

保障国内能源安全确保中长期发展

——石化油服深度报告（600871）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 油价将维持中高位，国内能源安全保障投资增长，海外 2019-2025 投资增长态势将维持。受伊朗能源制裁、OPEC 限产延期、页岩油增产速度放缓的多重因素影响，预计油价在中长期将维持中高位。2018 年中石化勘探开发投资几乎翻倍，2019 年三桶油勘探开发投资继续保持高速增长，保障国内能源安全。数据和分析师 GlobalData 表示，在 2018 年至 2025 年期间，全球油气领域 615 个项目的资本支出将达到 8110 亿美元。

❖ 国内天然气和原油的勘探开发投资将成为公司业绩的主要保障

最近几年天然气需求保持 10% 以上的高速增长，2018 年需求增量 440 亿方。预计国家管网公司成立后，国内管道投资和储气库投资分别将达到 1500 亿/年和 500 亿/年，公司在该建设领域市占率约为 2-3 成，受益明显。母公司中石化在国内加大原油效益建产规模，如胜利油田和顺北油田，加快涪陵、威荣、川西和东胜等气田产能建设，公司在其中受益较大。

❖ 公司是国内最大的油田服务标的之一

公司是国内最大的油田服务标的之一，在全球拥有 716 部钻机、134 台 2500 及 3000 型压裂车等，具有全球油气勘探开发一体化设备和技术能力。公司自上市以来持续降低成本，在行业低谷期 2016-2017 年进行了 2 次大额减值，降低了资产风险。公司在 2018 年恢复盈利，实现摘帽并恢复港股通席位。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

2018 年公司 ROE 达到 7.7%，在可比公司中排名靠前。公司在国内市占率高，海外市场也具有较大竞争力，在保障国家能源安全及满足天然气基础设施建设的政策背景下，国内业务量将持续增加、降低摊销，叠加公司持续降本增效，投资机会逐步展现。预计 2019-2021 年营业收入分别为 700、780、860 亿元，实现 EPS 分别为 0.07、0.10、0.13 元/股，对应 PE 分别为 34、24、18 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

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

盈利预测与估值

	2018	2019E	2020E	2021
营业收入(百万)	58409	70000	78000	86000
+/-%	20%	20%	11%	10%
归属母公司净利	142	1315	1830	2396
+/-	101%	826%	39%	31%
EPS(元/股)	0.01	0.07	0.10	0.13
PE	310.04	33.50	24.07	18.38

资料来源：公司公告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 公司深度
所属行业 | 石油化工
报告时间 | 2019/9/6
前收盘价 | 2.32 元
公司评级 | 增持评级

分析师

白竣天

证书编号：S1100116070002

010-66495962

baijuntian@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

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

正文目录

一、公司概况	5
1.公司简介：中石化体系油服全产业链标的	5
2.业务简介：产业链完备	7
2.1 钻井服务	7
2.2 工程建设	9
2.3 井下特种作业	13
2.4 物探服务/地球物理	14
二、财务亮点：外增内减，盈利改善	16
1.收入：营业收入持续增长	16
2.支出：努力降本减费，瘦身健体显成效	19
3.资本：“齐心共赢”计划增加资本公积	22
三、投资看点	23
1.保障国内能源安全，上游投资超预期增长	23
1.1 油价维持中高位，三桶油上游利润稳步增长	23
1.2 上游投资超预期增长，公司收益预期稳定	25
1.3 国内外限制含硫燃料，炼制厂原油需求增长	27
1.4 国内能源安全面临挑战，要求加大油气勘探开发	28
2.天然气市场供不应求，储运工程面临拐点	29
三、估值评级	34

图表目录

图 1:	全球一体化油田服务供应商	5
图 2:	石化油服股权结构图	5
图 3:	全球一体化油田服务供应商	6
图 4:	国内油田服务市场	6
图 5:	全球一体化油田服务供应商	7
图 6:	钻井进尺长度	8
图 7:	钻井服务营业收入及增速	9
图 8:	钻井服务毛利率	9
图 9:	工程建设营业收入及增速	11
图 10:	工程建设毛利率	11
图 11:	工程建设完成合同额及同比增速	12
图 12:	工程建设计划新签合同额与完成额	12
图 13:	井下业务营业收入及增速	13
图 14:	井下业务毛利润	13
图 15:	井下作业次数及同比增速	14
图 16:	地震采集业务量与同比增速	15
图 17:	地球物理营业收入及增速	16
图 18:	地球物理毛利率	16
图 19:	年报分业务营业收入开始恢复	16
图 20:	半年报分业务营业收入连续增长	17
图 21:	国际业务营收、增速及占比	17
图 22:	分业务毛利率回升	18
图 23:	用工总量逐渐压减	19
图 24:	三费占营业总收入的比重	20
图 25:	应收账款周转率和存货周转率	20
图 26:	资本开支情况	21
图 27:	非经常性损益（亿元）	21
图 28:	2018 年钻井板块成本构成	22
图 29:	2018 年工程建设板块成本构成	22
图 30:	金融机构授信额度构成（亿元）	23
图 31:	2018 年 A 股认购（亿元）	23
图 32:	2018 年 H 股认购（亿港元）	23
图 33:	布伦特原油价格（美元/桶）	24
图 34:	天然气实现价格（美元/千立方英尺）	24
图 35:	三桶油的净利润稳步增长	25
图 36:	全球勘探开发资本支出与油田工程技术服务市场规模增加	25
图 37:	全球石油工程技术服务板块总收入增长	26
图 38:	三桶油上游资本支出	26
图 39:	中石化分板块资本支出	27
图 40:	全球船用燃料硫限制变化	28
图 41:	天然气进口增加	30

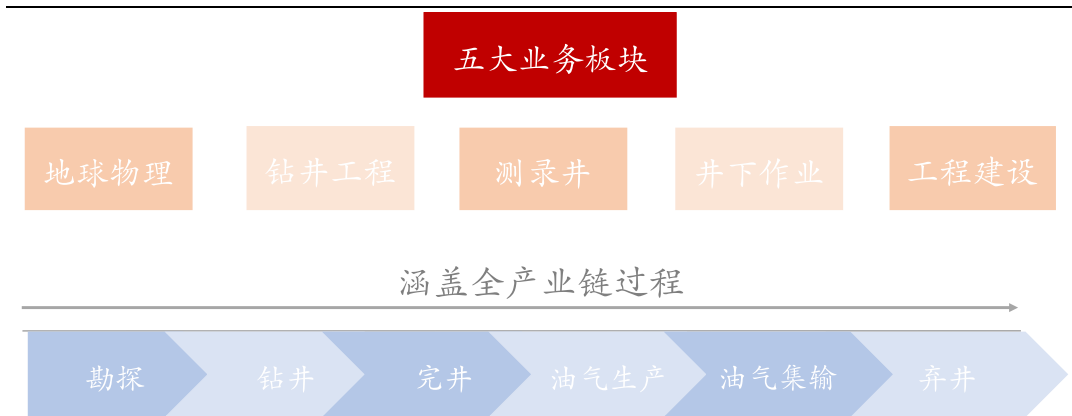
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 42: 管道气进口增长	30
图 43: 天然气各部门消费增长.....	30
图 44: 营业收入与资本支出吻合度高.....	30
图 45: 可比龙头公司营业收入增速.....	31
图 46: 鄂安沧管道	32
图 47: 国内与海外市场营业收入变化（亿元）	33
图 48: 2018 年国内与海外市场营业收入比例.....	33
图 49: 研发投入与占营业收入比例.....	33
 表格 1: 三桶油强调保障国家能源安全.....	 29
表格 2: 石化油服可比公司	34

一、公司概况

1. 公司简介：中石化体系油服全产业链标的

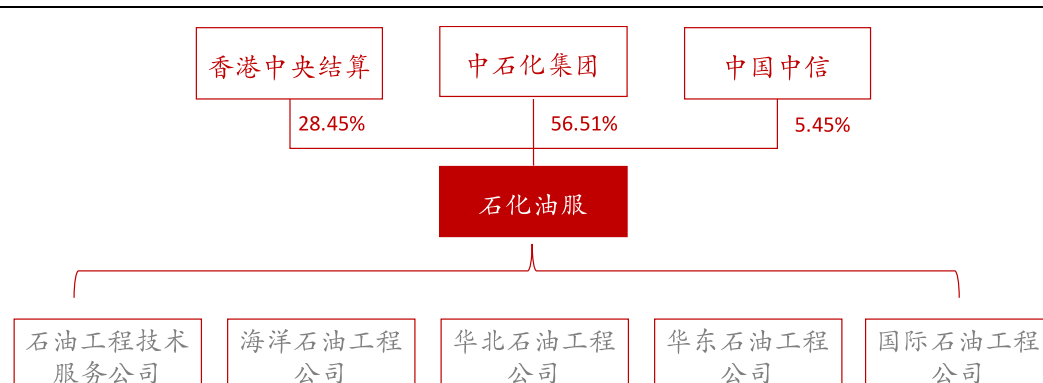
图 1：全球一体化油田服务供应商



资料来源：公司年报，川财证券研究所

中石化石油工程技术服务有限公司（以下简称“石化油服”）是中国最大的石油工程与油田技术综合服务公司之一，拥有超过 50 年的经营业绩和丰富的项目执行经验，是中国一体化全产业链油服领先者。2012 年中国石化集团公司实施石油工程专业化整合重组，成立中石化石油工程技术服务有限公司。2014 年底公司借助仪征化纤上市平台，通过重大资产重组登陆 A 股和 H 股市场，注册资本 189.84 亿元，员工总数 7.9 万人。公司总股本为 189.84 亿股，其中 A 股 120.4 亿股，H 股 28.2 亿股。

图 2：石化油服股权结构图



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司是由中国石油化工集团公司（以下简称“集团公司”）控股的，并持有公司股份比例达 56.51%。集团公司是国务院国有资产监督管理委员会直属的特大型国有企业，成立于 1983 年，是中国最大的成品油和石化产品供应商、第二大油气生产商。

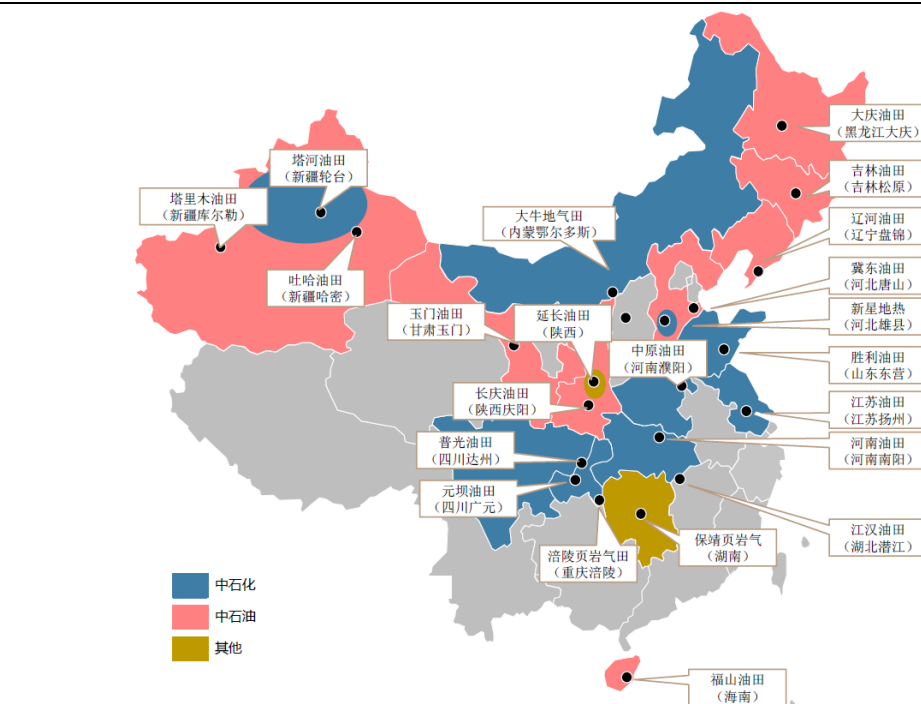
2012 年 6 月 28 日，中国石化集团公司实施石油工程专业化整合重组，将胜利油田、中原油田、江汉油田、江苏油田、华北石油局、西南石油局、华东石油局等 8 家油田企业的石油工程业务整体剥离，与集团公司总部石油工程管理部及国际石油工程公司、上海海洋石油局整合，成立中石化石油工程技术服务有限公司。

图 3：全球一体化油田服务供应商



资料来源：公司官网，川财证券研究所

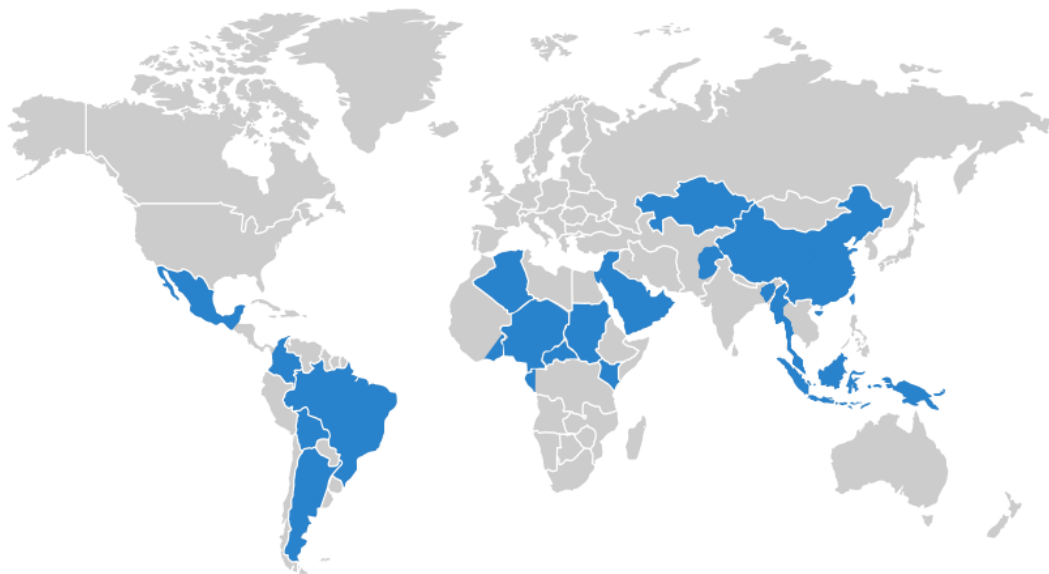
图 4：国内油田服务市场



资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司先后在中国 76 个盆地进行油气工程服务，在国家授权的位于境内的 561 个勘探区块内开展了油气工程作业，业务分布在中国的二十多个省。海外油田服务业务快速壮大，目前已经形成非洲、美洲、中亚、南亚及东南亚五大规模市场，截至 2017 年底，在 38 个国家执行项目合同 364 个，已成为沙特、科威特和厄瓜多尔国家石油公司最大陆上钻井承包商、阿尔及利亚石油公司最大的国际地球物理承包商。

图 5：全球一体化油田服务供应商



资料来源：公司官网，川财证券研究所

2. 业务简介：产业链完备

公司是目前中国最大的石油工程与油田技术综合服务商之一。主营业务主要包括地球物理、钻井工程、测录井、井下特种作业和工程建设五大业务板块，涵盖了从勘探、钻井、完井、油气生产、油气集输到弃井的全产业链过程。公司拥有 50 多年的油田服务经验。普光气田、涪陵页岩气、元坝气田、塔河油田是公司的代表性服务项目。

公司下设直属单位 10 家，包括胜利、中原、江汉、西南、华北、华东和上海海洋石油工程 7 家地区公司，以及国际石油工程、地球物理、石油工程建设 3 家专业公司。拥有 3 个研究院、3 个设计公司和 51 个专业技术研究所。

2.1 钻井服务

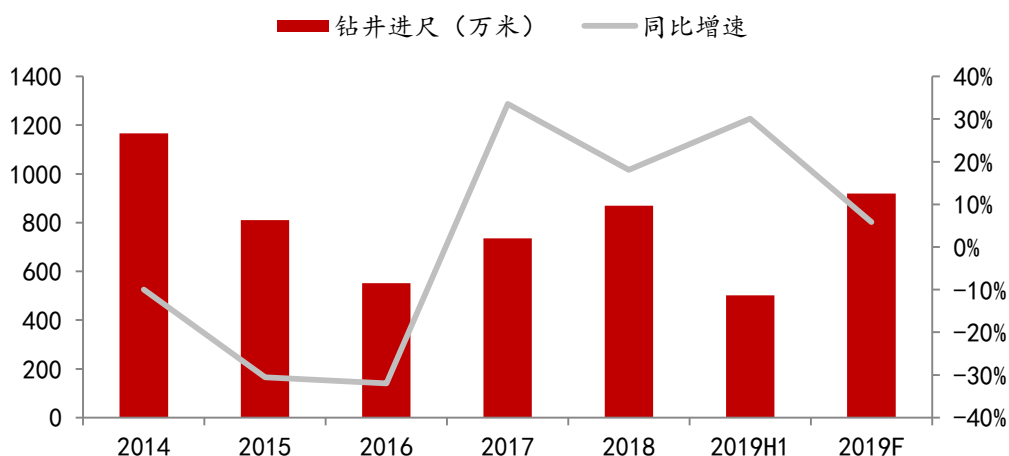
公司具备较强的钻井作业能力，近年削减产能后，共有陆地钻机 716 台，134

台 2500 及 3000 型压裂车, 44 台 750 以上修井机, 并有海上钻井平台 14 座。公司钻井业务在中石化市场中市占率超过 90%; 在海外市场中, 中东沙特和科威特的钻井业务市占率也是同业中最高。

国内市场, 公司重点布局致密油气、页岩气、煤层气市场, 2018 年有约 400 多部钻机全力保障页岩气建设, 包括涪陵页岩气田 (计划 2023 年产量 200 亿方)、顺北油气田 (2019 年底将建成产量 100 万吨)、威荣页岩气田和东部老油田等。在握紧中国石化勘探市场的同时, 公司抓住中国石油、中国海油、延长集团、中国地质调查局等传统市场回暖机遇, 拓宽国内传统油服市场。2018 年, 油价回升背景下, 钻井进尺长度同比增长 18%。2019 年预计完成钻井进尺 920 万米, 较 2018 年实际完成数增长 5.9%。

2019 年上半年, 公司钻井服务业务实现主营业务收入 168 亿元, 较去年同期的 124 亿元增加 35.8%。完成钻井进尺 501 万米, 同比增长 30.1%。公司高效服务中国石化勘探开发, 统筹调剂队伍、装备, 优化生产运行, 同时不断加大技术攻关, 优化施工工艺, 提升施工质量及钻机运行效率, 全力保障威荣页岩气田、顺北油气田、鄂尔多斯致密气田和东部老油田等重点产能建设; 抓住中国石油、中国海油、地方煤层气、延长集团等市场投资增加机遇, 积极开拓国内西南页岩气、致密气、煤层气、常规油气等外部市场, 上半年国内外部市场钻井服务累计新签合同额 55.7 亿元, 同比增长 43.6%。

图 6: 钻井进尺长度



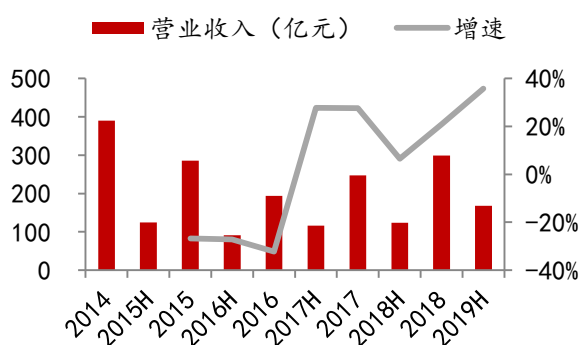
资料来源: 公司年报, 川财证券研究所

钻井业务营业收入随投资变动, 2019 年将继续增长。公司钻井板块营业收入在过去表现出明显的随油价波动的特征, 受前几年行业不景气的影响, 公司钻

机总数一度由 800 多座下降至 600 多座，淘汰、处置老旧钻机等装备 267 台/套，报废、减值资产 21.23 亿元，其中国内钻机数下降明显。但随着 2017 年油价回升，上游资本支出增长，公司钻机利用率重回高峰，数量也有所增长。2019 年在保障国家能源安全的要求下，中石油勘探开发投资仍将持续增长，并且油价维持中高位，若钻井服务费也在近几年顺利得到提高，该板块营业收入将有实质性增长。

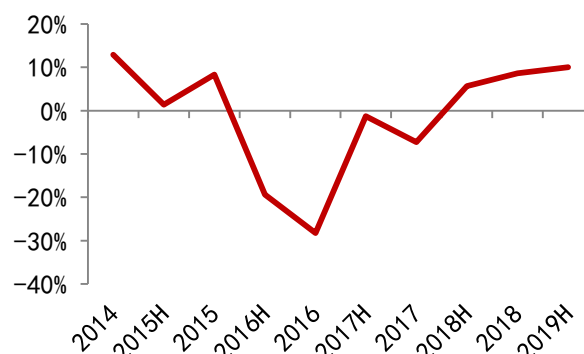
钻井板块毛利率弹性大，已经成为业绩增长最大来源。公司钻井板块毛利率持续恢复，2019 年上半年已经达到 10%，历史最高毛利率曾达 13%，最低则至 -28%，主要是钻井服务费波动大，且公司存在老旧钻机、钻井作业人员较多等因素所致。目前公司持续降本减费，钻机业务毛利率仍有较大提升空间。中石化 2019 年上半年资本支出为 428.78 亿元，大幅增长 81.02%，公司工作量也因此提升，摊销费用减少，助力成本降低、毛利率提升。

图 7：钻井服务营业收入及增速



资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 8：钻井服务毛利率



资料来源：公司年报，川财证券研究所

2.2 工程建设

公司先后中标多项目，国内外联合推进。2017-2018 年油价回升，国内外上游资本支出增加；此外，天然气需求受国内清洁取暖政策、能源安全政策推动大幅上升。立足此背景，公司工程建设项目保持平稳推进速度，并先后中标多个项目。2018 年，公司先后中标日濮洛原油管道项目 7 个标段中的 6 个，合同额 4.5 亿元，积极拓展新市场、新领域，先后中标古雷炼化、贵州煤化工等项目共计合同额 13.5 亿元，以及先后中标 4 个海上风电项目。积极拓展地方燃气管道和市政路桥市场，燃气管道全年累计新签合同额 17.9 亿元；2019 年上半年，公司先后中标青宁输气管道 2 个标段，合同额 40.2 亿元；粤北天然气主干管网韶关-广州干线项目、广西 LNG 输气管道桂林支线 2 个标段、顺北外

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

输管道 8 个标段等管道项目，合同额 8.6 亿元。

海外市场上，公司以在建项目为依托，持续滚动开发，优化市场布局，积极开拓境外油气水管道、油气场站、道路桥梁、罐体等项目，目前重点建设泰国成品油管道、沙特和乌干达路桥项目。2019 年下半年计划新签合同额 70 亿元，完成合同额 80 亿元。公司将高效推进潜江至韶关输气管道工程项目、鄂安沧天然气管道、日濮洛原油管道、青宁输气管道项目、南川水江—涪陵白涛输气管道等在建重点项目建设；继续发挥在油气管道建设技术优势，加大国内油气管道、煤化工等重点项目的市场开拓力度，力争签约优质高效项目。加强对分包商和项目分包装管，保证项目进度和效益；积极拓展海外管道、站场项目和路桥等项目。

表格1：石化油服近期重要工程建设项目

项目	投资额（亿元）	状态	项目详细
青宁输气管道工程EPC总承包工程第1标段和第2标段	40	中标	青岛—南京输气管道工程是列入国家《能源发展“十三五”规划》和《天然气发展“十三五”规划》的干线输气管道项目，也是连通中国石化华北、川气东送南北两大天然气管网系统的枢纽工程。管道途经山东、江苏两省7地市，全长536公里，设计压力10兆帕，管径1016毫米，年输气能力100亿立方米。
鄂尔多斯-安平-沧州输气管道工程一期项目	12.27	推进	鄂安沧管道是国家“十三五”规划的大型能源项目，设计年输气能力300亿立方米，一期工程全长700公里，途经河北、河南两省8市23个县区，形成了华北腹地资源大通道，进一步完善了华北地区天然气供气网络，实现了骨干管网的互连互通。
潜江至韶关输气管道工程项目	31.6	推进	新疆-广东-浙江输气管线南线，总投资118亿元。
日濮洛原油管道项目7个标段中的6个	4.5	中标	日濮洛原油管道工程起点为山东省日照市岚山港区的日照输油站，终点为河南省洛阳市吉利区洛阳商储库，管道全长796公里，近期设计年输量为1000万吨，计划于2020年建成投产。
鄂安沧输气管道项目8个标段中的6个	12.2	中标	鄂尔多斯-安平-沧州输气管线，设计年输气能力300亿方，投资344亿元，
山东LNG二期		准备投标	山东LNG工程作为中国石化首座LNG接收站，二期工程又做为第一个扩建工程首先启动。二期工程建设内容为新增2台16万立方米LNG储罐、新建仓库和站外征地，建成后全

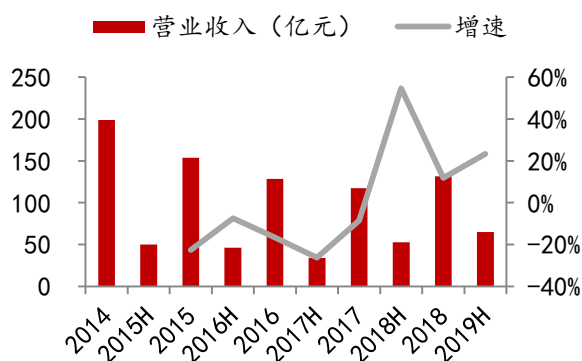
站LNG接卸能力将达到700万吨。			
川气东送管道二期		准备投标	工程西起四川达州普光气田，跨越四川、重庆、湖北、江西、安徽、江苏、浙江、上海6省2市，管道总长2170公里，年输送天然气120亿立方米。
文23储气库		推进	文23储气库为山东、河南等7省市重点市场提供调峰服务，设计库容84.31亿立方米，总投资138.65亿元，石化油服提供主要作业服务。
威荣页岩气项目		推进	威荣页岩气田主体位于四川省内江市威远县和自贡市荣县。2017年，威荣页岩气田勘探取得商业发现，新增控制储量1207亿方，其探明储量已正式通过国家储量委员会审定，将成为涪陵页岩气田外的又一个页岩气产能建设阵地。
日照-京博管道项目	26.3	推进	日照港—京博输油管道项目全长428公里，包括一条DN700原油管道、一条DN400成品油管道,设计压力100公斤,原油管道设计年输送能力1500万吨,成品油管道设计年输送能力400万吨。
国储库项目	9	推进	
泰国5号长输管线一期项目	13	推进	泰国5号输气管道项目是泰国国家石油公司(PTT)的重点工程，是一条从南部工业重镇罗勇府至曼谷西北暖武里府输气大动脉，用来保障沿途发电厂和用户的天然气供给。

资料来源：公司公告，川财证券研究所整理

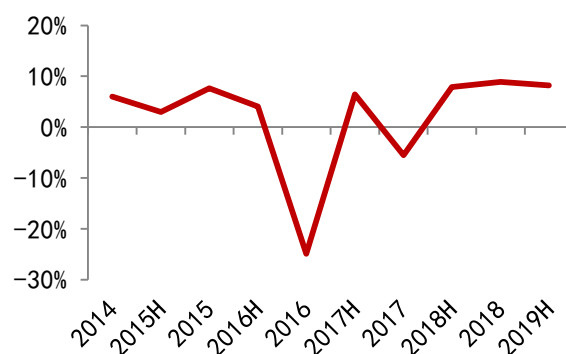
工程建设业务回暖，新签合同不断增长。2018年，公司工程建设服务业务实现主营业务收入131.33亿元，较去年同期的118.52亿元增加10.8%。2018年累计新签合同额180.7亿元，同比减少3.5%；完成合同额145.0亿元，同比增加21.9%。2019年上半年，公司工程建设服务业务实现主营业务收入64.81亿元，较去年同期的52.44亿元增加23.3%。2019年上半年，累计完成合同额69.2亿元，同比增加27.7%；累计新签合同额103.5亿元，同比增长2.0%。

图 9：工程建设营业收入及增速

图 10：工程建设毛利率

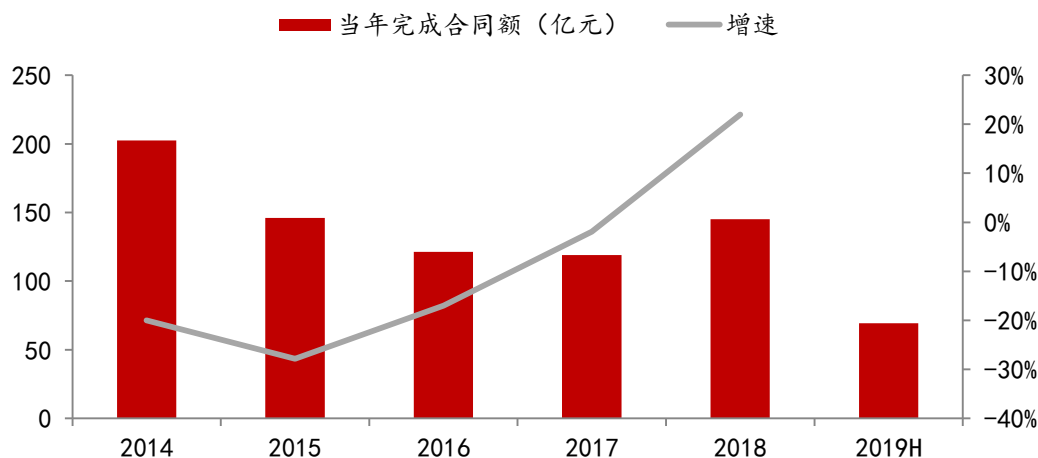


资料来源：公司年报，川财证券研究所



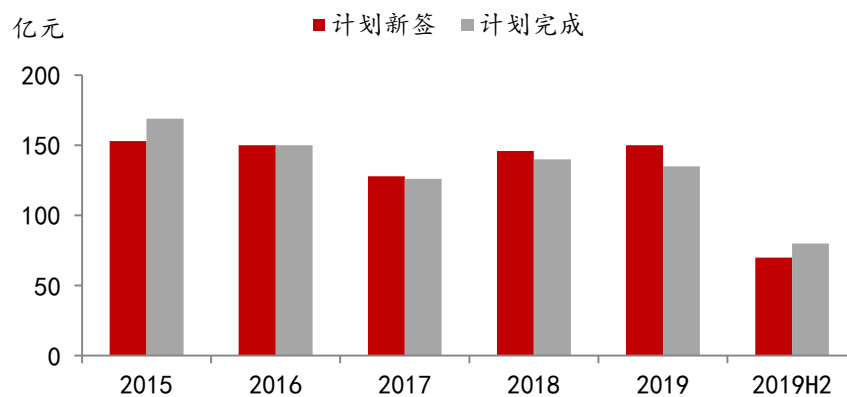
资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 11：工程建设完成合同额及同比增速



资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 12：工程建设计划新签合同额与完成额



资料来源：公司年报，川财证券研究所

2.3 井下特种作业

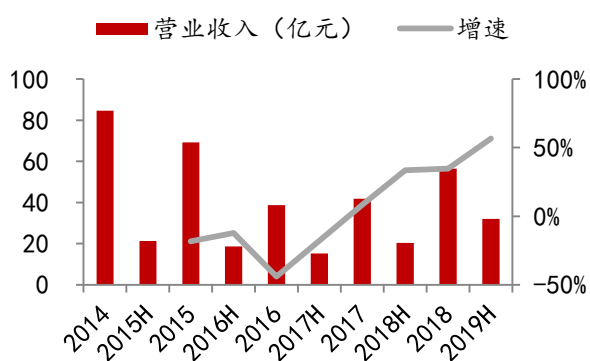
井下特种作业作为油服业务中不可或缺的部分，与其他油服业务紧密相关。公司井下特种作业业务拥有专业化与一体化的优势，技术服务能力不断增强，并定位不同价位区段，同时服务中高端市场。2018 年，公司井下特种作业服务业务实现主营业务收入 56.44 亿元，较去年同期的 41.89 亿元增加 34.7%。全年完成井下作业 5954 井次，同比增加 15.7%。2018 年公司井下特种作业紧紧抓住市场回暖的有利时机，以保障中国石化集团公司“两北一川”油气勘探开发为重心，持续推进川渝地区页岩气、鄂尔多斯致密油气、顺北超深油气藏等的增储上产，努力推进海上油气田、东部老区难动用储量及酸性气田的增产稳产工程；与中国石化集团公司开展难动用储量合作开发并取得显著成效，承揽了 12 个难动用区块，全年累计增产原油约 3 万吨；以优势技术和装备持续拓展国内外部及国际市场，连续油管 and 高压带压作业等专业化队伍保障能力持续加强，高端业务服务能力不断提高。

2019 年上半年，公司井下特种作业服务业务实现主营业务收入 31.97 亿元，较去年同期的 20.41 亿元增加 56.7%。完成井下作业 3362 井次，同比增长 17.4%。公司充分发挥在水平井细分压裂、大型酸压、酸性气试气、高温高压油气井测试、水平井修井、高压带压作业和连续油管等业务领域专业化和一体化的优势，重点服务中国石化涪陵页岩气增产稳产、鄂尔多斯致密气增储上产、东部油田稳产和顺北油气田超深试油气服务，积极开拓中国石油的四川盆地深层页岩气和长庆致密油气等外部市场

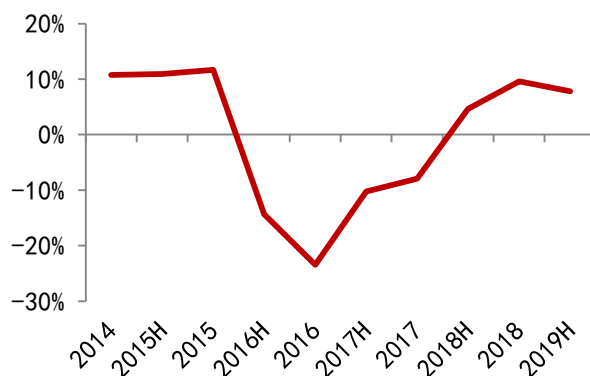
2019 年下半年，公司继续提高勘探开发服务保障能力，不断完善井下特种作业工程技术体系；进一步拓展常规油气和非常规油气市场，做精做大川渝页岩气压裂市场，助力国内页岩气产量提高；做强高压带压作业和智能连续油管等高端业务，进一步拓展高端技术服务市场；持续做大做强海外修井市场，不断拓展国际市场规模。下半年计划完成井下作业 3500 井次。

图 13：井下业务营业收入及增速

图 14：井下业务毛利润

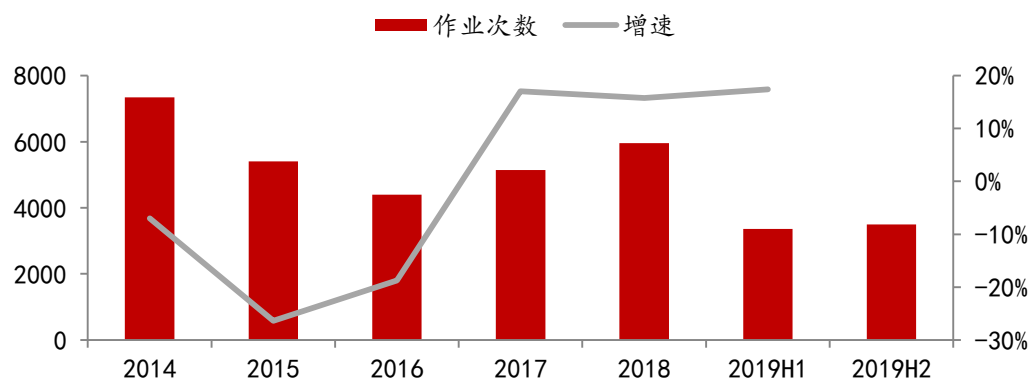


资料来源：公司年报，川财证券研究所



资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 15：井下作业次数及同比增速



资料来源：公司年报，川财证券研究所

2.4 物探服务/地球物理

物探服务应用物理学原理勘查地下矿产、研究地质构造，可以决定后续探井的成功率，是上游板块的重要环节。公司提高二维、三维地震采集技术，保障地震资料质量，辅助公司后续业务开展。

2018 年，公司物探服务业务实现主营业务收入 51.32 亿元，较去年同期的 39.8 亿元增加 28.9%。全年完成二维地震 30,279 千米，同比增加 36.7%；全年完成三维地震 13,441 平方千米，同比减少 1.8%。二维、三维资料记录合格率为 100%，地震资料质量持续提升；单点高密度地震采集技术在东部老油田获得推广应用，展现了良好的市场前景；全力开拓国内外部市场和国际市场，中国地质调查局市场规模逐步扩大，继续保持了阿尔及利亚最大的国际地球物理承包商地位。

2019 年上半年，公司物探服务业务实现主营业务收入 18.7 亿元，较去年同期

的 25.52 亿元减少 26.7%。完成二维地震 13,167 千米，同比增加 2.5%；完成三维地震 5,152 平方千米，同比减少 29.1%；二维、三维资料记录合格品率均为 100%。上半年物探服务累计新签合同额 27.1 亿元，同比增长 401.9%。公司在重点保障中国石化勘探开发需求的同时，积极开拓外部市场，在中国地质调查局地震采集等国内外外部市场，累计新签合同额约 1.5 亿元；持续提升地震采集队伍的运行效率，高效完成了新疆、东部老区、孟加拉、缅甸及加勒比海海上等二维采集项目，塔里木盆地、阿尔及利亚等三维采集项目。

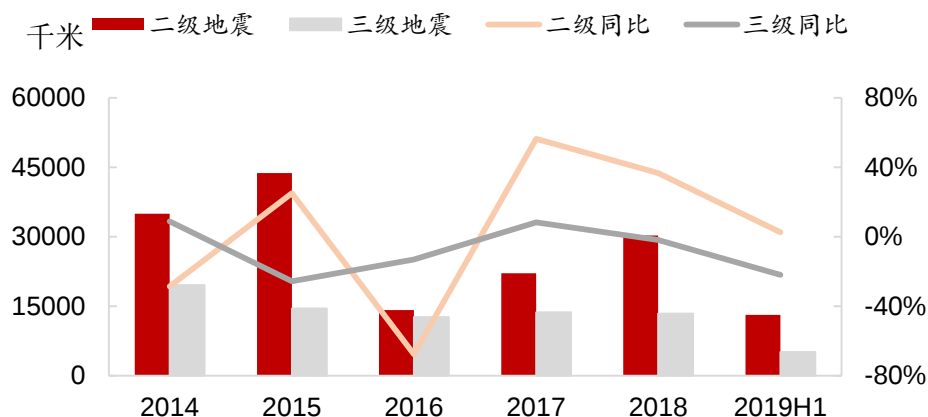
2019 年下半年，公司将高效服务于国内外油公司的勘探开发，继续强化以项目管理为核心的效率勘探，提升国内外项目运行效率。加强非洲、中东、南美、东南亚等海外陆地和海洋等市场的开拓力度，争取更多优质地震采集项目，扩大采集处理一体化项目。积极扩大非地震、测绘、测量等新业务市场，培育经营增长点；下半年计划完成二维地震采集 8,000 千米，三维地震采集 12,000 平方千米。

表格2：近期主要物探项目

项目	中标额	时间
中国地质调查局13个陆上地震项目	人民币1.1亿元	2016
孟加拉二维浅海地震采集处理项目		2016
中国地质调查局、中国地科院18个陆上地震项目	人民币1.2亿元	2017
阿尔及利亚4个物探项目	7181万美元	2017
孟加拉石油勘探与生产公司3000公里二维地震采集项目	1451.85万美元	2018H

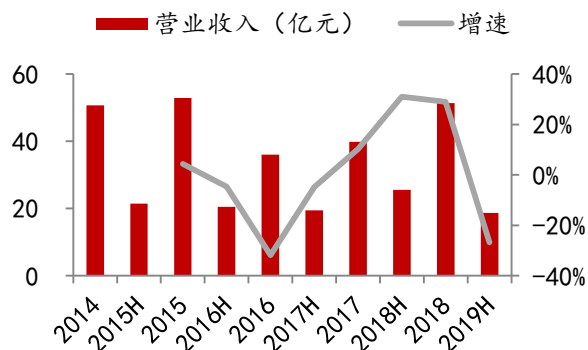
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 16：地震采集业务量与同比增速



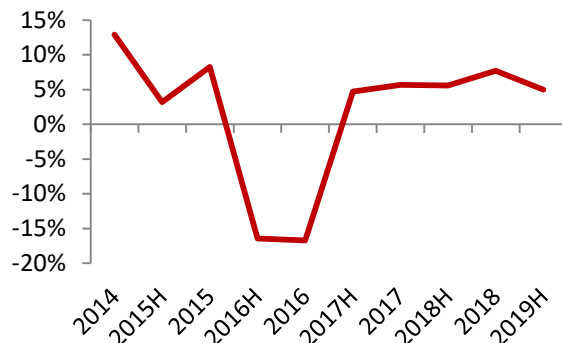
资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 17：地球物理营业收入及增速



资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 18：地球物理毛利率



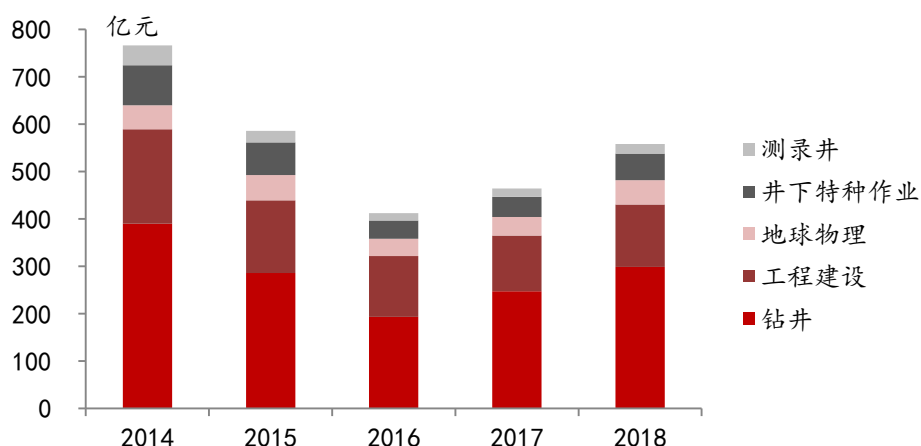
资料来源：公司年报，川财证券研究所

二、财务亮点：外增内减，盈利改善

1. 收入：营业收入持续增长

2019年3月份公司发布2018年年度报告,报告期内,公司实现营业收入584.1亿元,同比增加20.2%;归属于公司股东的净利润为1.4亿元,经营业绩实现扭亏为盈,结束了连续三年业绩大幅亏损的局面,促使公司摘帽。

图 19：年报分业务营业收入开始恢复



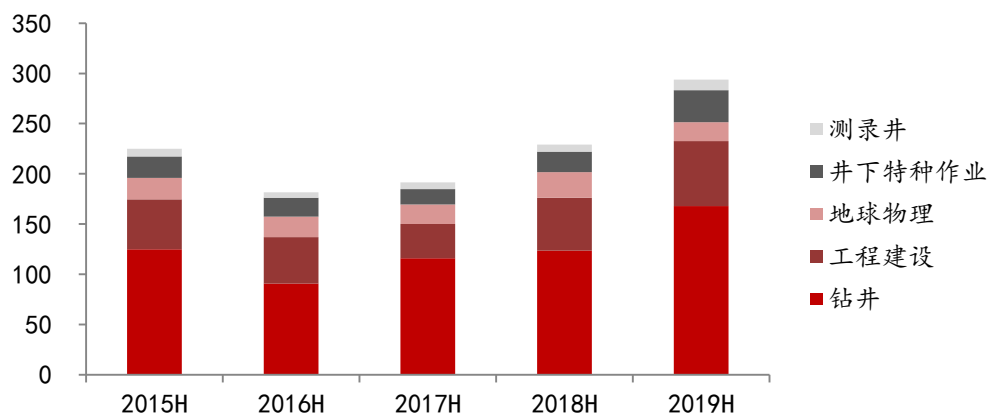
资料来源：Wind，川财证券研究所

2018年上半年公司实现营业收入236.53亿元,同比上升19.2%;归属于母公

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

司的净利润 4 亿元，去年上半年同期为-22.85 亿元，上半年净利润由负转正，基本每股盈利实现 0.022 元。

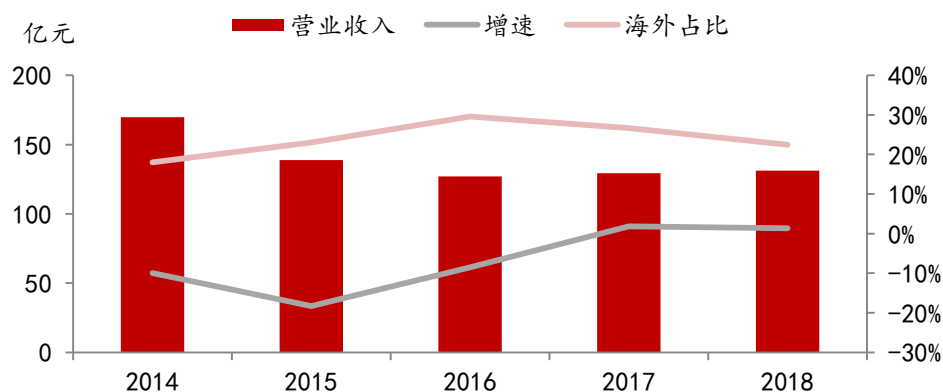
图 20：半年报分业务营业收入持续增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司近期大力开拓海外市场，于 2017 年实现国际业务主营业务收入 129.37 亿元，同比去年上升 1.8%，占公司总营业收入的 26.7%，同比去年减少 2.9 个百分点。2018 年，公司国际业务实现主营业务收入 131.11 亿元，较去年同期的 129.37 亿元增加 1.4%，占公司当年主营业务收入的 22.9%，同比减少 4.3 个百分点。业务占比减少，主要是近年国内油气市场回暖、天然气市场需求不断上升，国内业务收入上升速度较快所致。

图 21：国际业务营收、增速及占比



资料来源：公司年报，川财证券研究所

经过多年发展，公司国际业务已形成中东、非洲、美洲、中亚及东南亚五大规模市场。2018 年，海外市场新签合同额 22.1 亿美元，同比增加 16.3%；完成合同额 18.8 亿美元，同比减少 6.7%。中东市场持续扩大，与沙特阿美石油公司续签了 4 台钻机 5 年合同，合同额 2.7 亿美元；与科威特石油公司（KOC）签订了 20 台钻机 5+1 年合同，合同额为 10.6 亿美元。在墨西哥市场，成功完成 EBANO 油田综合服务项目合同转型；乍得和乌克兰等新市场开拓取得突破。

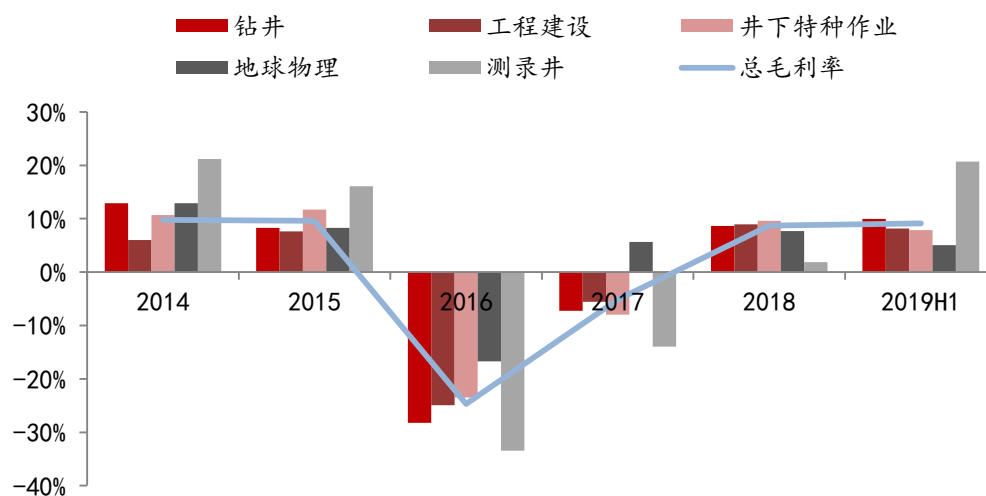
表格3：近年重要国际业务中标项目

国际业务中标项目	项目金额（亿美元）	时间
沙特市场钻井项目	6.3	2015
阿尔及利亚市场钻井业务中标和签约10台钻机项目	4.5	2015
沙特市场新签、续签15台钻机项目	3.8	2016
科威特市场新签8台钻机、续签18台钻修井机项目	6.9	2016
阿尔及利亚市场签约8台钻机项目	3.5	2016
厄瓜多尔市场签约ITT(一期)40口井钻完井大包项目	2.1	2016
沙特市场新签、续签19部钻机项目	4.7	2017
科威特市场续签26部钻(修)井机项目	2.0	2017
尼日利亚市场签约2个海洋钻井平台日费项目	1.5	2017
厄瓜多尔市场续约ITT钻井大包项目	1.5	2017
土耳其地热发电钻井项目	0.85	2017
科威特市场，科威特国家石油公司(KOC)20台钻修机项目	10.6	2018
沙特市场新（续）签32部钻机	10.6	2019
沙特阿美石油公司三维地震采集项目	1.7	2019
沙特阿美石油公司管道项目	2.7	2019

资料来源：公司公告，川财证券研究所整理

业务毛利率随公司外部市场的稳步发展与内部成本的有效缩减呈现回涨的态势，2017 年虽整体毛利为-6%，但各业务负向毛利亏损已逐步减小，2018 年整体毛利率为 8.71%，2019 年上半年，整体毛利率达 9.15%，与 2015 年水平相当，各分业务毛利率均呈正向。工程建设、地球物理、井下特种作业、测录井、钻井业务毛利率依次为 8.2%、5%、7.8%、20.7%、10%。

图 22：分业务毛利率回升

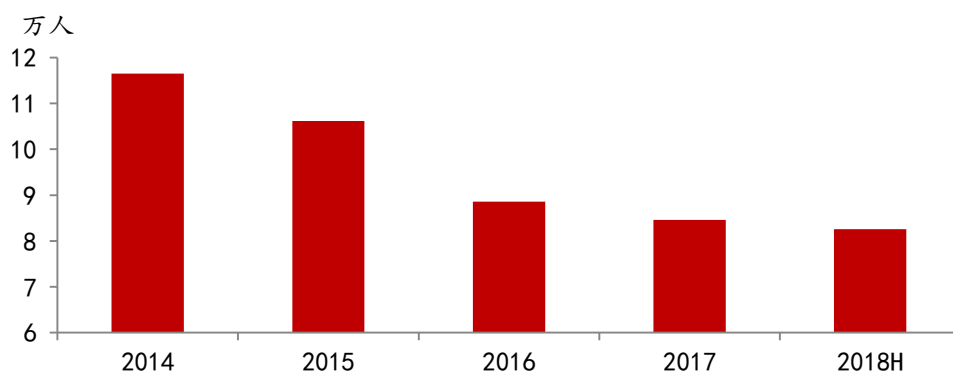


资料来源：公司年报，川财证券研究所

2. 支出：努力降本减费，瘦身健体显成效

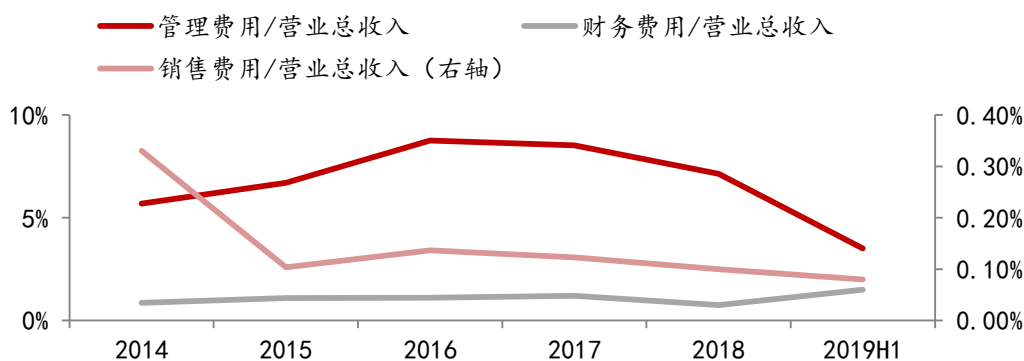
公司 2018 年以前主营业务毛利亏损的内部原因是固定成本过高，公司产能过剩。因此，2018 年，公司继续深化内部改革，持续推进瘦身健体，加快辅助业务专业化发展，强化成本费用控制，挖潜增效，公司经济效益逐步好转，全年实现主营业务毛利率 8.2%，同比提高 14.2 个百分点，全年归属于公司股东的净利润实现扭亏为盈。公司优化精简机构设置，加快辅助业务瘦身，稳妥分流富余人员，机关部门由 17 个压减到 12 个，定员压减 20.3%，专业经营单位压减 5%，辅助业务基层单位压减 40%。优化内部装备资源配置，完善共享机制，加大装备统筹调剂，提高资产创效能力。大力挖潜增效，全年完成降本减费 32 亿元。2019 年预计降本减费 6 亿元。三费占比尤其是管理费用率大幅下降，随着营业收入不断上升，费用率有望进一步下降。

图 23：用工总量逐渐压减



资料来源: Wind, 川财证券研究所

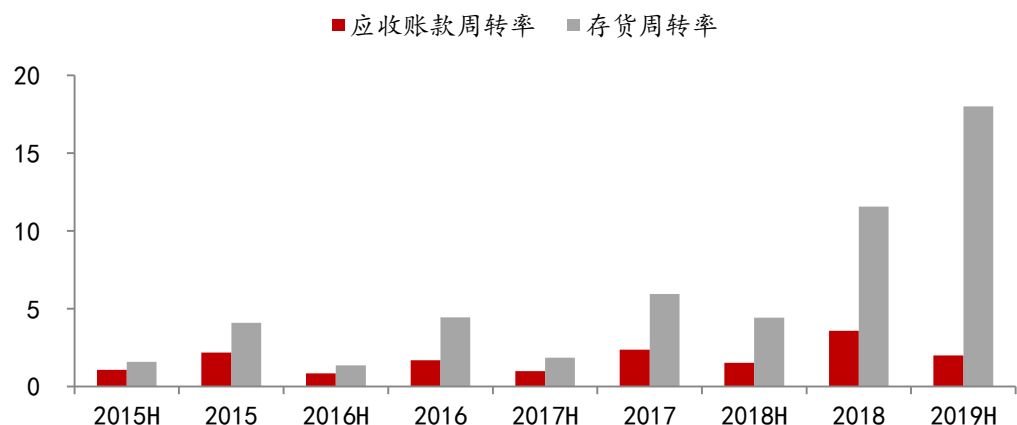
图 24: 三费占营业总收入的比重



资料来源: Wind, 川财证券研究所

公司应收账款金额较大, 占总资产的比重较高。2017 年大力清收利库情况下, 公司应收账款余额下降明显, 应收账款周转率与存货周转率提升, 促使经营现金流实现为正。2018 年应收账款周转率与存货周转率进一步提升。截至 2018 年底, 1 年以内的应收账款占比 78%。预期未来将继续催收账款, 进一步加快资金周转。

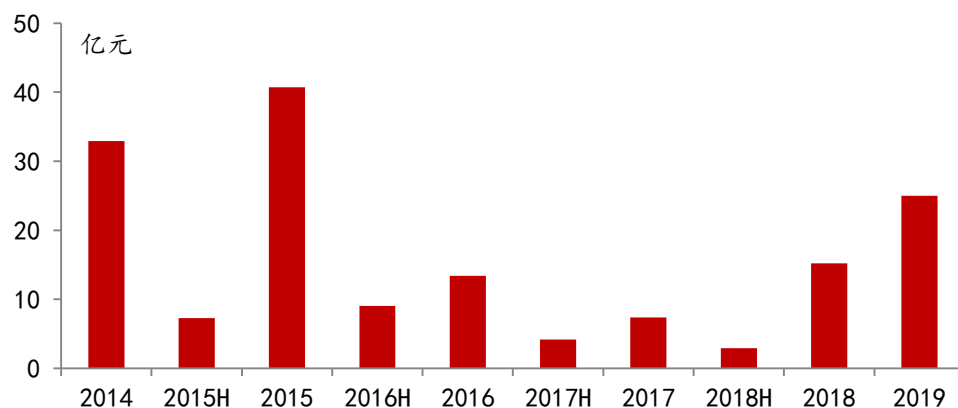
图 25: 应收账款周转率和存货周转率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

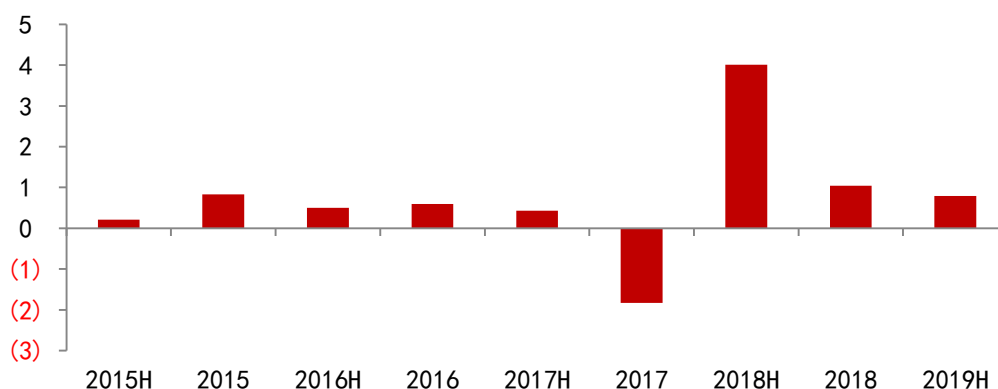
经过 2016、2017 年的公司减值, 目前已经实现轻装上阵。随着 2017、2018 年油价的大幅上涨、作业价格的缓慢恢复, 2018 年至今公司未计提资产减值损失。

图 26: 资本开支情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 27: 非经常性损益 (亿元)

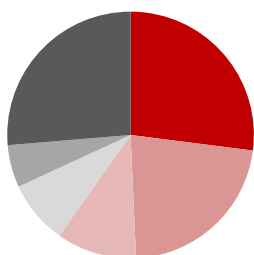


资料来源: Wind, 川财证券研究所

公司成本构成相对其他油服公司有所区别,职工薪酬占比处于较高位置,因而降低用工成本对公司业绩贡献最大。公司前2大主营业务——钻井及工程建设板块的成本占总成本的77%,其中职工薪酬占比在两大业务中均最大,其后依次是原材料占比,钻机折旧摊销占比,分包及外包占比。因此公司减少作业队伍及人员的策略将有效地降低成本,间接提高公司净利。

图 28: 2018 年钻井板块成本构成

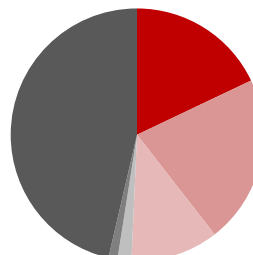
■ 职工薪酬 ■ 原材料 ■ 折旧和摊销
■ 分包及外包 ■ 燃料及动力 ■ 其他



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 29: 2018 年工程建设板块成本构成

■ 职工薪酬 ■ 原材料 ■ 分包及外包
■ 折旧和摊销 ■ 燃料及动力 ■ 其他



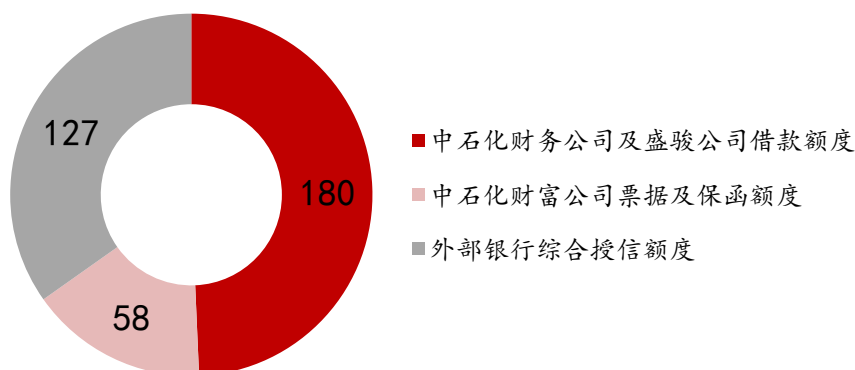
资料来源: Wind, 川财证券研究所

3. 资本: “齐心共赢”计划增加资本公积

“齐心共赢”计划增资扩股,中石化集团给予资金支持。2018 年公司募集资金,增资扩股,其中,A 股发行股份 15.27 亿股,募集资金 40 亿元人民币,中石

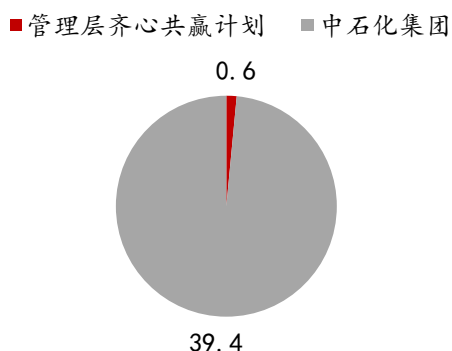
化集团认购 39.4 亿人民币, 齐心共赢计划认购 0.6 亿元人民币, 认购价格 2.62 元人民币/股; H 股发行股份 33.14 亿股, 募集资金 44.7 亿元港币, 中石化盛骏公司认购 35 亿港币, 国有企业结构调整基金认购 9.7 亿港币, 认购价格 1.35 港币/股。受中石化集团集团支持, 公司资本公积增加, 运营风险部分削弱。

图 30: 金融机构授信额度构成 (亿元)



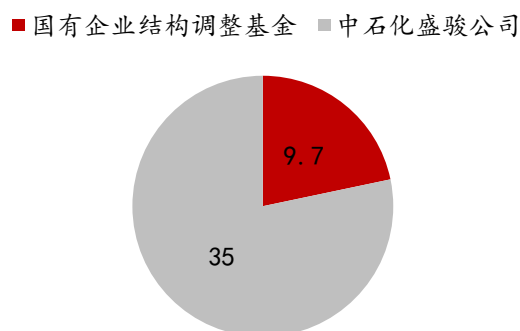
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 31: 2018 年 A 股认购 (亿元)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 32: 2018 年 H 股认购 (亿港元)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

三、投资看点

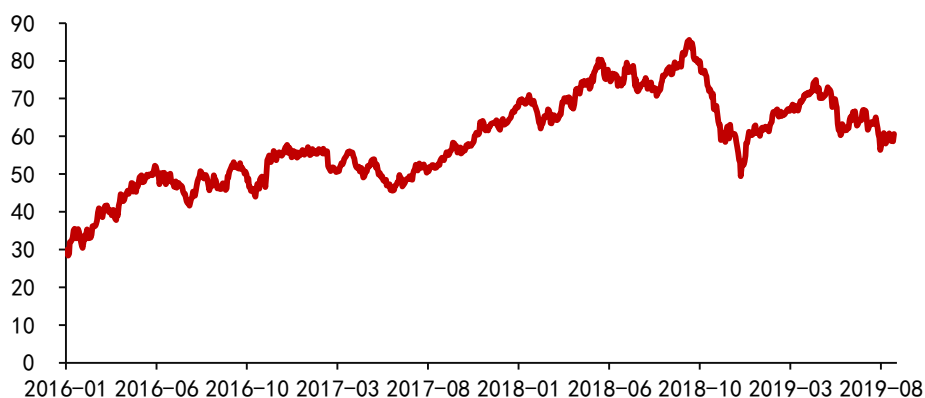
1. 保障国内能源安全, 上游投资超预期增长

1.1 油价维持中高位, 三桶油上游利润稳步增长

布伦特原油价格自 2017 年起不断回升, 走出油价低谷, 2018 年油价持续稳

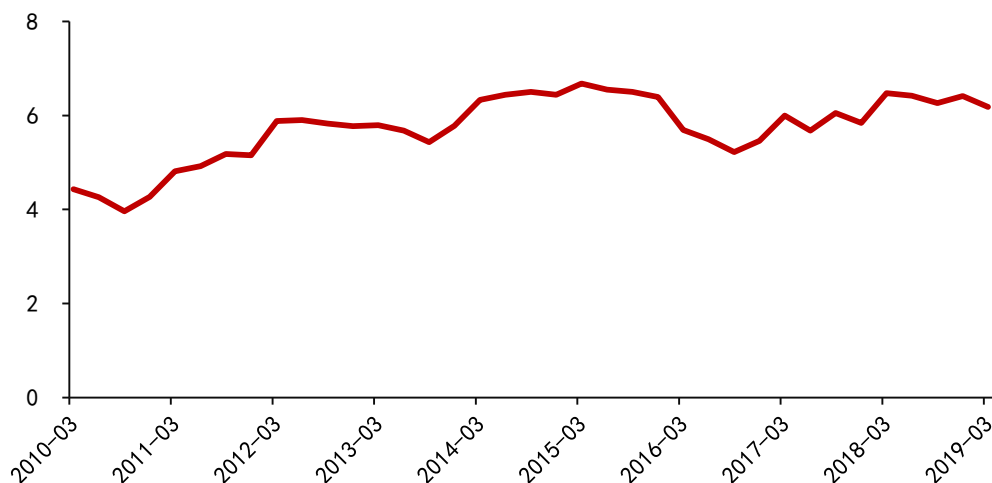
步上升，维持 70 美元以上中高位。2019 年上半年虽然油价同比有所下跌，供给与需求的增速都有所减缓，油价仍能够维持相对中高位。并且随着上游勘探开发成本的逐渐下降，三桶油的油气勘探开发板块利润实现稳步增长。

图 33：布伦特原油价格（美元/桶）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34：天然气实现价格（美元/千立方英尺）



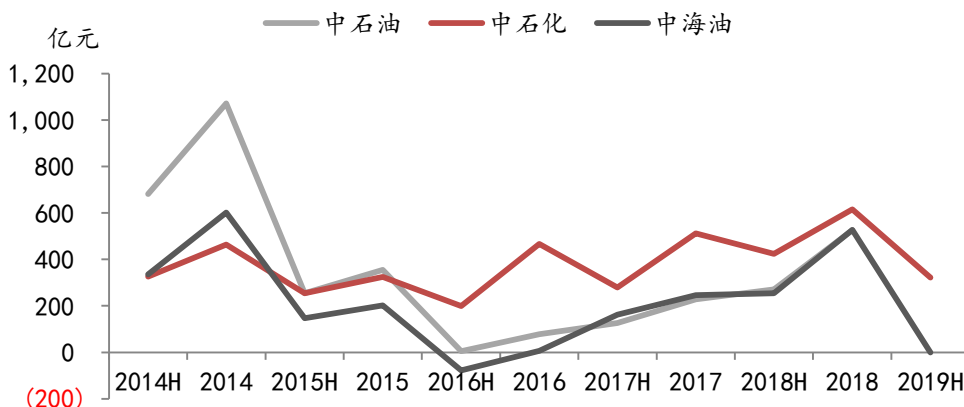
资料来源：Wind，川财证券研究所

2017 和 2018 年，受益原油价格利好趋势，中石油、中石化、中海油的营业净利润出现稳定增长。而无论在油价低位期抑或高位期，中石化净利润 2015 年后始终在三桶油公司中占据卓越优势。2019 年上半年，中石化实现净利润 322.06 亿元，虽然同比有所下降，但油气勘探开发板块利润实现增长，并且实现扭亏为盈，为子公司石化油服的发展奠定业务优势。并且我们预计随着上

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

游不断降本增效，上游板块的利润仍将持续增长。

图 35：三桶油的净利润稳步增长

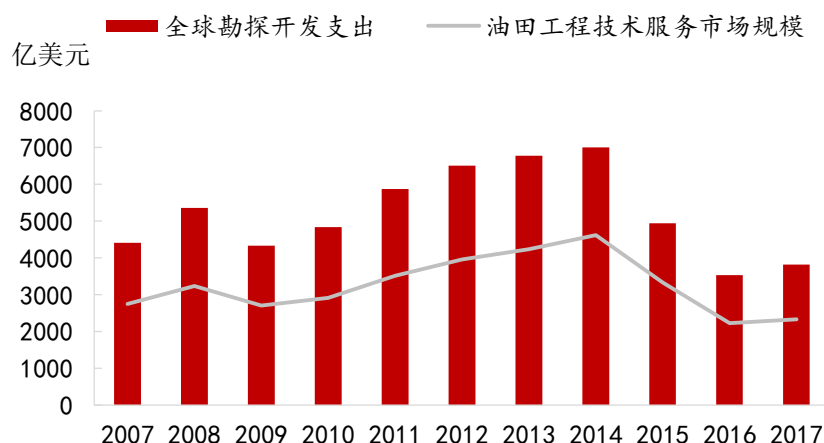


资料来源：Wind，川财证券研究所

1.2 上游投资超预期增长，公司收益预期稳定

全球上游勘探开发资本支出 2014-2016 年持续下跌，2017 年重新恢复增长至 3820 亿美元。据国际信息服务机构 IHS 预测数据，全球上游勘探开发投资 2018 预计增长至 4220 亿美元。全球海上勘探和开发支出在 2017 年增长 5.0% 的基础上，2018 年将适度恢复增长 6.0% 至 1726 亿美元。

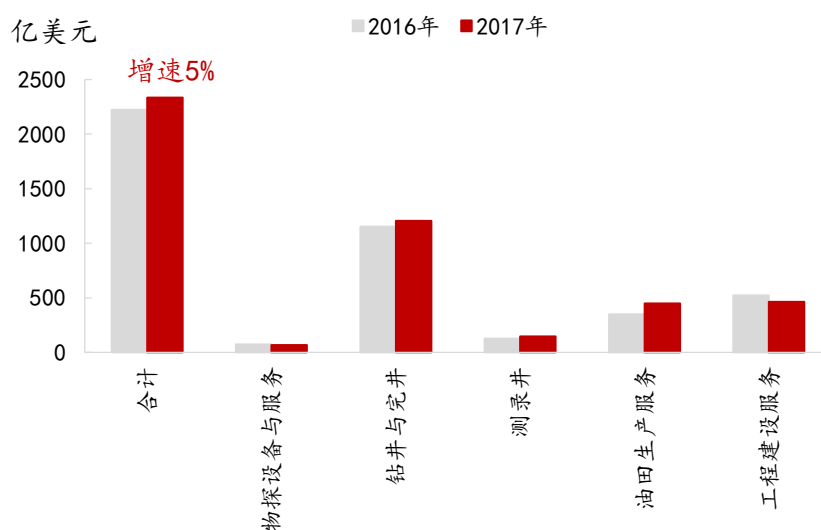
图 36：全球勘探开发资本支出与油田工程技术服务市场规模增加



资料来源：IHS，S&A，川财证券研究所

随着全球油气勘探开发投资的增加，石油工程技术服务市场规模同期扩大，2017 年扩大至 2335 亿美元，同比增长 5%。而受石油公司投资倾向的影响，各板块出现不同幅度的收入增减。其中，油田生产服务板块投资涨幅明显，高达 29%；测录试服务增长近 15%；钻井与完井服务增长 5%。2018 年，随着油价价位稳定在中高位，工程技术服务各个板块的收入预计稳定增长。

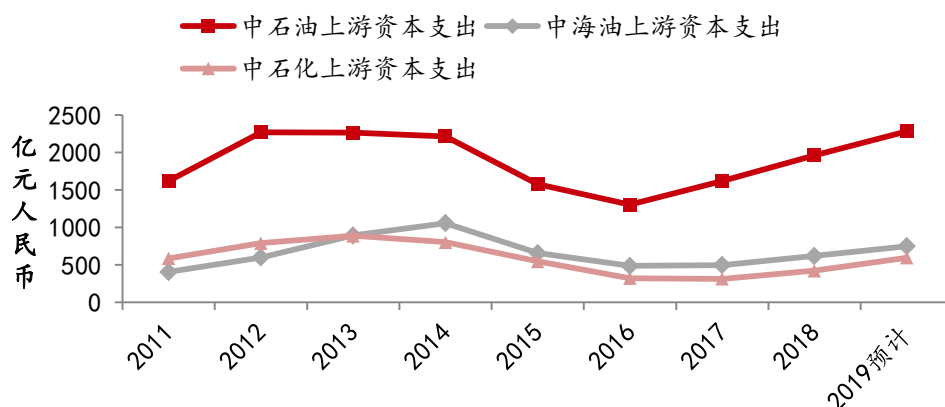
图 37：全球石油工程技术服务板块总收入增长



资料来源：S&A，川财证券研究所

在全球油服行业 2018-2025 趋势向上的市场情形下，国内也提出了保障能源安全的七年行动计划，“三桶油”资本开支增长呈相同趋势，并有望超预期。国内“三桶油”勘探开发资本支出自 2014 年起连续 3 年出现下滑，于 2017 年触底回升。

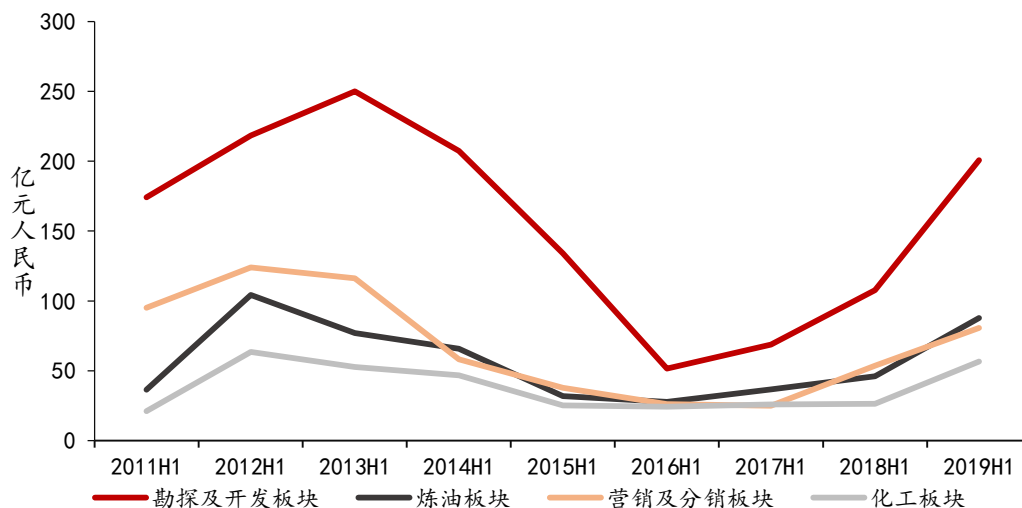
图 38：三桶油上游资本支出



资料来源：各公司年报，川财证券研究所

国内“三桶油”2018年资本支出计划中，勘探开发资本支出合计达2861-2961亿元，同比增长18%-22%。2019年上半年，中石化、中石油勘探开发资本支出分别实现86%，21%，中石油已经实现新高，中石化也非常接近历史最高值，远超此前计划。

图 39：中石化分板块资本支出



资料来源：公司年报，川财证券研究所

1.3 国内外限制含硫燃料，炼制厂原油需求增长

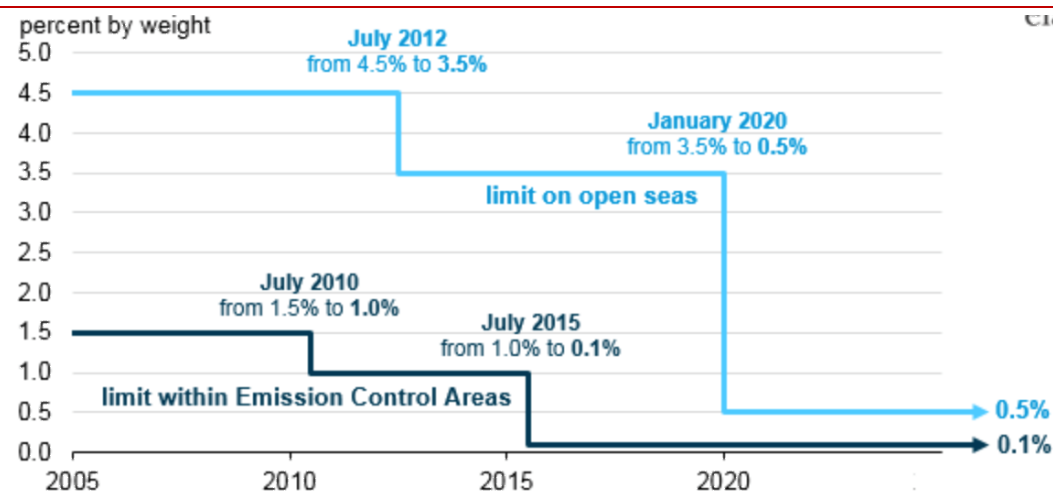
国际规定远洋船只燃料硫限制将于2020年1月生效，对原油及原油产品将产生短期或长期的价格影响，波及船商、炼制厂及原油下游市场。据国际能源机构（International Energy Agency）数据，这一限制规则适用于多个国家公海，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

船舶燃料市场达每日 390 万桶之多。为解决这一限制问题，炼油厂或将更多的低硫馏分燃料转入燃料市场，从而加大全球对馏分燃料的需求，市场竞争加剧。为满足这一上升需求，炼油厂预期提高原油加工或投资速度，加快建立更多炼油厂增加产能，最终推动原油需求上升。

此外，国内市场制定天然气含硫标准，响应国家清洁能源号召，保障我国进口天然气品质与长输管道安全。2018 年 12 月 13 日，由中国石油西南油气田公司组织修订的天然气工业核心标准 GB17820《天然气》，由国家市场监管总局和国家标准委正式发布，将于 2019 年 6 月 1 日正式实施。其中，对进入长输管道的天然气的高位发热量、总硫、硫化氢和二氧化碳指标引入过渡期要求，过渡期至 2020 年 12 月 31 日。

图 40：全球船用燃料硫限制变化



资料来源：EIA，川财证券研究所

1.4 国内能源安全面临挑战，要求加大油气勘探开发

目前我国石油对外依存度较高，石油消费不断增长，能源安全面临一定挑战。而国家能源局发布的《页岩气发展规划(2016-2020 年)》，2020 年要实现页岩气产量 300 亿立方米的目标。

为响应保障国家能源安全的号召，三桶油公司分别召开管理层会议，研究部署相关工作，加大国内油气勘探开发工作力度，确保油气储量产量，减少中国原油对外依存度。中石化集团强调“能源安全是国家战略安全的重要基石，石油安全是国家能源安全的核心内容”，集团现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。

表格1：三桶油强调保障国家能源安全

相应表述	
中国石油	为我国原油产量实现年2亿吨目标做出应有贡献。一要毫不动摇推进实施资源战略，坚持国内勘探开发业务“优先发展”战略定位；二要坚定不移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，加强国内油田原油高效开发；三要突出重点产能项目建设，确保完成全年储量产量和经营效益任务；四要针对资源劣质化加剧、勘探对象日益复杂、效益开发难度加大等制约因素，组织院士、专家和科研院所进行系统性研究；五要与推进天然气产供储销体系建设等重要批示精神结合起来，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，促进集团公司天然气业务快速高效发展。
中国石化	审议通过大力提升油气勘探开发力度行动计划，进一步提升勘探开发力度，坚定不移保障国家能源安全。 能源安全是国家战略安全的重要基石，石油安全是国家能源安全的核心内容。 下一步将继续深入学习贯彻习近平总书记关于能源“四个革命”“一个合作”的能源发展基本国策，进一步加大四川盆地、鄂尔多斯盆地、塔里木盆地勘探力度，统筹推进天然气产供储销体系建设，加快科技创新和体制创新，激发内部活力，全力以赴保障国家能源安全，向党中央交出满意答卷。
中国海油	一是提高思想认识和政治站位，全力保障油气增储上产，扎实推动“渤海油田3000万吨再稳产10年”工程；二是积极推进天然气产供储销体系建设，优化天然气产业整体布局；三是扎实推进重大投资和重点油气田项目建设；四是发挥勘探“龙头”引领作用，坚持以寻找大中型油气田为主线；五是加强与国家相关部委和地方政府的沟通协作，推动解决制约海洋油气资源有效开发的瓶颈问题。

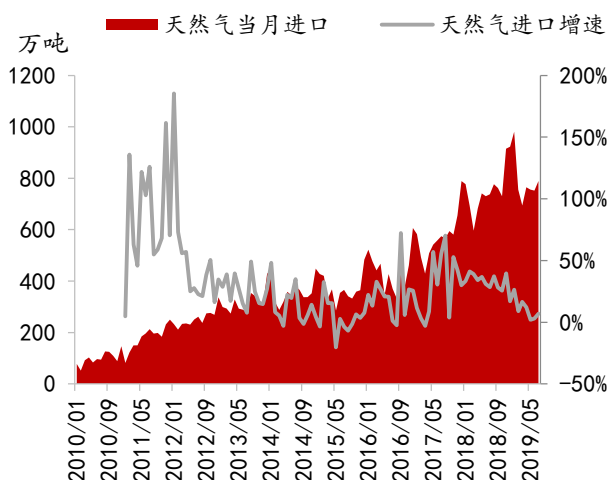
资料来源：公司官网，川财证券研究所

2. 天然气市场供不应求，储运工程面临拐点

中国作为天然气资源较为丰富的大国之一，已探明天然气储量逐年上升，生产与供应能力持续增强。

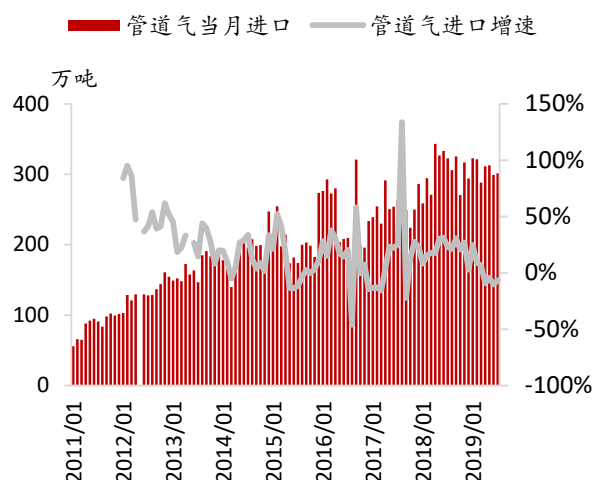
2017年，全国新增天然气管道里程约2941千米，总里程达到约7.72万千米（已扣减退役封存管道），以西气东输系统、陕京系统、川气东送、西南管道等为骨架的横跨东西、纵贯南北、连通海外的全国性供气网络进一步完善。

图 41：天然气进口增加



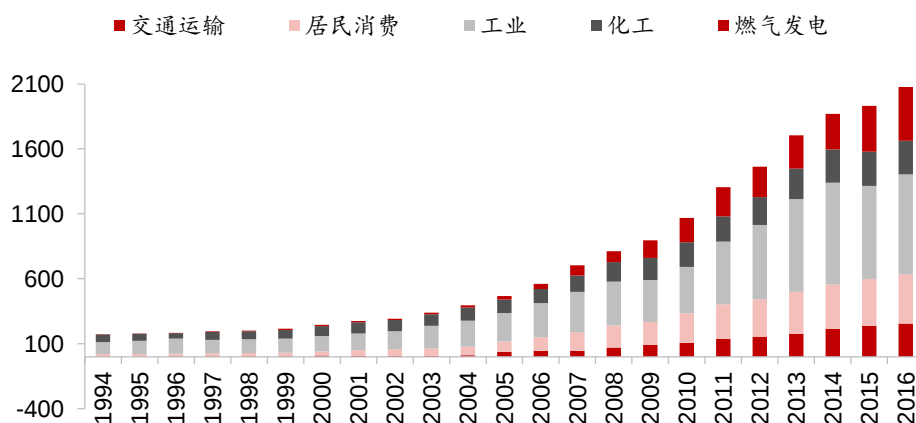
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 42：管道气进口增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

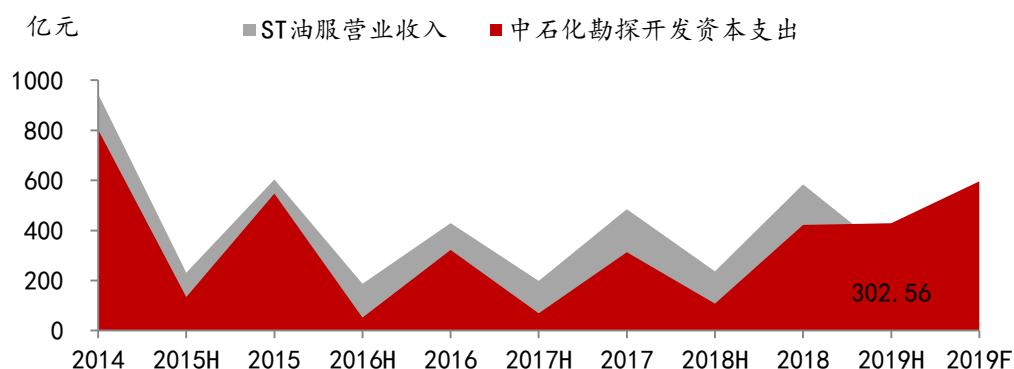
图 43：天然气各部门消费增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

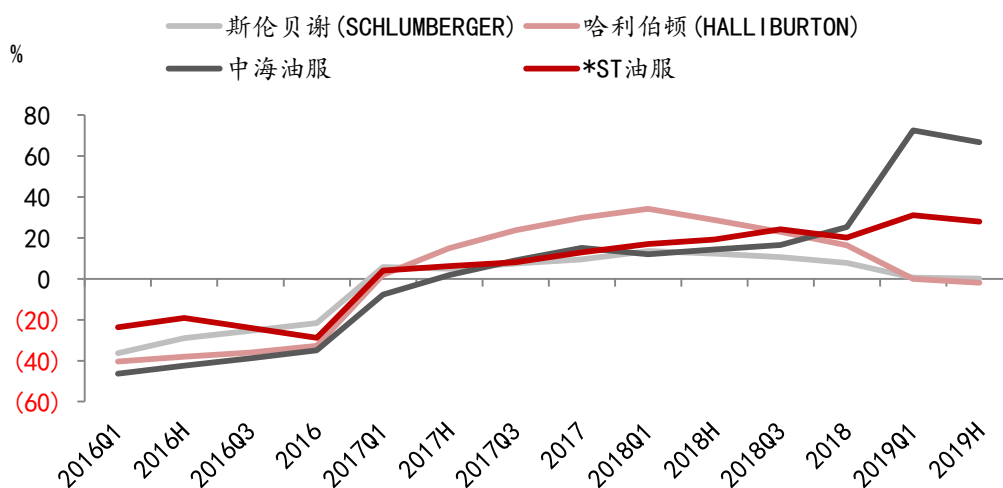
2018 年，中石化集团投资 2 条天然气管道建设工程：鄂安沧一期和新粤浙潜江至韶关输气管道，投资额分别为 12.2 亿元和 31.6 亿元（两项目总投资额分别为 344 元和 118 亿元）。2018 年管道工程建设是大幅推动公司营业收入的增长的主要原因。

图 44：营业收入与资本支出吻合度高



资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 45: 可比龙头公司营业收入增速



资料来源：公司年报，川财证券研究所

鄂安沧管道项目总投资 344 亿元,主要建设内容包括 1 条干线和 5 条支干线,全长 2293 千米,西起陕西神木,东至河北沧州,南下河南濮阳连接文 23 储气库,北达雄安新区,穿越蒙陕晋冀豫五省,呈十字交叉状,互联互通,设计年输气能力 300 亿立方米。一期工程即河北鹿泉至沧州段,河北安平至保定及河北安平至河南濮阳段,资源为天津等地进口的 LNG,并与中国东部最大的地下储气库——中原文 23 储气库相连,并且为雄安新区首条高压大口径供气管道。

2017 年 8 月中石化总投资 344 亿元的鄂安沧管道得到核准,2018 年 11 月一期工程正式通气。该项目全长 2293 公里,一期工程全长 700 公里,预计一期工程投资额 105 亿元,剩余工程投资额 240 亿元。公司获得一期工程 6 个标段中的 5 个,获益明显。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

新粤浙管道总投资 1590 亿元，是国家天然气发展“十二五”规划的重大能源建设项目，包括一条干线、五条支线，年输气能力为 300 亿立方米。干线起点为新疆伊宁首站，终点为广东省韶关末站，途经新疆、甘肃、宁夏、陕西、河南、山东、湖北、湖南、江西、浙江、福建、广东、广西 13 个省（自治区）。支线则包括准东、南疆、豫鲁、赣闽浙和广西五条。工程共设工艺站场 58 座，其中包括 23 座压气站。**新粤浙潜江至韶关段**，全长 850 公里，线路北起湖北潜江，南至广东韶关，主要连接川气东送，北线服务煤制气输送。管道途经地形地貌复杂，大中型河流穿越 34 次、山岭隧道 13 条约 19.3 公里、铁路公路穿越 89 次。石化油服承建承建潜江-韶关输气管道工程中的穿越工程，中标施工总承包的六个标段，约 31.6 亿元。

图 46：鄂安沧管道



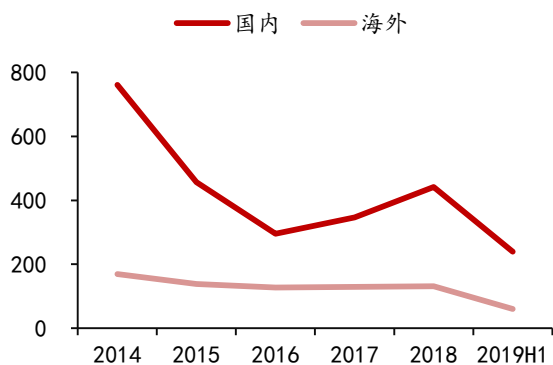
资料来源：公司网站，川财证券研究所

随着陆上天然气管道的逐步建设，我国储气库的缺口也在加大。截至“十二五”末期，我国的储气库工作气量达到 55 亿立方米，储气库调峰水平提高至天然气总消费量的 2.8%。按照“十三五”规划，预计到 2020 年，我国地下储气库的工作气量将达到 148 亿立方米，天然气综合供应能力达到 3600 万立方米以上，储气库调峰能力稳步提高。我国目前的地下储气库群主要由中石油及中石化建设，投产时间较早，已投运地下储气库合计库容 338 亿立方米，设计工作气量 180 亿立方米。

拓宽中石油及海外服务市场。2018 年全年计划新签合同额 578 亿元，其中中国石化集团公司内部市场 332 亿元，国内外部市场 100 亿元，海外市场 146 亿元，公司计划将国内外部市场及海外市场比重增加至 50% 左右。

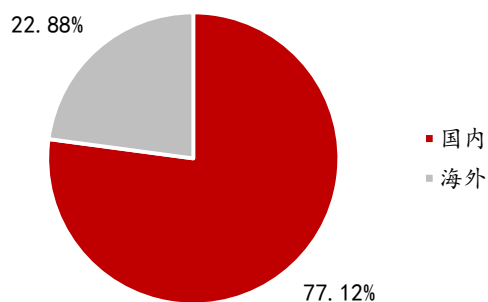
海外市场拓展上，公司预期扩大服务范围，在把握钻井工程业务基础上，拓宽其他毛利率较高的工程技术服务业务，增加未来毛利；区域发展上，未来将进驻伊拉克，设立分公司，维稳新市场。

图 47：国内与海外市场营业收入变化（亿元）



资料来源：公司年报，川财证券研究所

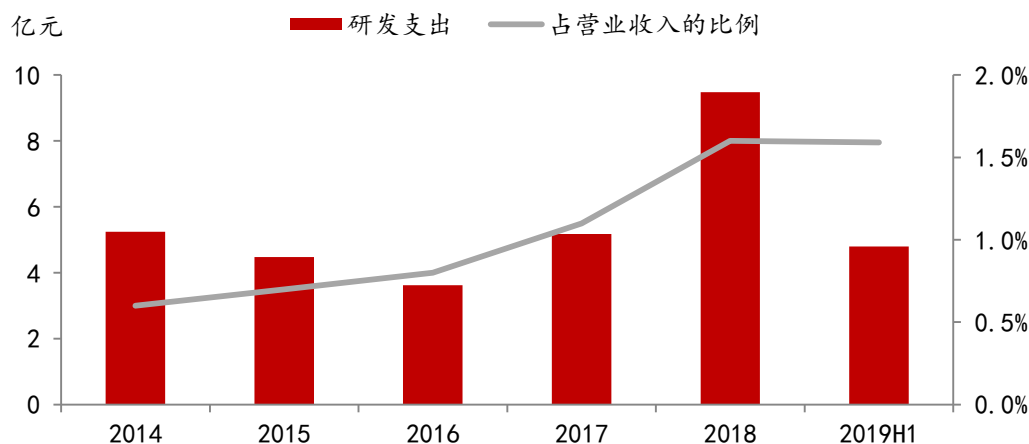
图 48：2018 年国内与海外市场营业收入比例



资料来源：公司年报，川财证券研究所

公司外部开拓市场，内部提升市场研发。2014-2018 年，无论市场处于低谷还是高位，公司研发投入占营业收入比例始终处于上升态势。

图 49：研发投入与占营业收入比例



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司继续强化沙特最大钻井承包商的地位，并拓展苏丹油服业务。

2018 年 12 月全资子公司中国石化集团国际石油工程有限公司与沙特阿美石

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

油公司(Saudi Aramco)续签了 4 台钻机合同，合同额约为 2.86 亿美元，合同期为 5 年，强化了公司作为沙特阿美石油公司(Saudi Aramco)最大的陆上钻井承包商的地位。

2019 年公司将通过收购南京威诺油气井测试工程有限公司进入苏丹市场，而在此之前公司在苏丹没有开展任何业务。2019 年 1 月 27 日，苏丹油气和矿产部长 Azhari Abdulgadir Abdalla 对外宣布，现在已是投资苏丹的好时机。苏丹石油储备达 16 亿桶。

三、估值评级

公司油田服务业务在国内上市公司中营业收入规模排名靠前，在中石化业务中市占率较大。其中的国内因为受益保障国家能源安全及天然气需求高速增长的利好，油田和天然气开发投资将保持持续增长。公司工程建设板块既受益于资本开支增长，也受益于天然气带来管道和储气库工程建设，并且在 2018 年该板块毛利率恢复历史较好水平。若国家管网公司建立、管道投资释放，公司该板块将明显受益，并将突破历史最好业绩。

公司为国内最大的油田服务上市标的之一，产业链齐备完整，国内市占率高，海外市场也具有较大竞争力，在保障国家能源安全的政策背景下，国内业务量将持续增加、降低摊销，叠加公司持续降本增效，投资机会展现。预计 2019-2021 年营业收入分别为 700、780、860 亿元，实现 EPS 分别为 0.07、0.10、0.13 元/股，对应 PE 分别为 34、24、18 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表格2：石化油服可比公司

代码	简称	收盘价 20190828 (原始币种：元)	总市值 20190828 (原始币种：亿元)	ROE (%)	PE20190828 (TTM) (倍)
600871.SH	石化油服	2.31	353.05	13.07	175.04
601808.SH	中海油服	11.73	500.96	0.21	39.45
603619.SH	中曼石油	16.29	65.16	1.23	-267.20
3337.HK	安东油田服务	0.78	23.45	8.55	7.29
SLB.N	斯伦贝谢	31.62	437.31	5.86	20.86
HAL.N	哈里伯顿	18.00	157.67	18.56	11.89
300164.SZ	通源石油	5.21	23.51	6.25	31.15

002828.SZ	贝肯能源	12.19	24.77	4.88	41.38
-----------	------	-------	-------	------	-------

资料来源: Wind, 川财证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	32014	47791	54191	60673
现金	2203	6391	12880	18945
应收账款	15630	20118	19447	19094
其他应收款	1713	2685	2365	1956
预付账款	445	534	284	328
存货	1412	9233	9550	9746
其他流动资产	10611	8831	9663	10605
非流动资产	28891	25902	21720	17678
长期投资	233	180	200	260
固定资产	23843	22864	20401	17876
无形资产	237	178	112	40
其他非流动资产	4578	2680	1007	-498
资产总计	60905	73692	75911	78351
流动负债	52963	65283	65681	66240
短期借款	17606	17479	17527	17524
应付账款	27060	31925	31950	31200
其他流动负债	8298	15879	16204	17516
非流动负债	2163	1316	1372	1406
长期借款	536	498	455	434
其他非流动负债	1627	818	918	973
负债合计	55126	66599	67053	67646
少数股东权益	0	0	0	0
股本	18984	18984	18984	18984
资本公积	11711	11711	11711	11711
留存收益	-25229	-23602	-21837	-19990
归属母公司股东权	5778	7093	8858	10705
负债和股东权	60905	73692	75911	78351

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	-2940	7497	9671	9682
净利润	142	1315	1830	2396
折旧摊销	4704	5152	5215	5309
财务费用	441	673	521	333
投资损失	-27	-14	-14	-16
营运资金变动	-8416	1551	2158	1921
其他经营现金流	217	-1180	-40	-262
投资活动现金	-1174	-2452	-2598	-2711
资本支出	1272	700	800	900
长期投资	0	-45	17	61
其他投资现金流	98	-1796	-1780	-1750
筹资活动现金	3619	-858	-583	-907
短期借款	95	-127	48	-3
长期借款	80	-38	-43	-21
普通股增加	4842	0	0	0
资本公积增加	2785	0	0	0
其他筹资现金流	-4183	-693	-587	-883
现金净增加额	-360	4187	6490	6064

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	58409	70000	78000	86000
营业成本	53320	63850	71000	78000
营业税金及附	287	350	398	447
营业费用	64	77	94	112
管理费用	3239	3250	3350	3450
财务费用	441	673	521	333
资产减值损失	0	5	2	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	27	14	14	16
营业利润	852	1809	2649	3673
营业外收入	459	440	350	100
营业外支出	795	496	559	577
利润总额	516	1753	2440	3195
所得税	374	438	610	799
净利润	142	1315	1830	2396
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	142	1315	1830	2396
EBITDA	5997	7635	8385	9315
EPS (元)	0.01	0.07	0.10	0.13

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	20.2%	19.8%	11.4%	10.3%
营业利润	108.4%	112.3%	46.4%	38.6%
归属于母公司净利	101.3%	825.6%	39.2%	30.9%
获利能力				
毛利率(%)	8.7%	8.8%	9.0%	9.3%
净利率(%)	2.2%	0.2%	1.9%	2.3%
ROE(%)	2.5%	18.5%	20.7%	22.4%
ROIC(%)	1.5%	9.2%	17.6%	40.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	90.5%	90.4%	88.3%	86.3%
净负债比率(%)	33.19%	27.18%	27.00%	26.73%
流动比率	0.60	0.73	0.83	0.92
速动比率	0.58	0.59	0.67	0.76
营运能力				
总资产周转率	0.95	1.04	1.04	1.11
应收账款周转率	3	3	4	4
应付账款周转率	1.88	2.16	2.22	2.47
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.07	0.10	0.13
每股经营现金流(最	-0.15	0.39	0.51	0.51
每股净资产(最新摊	0.30	0.37	0.47	0.56
估值比率				
P/E	310.04	33.50	24.07	18.38
P/B	7.62	6.21	4.97	4.11
EV/EBITDA	10	8	7	6

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

风险提示

OPEC 限产协议执行率过低

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

美国页岩油气增产远超预期

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

国际成品油需求大幅下滑

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

油气改革方案未得到实质落实

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

分析师声明

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

行业公司评级

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

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

重要声明

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

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

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

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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

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

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

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

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004