

上游业绩弹性巨大, 公司盈利模式进入新常态

投资要点

- 推荐逻辑:** 在2018年1月4日的报告《中国石化: 油价上涨将带动公司盈利和估值修复》当中, 我们预计2018年布伦特原油价格中枢大约65美元/桶, 比17年均价上涨大约10美元, 中石化上游有望彻底扭亏为盈, 公司整体盈利中枢有望上移至700亿元, 如果再考虑到原油的一次性库存收益, 净利润有望达到800亿元。在本篇报告中, 我们详细分析了公司上游板块的成本和油价弹性, 我们预计上游板块成本线在61~66美元/桶, 2018年如果布油中枢为65美元, 上游净利润有望增加180亿元。在中油价时代, 公司盈利进入全新状态: 上游扭亏为盈开始贡献利润, 炼油和化工板块盈利继续保持平稳, 公司ROE水平将稳步提升至10%甚至更高并且波动明显变小。通过横向和纵向对比, 我们认为公司合理PB至少在1.4倍以上, 目前被严重低估, 具备极强的战略配置价值。
- 上游勘探和开采板块业绩弹性极大。** 据测算, 目前上游板块油气整体成本大约61美元/桶油当量, 原油业务单独的成本大约66美元/桶, 随着油价逐步回暖, 2018年上游板块有望彻底扭亏为盈。另外, 随着油价回暖, 上游经济可开采储量有望上调, 按照目前油价估算, 我们预计上游储量有望从15.5亿桶上调至22亿桶左右, 因此, 折旧、折耗和资产减值等对应的单桶成本将明显下降, 整体来看, 上游原油生产成本有望降低2~4美元/桶。公司目前上游大约3亿桶原油产量, 油价每上涨10美元, 对应净利润增加140亿元, 另外再考虑成本下降2~4美元将增加净利润大约40亿元, 因此总的净利润有望增加180亿元。
- 中石化ROE将逐步提升, 并成为中油价受益者。** 中石化的资产结构更偏向于中游炼化, 因此在高油价时代(高油价不利于炼化装置的盈利), 中石化的ROE与国内外同类公司相比不具备优势。而在目前的中油价时代, 炼化企业盈利将大幅好转, 中石化ROE得到明显提升, 并且与同类公司相比具备较强优势。虽然公司ROE正在逐步改善至10%附近, 但是PB与同类公司相比仍处于低位。纵观公司过去ROE与PB的历史, PB与ROE成正相关关系, 当ROE提升至10%以上, 我们认为合理PB在1.4倍以上。
- 盈利预测与投资建议:** 预计2017-2019年EPS分别为0.47元、0.61元、0.63元, 给予公司2018年15倍估值, 对应目标价9.3元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原油价格大幅下跌的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1930911.00	2335820.96	2368340.59	2369383.70
增长率	-4.36%	20.97%	1.39%	0.04%
归属母公司净利润(百万元)	46416.00	56452.63	74018.99	76265.37
增长率	44.12%	21.62%	31.12%	3.03%
每股收益EPS(元)	0.38	0.47	0.61	0.63
净资产收益率ROE	7.11%	7.95%	9.45%	8.87%
PE	17	14	10	10
PB	0.93	0.85	0.77	0.70

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

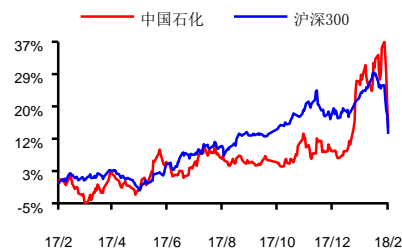
分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
电话: 0755-23605349
邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1,210.71
流通A股(亿股)	955.58
52周内股价区间(元)	5.51-7.63
总市值(亿元)	7,724.34
总资产(亿元)	14,766.55
每股净资产(元)	5.92

相关研究

- 中国石化(600028): 油价上涨将带动公司盈利和估值修复 (2018-01-05)
- 中国石化(600028): 二季度业绩符合预期 (2017-08-28)
- 中国石化(600028): 上半年炼化与成品油经销增长, 柴油比下降 (2017-07-24)

目 录

1 继续维持 2018 年布伦特油价中枢 65 美元/桶的判断	1
2 油价回暖利好公司上游板块，业绩弹性巨大	2
3 公司上游原油生产完全成本大约 61~66 美元/桶，2018 年有望彻底扭亏为盈	4
4 ROE 逐步提升，估值将得到修复.....	8
5 风险提示	8

图 目 录

图 1: 美国商业原油库存数量 (百万桶)	1
图 2: OECD 国家原油库存数量 (百万桶)	1
图 3: 美国原油产量与采油钻机数情况	1
图 4: 美国主要页岩油产区未完井 (DUC) 数量	1
图 5: 上游勘探开采板块利润与油价的关联程度	2
图 6: 上游板块原油和天然气产量	3
图 7: 原油产量和增速	3
图 8: 天然气产量和增速	3
图 9: 天然气在上游板块的收入占比	3
图 10: 公司原油实现价格和天然气实现价格变化情况	4
图 11: 公司单桶油气当量成本与收益 (原油+天然气)	4
图 12: 公司原油单桶成本与收益 (只包括原油)	4
图 13: 上游勘探开采板块成本拆分	5
图 14: 勘探费用变化情况	6
图 15: 折旧、折耗和摊销变化情况	6
图 16: 资产减值变化情况	6
图 17: 油气现金操作成本变化情况	6
图 18: 不同油价下的石油特别收益金	6
图 19: 经济可开采储量和折旧折耗情况	7
图 20: 上游资源折耗率变化情况	7
图 21: 上游板块单桶折旧折耗和减值情况	7
图 22: 中石化 ROE (摊薄) 与海内外公司对比	8
图 23: 中石化 PB (倍) 与海内外公司对比	8

表 目 录

表 1: 公司上游板块弹性测算表—油价每上涨 10 美元/桶对应净利润的增加值	2
附表: 财务预测与估值	9

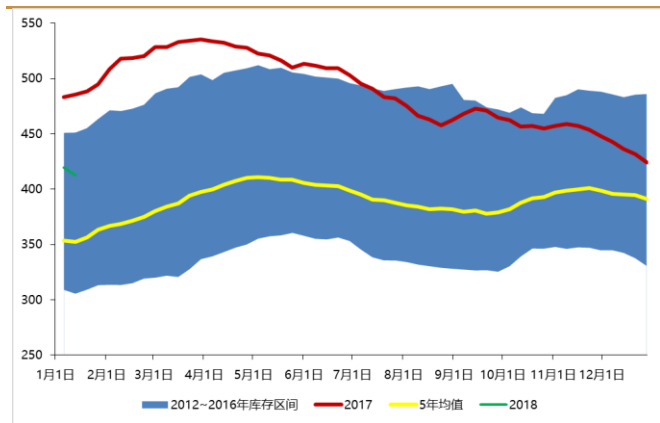
1 继续维持 2018 年布伦特油价中枢 65 美元/桶的判断

原油市场进入去库存周期，油价中枢有望持续上移。自 2017 年 OPEC 执行减产协议开始，全球原油市场正式进入去库存周期，目前 OECD 和美国商业原油库存不断回落，表明原油市场供需格局正在逐步改善。2018 年全球原油新增需求有望达到 150~170 万桶/日，我们预计原油库存仍将稳中有降，这将对国际油价形成强有力的支撑。

美国页岩油产量有望继续增加，短期内对油价形成压制。虽然美国采油钻机数近半年来持续滞涨，但是原油产量仍在稳步提升目前美国原油产量大约 990 万桶/日，2017 年全年新增产量大约 80 万桶/日。近半年来，美国页岩油主产区未完井（DUC）数量增加较快，目前总数超过 1.4 万口，鉴于目前油价下页岩油的盈利持续增强，我们认为 18 年页岩油产量仍将持续增加，增幅有望维持在 80 万桶甚至可能更高。

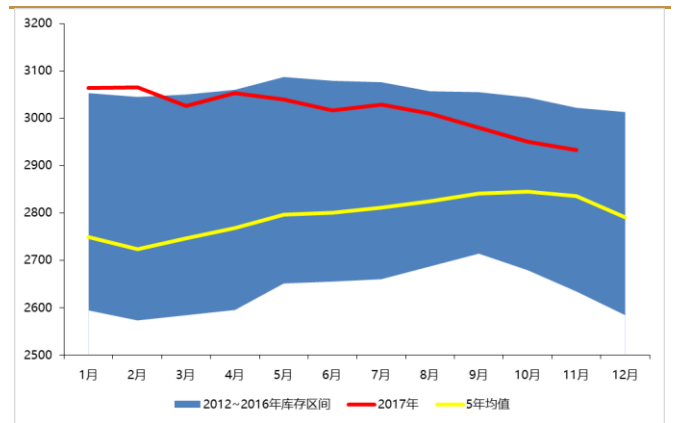
油价进入炼化高景气区间，公司盈利模式进入新常态。在不爆发大规模地缘政治冲突的情况下，我们判断 18 年布伦特油价将在 55~75 美元/桶之间运行，中枢有望从 17 年的 54 美元上移至 65 美元。在该油价之下，公司上游板块有望扭亏为盈，炼油、化工、销售板块则处于盈利高景气区间，公司整体盈利能力和 ROE 水平将得到明显提升。

图 1：美国商业原油库存数量（百万桶）



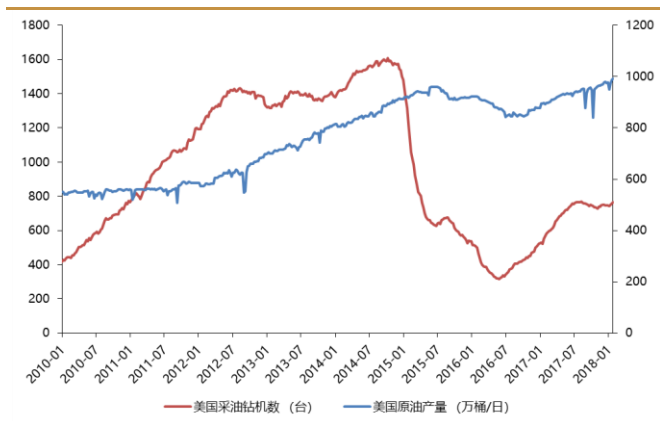
数据来源：EIA，西南证券整理

图 2：OECD 国家原油库存数量（百万桶）



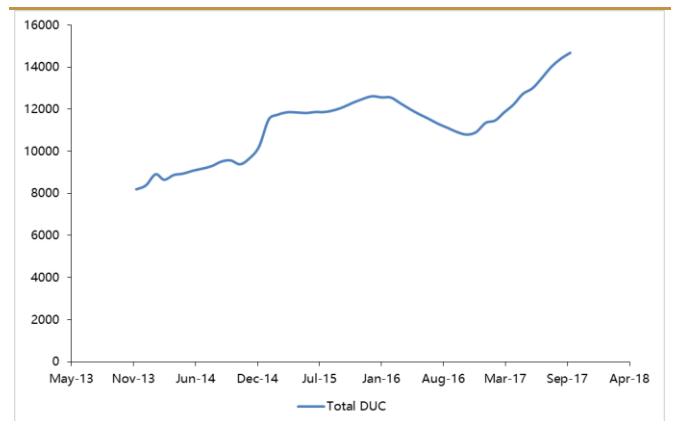
数据来源：IEA，西南证券整理

图 3：美国原油产量与采油钻机数情况



数据来源：EIA，西南证券整理

图 4：美国主要页岩油产区未完井（DUC）数量



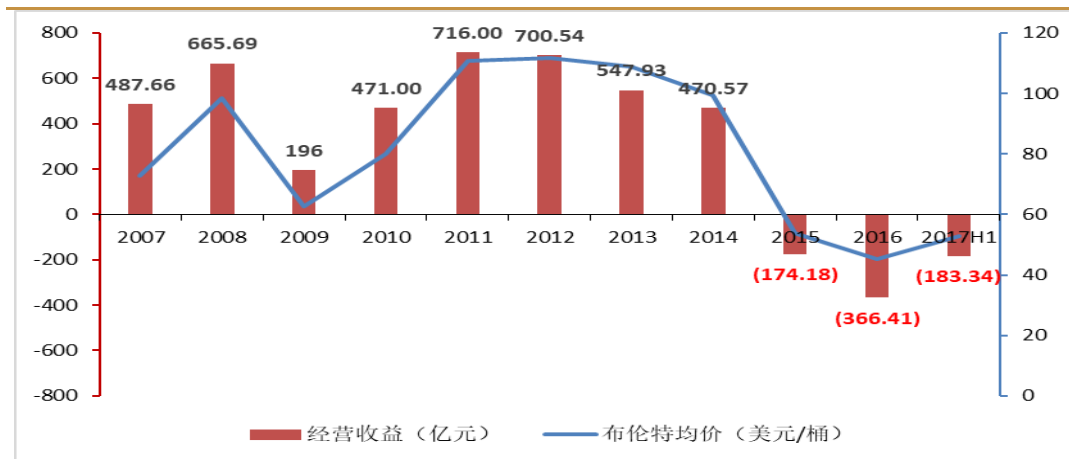
数据来源：EIA，西南证券整理

2 油价回暖利好公司上游板块，业绩弹性巨大

上游勘探和开采板块业绩具备极强的油价弹性。公司上游板块体量很大，目前公司上游原油储量大约 15.5 亿桶，原油年产量大约 3 亿桶；天然气储量 7.2 万亿立方英尺，天然气年产量大约 260 亿立方米。公司上游板块盈利基本跟油价是正相关的，油价越高，盈利能力越好。2011 年和 2012 年期间，国际油价中枢维持在 110 美元/桶，上游板块经营收益超过 700 亿元，2016 年油价均价大概 45 美元/桶，板块亏损 366 亿元。言外之意，在油价高位和低位之下，上游板块经营收益弹性超过 1000 亿元，可谓弹性巨大。

油价每上涨 10 美元，上游盈利有望增厚约 140 亿元。目前上游板块原油产量大约 3 亿桶，考虑 6% 的资源税和 25% 的所得税之后，油价每上涨 10 美元/桶，上游板块净利润有望增加 140 亿元人民币。另外，考虑到近两年随着油价大跌，上游板块经济可开采储量大幅下调，导致折耗和资产减值大幅增加，随着油价的回暖，上游板块对应的单桶折耗和单桶减值有望回归正常水平，上游板块盈利有望进一步增强，在下文中我们将重点分析上游板块的成本变化情况以及对盈利的影响。

图 5：上游勘探开采板块利润与油价的关联程度



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：公司上游板块弹性测算表—油价每上涨 10 美元/桶对应净利润的增加值

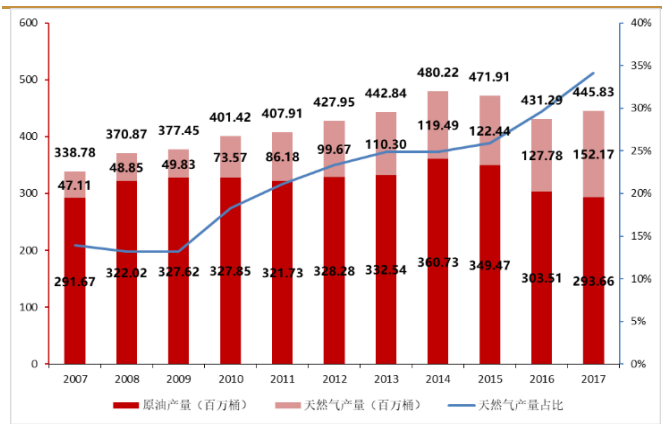
	中国石化	中国石油	中海油
油价每上涨 (美元/桶)	10	10	10
原油产量 (亿桶)	3	9	4
美元兑人民币汇率	6.8	6.8	6.8
资源税	6%	6%	6%
所得税	25%	25%	25%
净利润增加 (亿元)	140.76	422.28	187.68

数据来源：公司公告，西南证券

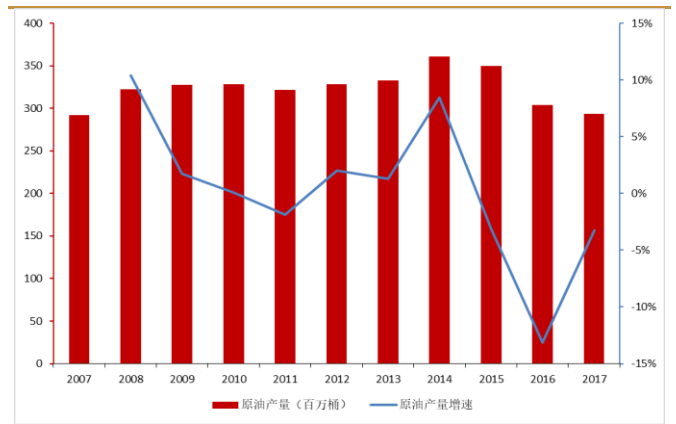
上游板块油气当量产量基本平稳，天然气占比快速提升。2007~2014 年公司油气当量产量稳定增长，2014 年油气当量产量达到 4.8 亿桶。2015 和 2016 年随着油价下跌，公司适时调整产量应对上游板块亏损，油气产量出现下滑，2016 年油气当量产量为 4.3 亿桶，2017 年产量初步回升，达到 4.46 亿桶。具体来看，公司上游油气产量当中，原油产量近三年逐

年下滑, 从 2014 年的 3.6 亿桶下滑至 2017 年的 2.94 亿桶, 但是随着油价回暖, 下跌幅度趋缓; 天然气产量逐年提高, 尤其是 2017 年的产量增速高达 19%, 目前天然气产量大约 1.52 亿桶, 在油气总产量的占比已经高达 34%, 收入占比接近 20%。

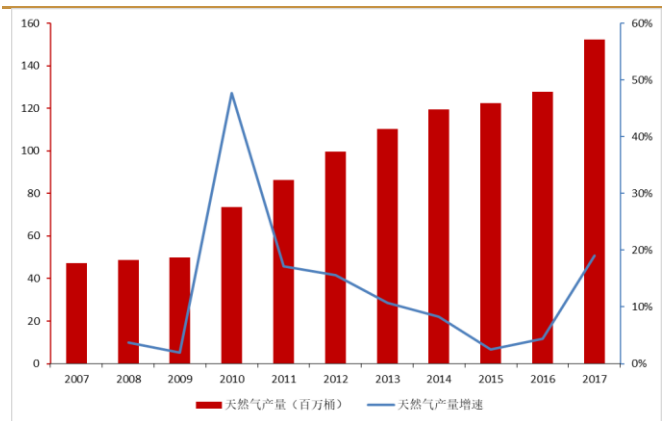
我们预计随着油价逐步回暖, 2018 年上游板块原油产量有望止跌回升, 天然气产量则有望继续保持较高增速, 天然气在上游板块中的收入占比将进一步提升。公司目前正在大力发展天然气业务, 包括涪陵页岩气二期产能建设, 预计 2017 年底建成总产能 100 亿立方米/年。另外, 公司大力发展 LNG 业务, 其中广西液化天然气项目一期 300 万吨规模装置于 2016 年 4 月投产, 天津液化天然气项目一期 300 万吨规模装置已于 2018 年初顺利投入使用。随着我国天然气下游需求的逐年放量, 天然气业务将为上游板块带来很大业绩弹性。

图 6: 上游板块原油和天然气产量


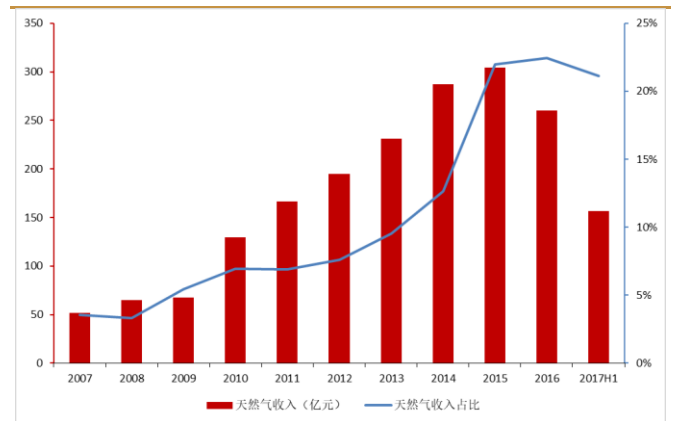
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 7: 原油产量和增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 天然气产量和增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 9: 天然气在上游板块的收入占比


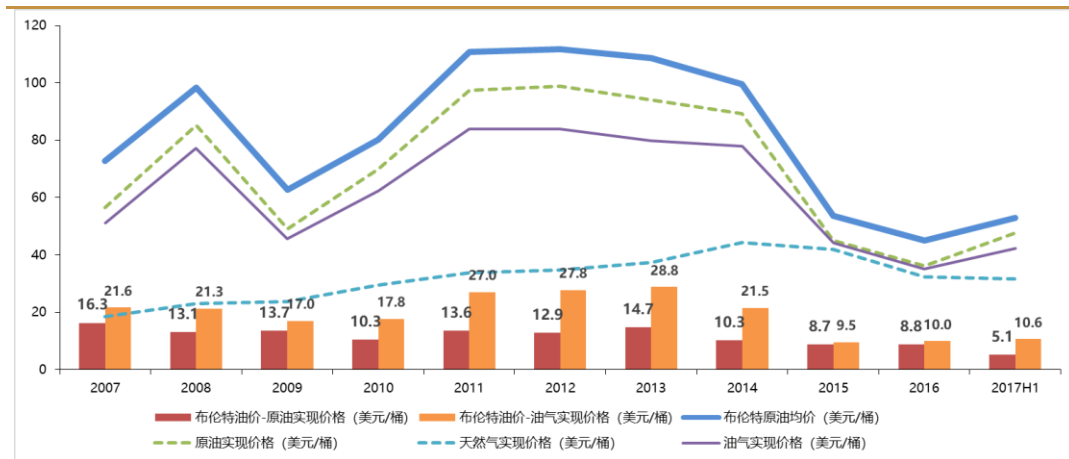
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 公司上游原油生产完全成本大约 61~66 美元/桶，2018 年有望彻底扭亏为盈

公司上游板块 18 年有望彻底扭亏为盈。在高油价时代，公司原油实现价格相对于布伦特油价大约有 10 美元以上的折价，随着近三年油价下跌，折价缩窄至 5 美元左右。根据上游板块的经营收益和油气当量产量数据估算，上游板块目前油气当量整体的成本线大约 61 美元/桶（对应布伦特油价成本线大约 $61+5=66$ 美元/桶），2017 年上半年公司单桶油气当量大概亏损 12 美元。在下文中我们将会看到，2018 年上游油气整体成本线有望下调至 58 美元/桶（对应布伦特油价大约 63 美元/桶），因此，如果布伦特油价中枢上移至 65 美元，上游就会扭亏。

目前公司原油业务自己的成本线大约 66 美元/桶。由于公司上游产量当中包括原油和天然气，并且随着天然气业务的不断发展壮大，天然气业务的盈利能力和占比逐步提升。公司没有单独公布原油和天然气各自的成本和盈利数据，我们估计目前天然气业务处于盈亏平衡，因此，根据公司原油产量和原油实现价格推算，公司原油业务自己的盈亏平衡线大约为 66 美元/桶，对应布伦特油价大约 $66+5=71$ 美元/桶，同时考虑到 2018 年成本有望下降 3 美元，那么成本线将降低至 63 美元，对应布伦特油价的成本线为 $63+5=68$ 美元/桶。

图 10：公司原油实现价格和天然气实现价格变化情况



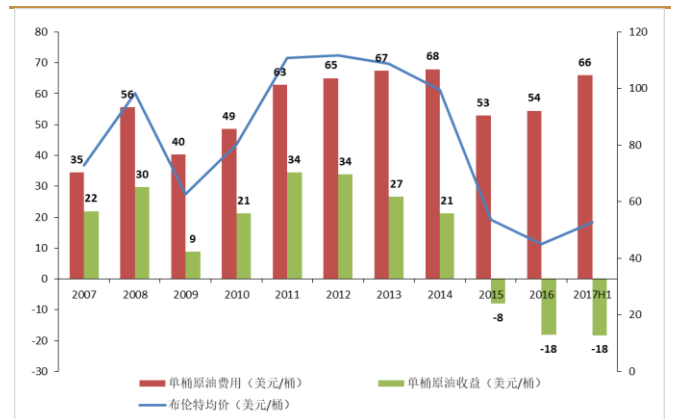
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司单桶油气当量成本与收益（原油+天然气）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司原油单桶成本与收益（只包括原油）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司上游板块成本随着油价回暖有望稳中有降，有利于利润释放。公司上游板块成本主要包括：勘探费用、折旧折耗和摊销、资产减值、现金操作成本、税费等几项。油价高位（2011~2013年期间）和油价低位（2015~2017年期间）的时候，上游板块的成本结构发生了比较大的变化。

1) 最近3年随着油价的下跌，公司下调上游资本开支，勘探费用也随之小幅下降，目前单桶勘探费用大约3~4美元；

2) 油价下跌导致上游经济可开采储量大幅下调（从30亿桶下调至15.5亿桶），从而导致折旧和折耗激增，因此上游单桶折旧和折耗也从高油价时的16美元增加至21美元以上；

3) 油价下跌导致资产减值大幅增加，单桶减值也从过去不足1美元增加至2~4美元；

4) 公司的油气现金操作成本一直相对稳定，油价下跌之后，公司大力进行降本增效整改，现金操作成本也从过去的18美元下降至15~16美元。

5) 油价对税费的影响比较大，高油价时代公司需要支付大额的资源税和石油特别收益金，随着油价的下跌，单桶税费大幅降低，从12~15美元下降至1~2美元。

油价中枢低于70美元，上游成本很可能不增反降，盈利能力将大幅提升。

1) 随着油价的回暖，勘探费用有望回升，但其占比较小，因此对成本影响不大；

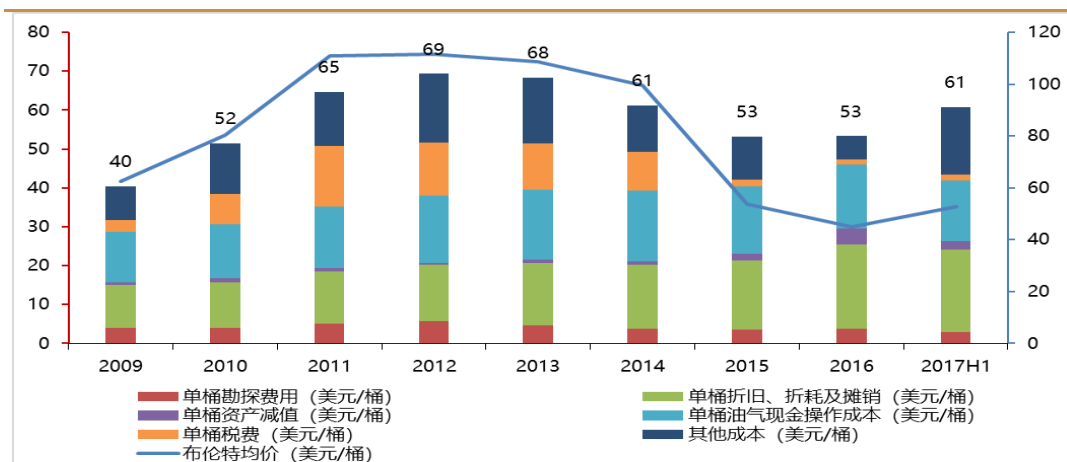
2) 油价回升，上游油气储量大概率逐步上调，那么在成本中占比较大的折旧和折耗以及资产减值都有望下降，从而带动成本降低；

3) 油价回升之后现金操作成本可能小幅回升，但是对成本结构的影响不会很显著；

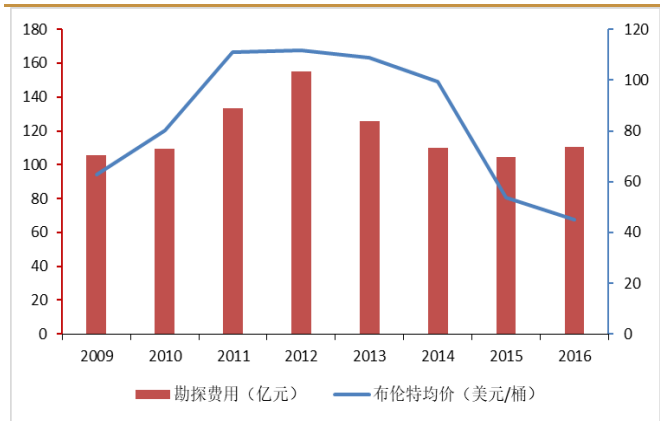
4) 油价回暖会带动上游税费的提升，但是只要油价不出现暴涨，油价中枢大概率会维持在70美元/桶下方，那么石油特别收益金等就不会大幅增加（目前石油特别收益金起征点为65美元/桶）。

因此，综合来看，2018年上游板块成本很可能稳中有降，盈利将大有改观。

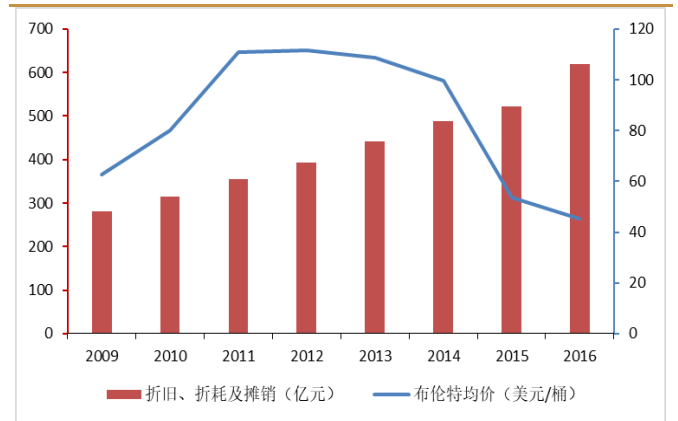
图 13：上游勘探开采板块成本拆分



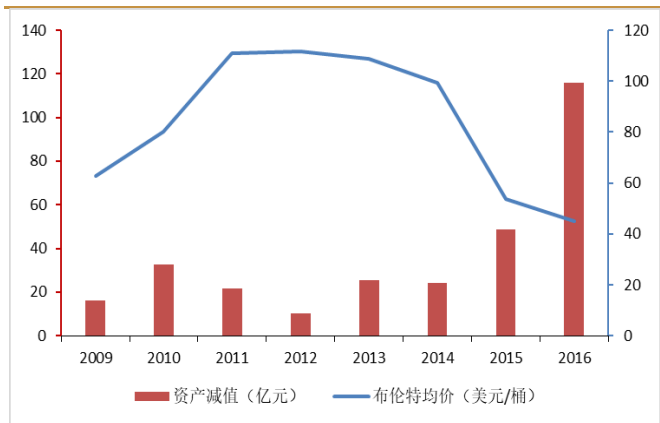
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14: 勘探费用变化情况


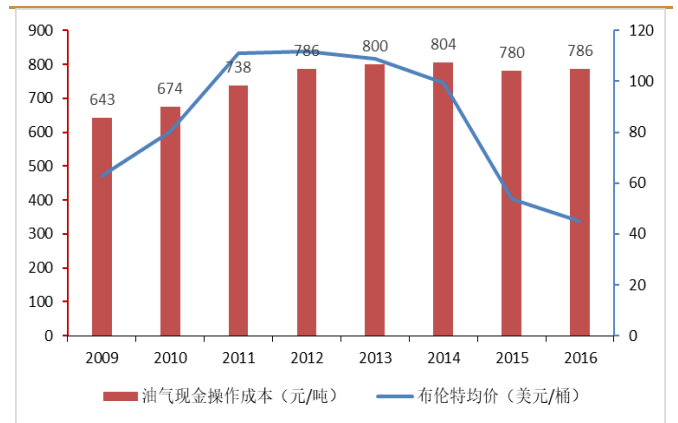
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 折旧、折耗和摊销变化情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

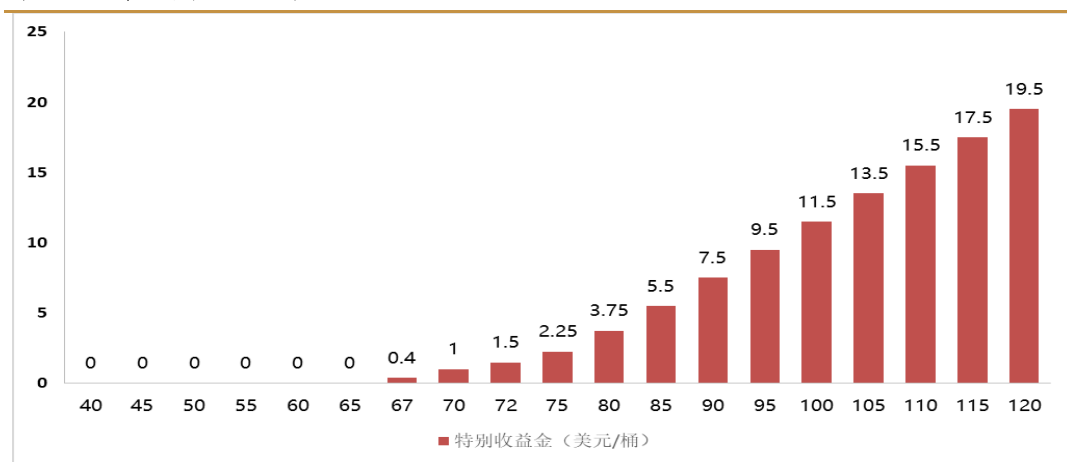
图 16: 资产减值变化情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 17: 油气现金操作成本变化情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

单桶税费不会大幅增加。根据粗略估算, 当原油销售价格低于 70 美元/桶, 石油特别收益金低于 1 美元/桶; 当销售价格低于 80 美元/桶, 特别收益金大约 3.7 美元/桶。根据我们对 18 年油价的估计, 中枢大概率维持在 70 美元/桶以下, 因此上游单桶税费不会大幅增加。

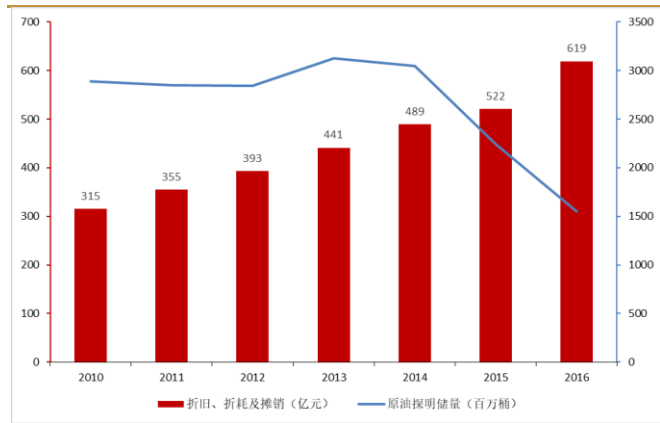
图 18: 不同油价下的石油特别收益金


数据来源: 西南证券

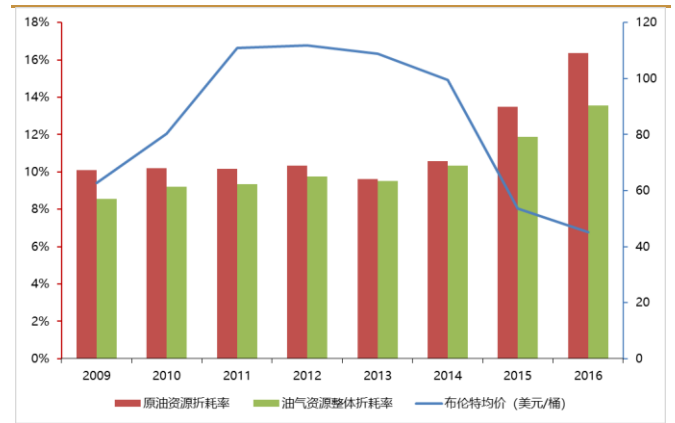
油价回暖，经济可开采储量有望上调，上游折旧折耗和减值有望减少。随着 2014 年下半年油价下跌，公司上游经济可开采储量腰斩，从 30 亿桶下滑至 15.5 亿桶，从而导致上游折旧折耗和资产减值大幅提升。油价暴跌前，公司原油资源的折耗率基本维持在 10% 左右，油价暴跌后的 2016 年，折耗率上升至 16.4%。2014 年公司单桶折旧和折耗大概 16.6 美元，2016 年上升至 21.6 美元；2014 年单桶资产减值 0.8 美元，2016 年上升至 4.1 美元。

随着油价逐步回暖，公司大概率会逐步上调油气储量，折耗和减值将逐步回归正常。我们估算 18 年上游储量可能上调至 22~25 亿桶左右，那么，单桶折旧和折耗有望下降 3~4 美元至 18 美元/桶附近，单桶资产减值大概回归至 2 美元/桶附近。

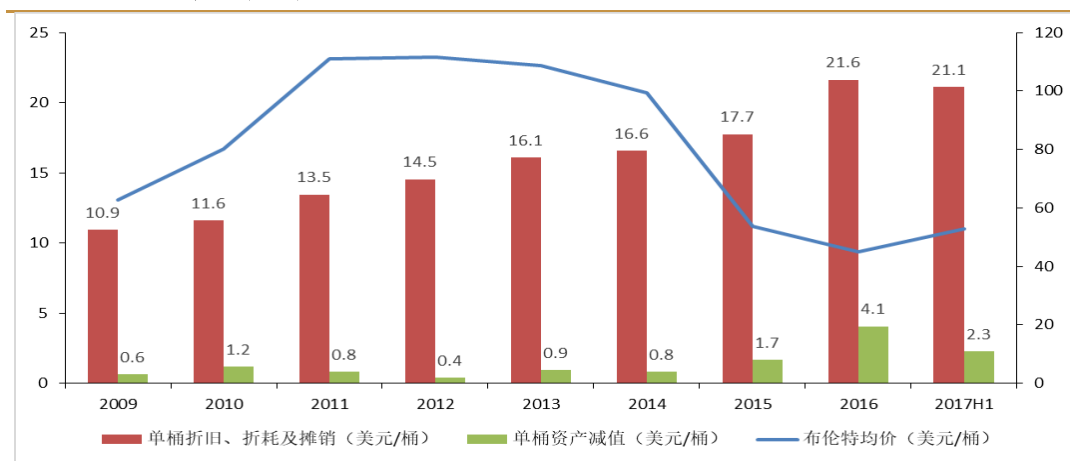
综合考虑上游的各个成本，我们假设 2018 年的各项成本当中：勘探费用上升 0~1 美元，折旧和折耗下降 4 美元，减值暂且保持不变，现金操作成本上升 0~1 美元，税费基本保持不变，那么，上游整体油气当量成本有望降低 2~4 美元/桶至 58 美元/桶左右，对应布伦特油价大约 63 美元/桶。那么对应净利润增加 40 亿元人民币，再考虑到油价上涨 10 美元的弹性，2018 年上游净利润有望增加 180 亿元人民币。

图 19：经济可开采储量和折旧折耗情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：上游资源折耗率变化情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：上游板块单桶折旧折耗和减值情况


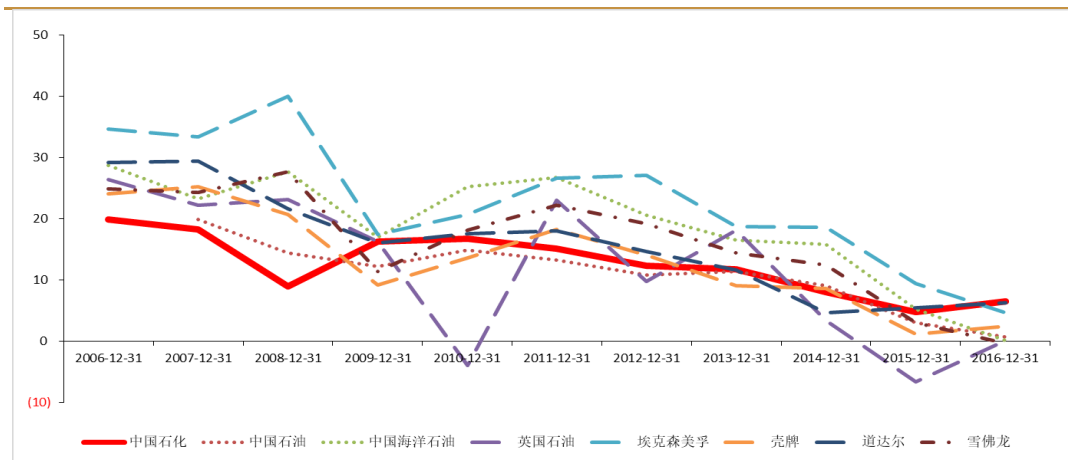
数据来源：西南证券整理

4 ROE 逐步提升，估值将得到修复

中石化 ROE 将逐步提升，并成为中油价受益者。中石化的资产结构更偏向于中游炼化，因此在高油价时代（高油价不利于炼化装置的盈利），中石化的 ROE 与国内外同类公司相比处于低位。随着油价下跌，炼化企业盈利大幅好转，中石化 ROE 得到明显提升，并且与同类公司相比具备较强优势。

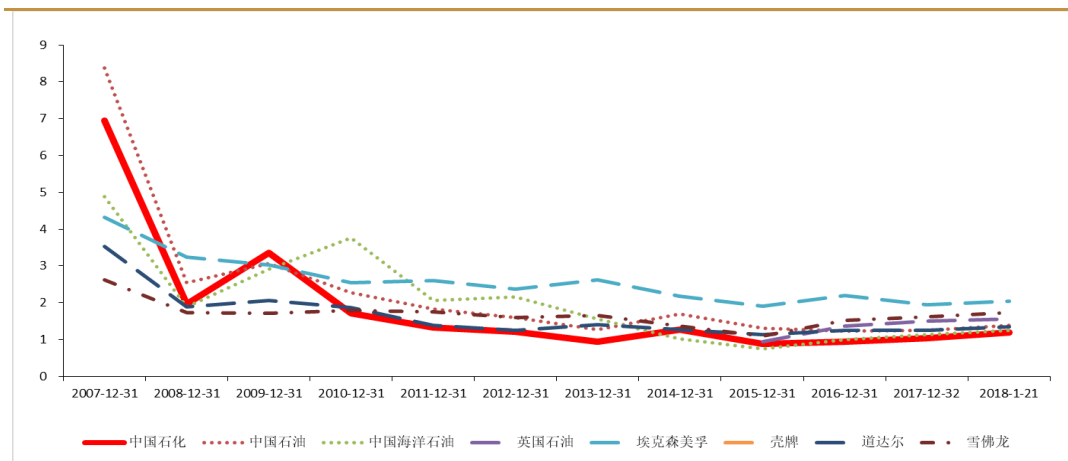
公司 PB 明显被低估。虽然公司 ROE 正在逐步改善至 10% 附近，但是 PB 与同类公司相比仍处于低位。纵观公司过去 ROE 与 PB 的历史，PB 与 ROE 成正相关关系，当 ROE 提升至 10% 以上，我们认为合理 PB 至少在 1.4 倍以上。

图 22：中石化 ROE（摊薄）与海内外公司对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：中石化 PB（倍）与海内外公司对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 风险提示

国际原油价格大幅下跌的风险。原油价格下跌将直接影响公司上游板块的盈利情况，对公司业绩造成严重负面影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1930911.0	2335820.9	2368340.5	2369383.7	净利润	59170.00	71964.46	94357.63	97221.25
营业成本	1492165.0	1877476.8	1874549.0	1871820.8	折旧与摊销	108425.00	60538.98	63058.50	64969.93
营业税金及附加	232006.00	233582.10	236834.06	236938.37	财务费用	6611.00	4671.64	4736.68	4738.77
销售费用	49550.00	51388.06	52103.49	52126.44	资产减值损失	17076.00	9000.00	9000.00	9000.00
管理费用	74155.00	72410.45	73418.56	73450.89	经营营运资本变动	61394.00	-15612.79	9653.10	3596.77
财务费用	6611.00	4671.64	4736.68	4738.77	其他	-38133.00	-9799.34	-11767.64	-11795.57
资产减值损失	17076.00	9000.00	9000.00	9000.00	经营活动现金流净额	214543.00	120762.95	169038.27	167731.15
投资收益	30779.00	6000.00	6000.00	6000.00	资本支出	58280.00	-30000.00	-30000.00	-30000.00
公允价值变动损益	-216.00	700.00	700.00	700.00	其他	-124497.0	-3628.00	4964.00	4964.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-66217.00	-33628.00	-25036.00	-25036.00
营业利润	78876.00	93991.87	124398.74	128008.42	短期借款	-44355.00	19626.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1001.00	1700.00	1700.00	1700.00	长期借款	5968.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	79877.00	95691.87	126098.74	129708.42	股权融资	117.00	0.00	0.00	0.00
所得税	20707.00	23727.42	31741.11	32487.16	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	59170.00	71964.46	94357.63	97221.25	其他	-54777.00	-26199.64	1263.32	1261.23
少数股东损益	12754.00	15511.82	20338.64	20955.89	筹资活动现金流净额	-93047.00	-6573.64	1263.32	1261.23
归属母公司股东净利润	46416.00	56452.63	74018.99	76265.37	现金流量净额	55535.00	80561.31	145265.59	143956.38
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	142497.00	223058.31	368323.90	512280.28	成长能力				
应收和预付款项	92831.00	111495.31	112865.34	112956.45	销售收入增长率	-4.36%	20.97%	1.39%	0.04%
存货	156511.00	195555.53	195470.21	195338.55	营业利润增长率	51.45%	19.16%	32.35%	2.90%
其他流动资产	20422.00	24704.47	25048.41	25059.44	净利润增长率	36.51%	21.62%	31.12%	3.03%
长期股权投资	116812.00	116812.00	116812.00	116812.00	EBITDA 增长率	23.15%	-17.90%	20.72%	2.87%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	820175.00	791195.05	760028.91	727284.69	毛利率	22.72%	19.62%	20.85%	21.00%
无形资产和开发支出	91376.00	87112.67	82516.00	77586.00	三费率	6.75%	5.50%	5.50%	5.50%
其他非流动资产	57985.00	66959.30	67341.60	67723.90	净利率	3.06%	3.08%	3.98%	4.10%
资产总计	1498609.00	1616892.60	1728406.30	1835041.30	ROE	7.11%	7.95%	9.45%	8.87%
短期借款	30374.00	50000.00	50000.00	50000.00	ROA	3.95%	4.45%	5.46%	5.30%
应付和预收款项	330561.00	358218.31	369530.67	373089.95	ROIC	7.50%	9.60%	13.04%	14.37%
长期借款	62461.00	62461.00	62461.00	62461.00	EBITDA/销售收入	10.04%	6.82%	8.12%	8.34%
其他负债	242688.00	241556.87	247400.62	253255.02	营运能力				
负债合计	666084.00	712236.18	729392.29	738805.97	总资产周转率	1.31	1.50	1.42	1.33
股本	121071.00	121071.00	121071.00	121071.00	固定资产周转率	2.71	3.33	3.34	3.41
资本公积	119525.00	119525.00	119525.00	119525.00	应收账款周转率	35.88	40.19	36.36	36.45
留存收益	471803.00	528255.63	602274.62	678539.99	存货周转率	9.71	10.56	9.47	9.47
归属母公司股东权益	712232.00	768851.63	842870.62	919135.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.06%	—	—	—
少数股东权益	120293.00	135804.82	156143.46	177099.35	资本结构				
股东权益合计	832525.00	904656.46	999014.08	1096235.30	资产负债率	44.45%	44.05%	42.20%	40.26%
负债和股东权益合计	1498609.00	1616892.60	1728406.30	1835041.30	带息债务/总负债	23.09%	24.35%	23.78%	23.48%
					流动比率	0.85	1.06	1.31	1.57
					速动比率	0.53	0.68	0.94	1.20
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.38	0.47	0.61	0.63
					每股净资产	6.88	7.47	8.25	9.05
					每股经营现金	1.77	1.00	1.40	1.39
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	193912.00	159202.50	192193.92	197717.11					
PE	16.64	13.68	10.44	10.13					
PB	0.93	0.85	0.77	0.70					
PS	0.40	0.33	0.33	0.33					
EV/EBITDA	4.01	4.27	2.77	1.96					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn