 2018E PB ratio of 0.9x. The company's current market valuation is low and we recommend to pay attention on it.

Potential risks: 1. The pipeline stripping price is lower than expected; 2. The demand for crude oil by Shandong's local refineries' declines; 3. The Indonesian project assets faces impairments; 4. The dividend payout is less than expected.

Analyst**Xiaoli Yu**

yuxiaoli@xyzq.com.cn
SFC: AXK331
SAC: S0190518020003

Li Gong

gongli@xyzq.com.cn
SFC: BMM197
SAC: S0190515020003

Contact**Yunji Che**

cheyunji@xyzq.com.cn

目 录

1、公司概况：中石化旗下石油仓储物流与天然气运输平台	5
1.1、公司组织架构和发展历史	5
1.2、业务构成：原油码头与仓储、天然气管道运输和 LNG 船舶运输	6
1.3、控股股东中石化：国内最大的炼油与石化产品生产商和分销商	7
1.4、公司过往业绩：剥离低利润率业务，收购母公司资产提升盈利	8
2、预计中国原油进口有望保持一定时期的增长后趋于稳定	11
2.1、多年来中国原油需求稳定增长，对外依存度持续提升	11
2.2、中国原油进口来源分散，地炼产能提升持续促进原油进口需求	11
2.3、贸易战下国家要求加大能源自产，希望减缓油气进口占比提升速度	13
2.4、预计中国原油进口有望保持一定时期的增长后趋于稳定	14
3、中国天然气行业仍有较大发展空间，管网改革进行中	16
3.1、预计行业较高消费增速在未来 2-3 年内维持，长期空间较大	16
3.2、预计天然气对外依存度持续提升，LNG 进口增速在 2019 年开始回落但仍 有较高增速，进口气源逐渐丰富，自产气增速回升	17
3.3、天然气行业改革进行中，第一个“三年”的管输价格调整已经落地	18
3.4、管网互联互通已有明显成果，国家管道公司成立在即	19
4、公司原油码头稳定盈利，榆济线引入新气田，LNG 船贡献盈利增量	21
4.1、原油码头业务与中国原油进口关联度大，长期预计其稳定盈利	21
4.2、榆济线新管输价格已经落地，新气田+管道扩容有望提升盈利	23
4.3、LNG 船业务持续贡献盈利增量	25
4.4、负债率低，未来资本开支有限，派息率或有提升空间	27
5、盈利预测与估值	27
6、风险提示	29
图 1、中石化冠德组织架构	5
图 2、中石化历年国内原油产量	8
图 3、中石化历年国内原油加工量	8
图 4、中石化历年国内成品油经销量	8
图 5、中石化历年乙烯产量	8
图 6、公司历年收入及增速	9
图 7、公司历年归母净利润及增速	9
图 8、公司历年收入结构	9
图 9、公司历年分部利润结构	9
图 10、公司历年毛利率、净利率	10
图 11、公司历年总资产收益率、净资产收益率	10
图 12、中国原油表观消费量及同比变动	11
图 13、中国原油加工量及同比变动	11
图 14、中国原油月产量及同比变动	11
图 15、中国原油月进口量、同比变动及进口占比	11
图 16、2017 年中国原油进口来源结构	12
图 17、2017 年中国原油进口主体结构	12
图 18、2016 年中国原油炼化产能分布	12
图 19、2016-2020 年中国地炼一次加工能力预测	12
图 20、国内原油自产量、进口量和进口占比	13
图 21、国内天然气自产量、进口量和进口占比	13
图 22、三桶油历年油气产量（折合为百万桶油当量）	13
图 23、三桶油新增油气储量（折合为百万桶油当量）	13
图 24、国内原油产量及预测	14

图 25、	国内原油进口量及预测	- 14 -
图 26、	2015-2050 中国原油产量预测	- 15 -
图 27、	历年中国天然气各领域消费量及预测	- 16 -
图 28、	中国天然气消费及增速预测	- 16 -
图 29、	中国一次能源消费占比预测	- 16 -
图 30、	中国天然气产量、进口量、进口量占比、LNG 进口增速及预测	- 17 -
图 31、	中国天然气行业上下游产业定价体系	- 18 -
图 32、	公司下属 7 个原油码头地理分布	- 21 -
图 33、	公司原油码头吞吐量及占中国原油进口量比例	- 21 -
图 34、	山东地炼开工率	- 22 -
图 35、	山东炼化产能扩张	- 22 -
图 36、	公司榆济线地理示意图	- 23 -
图 37、	公司榆济线管输量和平均管输价格	- 24 -
图 38、	公司管输按地区间占比	- 24 -
图 39、	公司榆济线管道历年营收和净利润	- 24 -
图 40、	公司榆济线管道分部总资产、净资产和 ROA	- 24 -
图 41、	公司 PNG LNG 项目持股结构	- 25 -
图 42、	公司 APLLNG 项目持股结构	- 25 -
图 43、	公司 LNG 船业务各年累计运行月数和投资收益	- 26 -
图 44、	公司 PNG LNG 项目单条船投资回报模型	- 26 -
图 45、	公司 APLLNG 项目单条船投资回报模型	- 26 -
图 46、	公司历年资本开支和资产负债率情况	- 27 -
图 47、	公司历年派息情况	- 27 -
图 48、	公司 DCF 计算方法与假设	- 28 -
图 49、	中石化冠德 PE-Band	- 29 -
图 50、	中石化冠德 PB-Band	- 29 -
表 1、	中石化冠德发展大事记	- 6 -
表 2、	中石化冠德主要业务介绍	- 7 -
表 3、	三桶油发布的关于加大国内油气勘探开发的新闻稿	- 14 -
表 4、	中国天然气跨省运输价格表	- 18 -
表 5、	中国主要天然气管道介绍	- 19 -
表 6、	公司下属 7 个原油码头基本情况	- 21 -
表 7、	山东原油港口基本情况概览	- 22 -
表 8、	榆济线管输距离和运输价格表	- 23 -
表 9、	公司主要经营/财务数据预测	- 28 -
表 10、	行业估值表	- 29 -

报告正文

1、公司概况：中石化旗下石油仓储物流与天然气运输平台

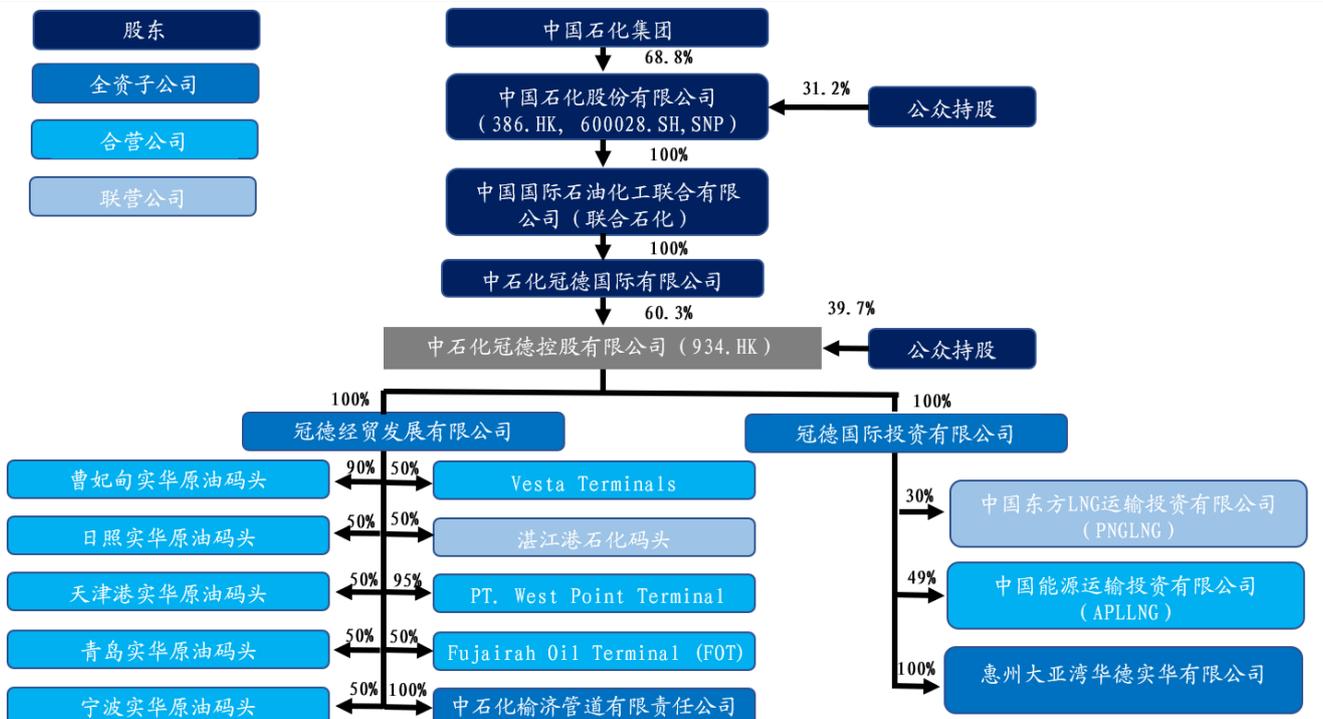
1.1、公司组织架构和发展历史

中石化冠德控股有限公司于1998年3月在百慕达成立，于1999年6月25日在港交所上市，中石化目前持有公司60.3%的股份。公司下设2个全资子公司：经贸冠德发展有限公司和冠德国际投资有限公司；主要业务包括：石油石化产品的接卸、储存和运输，天然气的管道运输和液化天然气的船舶运输等。

截至目前，公司下属以下全资子公司或联营/合营公司：

- (1) 拥有国内全资或合资仓储码头公司共7家，其中全资控股一家，持有90%股比的合资公司一家，持有50%股比的合资公司五家；公司还拥有3个海外仓储项目：富查伊拉油品仓储公司（持股50%）、Vesta Terminals B.V（持股50%）和PT. West Point Terminal（持股95%）；
- (2) 100%持股中石化榆济管道有限责任公司，即拥有总长为997千米的榆济线（陕西—山西—河南—山东）天然气管道，上游气源为中石化大牛地气田，之后预计同一地区的东胜气田也将接入榆济线管道；
- (3) 拥有2个LNG船舶运输合资公司：中国能源运输投资有限公司（持股49%）和中国东方液化天然气运输投资有限公司（持股30%），下属两个LNG船项目APLLNG和PNGLNG已建成投运8艘运输船。

图1、中石化冠德组织架构



资料来源：公司2018H1业绩PPT，兴业证券经济与金融研究院整理

海外公司深度研究报告

表1、中石化冠德发展大事记

时间	事件
1998.03	公司成立
1999.06	公司在港交所挂牌上市
2003.12	公司获中国国家海关总署批准在广东省惠州市马鞭洲岛储油库区设立的30万吨原油保税库正式运作
2005.12	公司惠州码头开始投资开工兴建一座30万吨级泊位,以提高接卸能力,满足下游客户扩大生产能力的需要
2006.12	公司出售其油站业务并收购了华德石化有限公司(「华德石化」)另外30%股权,从此华德石化成为全资子公司
2007.12	公司于惠州马鞭洲岛新建的30万吨级大型原油码头泊位建成投用,提高了原油码头的储运能力
2010.01	公司董事会对公司发展战略和经营策略进行了重大决策,就是积极拓展仓储物流业务,尽快把公司打造成一流的国际化石化仓储物流公司
2010.04	公司签署了在印尼合资兴建260万立方米仓储能力及配套设施的合资框架协议
2010.11	公司与中海发展股份有限公司签署了「共同出资组建液化天然气运输投资有限公司协议书」,作为公司适度参与石化产品航运业务的一个重要举措
2011.02	公司之全资附属公司冠德国际投资有限公司(「冠德投资」)与中海发展股份有限公司之全资附属公司中海集团液化天然气投资有限公司(「中海LNG」)于香港注册成立合资公司-中国东方液化天然气运输投资有限公司
2011.05	公司通过其全资子公司经贸冠德发展有限公司(「经贸冠德」)与湛江港集团公司签署了湛江港石化码头有限责任公司(「湛江港石化码头」)股权收购协议,收购湛江港石化码头50%的股权
2011.12	公司与中石化签署了五家原油码头公司股权收购协议,收购中石化所持有的宁波实华原油码头有限公司50%股权、青岛实华原油码头有限公司50%股权、天津港实华原油码头有限公司50%股权、日照实华原油码头有限公司50%股权和唐山曹妃甸实华原油码头有限公司90%股权
2011.12	公司之全资附属公司冠德投资与中海发展股份有限公司之全资附属公司中海LNG签署合资协议书,就APLNG运输项目在香港成立合资公司,参与LNG船的投资和运输管理
2012.01	公司通过全资子公司经贸冠德与Concord HK订立买卖协定及股东协定,收购富查伊拉油品仓储公司50%股权
2012.04	公司之全资附属公司冠德投资与中海发展股份有限公司之全资附属公司中海LNG于香港注册成立合资公司--中国能源运输投资有限公司
2012.10	经贸冠德与印尼合作方签署收购协议,收购PT. West Point 95%股份。PT. West Point旨在印尼巴淡岛West Point海事工业园兴建约260万立方米石油及石油产品仓储及石油调混综合设施和码头及港口设施,及其它配套设施
2012.10	经贸冠德与欧洲合作方签署收购协定,同意有条件收购Vesta Terminals B.V.公司50%股份。Vesta Terminals B.V.主要于欧洲从事营运仓储能力共约160万立方米散装液体仓储码头,并为其客户提供物流服务,包括专项服务,如按客户特定要求提供产品调混或加热
2013.01	完成收购富查伊拉油品仓储公司50%之股权
2013.03	完成收购位于印尼巴淡岛的PT. West Point Terminal 之95%股权
2013.04	完成收购Vesta Terminals B.V.之50%股权
2013.05	进行了一次配售,共发行股票4.125亿股,募集资金共计26.8125亿港元
2014.12	经贸冠德与中石化签署了中石化榆济管道有限公司股权收购协议,收购中石化榆济管道有限公司100%股权
2015.01	公司下属全资子公司,参与投资建造的巴新LNG项目下的第一条LNG船巴布亚轮顺利交付使用
2015.12	完成收购中石化榆济管道有限公司100%之股权
2016.04	巴新LNG项目下的第二条LNG船投运
2016.12	澳大利亚太平洋LNG项目下第一条船投运
2017.12	澳大利亚太平洋LNG项目又投运3条船
2018.06	澳大利亚太平洋LNG项目再投运2条船

资料来源:公司官网,兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、业务构成:原油码头与仓储、天然气管道运输和LNG船舶运输

公司主要运营原油码头接卸、石油石化产品仓储、天然气管道运输和LNG船舶运输的业务。截止2018H1,公司在境内全资拥有或持股7个原油码头,包含36个泊位,码头年设计总吞吐量达2.72亿吨,仓储设计容量达321万立方米;持股位于4个境外国家的仓储区,海外仓储总设计容量为278万立方米;全资拥有中石化榆济线天然气管道,管道全长997公里,年设计管输量40亿立方米;持股2个LNG船舶运输公司,已投运8条船舶。

目前原油码头和天然气管道两个分部贡献了公司的主要利润。2018H1 两项业务分部利润占比分别 71.3%和 22.8%，合计 94.1%，其他两个分部贡献利润占比合计 5.9%。

表2、中石化冠德主要业务介绍

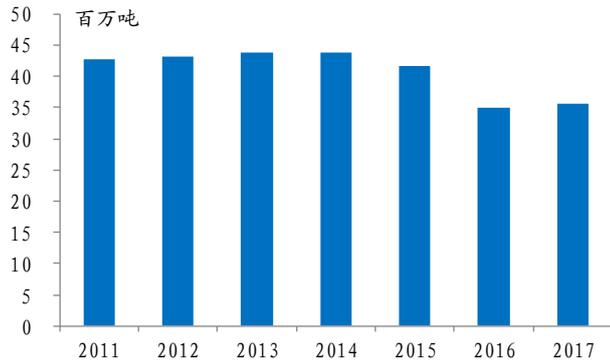
业务 (分部业绩, 占比, 2018H1)	下属公司	下属公司介绍	业务主要内容
境内原油码头 (658 百万港元, 71.3%)	子公司: 惠州华德石化	2 个泊位, 最大靠泊油轮容量 30 万吨, 设计吞吐量 3000 万吨/年, 仓储容量 134 万立方米	石油石化产品的接卸、储存, 共拥有 35 座泊位, 其中 30 万吨级以上泊位有 11 座
	联营公司: 湛江港石化	最大靠泊邮轮容量 30 万吨, 设计吞吐量 4500 万吨/年, 仓储容量 83.8 万立方米	
	合营公司: 唐山曹妃甸实华	1 个泊位, 最大靠泊邮轮容量 30 万吨, 设计吞吐量 2000 万吨/年	
	合营公司: 宁波实华	3 个泊位, 最大靠泊邮轮容量 45 万吨, 设计吞吐量 3500 万吨/年	
	合营公司: 青岛实华	13 个泊位, 最大靠泊邮轮容量 30 万吨, 设计吞吐量 8400 万吨/年, 仓储容量 103.2 万立方米	
	合营公司: 日照实华	2 个泊位, 最大靠泊邮轮容量 30 万吨, 设计吞吐量 3850 万吨/年	
	合营公司: 天津港实华	1 个泊位, 最大靠泊邮轮容量 30 万吨, 设计吞吐量 2000 万吨/年	
境外石油石化产品仓储 (11 百万港元, 1.2%)	联营公司: 富查伊拉	位于中东阿联酋, 含 34 个储罐, 仓储容量达 115.5 万立方米	两个公司分别在中东阿联酋富查伊拉港和欧洲三个国家, 总仓储设计容量达 278 万立方米
	联营公司: Vesta	1、欧洲爱沙尼亚 Vesta 塔林库区: 含 35 个储罐, 仓储容量达 40.56 万立方米 2、欧洲比利时 Vesta 安特卫普库区: 含 65 个储罐, 仓储容量达 82.70 万立方米 3、欧洲荷兰 Vesta 法拉盛库区: 含 27 个储罐, 仓储容量达 38.85 万立方米	
天然气管道 (210 百万港元, 22.8%)	子公司: 中石化榆济管道有限公司	榆济线天然气运输管道	榆济线天然气运输管道 (陕西—山西—河南—山东, 全长 997 千米, 运输能力 40 亿立方米/年), 上游气源为中石化大牛地气田
LNG 船舶运输 (43 百万港元, 4.7%)	联营公司: 中国东方液化天然气运输投资有限公司 合营公司: 中国能源运输投资有限公司	巴布亚新几内亚 LNG 项目, 2 艘船 澳大利亚太平洋 LNG 项目, 6 艘船	LNG 的海上运输

资料来源: 公司 2018H1 业绩报告, 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、控股股东中石化: 国内最大的炼油与石化产品生产商和分销商

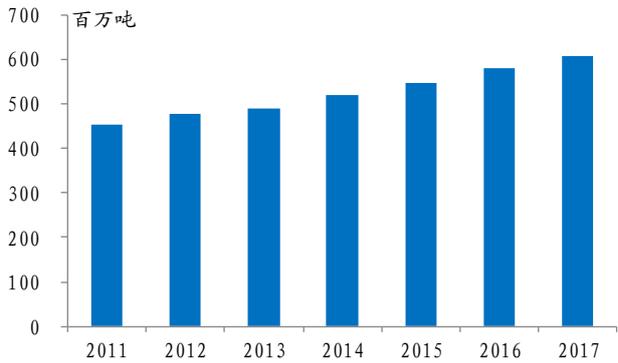
冠德公司的控股股东中石化在石油石化产业链拥有较完整的布局, 不仅是中国最大的油气生产商之一, 还是中国国内最大的炼油与石化产品生产商和分销商。2017 年, 中石化实现国内原油产量为 293.66 百万桶, 天然气产量 260 亿立方米, 原油加工量为 239 百万吨, 成品油经销量为 178 百万吨, 乙烯产量为 1,161 万吨。

图2、中石化历年国内原油产量



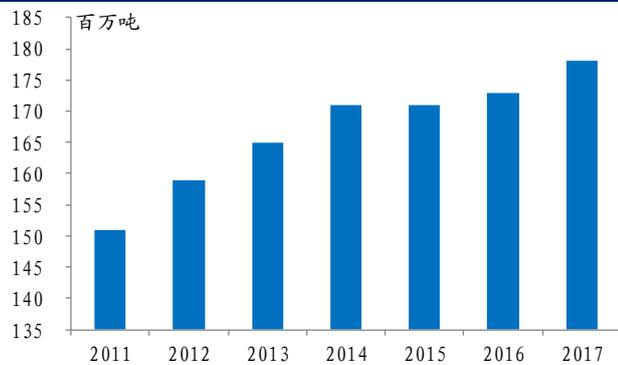
资料来源：中石化年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、中石化历年国内原油加工量



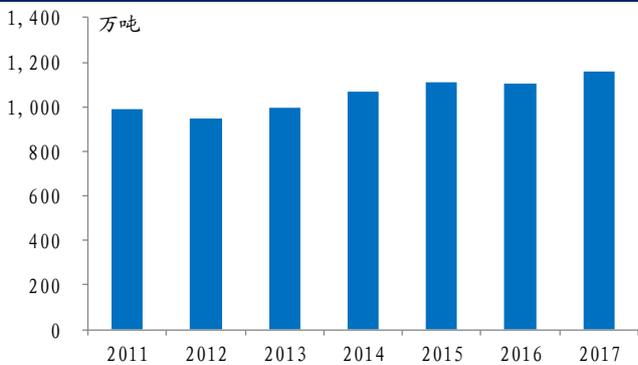
资料来源：中石化年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、中石化历年国内成品油经销量



资料来源：中石化年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、中石化历年乙烯产量



资料来源：中石化年报，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、公司过往业绩：剥离低利润率业务，收购母公司资产提升盈利

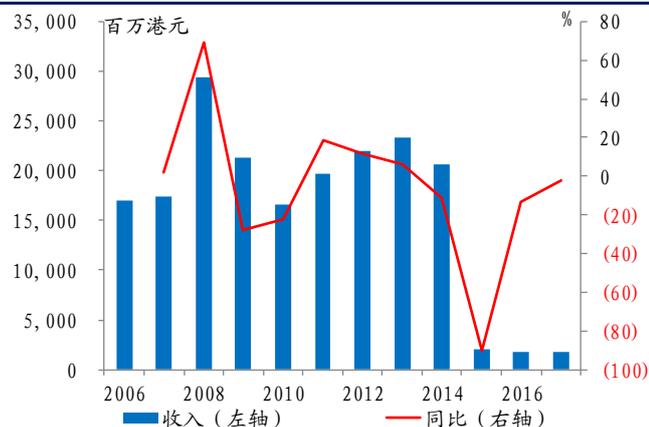
公司已经剥离利润率低且盈利不稳定的原油贸易和船舶租赁业务。公司较早时期主要通过经营原油贸易业务贡献主要收入，该业务利润率低，公司已经于 2014 年末剥离此项业务。类似的还有船舶租赁业务，该业务贡献收入和利润均较小，盈利也不稳定，公司已经于 2017 年末剥离。

原油码头业务稳定增长。公司的全资子公司华德石化所处的原油码头板块一直以来贡献了稳定增长的收入和利润，同时从 2012 年起，公司从中石化收购的其他几家联营/合营码头公司也开始贡献了利润，近 2 年来山东的两个码头受下游良好需求贡献了主要的增长。

天然气管道业务于 2014 年底完成并入。公司近年来最为重要的收购是 2014 年底完成的对中石化榆济线天然气管道的并入，并表后的 2015 年贡献了 3.4 亿港元（占比约 26%）的利润。但是，随着之后山东 LNG 接收站的投运，该条管道输往山

东的气量大幅减少，也导致平均每立方气的管输费随着输气距离的下降而下降，使 2016 年该业务利润出现大幅下滑。进入 2017 年，随着全国特别是华北地区天然气需求的爆发，公司在当年管输量同比增长了超过 30%，达到 41.14 亿方，但管道平均运输价格仍在进一步下滑，公司也在 2017 年调整了管道的折旧年限（由 20 年调整至 30 年），综合使管道利润回升。

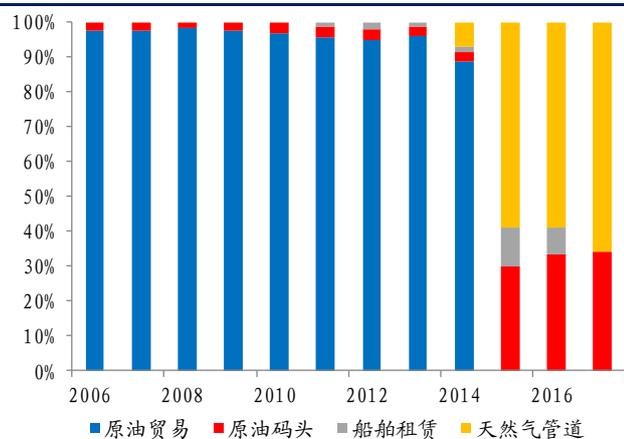
LNG 船舶运输开始贡献业绩。公司 2011 年左右开始参与投资了两个 LNG 船舶建造项目——巴新 LNG 项目和澳大利亚太平洋 LNG 项目，巴新 LNG 项目分别于 2015 年 1 月和 2016 年 4 月交付两艘船，澳大利亚太平洋 LNG 项目自 2016 年 12 月开始交付首艘船后到 2018H1 一共交付了 6 艘船。尽管该业务的规模较小，但是随着逐年付息的下降低利润将呈现提升。

图6、公司历年收入及增速


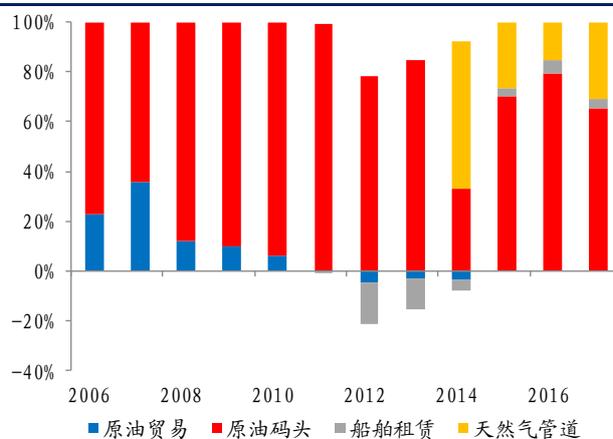
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司历年归母净利润及增速


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司历年收入结构


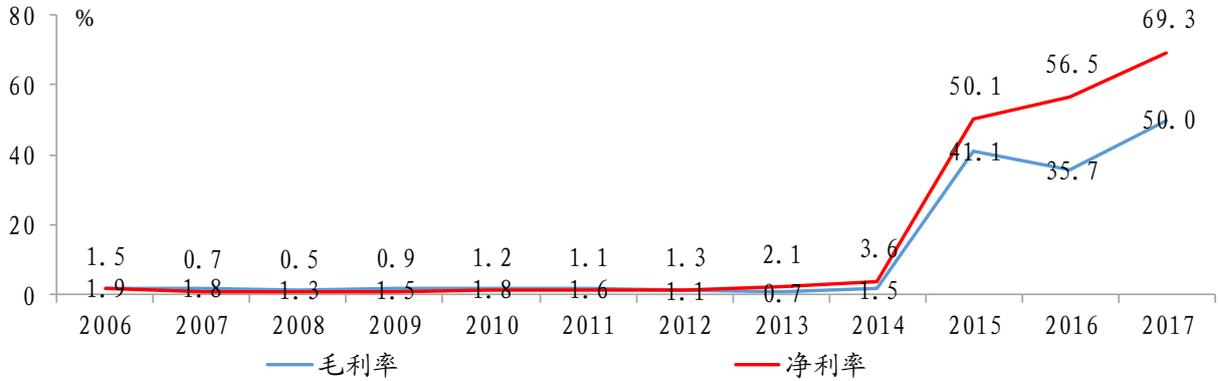
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理（注：天然气管道业务 2015 财年开始并入报表，此处重述 2014 年）

图9、公司历年分部利润结构


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理（注：天然气管道业务 2015 财年开始并入报表，此处重述 2014 年）

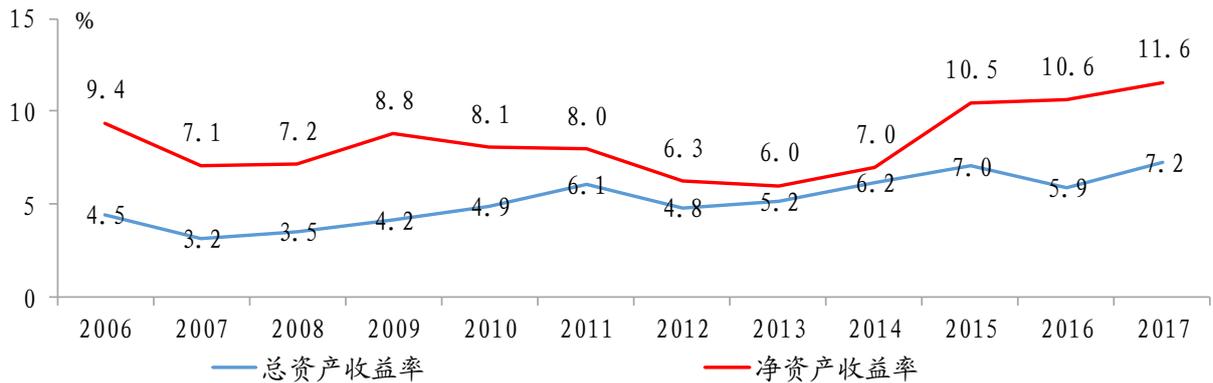
公司毛利率和净利率的大幅提升主要是由于2014年底剥离了石油贸易业务,同时也有原油码头和天然气管道利润的贡献。

图10、公司历年毛利率、净利率



资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图11、公司历年总资产收益率、净资产收益率



资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

2、预计中国原油进口有望保持一定时期的增长后趋于稳定

2.1、多年来中国原油需求稳定增长，对外依存度持续提升

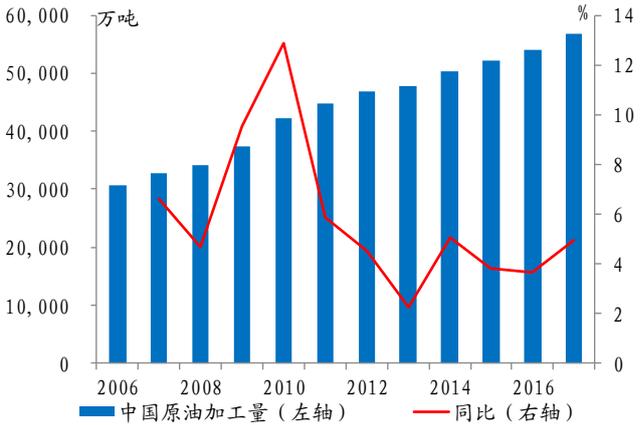
中国原油需求稳定增长。2010 年至今，中国原油表观消费量持续增长，CAGR 在 4.7%；同时期，国内原油加工量也持续增长，CAGR 在 4.3%。两项数据反映出近几年下游对成品油需求较为稳定的增长。

图12、中国原油表观消费量及同比变动



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

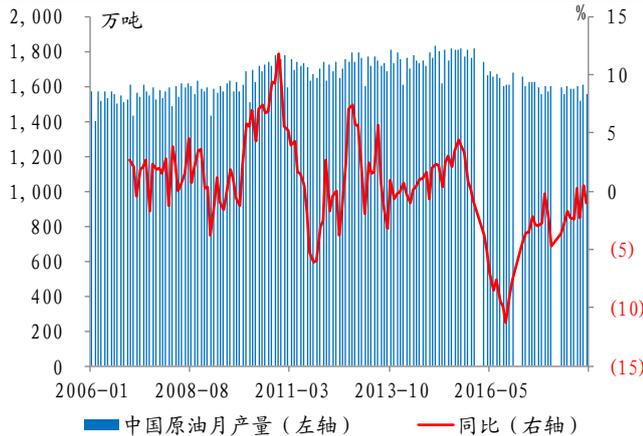
图13、中国原油加工量及同比变动



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

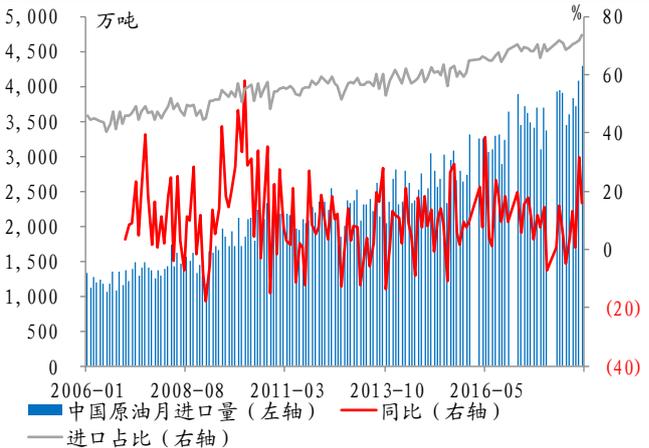
中国原油对外依存度持续上升。由于近几年国内原油自产量出现下滑，只能依靠加大进口来维持需求的增量，导致国内原油对外依存度持续上升。2017 年全年中国进口原油超过 4 亿吨，进口占比接近 70%，2018 年前 11 月进口占比已超过 70%。

图14、中国原油月产量及同比变动



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、中国原油月进口量、同比变动及进口占比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、中国原油进口来源分散，地炼产能提升持续促进原油进口需求

我国原油进口来源较为分散，国有公司仍占进口主体。根据 2017 年数据，俄罗斯、

沙特和安哥拉是我国原油进口的前三大来源国,但单个国家的进口量均小于15%,进口来源较为分散,风险较低。2017年全年,国有贸易公司进口原油3.1亿吨,占全国总进口量的75%,其中中石化进口占比达45%,国有公司仍占主导地位。

政策放宽,地炼进口大增。随着2015年开始国家放开对非国营企业进口原油使用权和原油进口权,截止2017年底,我国共有29家地炼获得进口原油使用权(山东占22家),持有进口原油使用权总计9,525万吨,由此带来了地方炼厂进口量大增,2017年地炼进口量达9400万吨左右,同比增加40%,占全国进口量的比例达到约22%。

地炼原油进口允许量增加,地炼产能持续扩张,持续推动原油进口需求。2018年,商务部核定的我国原油非国营贸易进口允许量为14,242万吨,较2017年高出4,700万吨,其中地炼占主要份额。另一方面,从国内炼油行业规划来看,地方炼厂炼油能力持续增长,2020年有望接近2.1亿吨/年,持续推动原油进口需求。

图16、2017年中国原油进口来源结构

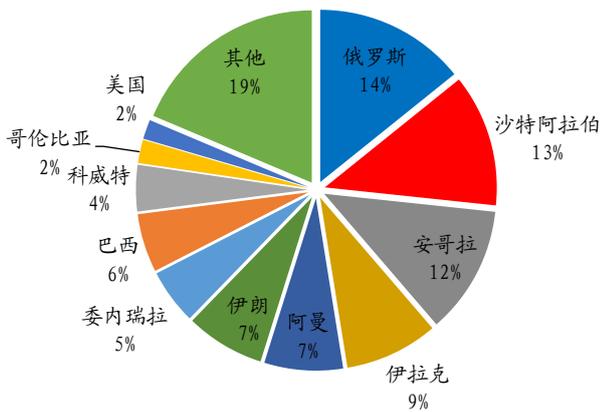
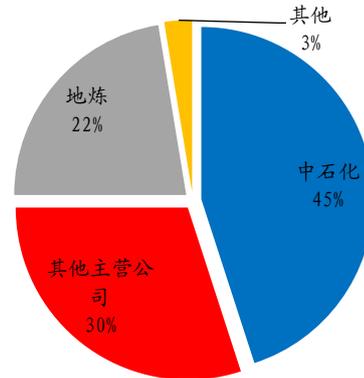


图17、2017年中国原油进口主体结构



资料来源:海关总署,兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:《中国石油产业发展报告(2018)》,兴业证券经济与金融研究院整理(注:其他主营公司包括中石油、中海油等国有贸易公司)

图18、2016年中国原油炼化产能分布

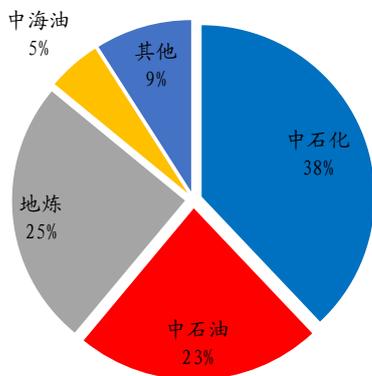
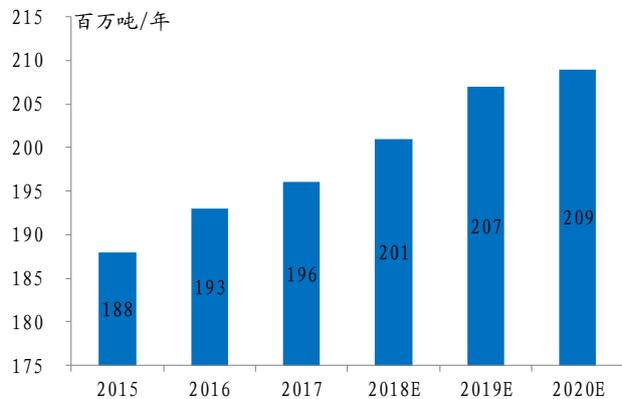


图19、2016-2020年中国地炼一次加工能力预测



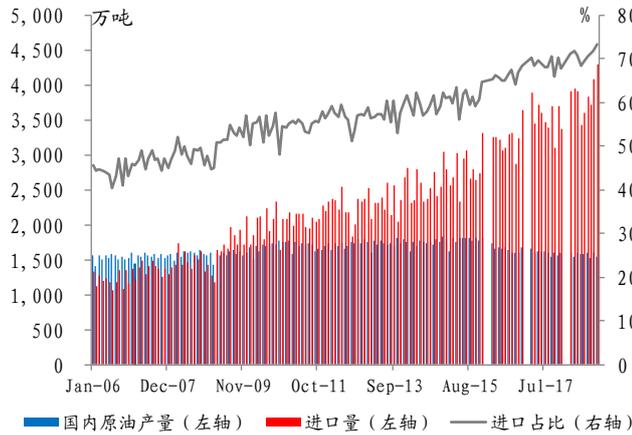
资料来源:中石化冠德PPT,兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:中石化冠德PPT,兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、贸易战下国家要求加大能源自产，希望减缓油气进口占比提升速度

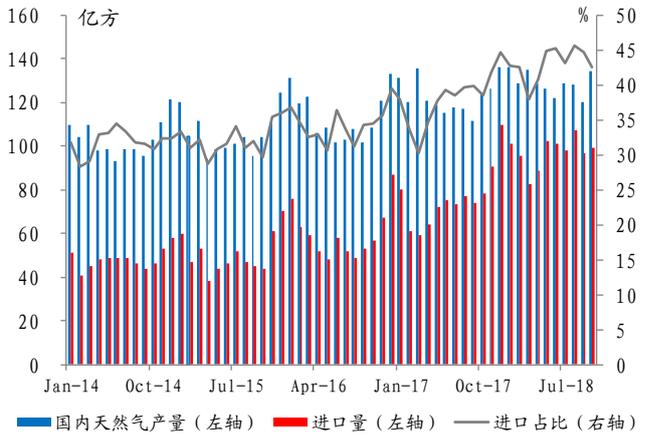
中国原油和天然气对外依存度持续上升。目前，原油和天然气的进口占比已经分别超过 70%和 40%。

图20、国内原油自产量、进口量和进口占比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

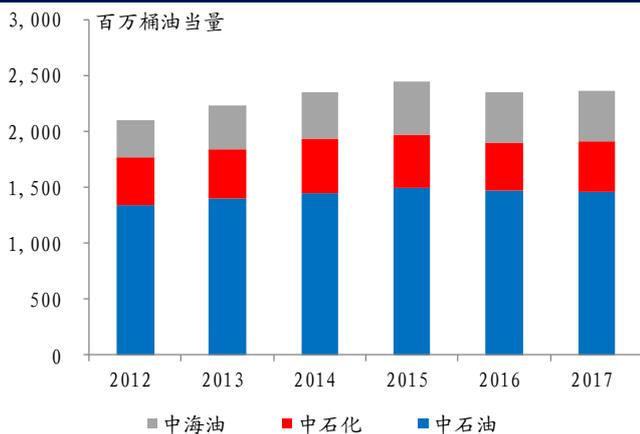
图21、国内天然气自产量、进口量和进口占比



资料来源：能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

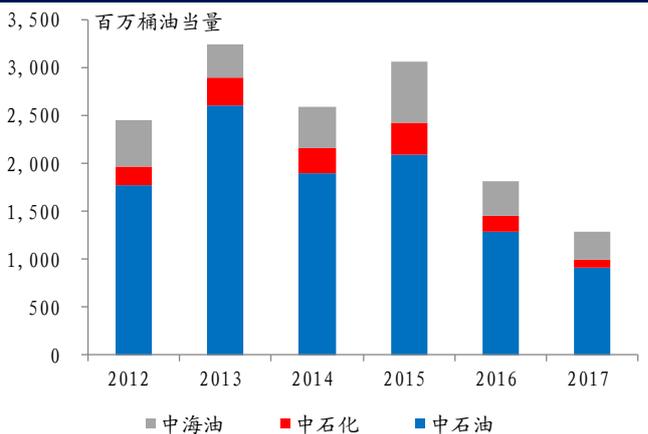
过去几年三桶油新增油气储量低迷。进口依赖的持续增加一方面与 2014-2016 年油价低迷的情况有关，但也反映了国内三桶油的勘探和开采意愿不强。过去几年三桶油的油气产量已经基本稳定，而新增原油储量方面则呈现出大幅下滑的趋势，这将影响未来几年的原油产量的持续性。

图22、三桶油历年油气产量（折合为百万桶油当量）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、三桶油新增油气储量（折合为百万桶油当量）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

贸易战下中国开始重新规划自身能源生产战略。今年 8 月，三桶油在各自网站上发布的新闻稿，三家公司得到领导高层重要批示，将研究部署加大国内油气勘探开发工作力度，保障国家能源安全。

海外公司深度研究报告

表3、三桶油发布的关于加大国内油气勘探开发的新闻稿

中石油

公司将推进实施资源战略，坚持国内勘探开发业务“优先发展”战略定位，把勘探放在重中之重，持续强化重大预探领域地质研究、目标准备和技术创新，要加强国内油田原油高效开发 统筹做好国内气田勘探开发，强力推进页岩气上产，严格控制老气田递减，保持天然气产量快速增长。

中石化

中石化集团也在努力开拓上游板块潜力，尤其在页岩气开发方面获得了巨大进展。今年，该集团负责开发的中国首个大型页岩气田——涪陵页岩气田如期建成 100 亿方年产能，成为全球除北美外最大的页岩气田，标志着我国页岩气加速迈进大规模商业化发展阶段。

中海油

公司全力保障油气增储上产，提高国内新增探明油气储量，推进天然气产供储销体系建设，和重大投资和重点油气田项目建设，在更复杂油气层、更深海域不断取得新突破，推进重点项目步入快车道。具体措施包括采取针对性强的措施，提高国内新增探明油气储量，扎实推动“渤海油田 3000 万吨再稳产 10 年”工程，为提高国内储量产量多作贡献。

资料来源：公司官网新闻稿，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、预计中国原油进口有望保持一定时期的增长后趋于稳定

2018-2020 年原油进口增速将开始下滑，但预计仍会维持在每年 5% 以上。持续 3 年的低油价后，国内油企出现上游业务亏损，上游投资削减，原油产量持续下滑，2017 年下滑至 1.91 亿吨，2018 年预计会继续小幅下滑至约 1.88 亿吨。在 2017 年，发改委发布了石油和天然气发展的《十三五规划》，此后 2018 年 8 月国家又提出加大能源自产的要求，对到 2020 年的原油产量做了规划，指出到 2020 年原油产量达到每年 2 亿吨，据此测算下来 2018-2020 年原油产量的复合增速大约在 3.0%。进口方面，我们预计受自产油开始增长，原油进口量增速会小幅下滑但仍超过 5% 的增长。

图24、国内原油产量及预测

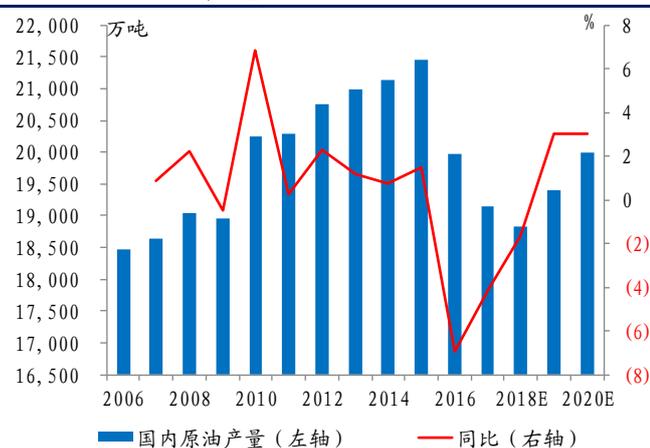
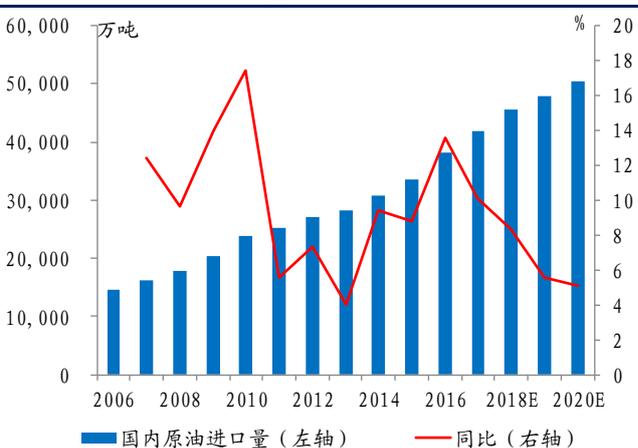


图25、国内原油进口量及预测

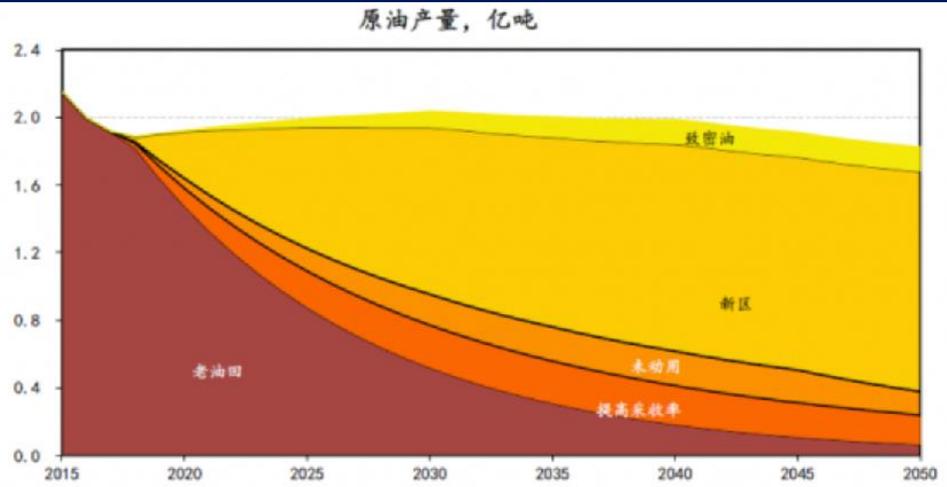


资料来源：统计局，发改委，兴业证券经济与金融研究院整理

2020-2030 年，预计国内原油产量将平稳，对外依存度或将持续位于 70% 以上。根据 2018 年 9 月中石油经济技术研究院发布的 2018 版《2050 年世界与中国能源展望》中的预测，预计 2020-2030 年国内原油能够维持每年 2 亿吨产量，主要依靠新探明储量的增加、采收率提升和非常规致密油提升，石油需求将维持平稳或较低的增速，而这一期间原油进口将随之稳定或有较低的增速，对外依存度或将持续位于 70% 以上。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图26、2015-2050 中国原油产量预测



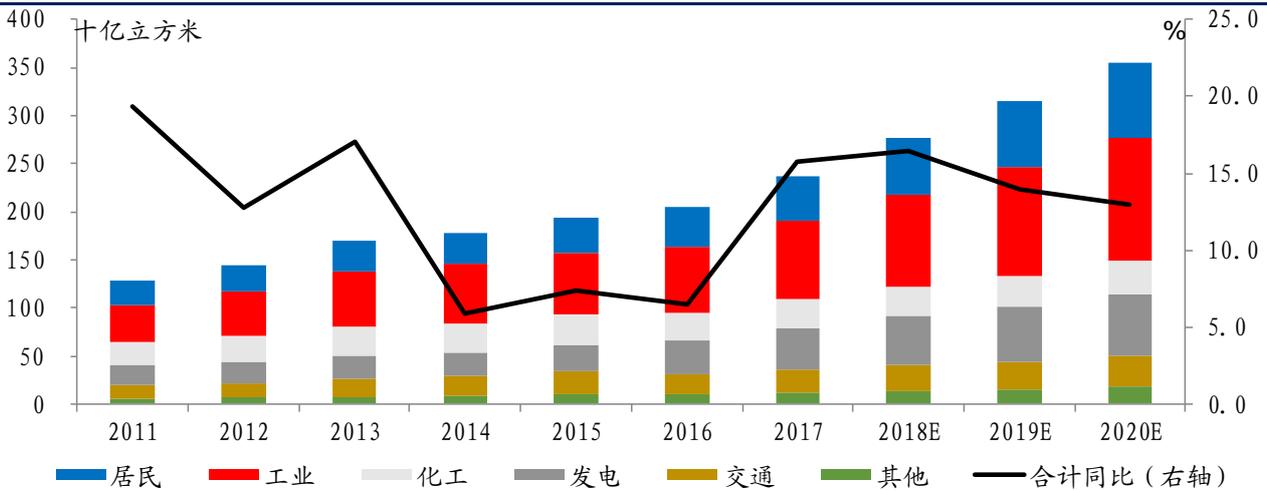
资料来源：《2050 年世界与中国能源展望（2018 版）》，兴业证券经济与金融研究院整理

3、中国天然气行业仍有较大发展空间，管网改革进行中

3.1、预计行业较高消费增速在未来 2-3 年内维持，长期空间较大

我们认为未来 2-3 年内国内天然气消费的高增速能够维持，主要因为（1）国家政策持续支持培育天然气成为主体能源之一，逐步提升其在能源结构中的占比；（2）过去受气源供给不足，被抑制的消费需求在未来气源逐渐丰富后的释放。我们预计 2018 年全年天然气消费量实现 16.5% 左右的增长，2019-2020 年有望继续保持较高增速，预计分别达 14% 和 13%。

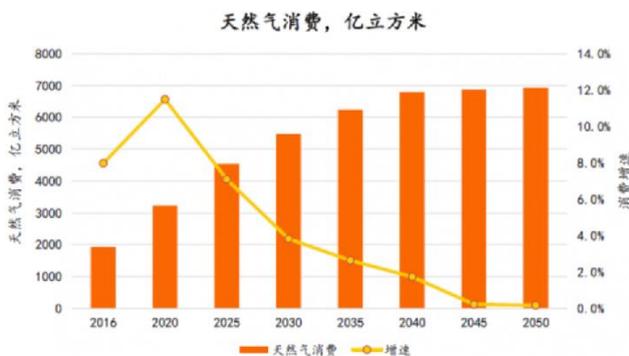
图27、历年中国天然气各领域消费量及预测



资料来源：能源局、Wind，中国天然气发展报告 2018、兴业证券经济与金融研究院

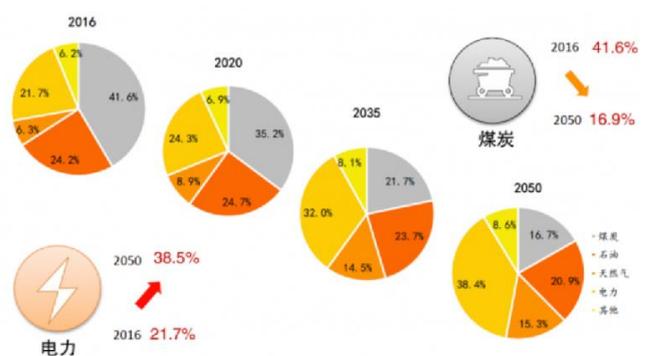
长期来看，中国天然气消费空间巨大。天然气具备清洁低碳、使用便捷、安全高效的特点，中国对天然气需求的预计实现稳步增长，2040 年前为高速增长期，新增需求集中在工业、居民以及电力等部门。据《2050 年世界与中国能源展望》，到 2035 中国天然气消费量有望较 2017 年翻一番，达到约 5,500 亿立方米，占一次能源消费比例达到约 15%。

图28、中国天然气消费及增速预测



资料来源：《2050 年世界与中国能源展望（2018 版）》，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、中国一次能源消费占比预测



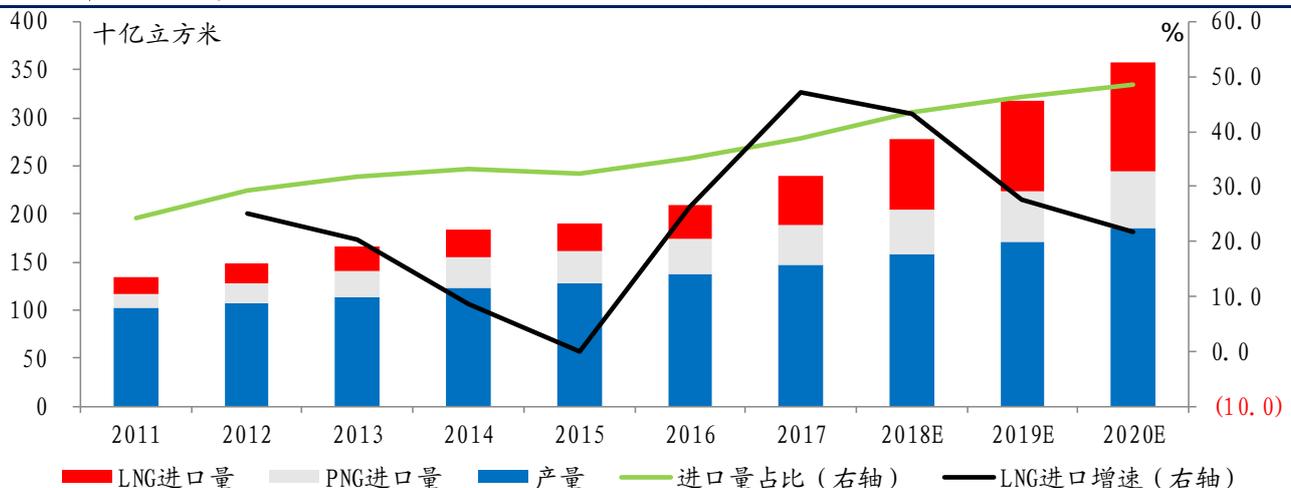
资料来源：《2050 年世界与中国能源展望（2018 版）》，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、预计天然气对外依存度继续提升，LNG 进口增速在 2019 年开始回落但仍有较高增速，进口气源逐渐丰富，自产气增速回升

我们认为未来几年内随着国内天然气消费高增速的维持，行业将呈现出以下特点：

- (1) **天然气对外依存度继续提升。**2017 年全年国内天然气对外依存度达到 39%，我们预计 2018 大约达到 44%左右，2019-2020 年继续分别提升至 46%和 48%。国际能源署今年在上海发布《天然气市场报告 2018》预计，到 2019 年，中国将成为全球最大的天然气进口国，到 2023 年天然气进口量可能达到 1,710 亿立方米。
- (2) **LNG 进口增速在 2019 年开始回落但仍有较高增速。**2017 年全年国内进口 LNG 达 3,813 万吨，同比增长 46%，2018 年 LNG 进口高增速得以维持，增速预计大约在 43%左右，2019-2020 年受高基数等因素影响，增速下滑至 27%和 22%。
- (3) **进口气源渠道逐渐丰富。**受去年气荒和今年中美贸易战影响，国内各方逐渐推动进口气源渠道的丰富。LNG 方面，今年中海油与道达尔、BG 集团签署 LNG 稳定供应合作框架协议，并在海外兴建 LNG 设施和 LNG 出口终端，便于向我国出口 LNG 资源；中石油收购俄罗斯“亚马尔液化天然气”项目，拓展我国 LNG 进口渠道。管道气方面，经过中国黑龙江的东线天然气管道明年年末将开始向中国供气，同时俄罗斯也计划把远东的萨哈林地区的天然气出口中国。
- (4) **预计自产气增速开始回升。**受中美贸易战因素影响，今年 8 月领导高层要求三桶油加大油气自产，保障国家能源安全。之后 9 月份，国务院印发了《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，对十三五期间天然气总产量做了规划，定下了较高的天然气产量的目标。我们预计，天然气自产增速的回升将在 2019 年开始，预计 2019-2020 年自产气增速分别为 8.0%和 8.5%，增量将来自于老气田的产量提升、新气田的开发和页岩气等非常规气的开发。

图30、中国天然气产量、进口量、进口量占比、LNG 进口增速及预测

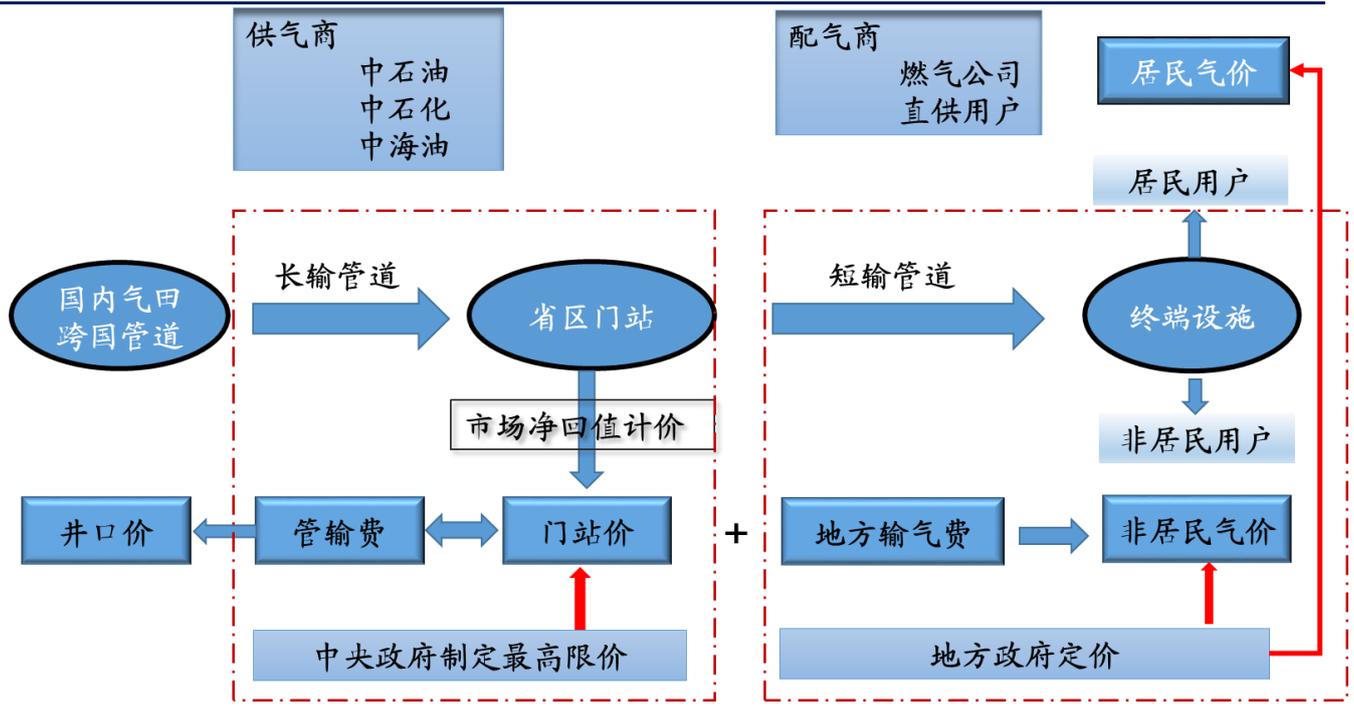


资料来源：Wind、能源局、海关总署、《油气发展十三五规划》、兴业证券经济与金融研究院

3.3、天然气行业改革进行中，第一个“三年”的管输价格调整已经落地

管住中间，放开两头。回顾政府在过去做出的天然气政策调整，可以清晰的看到有关部门在近5年显著加快了定价体制的改革进程。天然气价格改革的目标是“放开两头，管住中间”，即气源和销售价格由市场形成，政府只对属于网络型自然垄断环节的管网输配价格进行监管。

图31、中国天然气行业上下游产业定价体系



资料来源：发改委，兴业证券经济与金融研究院整理

第一个“三年”的管输价格调整已经落地。管输价格调整一直以来在我国天然气行业定价体系改革中都是一项重要任务，2017年8月29日，国家发改委发布《关于核定天然气跨省管道运输价格的通知》，对13家跨省管道运输企业进行了定价成本监审，并核定了相关管道运输价格，于2017年9月1日起执行，且今后每3年校核调整一次。此次调整后，各公司管输价格平均下降约15%。

表4、中国天然气跨省运输价格表

企业名称	经营的主要管道	管径(毫米)	管输价格	
			元/千立方米*公里	元/立方米
中石油北京天然气管道有限公司	包括陕京系统(陕西靖边-榆林-北京)等	1219/1016	0.2857	
中石油管道联合有限公司	包括西一线西段(新疆轮南-宁夏中卫)，西二线西段(新疆霍尔果斯-宁夏中卫)，涩宁兰线(青海涩北-甘肃兰州)等	1219	0.1442	
中石油西北联合管道有限责任公司	包括西三线(新疆霍尔果斯-福建福州，广东广州)等	1219	0.1224	
中石油东部管道有限公司	包括西一线东段(宁夏中卫-上海)、西二线东段(宁	1219/1016/711	0.2429	

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

海外公司深度研究报告

中石油管道分公司	夏中卫-广东广州), 忠武线(重庆忠县-湖北武汉), 长宁线(陕西长庆-宁夏银川)等 包括秦沈线(河北秦皇岛-辽宁沈阳)、大沈线(辽宁大连-沈阳), 哈沈线(沈阳-长春), 中沧线(河南濮阳-河北沧州)等	1016/711	0.4678
中石油西南管道分公司	包括中贵线(宁夏中卫-贵州贵阳)、西二线广南支干线(广东广州-广西南宁)等	1016	0.3961
中石油西南管道有限公司	中缅线(云南瑞丽-广西贵港)	1016	0.4109
中石油西南油气田分公司	西南油气田周边管网	914/813/711	0.3894
中石化川气东送天然气管道有限公司	川气东送管道(四川普光-上海)	1016	0.15
中石化榆济管道有限责任公司	榆济线(陕西榆林-山东济南)	711/610	0.4443
内蒙古大唐国际克什克腾煤制天然气有限责任公司	内蒙古克什克腾旗至北京煤制气管道	914	0.9787
山西通豫煤层气输配有限公司	山西沁水至河南博爱煤层气管道	559	3.5047
张家口应张天然气有限公司	应张线(山西应县-河北张家口)	508	2.0304

资料来源: 发改委, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、管网互联互通已有明显成果, 国家管道公司成立在即

截至 2017 年底, 我国长输天然气管道总里程达到 7.7 万 km, 其中, 中国中石油所属管道占比约 69%、中石化占比约 8%、中海油占比约 7%、其他公司占比约 16%, 干线管网总输气能力超过 2800 亿立方米/年。

表5、中国主要天然气管道介绍

天然气进口通道						
管道名称	投运时间	运营主体	起点	终点	全长(公里)	输气能力(亿立方米/年)
西北天然气进口通道(中亚 A/B/C 线)	2014.09	中石油	土库曼斯坦	霍尔果斯	1830	550
西南天然气进口通道(中缅天然气管道)	2013.07	中石油	缅甸若开邦皎漂	云南省瑞丽市	2520	120
东北天然气进口通道(中俄东线天然气管道)	2019E	中石油	黑龙江省黑河市	上海市白鹤末站	3000	-
国家骨干天然气管网						
管道名称	投运时间	运营主体	起点	终点	全长(公里)	输气能力(亿立方米/年)
西气东输一线	2004.12	中石油	新疆轮南镇	上海市白鹤末站	1016	170
西气东输二线	2012.12	中石油	新疆霍尔果斯	广东省广州市	4918	300
西气东输三线	2014.08	中石油	新疆霍尔果斯	福建省福州市	5220	300
陕京一线	1997	中石油	陕西省靖边	北京市石景山区衙门口	846	30
陕京二线	2005	中石油	陕西省榆林	北京市昌平区西沙屯	980	170
陕京三线	2013	中石油	陕西省榆林	北京市昌平区西沙屯	1000	150
陕京四线	2017	中石油	陕西省靖边	北京市顺义区高丽营	1098	250
川气东送	2010	中石化	普光首站	上海末站	1700	120
忠武天然气管道	2004	中石油	重庆市忠县	武汉末站	719	30
联络天然气管道						
管道名称	投运时间	运营主体	起点	终点	全长(公里)	输气能力(亿立方米/年)

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

冀-宁线	2005	中石油	安平分输站	青山分输站	886	90
兰-银线	2007	中石油	河口分输压气站	银川末站	410	35
中-贵线	2013	中石油	中卫首站	贵阳末站	1613	150
中-靖线	2017	中石油	中卫压气站	靖边压气站	376	300

重点区域天然气管网

管道名称	介绍
京津冀区域天然气管网	包括西一线、西二线上海支干线、冀-宁线、江苏 LNG 外输管道、如东—海门—崇明岛天然气管道、直—宝钢天然气管道、南京—芜湖天然气管道、常州—长兴天然气管道、川气东送等干线管道，总供气能力约 600 亿 m ³ /a，并配套建设有金坛盐穴储气库、刘庄油气藏储气库和江苏如东 LNG 接收站、启东 LNG 接收站、上海 LNG 接收站、浙江 LNG 接收站等储气调峰设施
长三角区域天然气管网	包括中国石油西二线南宁支干线、广-深支干线、香港支线等天然气管道，中国海油珠海—中山南海天然气管道、南海南屏分输站—珠海临港分输站天然气管道等天然气管道，以及广东 LNG 外输管道、广西 LNG 外输管道等天然气管道，并配套建设有广东大鹏、珠海、粤东、九丰等 LNG 接收站
珠三角区域天然气管网	包括中国石油西二线南宁支干线、广-深支干线、香港支线等天然气管道，中国海油珠海—中山南海天然气管道、南海南屏分输站—珠海临港分输站天然气管道等天然气管道，以及广东 LNG 外输管道、广西 LNG 外输管道等天然气管道，并配套建设有广东大鹏、珠海、粤东、九丰等 LNG 接收站

资料来源：《中国长输天然气管道现状及发展趋势》，兴业证券经济与金融研究院整理

管网互联互通已有明显成果。在《油气管网设施公平开放监管办法》等政策的要求以及天然气冬季保供的需求下，天然气管网互联互通在近一年来有了明显成果。今年三桶油通力合作，通过广东区域内 LNG 接收站与西气东输二线联通、通过广西 LNG 接收站与中缅管道联通、实施中卫-贵阳输气通道联络增输工程、陕京四线增输工程，确保了今年冬季采暖前形成“南气北上”3000 万立方米/日的能力，明年冬季供暖前形成“南气北上”6000 万立方米/日、陕京四线形成 8000 万立方米/日的输气能力。同时实施大连 LNG、双 6 储气库外输通道增输联络工程，形成东北天然气输往华北 700 万立方米/天的能力。

国家管道公司成立在即。2017 年 5 月，中共中央、国务院印发了《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，该文件明确：分步推进国有大型油气企业干线管道独立，实现管输和销售分开。完善油气管网公平接入机制，油气干线管道、省内和省际管网均向第三方市场主体公平开放。但是由于管网资产剥离工作复杂性较高，同时受 2017 年冬季气荒影响，2018 年各方又将冬季保供作为重要任务，该项工作进展较为缓慢。据悉，近期关于重组“三桶油”管道业务并成立新公司的组建事项及组建方案已经上报至国家层面。关于国家管道公司改革的正式方案预计会先经过发改委审批后再在明年两会上汇报，之后再对外颁布，最快在明年上半年有初步安排。

4、公司原油码头稳定盈利，榆济线引入新气田，LNG 船贡献盈利增量

4.1、原油码头业务与中国原油进口关联度大，长期预计其稳定盈利

公司下属码头原油进口量占全国原油进口总量比例在 50%左右。自中石化冠德 2012 年底完成向母公司购入 6 个码头的股权后，公司下属的 7 个原油码头各年原油进口量持续提升，2013-2017 年间的 CAGR 为 8.5%，进口量占全国原油进口总量的比例在 50%左右。

图32、公司下属 7 个原油码头地理分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、公司原油码头吞吐量及占中国原油进口量比例



资料来源：公司年报，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
(注：码头吞吐量略大于原油进口量)

公司在山东拥有良好的原油码头布局，受益于下游地炼需求提升。据海关数据显示，2017 年中国进口原油约 4.19 亿吨，其中到达山东港口的进口原油数量为 1.2 亿吨左右，即中国进口原油的约 30%要通过山东的港口来接卸，其中，中石化冠德位于青岛和日照两个码头占据了山东原油进口的主要份额。受益于近几年来山东地炼需求的提升，山东的两个码头为公司贡献了主要的吞吐量和利润的增长。

表6、公司下属 7 个原油码头基本情况

名称	持股	下游客户	吞吐量 (百万吨)		吞吐量同比		利润 (百万港元)		利润同比		
			设计产能	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
华德实华	100%	中石化广州石化	30.00	12.34	11.63	1.7%	-5.8%	242.6	231.2	4.5%	-4.7%
湛江港码头	50%	中石化湛江东兴石化	45.00	28.45	28.88	11.4%	1.5%	130.6	136.3	14.0%	4.3%
青岛实华	50%	中石化山东炼厂、山东地炼	84.00	73.56	97.94	19.6%	33.1%	230.4	300.9	12.8%	30.6%
宁波实华	50%	中石化镇海石化	35.00	29.44	28.45	2.4%	-3.4%	79.4	49.2	63.0%	-38.0%
日照实华	50%	中石化山东炼厂、山东地炼	38.50	37.78	40.89	16.3%	8.2%	158.9	148.2	31.6%	-6.7%
天津实华	50%	中石化津、冀地区炼厂	20.00	13.64	12.96	13.6%	-5.0%	23.8	38.2	1.7%	60.0%
曹妃甸实华	90%	中石化华北炼厂	20.00	13.88	13.7	-3.2%	-1.3%	89.0	69.9	-19.3%	-21.5%

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理 (注：以上利润按照持股的比例计算)

海外公司深度研究报告

表7. 山东原油港口基本情况概览

原油港口名称	经营主体	基本情况	原油接卸能力 (百万吨/年)
青岛港	青岛实华	青岛港位于山东半岛南岸的胶州湾内,是中国第二个外贸亿吨吞吐大港,港内水域宽深,四季通航,港湾口小腹大,是我国著名的优良港口,也是国内沿海最大的油品运输、中转、储存基地,其接卸原油量保持全国第一。青岛港由青岛老港区、黄岛油港区、前湾新港区和董家口港区等四大港区组成,是晋中煤炭和胜利油田原油的主要输出港,主要的原油供应对象为中石化山东公司、山东省地炼企业、河南、河北及长江沿线炼厂等。	84.0
日照港	日照实华	日照港于1982年正式开工建设,1986年投产运营,是我国重点发展的沿海20个主枢纽港之一,新亚欧大陆桥东方桥头堡。目前日照港集团有2个30万吨级和1个10万吨级原油码头正在运营,已开工的第3个30万吨级原油码头按照45万吨级的水工结构设计,第4个30万吨级原油码头也已在报批阶段。	38.5
烟台龙口港	烟台港股份有限公司	龙口港始建于1914年,地处渤海南岸、胶东半岛西北部,与辽东半岛隔海相望,是政府规划建设的烟台市三大核心港区和两个亿吨港区之一,中国沿海最大的对非散杂货出口贸易口岸和铝矾进口口岸、国内铝土矿进口第一港,我国首批对台直航港口,国家拟设的北煤外运装船港。2016年,龙口港建成中海油烟台港30万吨级原油码头,全长430米,可停靠10-30万吨级邮轮,年设计吞吐能力1600万吨。	16.0
烟台莱州港	中海集团、深赤湾	烟台市莱州港地理位置优越,地处渤海莱州湾东岸,处于环渤海经济圈的黄金地带。是一座以油品接卸为主的码头,2016年莱州港实现吞吐量2300万吨,其中油化品占1500万吨。莱州港8号原油码头泊位10万吨,原油接卸能力1300万吨/年,原油供应对象为中化工昌邑石化以及山东地炼企业。	13.0
东营港	山东高速集团	东营港建成于1997年,现有泊位46个,是中国国务院批准的国家一类开放口岸。为适应发展需要,自2005年起,东营市委、市政府决定扩建东营港,计划投资17亿元,建设2个3万吨级多用途码头,2007年8月建成投用。东营港将新建5万吨原油码头2个,年接卸转运原油能力2100万吨,规划25万吨级单点系泊原油码头,将择机启动建设。	21.0 (计划)

资料来源:《山东省原油码头、保税港区、保税罐及原油管线介绍》,兴业证券经济与金融研究院整理

公司原油码头吞吐量与中国原油进口量关联度大,未来长期预计该业务稳定盈利。公司目前下属原油码头原油进口量占中国总进口量比例达50%,预计该项业务由行业特点决定将先维持小幅增长,长期将保持稳定盈利,增长时期的主要贡献来源于山东地炼产能扩张带来的需求增量。

图34. 山东地炼开工率



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图35. 山东炼化产能扩张

Refineries	Capacity Expansion (million tons)
Haihua Group	3.00
Zhonghai Dongying Petrochemical	3.50
Chambroad Petrochemicals	3.50
Shenchi Petrochemical	5.00
Xintai Petrochemical	3.50
Wudi Xinyue Chemical	3.50
Total (million tons)	22.00

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、榆济线新管输价格已经落地，新气田+管道扩容有望提升盈利

榆济线于2010年10月开始运行，全长997.23千米，穿过陕西、山西、河南和山东四个省，上游气田为中石化鄂尔多斯盆地大牛地气田。管线最初年输送能力为30亿方，2015年已经提升到40亿方/年，预计最终会扩建到50亿方/年。

图36、公司榆济线地理示意图



资料来源：公司业绩 PPT，兴业证券经济与金融研究院整理

榆济线新的三年管输价格已经落地。根据发改委2017年8月29日发布的《关于核定天然气跨省管道运输价格的通知》，自2017年9月1日起，公司榆济线管道新的单位运价变为人民币0.4443元/千立方米*公里（含11%增值税），有效期3年，即2017年9月1日后不再采取原先按照省份收取固定管输费的做法，具体各个站点之间新的管输费也可由上述单位运价乘以站点之间的距离得出。

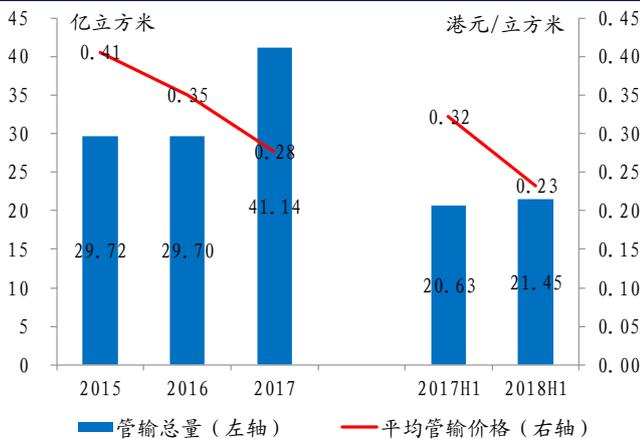
表8、榆济线管输距离和运输价格表

下气点	进气点	榆林首站		文96储气库		齐河站	
		距离(公里)	价格(元/方)	距离(公里)	价格(元/方)	距离(公里)	价格(元/方)
麻黄梁站		50.55	0.0225	801.52	-	948.25	-
佳县站		98.95	0.0440	652.02	-	798.75	-
兔坂阀室		127.06	0.0565	623.91	-	770.64	-
上楼桥阀室		253.56	0.1127	497.41	-	644.14	-
汾阳站		322.00	0.1431	428.97	-	575.70	-
武乡站		443.36	0.1970	307.61	-	454.34	-
黎城站		520.03	0.2311	230.94	-	377.67	-
任村阀室		580.79	0.2581	170.18	-	316.91	-
安阳站		633.24	0.2814	117.73	-	264.46	-
南乐站		721.28	0.3205	29.69	0.0132	176.42	0.0784
清丰站		750.97	0.3337	0.00	0.0000	206.11	0.0916
柳屯站		756.35	0.3361	5.38	0.0024	211.49	0.0940
文96储气库 (文23储气库)		750.97	0.3337	0.00	0.0000	206.11	0.0916
聊城西站		802.73	0.3567	111.14	0.0494	94.97	0.0422
齐河站		897.70	0.3989	206.11	0.0916	0.00	0.0000
宣章屯站		914.33	0.4063	222.74	0.0990	16.63	0.0074

资料来源：发改委，中石化网站，兴业证券经济与金融研究院整理（注：以上价格含增值税）

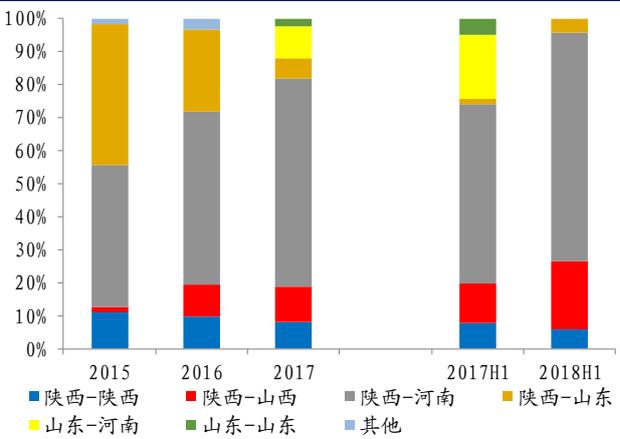
榆济线管输单价走低，输气量稳定高位。由于受中石化青岛 LNG 接收站的投运，从 2015 年开始榆济线从陕西输送到山东的天然气的量快速下降，从 2015 年的占比 42% 下降至 2017 年占比不到 6%，2018H1 继续降至 4%。因此，由于平均输气距离的缩短，加之 2017 年 9 月管输价格下调等因素的影响，平均每立方米的管输价格持续下降，2018H1 管输单价仅为 0.23 港元/方。同一时期，受国内特别是华北地区天然气旺盛需求推动，榆济线由陕西输往河南的天然气的量大幅增加，管道年输气量从 2017H1 开始基本处于满载状态，但是目前受制于上游老气田供应不足，无法进一步提升输气量。

图37、公司榆济线管输量和平均管输价格



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

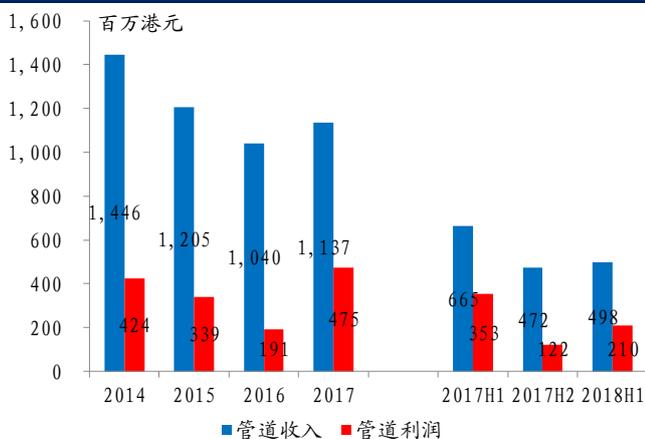
图38、公司管输按地区间占比



资料来源：公司业绩会 PPT，兴业证券经济与金融研究院整理

2018H1 开始榆济线管道盈利回升。2017 年 9 月管输价格下调后，榆济线管道业绩在 2017H2 有明显反应，收入和利润环比 2017H1 分别下降了 29% 和 65%。但 2017 年开始，公司调整了管道的折旧年限（从 20 年调整至 30 年），同时不再支付之前每年 5,000 万至 1 亿港元左右的储气库租赁费，2018H1 利润环比改善明显。

图39、公司榆济线管道历年营收和净利润



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、公司榆济线管道分部总资产、净资产和 ROA



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理（半年度 ROA 取年化）

新气田+管道扩容有望提升盈利。公司近年来在对榆济线管道进行扩容,预计 2019 年将设计产能从 40 亿立方米/年提升至 50 亿立方米。输气量方面,榆济线未来也有明显提升空间,主要来源于在原有鄂尔多斯盆地的大牛地气田的基础上将会加入东胜气田的贡献。东胜气田截止 2018 年 10 月,日产天然气已经达到 324 万立方米,累计新建产能超过 10 亿立方米,保持较快的上产势头,计划 2018 年生产天然气 11.2 亿立方米,2019 年计划产气 15 亿立方米。因此,公司在 2019 年管道扩容完成后,如果届时东胜气田顺利提升产量,预计管道输气量将有明显提升。

榆济线未来存在并入国家管道公司可能。据悉,近期关于重组“三桶油”管道业务并成立新公司的组建事项及组建方案已经上报至国家层面。关于国家管道公司改革的正式方案预计会先经过发改委审批后再在明年两会上汇报,之后再对外颁布,最快在明年上半年有初步安排。榆济线存在纳入国家管道公司的可能,比较可能的操作方式为冠德公司按榆济线资产的比例入股国家管道公司,如果该种情况发生,公司的报表将发生较大变化。

4.3、LNG 船业务持续贡献盈利增量

公司通过冠德国际(公司持股 30%)与中远海能等公司共同持有中国东方液化天然气运输投资有限公司和中国能源运输投资有限公司股份,最终分别持有两 LNG 运输船公司下的 PNG LNG 项目和 APL LNG 项目股权比例为 9%和 39.2%。截止 2018H1, PNG LNG 项目和 APL LNG 项目分别已投运 2 条和 6 条船,两个项目分别每年从巴布新几内亚和澳大利亚运输 200 万吨和 760 万吨 LNG 到中国,合同期为 20 年,每艘船的建造成本均为 260 百万美元,初始建造资金来源为 80%的贷款和 20%的股东借款。

图41、公司 PNG LNG 项目持股结构

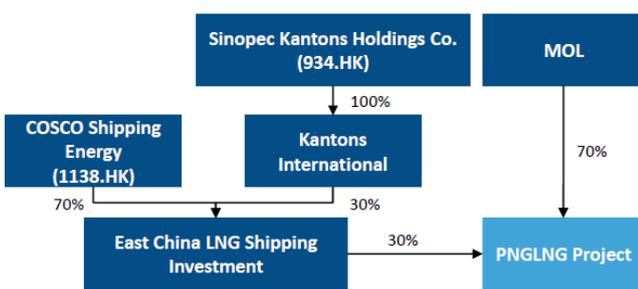
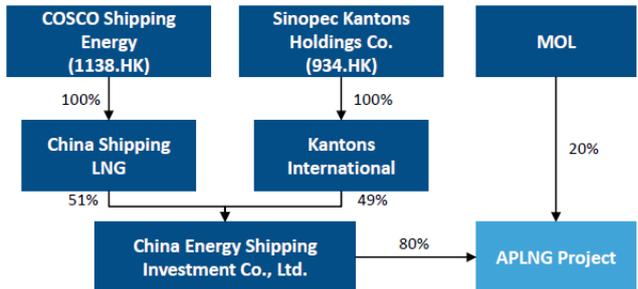


图42、公司 APL LNG 项目持股结构

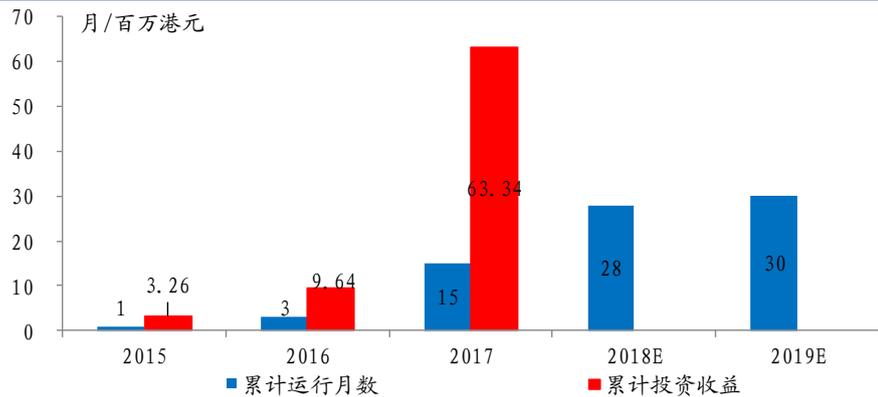


资料来源: 公司业绩 PPT, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司业绩 PPT, 兴业证券经济与金融研究院整理

自 2018H1 APL LNG 项目再投运 2 条船之后,预计从 2018H2 开始公司的 LNG 船运业务进入平稳运行阶段,每年累计运行月数在 30 个月左右。

图43、公司 LNG 船业务各年累计运行月数和投资收益



资料来源：公司业绩 PPT，兴业证券经济与金融研究院整理（此处的累计运行月数和累计投资收益均考虑了持股比例的影响）

财务成本逐年下降，盈利逐年提升。公司两个 LNG 项目单条船合同期均为 20 年，建造成本 260 万美元，贷款 80%，每年本金和利息之和等额支付，投运后 15 年还清贷款。由此测算，由于利息支付逐年减少，两个项目单条船的盈利在投运后 5 年能够较第一年提升 40%，投运后 10 年提升 92%。

图44、公司 PNGLNG 项目单条船投资回报模型

年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
建造成本 (百万美元)	260																			
负债比例	80%																			
贷款金额 (百万美元)	208	198.4	188.2	177.6	166.5	154.7	142.4	129.5	116.0	101.7	86.8	71.1	54.6	37.3	19.1	0.0	0	0	0	0
贷款利率	5%																			
公司持股比例	9%																			
EBIT (百万美元)	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
财务费用 (百万美元)	10.4	9.9	9.4	8.9	8.3	7.7	7.1	6.5	5.8	5.1	4.3	3.6	2.7	1.9	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
本金偿付 (百万美元)	9.6	10.1	10.6	11.2	11.7	12.3	12.9	13.6	14.2	15.0	15.7	16.5	17.3	18.2	19.1	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润 (百万美元)	6.6	7.1	7.6	8.1	8.7	9.3	9.9	10.5	11.2	11.9	12.7	13.4	14.3	15.1	16.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
归属公司净利润 (百万美元)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
归属公司净利润 (百万港元)	4.6	5.0	5.3	5.7	6.1	6.5	6.9	7.4	7.9	8.4	8.9	9.4	10.0	10.6	11.3	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

图45、公司 APLLNG 项目单条船投资回报模型

年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
建造成本 (百万美元)	260																			
负债比例	80%																			
贷款金额 (百万美元)	208	198.4	188.2	177.6	166.5	154.7	142.4	129.5	116.0	101.7	86.8	71.1	54.6	37.3	19.1	0.0	0	0	0	0
贷款利率	5%																			
公司持股比例	39%																			
EBIT (百万美元)	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
财务费用 (百万美元)	10.4	9.9	9.4	8.9	8.3	7.7	7.1	6.5	5.8	5.1	4.3	3.6	2.7	1.9	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
本金偿付 (百万美元)	9.6	10.1	10.6	11.2	11.7	12.3	12.9	13.6	14.2	15.0	15.7	16.5	17.3	18.2	19.1	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润 (百万美元)	6.6	7.1	7.6	8.1	8.7	9.3	9.9	10.5	11.2	11.9	12.7	13.4	14.3	15.1	16.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
归属公司净利润 (百万美元)	2.6	2.8	3.0	3.2	3.4	3.6	3.9	4.1	4.4	4.7	5.0	5.3	5.6	5.9	6.3	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
归属公司净利润 (百万港元)	20.2	21.7	23.2	24.8	26.5	28.3	30.2	32.2	34.3	36.4	38.7	41.1	43.6	46.3	49.1	52.0	52.0	52.0	52.0	52.0

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

4.4、负债率低，未来资本开支有限，派息率或有提升空间

公司近年来各业务条线逐渐进入稳定运营状态，资本开支已经逐年减少，预计2019年大约再投入2亿港元用于榆济线扩容，其他开支用于原油输送管道扩建等，开支整体较少，预计公司负债率逐渐下降。

公司2017年全年每股派息达到0.12港元，较2016年的0.07港元有明显提升，派息率达到24.7%。公司目前派息率较低，原因之一为受制于其持股原油码头的派息影响。但是，我们认为随着公司码头及其他各项业务逐步进入稳定运营阶段，未来的派息率有提升空间。

图46、公司历年资本开支和资产负债率情况

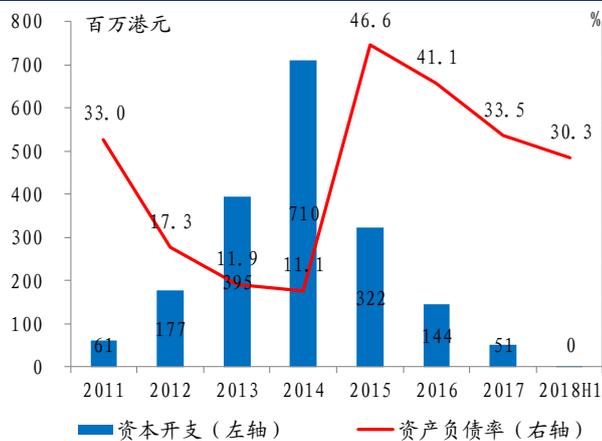


图47、公司历年派息情况



资料来源：公司业绩 PPT，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司业绩 PPT，兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测与估值

根据行业与公司自身情况，我们预计：

- （1）随着新气田的产出贡献与榆济线管道的扩容，2019年下半年开始管输量有望提升，2019、2020年分别有望达到45亿方和48亿方。
- （2）受益于山东地方炼厂持续对进口原油的需求，公司青岛和日照的两个码头有望实现原油接卸量的增长，2018年原油接卸量增速或在9%左右，2019年增速为5%。整体来看，预计公司下属7个原油码头合计2018-2020年的原油吞吐量增速分别为6%、4%和2%。
- （3）由于付息逐年减少，公司LNG船项目投资收益将逐年提升。
- （4）海外仓储项目前景不明朗，收益或继续下滑。
- （5）印尼项目目前账面资产仍有6亿港元左右，如果仲裁结果不利，公司有资产减值风险，但由于其不确定性，此处预测时暂不考虑。

海外公司深度研究报告

表9、公司主要经营/财务数据预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
榆济线管输量 (亿方)	29.7	41.1	43.5	45.1	48.3
同比	-0.1%	38.5%	4.3%	3.6%	8.7%
榆济线管输费 (港元/方)	0.35	0.28	0.23	0.23	0.23
原油接卸量 (万吨)					
华德实华	1,234	1,163	1,221	1,233	1,246
湛江港码头	2,845	2,888	2,740	2,740	2,740
青岛实华	7,356	9,794	10,700	11,235	11,572
宁波实华	2,944	2,845	2,875	2,904	2,933
日照实华	3,778	4,089	4,486	4,710	4,852
天津实华	1,364	1,296	1,323	1,349	1,376
曹妃甸实华	1,388	1,370	1,436	1,479	1,524
同比					
华德实华	1.7%	-5.8%	5.0%	1.0%	1.0%
湛江港码头	11.4%	1.5%	-5.1%	0.0%	0.0%
青岛实华	19.6%	33.1%	9.2%	5.0%	3.0%
宁波实华	2.4%	-3.4%	1.0%	1.0%	1.0%
日照实华	16.3%	8.2%	9.7%	5.0%	3.0%
天津实华	13.6%	-5.0%	2.1%	2.0%	2.0%
曹妃甸实华	-3.2%	-1.3%	4.8%	3.0%	3.0%
原油单位接卸收入 (千港元/万吨)					
华德实华	475	509	500	500	500
原油单位接卸利润 (千港元/万吨)					
湛江港码头	45.9	47.2	49.3	49.2	50.0
青岛实华	31.3	30.7	36.4	33.7	34.0
宁波实华	27.0	17.3	18.4	18.2	19.0
日照实华	42.0	36.2	39.7	39.9	40.4
天津实华	17.5	29.4	31.1	30.5	31.5
曹妃甸实华	64.1	51.0	53.6	54.1	55.1
LNG 船项目投资收益 (千港元)	9,640	63,340	86,360	92,654	99,262
海外仓储项目投资收益 (千港元)	57,850	36,620	28,690	28,117	27,573

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院（注：以上利润按照持股的比例计算；预测未考虑印尼项目资产减值风险）

由于公司所处行业的特性，我们选用 DCF 法进行估值，计算 WACC 为 11.0%，2023 年后增长率降为 0%，得到目标每股价值为 4.46 港元，目标价对应 2018 年 PB 为 0.9 倍，首次覆盖予以“买入”评级。

图48、公司 DCF 计算方法与假设

单位 (百万港元)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,623	1,665	1,745	1,785	1,785	1,785	1,785	1,785	1,785	1,785	1,785
yoy	-6%	3%	5%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	1,704	1,744	1,882	1,955	1,979	2,005	2,005	2,005	2,005	2,005	2,005
yoy	7%	2%	8%	4%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT*(1-t)	1,473	1,494	1,598	1,646	1,653	1,661	1,661	1,661	1,661	1,661	1,661
+折旧与摊销	452	461	466	454	457	459	459	459	459	459	459
+营运资本变动	37	(72)	9	(42)	38	(42)	(42)	(42)	(42)	(42)	(42)
-资本开支	(50)	(250)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)
-联营/合营公司利润	(989)	(997)	(1,036)	(1,062)	(1,089)	(1,116)	(1,116)	(1,116)	(1,116)	(1,116)	(1,116)
+联营/合营公司股息	564	569	592	607	623	639	639	639	639	639	639
自由现金流	1,487	1,205	1,578	1,554	1,632	1,551	1,551	1,551	1,551	1,551	1,551
第N年	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
系数	1.00	0.90	0.81	0.73	0.66	0.59	0.53	0.48	0.43	0.39	0.35
现值	1,487	1,086	1,281	1,136	1,075	921	829	747	673	606	546
2018-2028E现金流现值	10,387										
终值	4,966										
企业价值	15,354										
净债务+少数股东权益	4,262										
股权价值	11,092										
每股价值 (港元)	4.46										

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

图49、中石化冠德 PE-Band

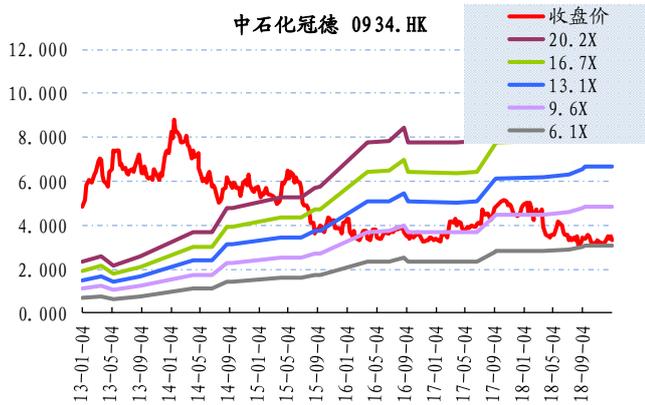
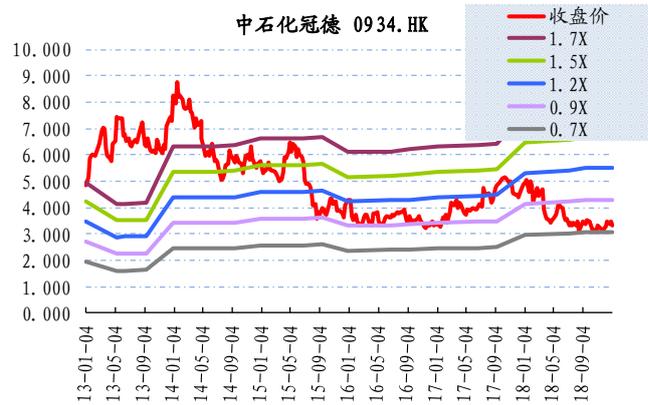


图50、中石化冠德 PB-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表10、行业估值表

代码	证券简称	总市值 (亿港元)	2017PE	2018PE	2019PE	PB	ROE(%) 2018E	股息率(%) 2018E
0934.HK	中石化冠德	83	6.85	6.25	6.04	0.70	11.21	4.67
0135.HK	昆仑能源	652	10.53	9.87	8.80	1.39	13.96	4.10
0144.HK	招商局港口	475	5.70	7.98	8.46	0.62	7.00	5.20
6198.HK	青岛港	299	7.67	7.37	6.91	1.04	-	-
600018.SH	上港集团	1371	10.12	11.82	10.68	1.72	13.73	4.33
601018.SH	宁波港	502	15.67	16.14	14.52	1.16	-	-
600717.SH	天津港	137	18.20	-	-	0.75	5.25	-
600017.SH	日照港	96	14.66	13.65	11.87	0.75	-	-
002267.SZ	陕天然气	92	16.72	18.23	15.85	1.43	8.38	2.49
平均			11.79	11.41	10.39	1.06	9.92	4.16

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理（中石化冠德数据为我们预测，其余取自 Bloomberg 一致预期，按照 2019 年 1 月 3 日收盘价计算）

6、风险提示

- 1、管道剥离定价低于预期；
- 2、山东地炼需求景气下滑；
- 3、印尼项目资产减值；
- 4、派息不及预期

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万港元					单位:百万港元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,431	1,626	1,776	2,309	营业收入	1,729	1,623	1,665	1,745
货币资金	410	643	724	1,269	销售成本	(865)	(811)	(822)	(829)
应收账款	1,006	967	1,036	1,025	毛利润	864	812	843	916
其他流动资产	15	15	15	15	其他收入	118	133	108	108
非流动资产	15,658	15,680	15,897	15,926	分销成本	(198)	(193)	(200)	(209)
物业、厂房及设备	6,915	6,534	6,343	5,947	行政费用	(215)	(211)	(183)	(157)
预付土地租赁款项	674	656	638	621	经营利润	748	715	747	846
于联营/合营公司权益	7,957	8,382	8,810	9,254	财务费用	(162)	(148)	(124)	(99)
其他非流动资产	112	109	106	104	应占联营公司业绩	143	143	144	146
资产合计	17,089	17,306	17,673	18,235	应占合营公司业绩	699	845	853	890
流动负债	2,812	4,811	4,150	3,588	除税前溢利	1,428	1,556	1,620	1,783
短期借款	2,388	4,389	3,730	3,171	所得税	(221)	(231)	(250)	(284)
应付账款	363	361	359	357	净利润	1,207	1,325	1,370	1,499
其他流动负债	61	61	61	61	归属母公司净利润	1,208	1,326	1,370	1,499
非流动负债	2,907	131	131	131	主要财务比率				
长期借款	2,775	0	0	0	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
其他非流动负债	131	131	131	131	成长性(%)				
负债合计	5,719	4,942	4,282	3,720	营业收入增长率	(2.1)	(6.2)	2.6	4.8
股本	249	249	249	249	营业利润增长率	35.0	(4.4)	4.5	13.2
储备	11,084	12,078	13,105	14,229	归母净利润增长率	20.2	9.7	3.3	9.4
本公司权益持有人应占权益	11,333	12,327	13,354	14,478	盈利能力(%)				
非控制性权益	37	37	37	37	净利率	69.8	81.7	82.3	85.9
权益合计	11,370	12,364	13,391	14,515	ROE	11.6	11.2	10.7	10.8
					ROA	7.2	7.7	7.8	8.3
					偿债能力(%)				
					资产负债率	33.5	28.6	24.2	20.4
					流动比率	50.9	33.8	42.8	64.4
					速动比率	50.3	33.5	42.4	63.9
					营运能力(次)				
					资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
					应收帐款周转率	1.6	1.6	1.6	1.7
					每股资料(港元)				
					每股收益	0.49	0.53	0.55	0.60
					每股净资产	4.57	4.97	5.39	5.84
					估值(倍)				
					PE	6.85	6.25	6.04	5.52
					PB	0.73	0.67	0.62	0.57

现金流量表					单位:百万港元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
除税前溢利	1,428	1,556	1,620	1,783	资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
折旧与摊销	463	452	461	466	应收帐款周转率	1.6	1.6	1.6	1.7
应占联营/合营公司业绩	(843)	(989)	(997)	(1,036)	每股资料(港元)				
营运资金变动	87	37	(72)	9	每股收益	0.49	0.53	0.55	0.60
经营活动产生现金净额	1,117	973	887	1,037	每股净资产	4.57	4.97	5.39	5.84
资本开支	(51)	(50)	(250)	(50)	估值(倍)				
自联营/合营公司收取股息	477	564	569	592	PE	6.85	6.25	6.04	5.52
投资活动产生现金净额	223	520	325	553	PB	0.73	0.67	0.62	0.57
借款净额	(675)	(774)	(658)	(560)					
融资活动所用现金净额	(1,261)	(1,259)	(1,131)	(1,045)					
现金净变动	78	234	81	545					
现金的期初余额	323	410	643	724					
汇率变动影响	8	0	0	0					
现金的期末余额	410	643	724	1,269					

海外公司深度研究报告

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万润园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、毅蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团和微盟集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。本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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。