

## 公司研究

## 受益于碳中和政策，打造 A 股 CCUS 第一股

## ——石化油服（600871.SH/01033.HK）动态跟踪报告

## 要点

**启动我国首个百万吨级 CCUS，A 股 CCUS 布局排头兵：**石化油服 CCUS 项目为我国首个百万吨级 CCUS 项目，公司有望成为 A 股第一家投产 CCUS 项目的上市公司，是当之无愧的 A 股 CCUS 布局排头兵。该项目预计 21 年年底投产，在碳捕集环节通过回收提纯煤制氢装置尾气中的 CO<sub>2</sub>，纯度达 99% 以上；利用和封存环节，胜利油田运用超临界二氧化碳易与原油混相的原理，提高原油产率的同时提高 CO<sub>2</sub> 封存率，预计未来 15 年，可累计注入二氧化碳 1068 万吨，可实现增油 296.5 万吨。

**CCUS 是我国通向碳中和的必要一环，未来市场空间或达千亿级别：**发展 CCUS 技术意义重大，该技术是我国实现碳中和目标的必要一环。CCUS 在技术成熟的前提下有可能实现近零排放，是全球气候解决方案的重要组成部分。对标欧盟碳价，我国碳价依然处于低位，未来随着我国碳减排力度不断加大，碳排放权交易市场不断完善，我国碳价有望逐渐追赶欧盟，因此我国碳价仍有较大提升空间。根据《中国 CCUS 技术发展趋势分析》预测，我国利用 CCUS 技术封存的 CO<sub>2</sub> 量将不断提高，2025 年将达到 2000 万吨，2050 年则有望达到 97000 万吨，年复合增长率为 16.8%。若以当前欧盟碳价计算（接近 70 美元/吨），CCUS 市场空间超千亿元。

**五大业务支撑全产业链服务能力，依托中石化有望受益于管网公司的成立：**作为中石化旗下唯一油田工程技术服务公司，公司形成了地球物理、钻井工程、测录井、井下特种作业和工程建设五大业务板块，拥有覆盖整个油气产业链的服务能力。2019 年 12 月国家管网公司成立。新管网公司成立后，三大石油公司管道业务增值，石化油服作为中石化集团控股的石油工程和油田技术综合服务提供商，位于天然气全产业链的中游，有望受益于中石化集团管道业务的增值获得更多招标，促进公司业绩上行。

**油价持续回暖，油服行业景气度攀升：**20 年下半年，全球经济企稳复苏，带动原油需求增长，油价快速回升。在油价回暖，油价产业链景气度持续提升的背景下，石油公司整体业绩有望提振，与此同时原油上游资本支出确定性增强，油服行业景气回升，公司有望受益于行业景气度回暖。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持公司 2021-2022 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年的净利润分别为 6.56/11.36/14.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.03/0.06/0.07 元。公司布局百万吨级 CCUS 项目，未来成长空间广阔，我们依然看好公司未来发展前景，故维持对公司 A 股、H 股的“增持”评级。

**风险提示：**国际原油价格下跌风险、技术创新风险、安全事故和自然灾害风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	69,870	68,073	83,752	106,396	132,888
营业收入增长率	19.62%	-2.57%	23.03%	27.04%	24.90%
净利润（百万元）	914	79	656	1,136	1,413
净利润增长率	543.58%	-91.36%	730.20%	73.24%	24.37%
EPS（元）	0.05	0.004	0.03	0.06	0.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.52%	1.17%	8.89%	13.34%	14.23%
P/E	43	495	60	34	28
P/E（H 股）	12	142	17	10	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-07；汇率：按 1HKD=0.83376CNY 换算

## A 股：增持（维持）

当前价：2.06 元

## H 股：增持（维持）

当前价：0.72 港元

## 作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebscn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	189.84
总市值(亿元):	391.08
一年最低/最高(元):	1.74/2.37
近 3 月换手率:	15.01%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.69	2.75	2.95
绝对	6.09	3.47	12.37

资料来源：Wind

## 相关研报

新签管道工程订单有望增厚业绩，期待 21 年油服行业景气回暖——石化油服（600871.SH/01033.HK）2020 年度业绩预告及工程中标点评（2021-02-04）

# 目 录

<b>1、油服行业全产业链布局，A 股 CCUS 布局排头兵</b> .....	<b>4</b>
1.1、启动我国首个百万吨级 CCUS，A 股 CCUS 布局排头兵.....	4
1.2、五大业务支撑全产业链服务能力，依托中石化深厚实力提升公司竞争力.....	5
<b>2、CCUS 是我国通向碳中和的必要一环，未来市场空间或达千亿级别</b> .....	<b>5</b>
2.1、CCUS 碳捕捉技术概述 .....	5
2.2、CCUS 技术是中国通向碳中和的必要一环 .....	6
2.3、对标欧盟碳排放权价格，我国碳排放权价格仍有较大提升空间.....	6
2.4、CCUS 技术预计在 2035 年左右迎来发展高峰期，市场空间有望达到千亿级别 .....	7
<b>3、油价持续回暖，油服行业景气度攀升</b> .....	<b>8</b>
<b>4、盈利预测</b> .....	<b>9</b>
<b>5、风险分析</b> .....	<b>9</b>

## 图目录

图 1: 2019 年中国 CCUS 项目统计.....	6
图 2: CCUS 项目成本比较 .....	6
图 3: 国内碳配额价格 (试点区域) .....	7
图 4: 国际碳配额价格 .....	7
图 5: CCUS 技术 CO <sub>2</sub> 利用封存量预测 (万吨) .....	8
图 6: CCUS 市场空间预测 (亿元) .....	8
图 7: 布伦特油价自 21 年年初以来持续上涨 (美元/桶) .....	9

# 1、油服行业全产业链布局，A 股 CCUS 布局排头兵

## 1.1、启动我国首个百万吨级 CCUS，A 股 CCUS 布局排头兵

7月5日，石化油服启动我国首个百万吨级 CCUS 项目——齐鲁石化—胜利油田 CCUS 项目建设，该项目预计 21 年年底投产。齐鲁石化—胜利油田 CCUS 项目将把齐鲁石化捕集的二氧化碳输送至胜利油田注入地层封存并驱油，实现变废为宝，每年可减排二氧化碳 100 万吨，相当于植树近 900 万棵、近 60 万辆经济型轿车停开一年。在碳捕集环节，齐鲁石化二氧化碳回收提纯装置包括压缩单元、制冷单元和液化精制单元，以及配套公用工程，回收煤制氢装置尾气中的二氧化碳，提纯后纯度达到 99% 以上；在碳利用与封存环节，胜利油田运用超临界二氧化碳易与原油混相的原理，计划在正理庄油田建设 10 座无人值守注气站，向附近 73 口井注入二氧化碳，同时油气集输系统全部采用密闭管输，进一步提高二氧化碳封存率，预计未来 15 年，可累计注入二氧化碳 1068 万吨，可实现增油 296.5 万吨。目前，项目前期准备工作全面启动，该项目的实施实现了 CO<sub>2</sub> 捕集与驱油封存的规模化、资源化、一体化和低成本减排，引领了 CO<sub>2</sub> 捕集、输送与驱油地面工程技术的创新与发展，对于促进国家绿色经济发展、推动碳减排事业、助力国家实现“碳达峰、碳中和”战略目标具有重大现实意义。

中国石化旗下子公司石化油服此次启动的 CCUS 项目，为我国首个百万吨级 CCUS 项目，公司有望成为 A 股第一家投产 CCUS 项目的上市公司，是当之无愧的 A 股 CCUS 布局排头兵。此外，中国石化“十四五”将加大建设力度实现 CCUS 产业化发展，将研究建立碳捕集利用与封存技术研发中心，重点部署 CCUS+新能源、CCUS+氢能、CCUS+生物质能等前沿和储备性技术攻关，加大二氧化碳制备高价值化学品、二氧化碳矿化利用等技术应用力度，突破碳捕集、输送、利用、封存等各环节核心技术和关键设备难题，建成“技术开发—工程示范—产业化”的二氧化碳利用技术创新体系，延展清洁固碳产业链，打造碳减排技术创新策源地。2020 年，中国石化捕集二氧化碳量已达到 130 万吨，CCUS 应用效果良好。“十四五”，中国石化将依托南化公司等炼化企业产生的二氧化碳，力争在所属华东油气田、江苏油田等再建设百万吨级 CCUS 示范基地，实现 CCUS 产业化发展，为我国实现碳达峰碳中和目标开辟更为广阔的前景。

近年来，石化油服凭借超前布局的 CCUS 技术，已建设 10 余个国内重点工程，如胜利电厂烟气 4 万吨/年 CO<sub>2</sub> 捕集纯化与驱油封存全流程项目，陕西某大型电厂 15 万吨/年烟气 CO<sub>2</sub> 捕集工程，目前在我国各地“捕碳”超 40 万吨。

经过在碳减排领域 14 年的攻关探索，石化油服下属石油工程设计公司成功实现了 CO<sub>2</sub> 捕集、输送与驱油封存的规模化、资源化、一体化和低成本减排，取得了多项创新成果，形成了完全自主知识产权的成套技术和工艺包，主编了国家标准《烟气二氧化碳捕集纯化工程设计标准》、石化行业标准《二氧化碳输送管道工程设计标准》，填补了国内外技术空白。其中，关键的低能耗烟气 CO<sub>2</sub> 捕集技术能够有效降低捕集能耗和成本，提高 CCUS 项目经济性，授权国家发明专利 11 项，标志着石化油服该项技术水平达到国际领先。

超前战略布局 CO<sub>2</sub> 管道输送技术填补国内空白，推动 CO<sub>2</sub> 高效注入地下驱油，实现 CCUS 技术闭环。2009 年，石化油服下属石油工程设计公司就开始战略布局开展大规模、长距离 CO<sub>2</sub> 管道输送技术的研究。重点研究涵盖 CO<sub>2</sub> 基础物性、管道输送工艺、安全控制等关键领域，形成了二氧化碳管道输送特色技术，

申报多项专利，填补了我国 CO<sub>2</sub> 管道输送技术空白。CO<sub>2</sub> 注入地下驱油方面，公司按照“五化”建设理念推进示范工程地面实施方案，开展了注入工程标准化、系列化设计工作，开发了 3 大类、11 个系列的可拆卸式低温 CO<sub>2</sub> 储存装置、低温 CO<sub>2</sub> 增压装置、多井式调压计量装置，通过多个模块的拼插组合满足不同规模的注入需求，所有设备及阀组安装全部实现橇装化设计及工厂化预制，开展模块化施工，实现注入装置的快速安装和灵活搬迁。

## 1.2、 五大业务支撑全产业链服务能力，依托中石化深厚实力提升公司竞争力

公司控股股东为中国石化，中国石化是世界 500 强排行第二的特大型央企，国内最大的成品油和石化产品供应商，世界第一大炼油公司、第二大化工公司，加油站总数位居世界第二。中国石化近年加快推进能源转型，大力发展充换电站等新型基础设施和服务，将规划布局 5000 座充换电站，从传统油品销售向“油气氢电非”综合能源服务商转型。公司有望依托于集团公司的深厚实力，不断拓宽发展空间，提升公司竞争力。

作为中国石化旗下唯一油田工程技术服务公司，公司形成了地球物理、钻井工程、测录井、井下特种作业和工程建设五大业务板块，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，拥有覆盖整个油气产业链的服务能力。同时，公司拥有涵盖油气勘探和生产全产业链的技术研发支撑体系，能够为高酸性油气藏、致密油气藏、页岩气、稠油油藏等各类油气田提供一体化服务。公司也拥有国内领先的页岩气石油工程配套技术，形成了井深超过 3,500 米页岩储层的钻井、测录井、压裂试气、装备制造和工程建设五大技术系列，关键核心技术基本实现国产化。公司谋求从陆上到海上、从国内到国外、从常规到非常规、从单一工程项目施工到综合油藏服务的四个拓展，截至 2020 年底，公司在中国的 20 多个省，76 个盆地，561 个区块开展油气工程技术服务；同时海外业务规模不断提高，在 30 多个国家和地区提供油田技术服务。

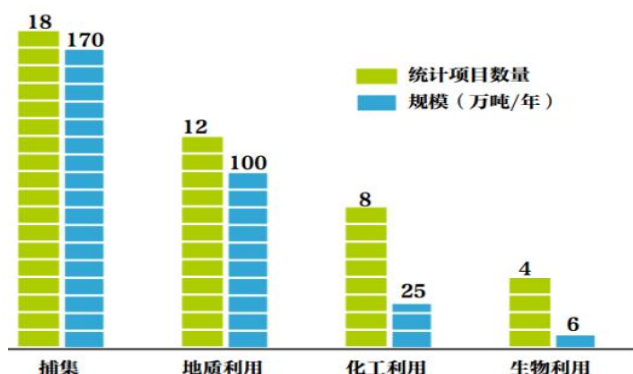
## 2、 CCUS 是我国通向碳中和的必要一环，未来市场空间或达千亿级别

### 2.1、 CCUS 碳捕捉技术概述

CCUS(Carbon Capture, Utilization and Storage)碳捕获、利用与封存技术。是 CCS(Carbon Capture and Storage, 碳捕获与封存)技术新的发展趋势，即把生产过程中排放的二氧化碳进行提纯，继而投入到新的生产过程中，可以循环再利用，而不是简单地封存。与 CCS 相比，可以将二氧化碳资源化，能产生经济效益，更具有现实操作性。2019 年中国共有 18 个捕集项目在运行，二氧化碳捕集量约 170 万吨；12 个地质利用项目运行中，地质利用量约 100 万吨；化工利用量约 25 万吨、生物利用量约 6 万吨。

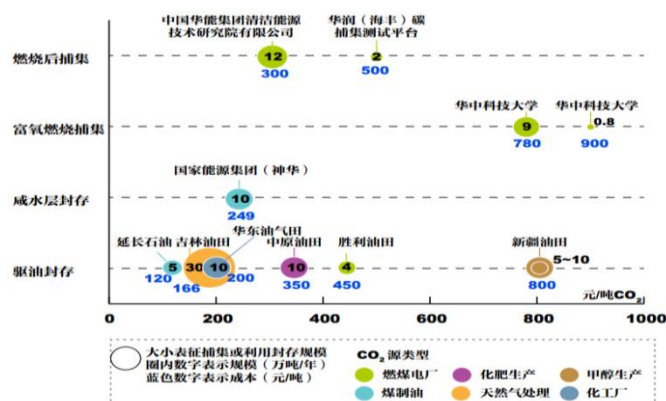
在 CCUS 捕集、输送、利用与封存环节中，捕集是能耗和成本最高的环节。二氧化碳排放源可以划分为两类：（1）高浓度源（CO<sub>2</sub> 排放浓度超过 95%）；（2）低浓度源。高浓度源的捕集成本远低于低浓度源。捕集环节：典型项目（低浓度燃煤电厂）的成本约在 300-500 元/吨；运输环节：罐车运输成本约为 0.9-1.4 元/吨/公里，管道运输成本约为 0.9-1.4 元/吨/公里；利用封存环节：驱油封存技术成本约在 120-800 元/吨，同时可以提高石油采收率。咸水层封存的成本约为 249 元/吨。

图 1: 2019 年中国 CCUS 项目统计



资料来源:《中国碳捕集利用与封存技术发展路线图 (2019)》, 光大证券环保电新组整理

图 2: CCUS 项目成本比较



资料来源:《中国碳捕集利用与封存技术发展路线图 (2019)》, 光大证券环保电新组整理

## 2.2、CCUS 技术是中国通向碳中和的必要一环

国际能源署在 2016 年报告中提出的解决全球气候变化的主要手段是: 发展清洁能源(包括可再生能源和核能), 提高能效(包括最终使用燃料、电力效率和最终使用燃料转换)和碳捕集与封存(carbon capture and storage, CCS)。我国在提高能效和发展清洁能源方面的进展已经居于世界前列, 政府在调整产业结构、优化能源结构、节能提高能效、控制非能源活动温室气体排放等方面采取一系列行动, 已取得了积极成效。但作为经济高速发展的大国, 以煤为基础的能源结构短期内难以改变, 为完成到 2030 年中国在《巴黎协定》中承诺 2030 年碳强度下降 60%-65% 的目标, 还需要持续开展煤炭的清洁高效利用、节能减排和坚持绿色和谐的可持续发展道路等各方面的工作才能实现。

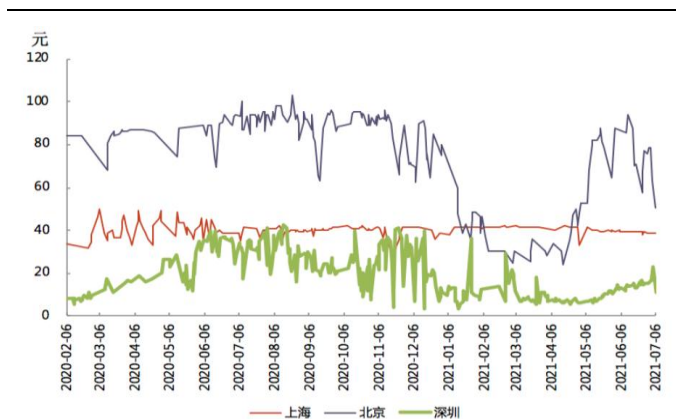
CCS 作为重要的减排技术, 是我国践行低碳发展战略的重要技术选择, 实现绿色发展至关重要。为在 2030 年排放达到顶峰后的去峰问题尽早考虑技术支撑, 需要进一步深化 CCS 在我国的研究和发展。由于 CCS 技术前沿的技术体系和巨大的工程规模, 需要花费巨额资本和运营成本以及额外能耗, 并且安全性以及大型示范项目的系统整合都存在一定问题, 结合我国国情在 CCS 原有的 3 个环节的基础上增加了 CO<sub>2</sub> 利用的环节, 即碳捕集和封存利用(carbon capture, utilization and storage, CCUS), 主要的方式包括提高原油采收率、提高煤层气采收率、食品级 CO<sub>2</sub> 精制以及其他工业利用方式。

发展 CCUS 技术意义重大, 该技术是我国实现碳中和目标的必要一环。CCUS 在技术成熟的前提下有可能实现近零放, 是全球气候解决方案的重要组成部分。CCUS 在促进煤清洁利用方面具有重要作用, 有可能对油气、燃煤发电、煤化工等行业的优化发展能起到明显的推进作用, 对世界能源供给也具有战略意义。根据 IEA 预测, 为实现 2050 全球碳净零排放目标, CCUS 将贡献 25% 份额, 其余来自于电气化增加、生物能源、氢气等。

## 2.3、对标欧盟碳排放权价格, 我国碳排放权价格仍有较大提升空间

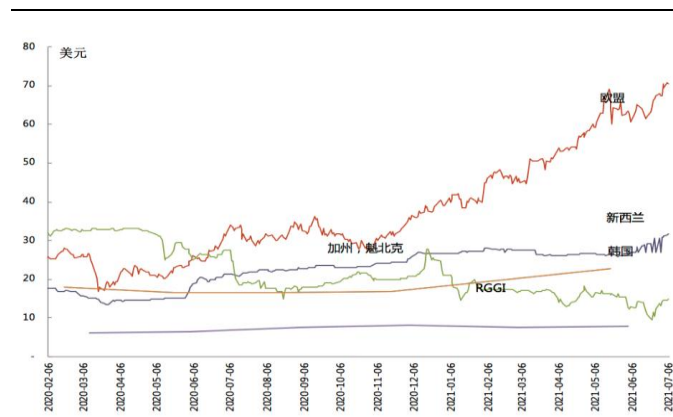
随着碳减排的推行力度不断增大, 国外碳排放权价格呈现上涨趋势, 截至 21 年 7 月 6 日, 欧盟碳价已接近 70 美元/吨。随着全球碳减排的持续推进, 碳价仍有上涨空间。对标欧盟碳价, 我国碳价依然处于低位, 未来随着我国碳减排力度不断加大, 碳排放权交易市场不断完善, 我国碳价有望逐渐追赶欧盟, 因此我国碳价仍有较大提升空间。

图 3：国内碳配额价格（试点区域）



资料来源：ICAP，光大证券研究所环保电新组整理 注：数据截至 2021.7.6

图 4：国际碳配额价格

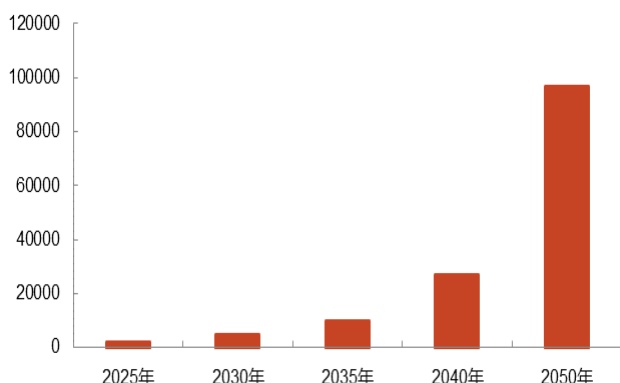


资料来源：ICAP，光大证券研究所环保电新组整理 注：欧盟、新西兰、韩国为现货价格，加州、魁北克、RGGI 为拍卖价，数据截至 2021.7.6

## 2.4、CCUS 技术预计在 2035 年左右迎来发展高峰期，市场空间有望达到千亿级别

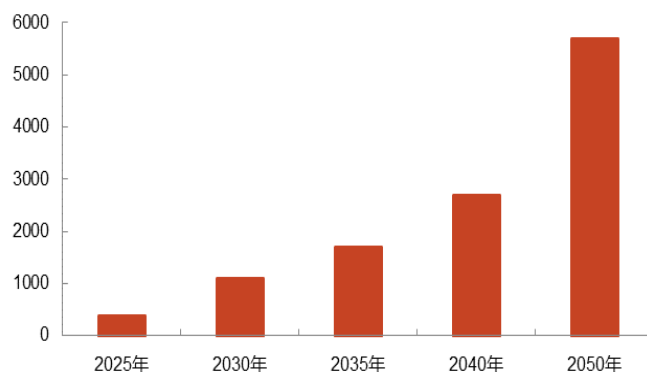
作为世界最大的煤炭生产国和消费国，为实现碳中和目标，中国将逐步淘汰未使用 CCUS 技术的煤炭在整个经济系统中的使用。根据《2020 中国碳中和综合报告》，2040 年至 2045 年左右，应淘汰未采取 CCUS 技术的燃煤发电。2055 至 2060 年淘汰未采取 CCUS 技术的燃煤在难以实现脱碳的工业部门的使用。CCUS 应用主体为燃煤电厂，我国燃煤电厂多建于 2005-2015 年，预计将在 2035-2045 年迎来更新高峰。

CCUS 作为一项有望实现化石能源大规模低碳利用的技术，是我国未来减少 CO<sub>2</sub> 排放、保障能源安全和实现可持续发展的重要手段。随着技术进步未来有望建成低成本、低能耗、安全可靠的 CCUS 技术体系和产业集群，为化石能源低碳利用提供技术选择，为应对气候变化提供有效的技术保障，为经济可持续发展提供技术支撑。根据《中国 CCUS 技术发展趋势分析》预测，我国利用 CCUS 技术封存的 CO<sub>2</sub> 量将不断提高，2025 年将达到 2000 万吨，2050 年则有望达到 97000 万吨，年复合增长率为 16.8%；由 CCUS 技术处理 CO<sub>2</sub> 带来的产值增加量将在 2025 年达到 390 亿元，随后不断提升，并于 2050 年达到 5700 亿元（折碳价 587.6 元/吨），年复合增长率为 11.3%。

图 5: CCUS 技术 CO<sub>2</sub> 利用封存量预测 (万吨)

资料来源:《中国 CCUS 技术发展趋势分析》米剑锋等,光大证券研究所整理

图 6: CCUS 市场空间预测 (亿元)



资料来源:《中国 CCUS 技术发展趋势分析》米剑锋等,光大证券研究所整理

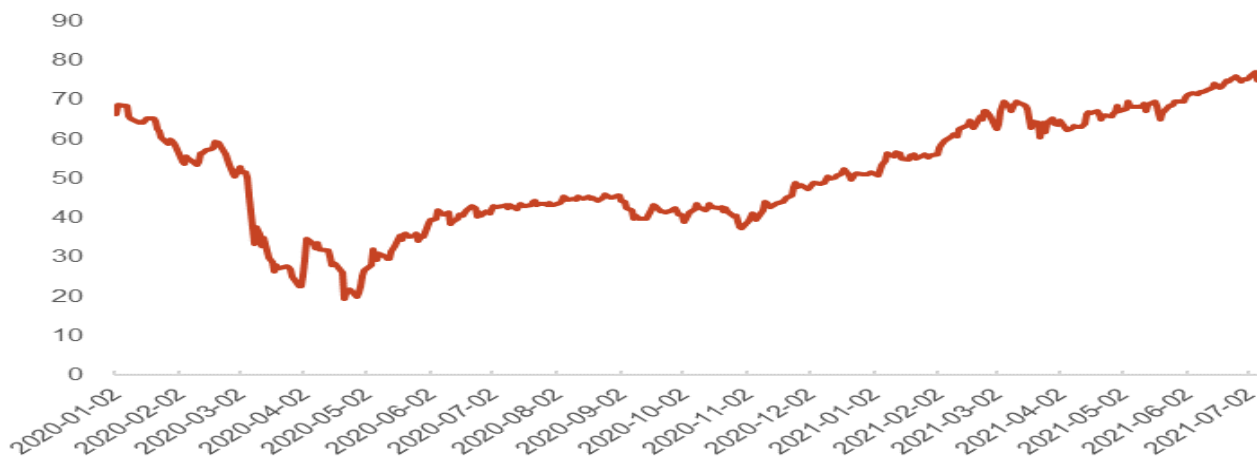
### 3、油价持续回暖，油服行业景气度攀升

2020 年,国际原油价格宽幅震荡,受地缘政治、疫情等因素影响,短期波动明显。20 年下半年,全球经济企稳复苏,带动原油需求增长,油价快速回升。21 年以来,全球经济持续复苏,原油需求显著增长。IEA 6 月报告称,预计到 2022 年底,全球石油需求将恢复到疫情前的水平。2021 年原油需求将增加 540 万桶/天,2022 年将进一步增加 310 万桶/天,达到 100.6 百万桶/天。OPEC 6 月《石油市场月度报告》同样看好第二季度经合组织与中东地区的石油需求。随着夏季出行高峰来临原油需求大幅回暖,EIA 库存持续下降,21 年油价中枢同比有望大幅提高。随着油价持续上涨,油服行业景气度持续回暖,油服行业资本开支预计同比将有较大幅度增长。公司致力于为各类油气田提供一体化全产业链服务,2021 年第一季度实现 1.7 亿元净利润,同比实现扭亏,随着油服行业景气度持续回暖,公司有望持续受益。

在油价回暖,油价产业链景气度持续提升的背景下,石油公司整体业绩有望得到提振,与此同时原油上游资本支出确定性较强,油服行业景气回升。最新能源政策强调加大化石能源的清洁高效开发利用,为油气产业定下长期发展基调,增储上产持续推进,“七年行动计划”卓有成效。在系列政策指示下,油价波动对国内油气勘探开发的影响将减弱,油气公司上游资本支出增加的确切性较强,油服公司业务量有望迎来持续增长。



图 7：布伦特油价自 21 年年初以来持续上涨（美元/桶）



资料来源：Iifind，光大证券研究所整理，截至 2021.07.06

新管网公司正式成立，油气体制改革取得重大进展。2019 年 12 月 9 日，国家石油天然气管网集团有限公司（以下简称“国家管网公司”）正式挂牌成立，标志着我国油气体制改革迈出关键一步。管网公司的成立将推动油气干线管道独立，实现管输和销售分开。公司将统一负责全国油气干线管网建设和运行调度，公平、公正地为所有用户提供油气管网运输服务。新公司资产实力雄厚，整合三大石油公司的油气管道资源后，基本覆盖中国 90% 的长输气管道。此外储气库、LNG 接收站等也有望并入公司资产。后续有望引入社会资本，包括国家投资基金及民营资本，用于扩建管网。

位于产业链中游的石化油服有望受益于油气产业新格局，获得更多招标。天然气市场涵盖上中下游三个市场，新管网公司成立后，三大石油公司管道业务增值，其他中小型天然气管道和运输企业也将受益于“管网独立”和管网向第三方开放。中游工程建设相关油服企业有望获得更多招标，下游天然气销售公司销售业务或将受益。石化油服作为中石化集团控股的国内最大的石油工程和油田技术综合服务提供商之一，在页岩气、致密油气田、高含硫气田、超深油气田及老油田综合服务领域积累了丰富的作业经验，位于天然气全产业链的中游，有望受益于中石化集团管道业务的增值，收获更多订单从而促进公司业绩上行。

## 4、盈利预测

我们维持公司 2021-2022 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年的净利润分别为 6.56/11.36/14.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.03/0.06/0.07 元。公司启动我国首个百万吨级 CCUS，成为我国 A 股 CCUS 布局排头兵，未来发展空间广阔。叠加原油供需格局改善，油价有望逐步回暖，公司盈利预计将环比大幅改善，故我们维持对公司 A 股、H 股的“增持”评级。

## 5、风险分析

### 国际原油价格下跌风险

国际原油市场多空因素交织，若未来油价下跌，将打击行业投资信心，使得整个油气服务行业市场需求大幅下滑，服务价格水平下降，进而使公司的发展面临挑战。

### 技术创新风险

各油服公司的专业技术服务均在较大程度上依赖于专门领域高新技术的运用,是否掌握行业中的最先进的高端技术直接影响公司在各专业服务领域的竞争力。

### 安全事故和突发自然灾害风险

油服公司作业过程中可能遇到恶劣天气、海况,面临着船舶倾覆、碰撞、搁浅、爆炸等风险;能源运输、配送过程面临着运输品泄漏、爆炸等危险。如果生产作业过程中出现重大事故且保险赔付不足,则可能会对公司业务及未来前景造成不利影响。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	69,870	68,073	83,752	106,396	132,888
营业成本	63,695	62,605	75,620	95,477	119,765
折旧和摊销	3,501	3,603	3,865	4,047	4,339
税金及附加	286	238	293	372	465
销售费用	64	73	56	71	89
管理费用	2,966	2,781	3,422	4,347	5,429
研发费用	1,194	1,370	1,483	1,883	2,352
财务费用	945	1,197	1,169	988	784
投资收益	205	60	60	60	60
营业利润	1,251	283	2,121	3,722	4,644
利润总额	1,356	348	2,186	3,786	4,709
所得税	442	269	1,530	2,650	3,296
净利润	914	79	656	1,136	1,413
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	914	79	656	1,136	1,413
EPS(元)	0.05	0.004	0.03	0.06	0.07

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,377	4,472	7,624	9,456	10,757
净利润	914	79	656	1,136	1,413
折旧摊销	3,501	3,603	3,865	4,047	4,339
净营运资金增加	2,399	-4,024	-2,019	-2,829	-3,678
其他	-5,437	4,815	5,123	7,101	8,684
投资活动产生现金流	-3,179	-1,600	-5,472	-5,365	-6,440
净资本支出	-3,042	-1,602	-4,300	-5,400	-6,500
长期投资变化	40	43	0	0	0
其他资产变化	-177	-41	-1,172	35	60
融资活动现金流	1,250	-2,880	-1,794	-3,575	-3,714
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	3,114	-1,105	-1,566	-3,946	-4,519
无息负债变化	-2,935	168	6,783	10,259	12,463
净现金流	-523	-127	357	516	604

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	8.8%	8.0%	9.7%	10.3%	9.9%
EBITDA 率	10.6%	10.8%	8.6%	8.3%	7.4%
EBIT 率	2.9%	2.3%	3.9%	4.5%	4.1%
税前净利润率	1.9%	0.5%	2.6%	3.6%	3.5%
归母净利润率	1.3%	0.1%	0.8%	1.1%	1.1%
ROA	1.5%	0.1%	1.0%	1.5%	1.7%
ROE (摊薄)	13.5%	1.2%	8.9%	13.3%	14.2%
经营性 ROIC	7.3%	2.3%	6.8%	12.3%	19.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	89%	89%	89%	89%	88%
流动比率	0.58	0.57	0.60	0.65	0.70
速动比率	0.56	0.55	0.58	0.62	0.67
归母权益/有息债务	0.32	0.33	0.39	0.58	0.97
有形资产/有息债务	2.61	2.68	3.21	4.58	7.50

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	62,069	61,091	66,964	74,413	83,770
货币资金	1,669	1,551	1,909	2,425	3,029
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	11,996	9,358	12,011	15,813	20,327
应收票据	1	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	2,365	2,464	3,032	3,851	4,810
存货	1,186	1,034	1,257	1,598	2,014
其他流动资产	3,189	3,319	3,633	4,086	4,616
流动资产合计	30,529	29,780	33,985	40,057	47,252
其他权益工具	33	23	23	23	23
长期股权投资	40	43	43	43	43
固定资产	23,503	22,917	20,762	21,256	22,289
在建工程	214	284	2,471	2,813	3,313
无形资产	393	505	480	456	433
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,548	1,266	2,520	2,520	2,520
非流动资产合计	31,540	31,312	32,979	34,357	36,517
总负债	55,306	54,368	59,586	65,899	73,842
短期借款	20,403	19,371	17,605	13,459	8,740
应付账款	20,068	20,498	24,759	31,260	39,212
应付票据	4,734	6,305	7,616	9,616	12,062
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	-	-	-	-	-
流动负债合计	52,353	52,452	56,911	61,666	67,820
长期借款	474	581	781	981	1,181
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,227	913	1,853	3,212	4,802
非流动负债合计	2,953	1,916	2,674	4,233	6,023
股东权益	6,764	6,723	7,379	8,514	9,927
股本	18,984	18,984	18,984	18,984	18,984
公积金	11,915	11,918	11,984	12,097	12,239
未分配利润	-24,515	-24,436	-23,846	-22,824	-21,552
归属母公司权益	6,764	6,723	7,379	8,514	9,927
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.09%	0.11%	0.07%	0.07%	0.07%
管理费用率	4.24%	4.09%	4.09%	4.09%	4.09%
财务费用率	1.35%	1.76%	1.40%	0.93%	0.59%
研发费用率	1.71%	2.01%	1.77%	1.77%	1.77%
所得税率	33%	77%	70%	70%	70%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.07	0.24	0.40	0.50	0.57
每股净资产	0.36	0.35	0.39	0.45	0.52
每股销售收入	3.68	3.59	4.41	5.60	7.00

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	43	495	60	34	28
PB	5.8	5.8	5.3	4.6	3.9
EV/EBITDA	10.9	11.4	8.1	6.1	5.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

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

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

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

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

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

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

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE