

中油工程（600339.SH）

公司营收同比增长 12.18%，现金流情况大幅改善

优于大市

核心观点

公司半年度营收同比增长 12.18%，现金流情况大幅改善。2025 年上半年，公司实现营业收入 362.87 亿元，同比增长 12.18%；销售毛利率为 8.01%，同比及环比均小幅下降；销售及管理费用同比减少 0.33 亿元，成本费用管控成效显著；实现归母净利润 4.70 亿元，同比减少 10.87%。得益于结算清收加快及项目预收款和收款增加，公司经营活动现金流净额经营活动现金流从去年同期-70.52 亿元大幅改善至-15.33 亿元，带动公司现金流情况转暖；公司均订每 10 股派 0.13 元（含税）现金股息，合计 7258 万元，占 2025 年上半年归母净利润的 15.44%。

油气地面工程、油气储运工程、炼油与化工工程是公司核心业务板块，环境工程及其他业务快速拓展。油气地面工程以陆上石油天然气工程为主，积极拓展海洋工程和天然气液化工程；管道与储运工程主要发展陆上及海洋油气管道、化工石油储库等工程建设业务；炼油与化工工程重点发展炼油化工、煤化工、纺织化纤及合成材料等工程业务并引领国内行业发展；环境工程业务积极发展油气田和化工行业的工业废水治理回用、工业尾气处理及 VOCs 管控治理业务；2024 年，油气地面工程、油气储运工程、炼油化工工程所占公司营业收入比例分别为 36.59%、25.69%、30.27%。

2025 年上半年，新签合同额维持高位，结构不断优化。2025 年上半年，公司签约项目最大单体规模超百亿元，累计实现新签合同额 734.01 亿元、同比减少 3.10%，目前在手合同额约 1700 亿元，为公司持续稳健发展提供了有力的项目资源保障；国内市场实现新签合同额 502.19 亿元，占公司整体新签合同额的 68.42%，国际市场实现新签合同额 231.82 亿元，占公司整体新签合同额的 31.58%，同比增长 9.86%；公司新兴业务和未来市场业务实现新签合同额 205.96 亿元，占公司整体新签合同额的 28.06%，同比增长 16.56%。

公司不断深化改革，从严风险管控。公司不断健全党委发挥领导作用以及股东会、董事会等公司治理主体依法行权的有机融合机制，深化改革攻坚；公司不断强化工程质量风险、安全环保风险和社会安全风险的管控。

风险提示：能源价格下降导致的资本支出下降、地缘政治风险、安全生产风险、国际贸易摩擦风险等。

投资建议：我们预测公司 2025-2027 年营业收入为 899.92/944.92/982.97 亿元，归母净利润为 7.33/8.23/8.50 亿元，EPS 为 0.13/0.15/0.15 元/股，对应当前股价 PE 为 26.81/23.89/23.13X，我们看好公司业务结构提升带来的发展潜力，给与“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	80,343	85,917	89,992	94,492	98,297
(+/-%)	-3.9%	6.9%	4.7%	5.0%	4.0%
净利润(百万元)	746	635	733	823	850
(+/-%)	3.5%	-14.8%	15.4%	12.2%	3.3%
每股收益(元)	0.13	0.11	0.13	0.15	0.15
EBIT Margin	1.9%	1.8%	1.4%	1.4%	1.4%
净资产收益率(ROE)	2.9%	2.4%	2.7%	3.0%	3.0%
市盈率(PE)	26.35	30.93	26.81	23.89	23.13
EV/EBITDA	45.3	45.7	62.2	60.2	60.6
市净率(PB)	0.75	0.74	0.73	0.72	0.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

石油石化·油服工程

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：董丙旭

0755-81982570

dongbingxu@guosen.com.cn

S0980524090002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	3.67 - 3.90 元
收盘价	3.56 元
总市值/流通市值	19876/19876 百万元
52 周最高价/最低价	4.05/2.78 元
近 3 个月日均成交额	201.57 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

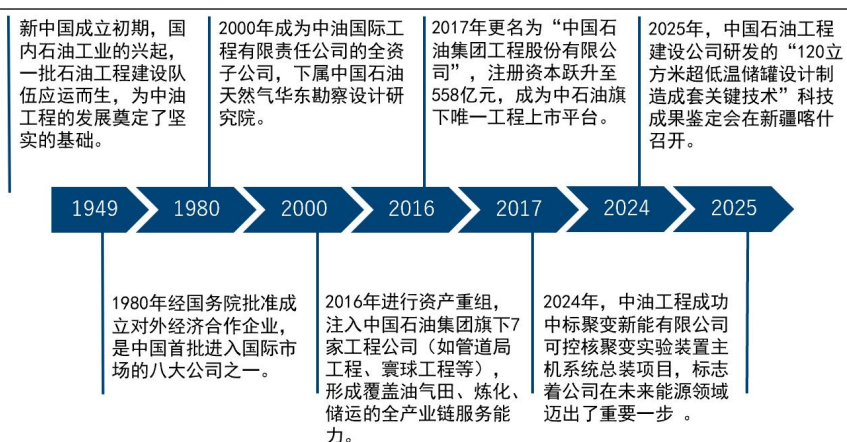
公司简介

公司为大型能源工程综合服务商，业务涵盖油气全产业链

中国石油集团工程股份有限公司（以下简称“中油工程”“公司”）为中国石油天然气集团有限公司（简称“中国石油”）控股的大型油气及新能源工程综合服务企业。公司主要为全球能源化工领域提供全产业链“一站式”工程综合服务，业务覆盖范畴广泛，既包含油气田地面、油气储运、炼油化工、聚酯化纤、煤化工、LNG、海洋石油等油气工程全产业链领域，也涉及环境治理、CCUS、风光发电、地热、生物质能、氢产业链、油气伴生资源开发等绿色低碳及新兴业务范畴。

中油工程前身始于新中国成立初期，伴随石油工业兴起的工程队伍为其奠定了基础。计划经济时期，这些队伍承担国内油气田勘探开发与基建任务，保障了能源供应。改革开放后，能源需求增长推动中油工程转型，通过引进技术与管理经验，从施工向工程总承包及全过程服务转变。1999 年公司成立后，经资源整合与业务优化，形成涵盖油气田地面、炼油化工、储运、LNG 等上中下游全产业链体系。21 世纪以来，借全球化与“走出去”战略拓展海外市场，凭技术、服务与信誉获国际认可。2016 年借助独山子天利高新实现借壳上市。公司近年响应能源转型与“双碳”目标发展新兴业务，2024 年中标可控核聚变装置项目，助力未来能源布局。

图1：公司发展历程

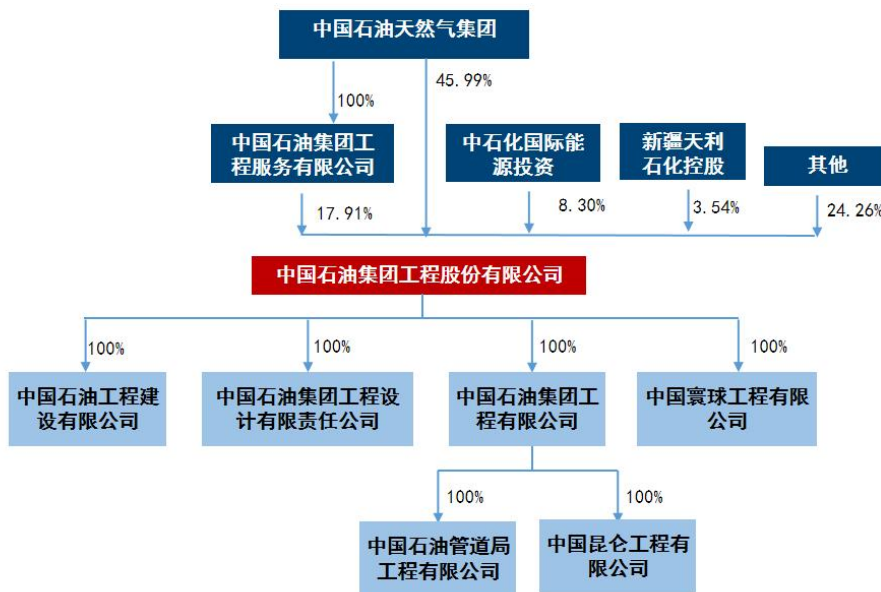


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司股权结构稳定清晰，布局全球五大区域市场

该公司的控股股东为中国石油集团，目前设有五家业务实体子公司，组织架构清晰且稳定，在全球范围内布局五大区域市场。中油工程当前的业务实体子公司包括工程建设公司（CPECC）、寰球工程公司、昆仑工程公司、管道局工程公司。其中，工程建设公司主要聚焦上游业务范畴，管道局工程公司主要专注于油气储运业务范畴，寰球工程主要致力于炼油化工业务范畴，昆仑工程则主要侧重化工业务范畴及环境工程。公司已构建起覆盖中东、非洲、中亚—俄罗斯（含欧洲）、亚太、美洲的全球五大区域市场开发网络，业务覆盖 70 余个国家和地区。

图2：公司股权结构

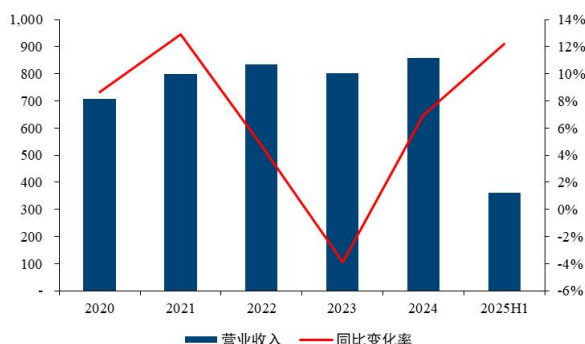


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司经营稳中向好，持续高强度投入研发

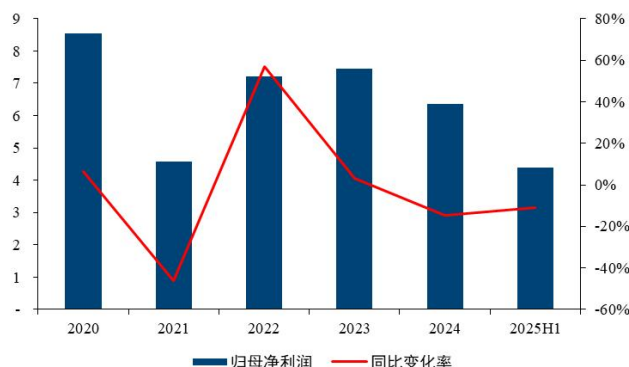
公司营收持续增长，归母净利润逐步修复。营业收入方面，2019 年以来，公司强化市场开发，持续提质增效，实现了营收规模的持续上行，2019 年公司营收约 650 亿元，2021 年突破 800 亿元，2022-2023 年维持 800 亿级平台，2024 年提升至 850 亿元以上，整体呈稳步扩张趋势。2025 年上半年公司营收 362.87 亿元，同比增长 12.18%。**归母净利润方面**，受公共卫生事件及行业竞争格局影响，公司业绩承压，2024 年公司归母净利润为 6.35 亿元。2025 年上半年公司归母净利润 4.7 亿元，同比减少 10.87%。

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

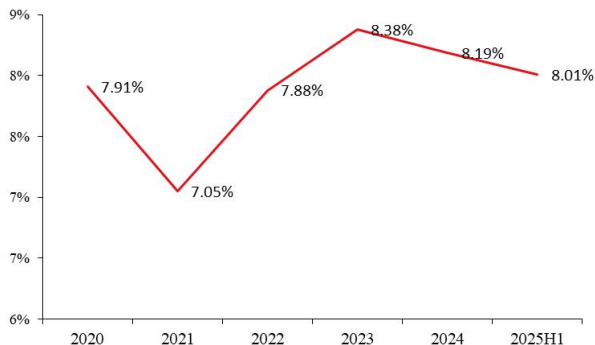
图2：公司归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

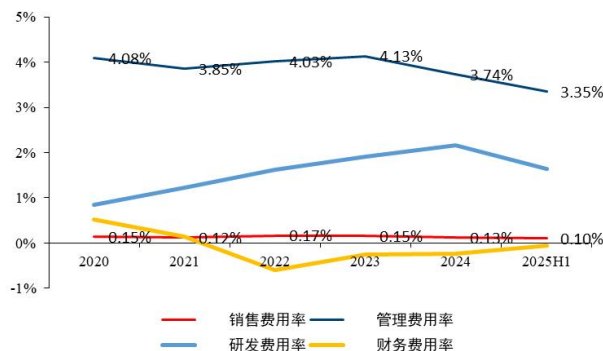
公司毛利率较为稳定，持续投入研发。公司毛利率较为稳定，在 8% 左右震荡，其中 2021 年受疫情影响，毛利率回落至 7.05%。2025 年上半年公司毛利率为 8.01%。费用方面，公司管理费用率方面趋势下降，展现出公司管理能力不断上升。公司研发费用率趋势上升，展现出公司对创新和转型的坚持。

图3：公司毛利率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

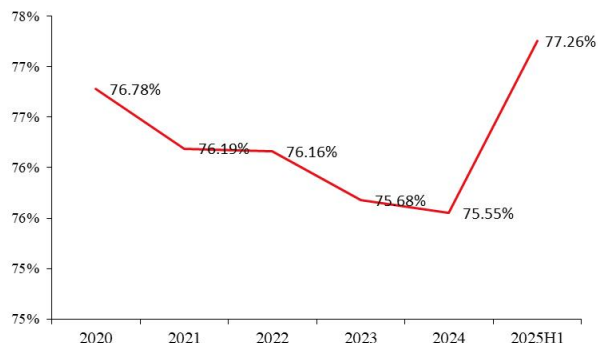
图4：公司期间费用率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

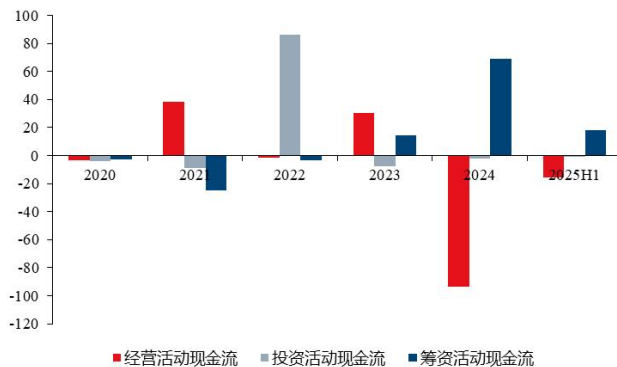
公司资产负债率维持高位，现金流量情况大幅改善。2018-2024 年，资产负债率呈“筑底-冲高-稳态回落”态势：2019 年下探至 74.5% 实现阶段性去杠杆，2020 年因项目融资扩张升至 77% 峰值，后逐年回落至 2024 年 75.5% 区间。2025 年上半年资产负债率提升至 77.26%。现金流量层面，经营活动方面，2018 年由于高毛利订单回款集中有大额净流入，于 2019 年转负，并在 2021-2023 年修复转正，2024 年再度净流出，凸显工程业务“垫资-回款”的周期错位，需跟踪订单质量对现金流的支撑力。投资活动方面，2022 年大额净流入，2024 年因布局新兴业务大幅净流出，其余年份以净流出为主，反映战略投资的阶段性节奏。筹资活动方面，2019、2024 年净流入，2018 及 2021 年净流出，融资行为与业务周期强绑定，彰显资金统筹的动态调整。2025 年上半年，公司结算清收加快，项目预收款和收款增加，经营活动现金流从去年同期-70.52 亿元大幅改善至-15.33 亿元，带动公司现金流情况转暖。

图5：公司资产负债率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

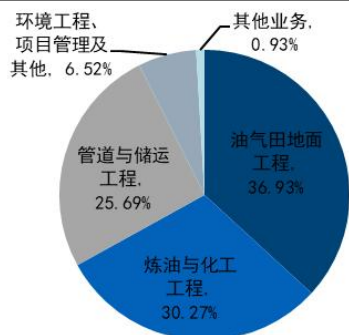
图6：公司现金流情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

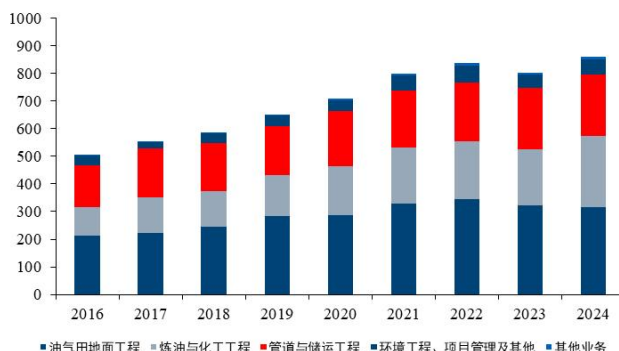
油气田地面工程、管道与储运工程、炼油与化工工程是公司传统的核心业务，也是公司收入的主要来源，2024 年所占公司营业收入比例分别为 36.59%、25.69%、30.27%，其中油气田地面工程业务对营收的贡献始终稳居第一，炼油与化工工程业务于 2024 年首次超过管道与储运工程业务，成为主营业务中贡献营收的第二名。环境工程、项目管理及其他业务对主营业务收入的贡献最小，占比仅为公司营业收入的 6.52%，但较 2023 年已有所增长。

图3：2024 年公司主营业务营收占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2016-2024 年公司主营业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

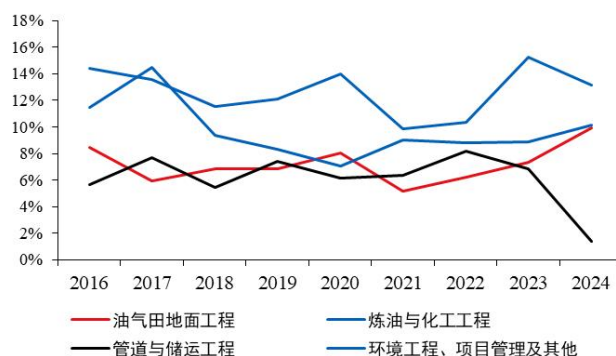
环境工程与项目管理服务业务的盈利能力最强，2024 年毛利率达 13.17%；管道与储运工程业务虽在营收方面实现突破，但由于工程进度问题，毛利率下降明显，仅为 1.36%；其余两个主营业务板块油气田地面工程业务、炼油与化工工程业务毛利率分别为 9.90%、10.13%，均较 2023 年有所增加，盈利能力稳定。

图5：2024 年公司主营业务毛利（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：2016-2024 年公司主营业务毛利率水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司境内业务盈利能力呈增强趋势，境外业务风险管控能力有待加强。营业收入与毛利率在 2023 年有小幅回升趋势，2024 年境外业务盈利能力再度减弱。2024 年，公司境内主营业务收入 619.40 亿元，占主营业务收入的 72.77%；毛利率 11.09%，较上年增加 2.32pct。境外主营业务收入 231.83 亿元，同比下降 1.63%，占主营业务收入的 27.23%，较上年减少 2.39pct；受管道与储运业务阶段性亏损的影响，毛利率大幅

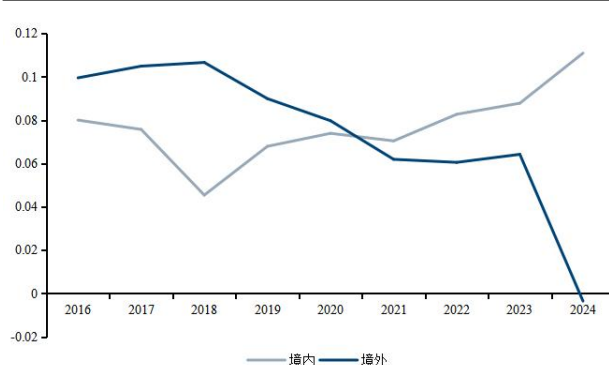
减少至-0.35%，较上年减少 6.77pct。

图7：公司境内外营收（亿元）及境内外营收占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司境内外毛利率水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司经营稳健，业务结构不断优化

国内增储上产，油气开发资本支出稳定增加

2024 年我国原油表观消费量 763.97 百万吨，进口量 553.23 百万吨，进口依存度 72.42%；油气进口的高依存度推动了政府和企业加大对国内资源的勘探和开发力度，以减少对外部供应的依赖，保障国家能源安全。“十四五”以来，我国大力推进油气增储上产“七年行动计划”，我国油气勘探开发力度不断加大，特别是在非常规油气资源如页岩气、致密油等领域实现了诸多重大突破与发现。

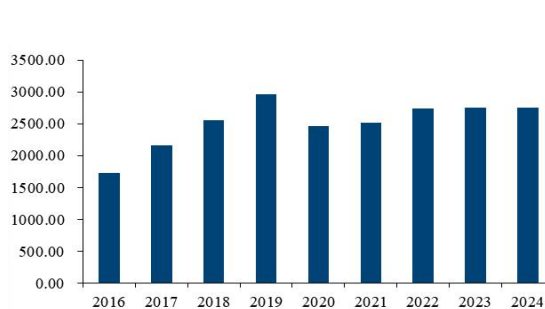
公司是中国石油天然气集团有限公司（简称“中国石油”）的下属企业，中国石油近三年中国石油始终保持着 2750 亿左右的资本开支，2025 年将继续响应“增储上产”号召。由于中国石油在勘探、开发和生产等上游活动中的投入加大，直接带动对相关工程服务的需求。公司作为中国石油集团内部以及对外提供油气田地面建设、管道铺设、炼化工程建设等服务的主要供应商之一，有望获得更多的项目订单。

图9：中国原油对外依存度



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：中国石油资本支出



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国家管网公司成立后，管网建设加速推进

2019 年，国家石油天然气官网集团成立，推动形成上游油气资源多主体多渠道供应、中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争的“X+1+X”油气市场体系，上下游资源端和需求端市场的开放对中游管网输送能力提出了更高的要求，国家管网利用统筹优势，推动我国天然气管网加速建设。

《中长期油气管网规划》提出，到 2025 年，全国油气管网规模达到 24 万公里，其中原油管道 3.7 万公里、成品油管道 4 万公里、天然气管道 16.3 万公里。网络覆盖进一步扩大，结构更加优化，储运能力大幅提升。全国省市区成品油、天然气主干管网全部连通，100 万人口以上的城市成品油管道基本接入，50 万人口以上的城市天然气管道基本接入。

2024 年公司承建的中俄东线（南通-角直）、西气东输四线（新疆段）等国家油气基础设施、中国石油冀东油田南堡 1 号储气库、中国海油乌石 17-2/23-5 油田群联合开发工程陆地终端等项目建成投产，惠州荃美石化储运、温州华港液化天然气（LNG）储运调峰中心（罐区）等项目按期建成，为国家区域协同发展和油气保供贡献积极力量。

2025 年 3 月，国家能源局召开了全国油气基础设施规划建设和管道保护工作会议，会议指出，国家管网集团要更好承担起油气干线管网投资建设主体责任，按照 2025 年管道和互联互通重大项目清单安排，扎实推进川气东送二线、虎林—长春—石家庄—濮阳、苏皖豫等国家重大战略性工程建设。主要油气企业、国家管网集团以及各地方要履行储气责任，按照 2025 年储气重大项目清单安排加快项目实施。

表 1：我国部分在建主干管道

管道名称	隶属集团	起点	终点	设计管输能力(亿立方米/年)	长度(公里)
中国石化新疆煤制天然气外输管道(新-粤-浙天然气管道)	国家管网集团	新疆木垒	广东省韶关	300	4159
蒙西煤制气外输管道一期后续工程	中国海油	内蒙古鄂尔多斯	河北黄骅	300	1279
中俄东线天然气管道工程南段	国家管网集团	河北永清	上海	380	1509
北燃南港 LNG 项目外输管道工程	北京燃气	天津	北京	45	229
国家管网集团蒙西管道项目一期工程	国家管网集团	天津	河北定兴	66	413.5
海西天然气管网二期工程(福州-三明段)	国家管网集团	福州	三明		286.6
西气东输三线中段	国家管网集团	中卫	吉安	250	2090
西气东输四线天然气管道工程(吐鲁番-中卫)	国家管网集团	吐鲁番	中卫		1745
川气东送二线川渝鄂段	国家管网集团	威远/泸县	潜江	200	1576
山东管网东干线天然气管道	国家管网集团			139	524.5
川气东送二线	国家管网集团			200	4269
西气东输四线	国家管网集团	新疆乌恰	宁夏中卫		3340
西气东输四线(新疆段)	国家管网集团				583
西气东输三线湖北段	国家管网集团	枣阳	仙桃	250	248.9
中俄东线济宁支线	国家管网集团	泗水县	微山县	30	168.6
虎林至长春天然气管道工程	国家管网集团	黑龙江虎林	吉林长春	100	795
长春-石家庄天然气管道工程	国家管网集团	长春	石家庄	160	1611

资料来源：隆众资讯，重庆石油天然气交易中心，国信证券经济研究所整理

减油增化趋势不改，炼厂改造需求持续

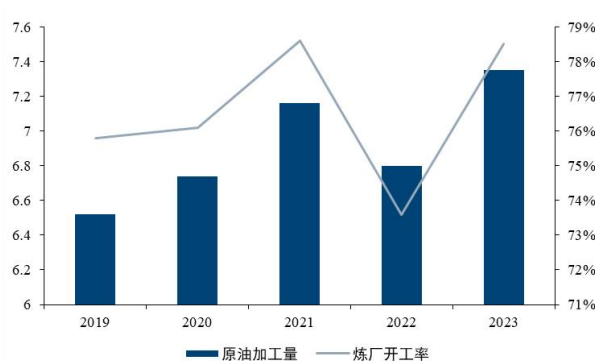
原油加工能力持续提升，产能持续过剩。在石油炼化工艺中，“常减压蒸馏”常作为原油加工的第一道流程，通常被用来衡量炼厂加工能力。2000 年以来，我国原油加工能力快速提升，至 2021 年末我国石油加工能力升至 9.1 亿吨/年，超过同期美国炼油能力 9.07 亿吨/年，成为世界第一大炼油国。截至 2023 年底，我国炼油能力达 9.36 亿吨，较 2022 年底新增炼油能力 1200 万吨。中国 2023 年原油加工量 7.35 亿吨，创历史新高，同比增长 8.1%，炼厂开工率为 78.5%，较 2022 年大幅增长 4.9%，但相较世界原油加工业的合理开工率 85% 仍明显偏低，我国原油加工能力过剩较为严重。

图11：中国炼油能力及增量



资料来源：中国石油集团经济技术研究院，国信证券经济研究所整理

图12：中国原油加工量及炼厂开工率



资料来源：中石油集团经济技术研究院，国信证券经济研究所整理

新能源汽车加速替代燃油车叠加燃油车效率提升，汽油需求预期低速增长。从欧美等汽油车市场较为成熟地区的发展经验看，随着千人汽车保有量超过 200 辆，汽车市场将进入普及期的中低速增长阶段。中国千人汽车保有量于 2021 年超过 200，汽车市场总销量已进入中低速增长期，而电动车的加速发展，更是导致汽油车的保有量增速快速下降，预期 2025 年汽油车保有量有望达到峰值。节能与新能源汽车技术路线图 2.0 中指出，2025 年传统汽油乘用车平均油耗需要从 2019 年的 6.46L/100km 下降至 5.6L/100km，降幅达 13.3%。汽油表观消费量预计保持低速增长。

图13：中国乘用车分燃料类型销量



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

图14：中国汽油车保有量和汽油消费量增速



资料来源：中国汽车技术研究中心，国信证券经济研究所整理

柴油消费主要用于道路运输和工农业生产，需求整体呈现下降趋势。柴油消费趋势与国家经济阶段和第二产业的发展关系密切，我国目前处于工业化中后期，第二产业占比 40% 左右，生产性柴油消费呈现下滑趋势。在运输领域，我国在战略层面提出“以铁替公”战略，降低公路货运比例，并且积极推进 LNG 重卡，由于 LNG 重卡更加经济，LNG 重卡保有量及行驶里程占比稳步上升。受以上两点影响，公路运输领域柴油消费占比也出现萎缩。预计“十四五”期间，我国柴油需求将年均下降 1%-2%。从国内柴油全口径资源角度看，除纳入官方统计的正品外，终端用油行业实际消费中还包括两部分资源：一是由于企业虚报、少报导致官方低估的柴油产量；二是大量调和油组分形成的资源，如国内生产的轻质燃料油、进口的轻循环油等，经过简单调和即可作为柴油使用。2021 年以来，国内炼油产业和成品油市场开展了前所未有的产业规范及市场秩序整治行动，通过多种手段规范市场，柴油表观消费量统计更加全面准确，导致柴油表观消费统计数据出现上升，但我国柴油实际消费量正逐步降低。

2019 年以来，我国成品油产量维持在 4 亿吨以上。未来央企炼化项目升级改造，民企及外资新建项目仍持续推进，合计将新增超 1.22 亿吨/年炼油能力。假设 2024 年投产的镇海炼化二期及裕龙岛石化成品油收率为 40%，开工率 90%，则 2025 年前将会新增成品油产量超 1000 万吨。以汽油消费量年增长 2%，柴油需求维持稳定，煤油需求增速 8% 计算，2025 年成品油需求量为 4 亿吨。据此 2025 年成品油产量将过剩超 5000 万吨。未来相当长一段时间内，我国成品油将保持过剩。我国当前的化工产品结构性供给不足，以乙烯为代表的烯烃以及以对二甲苯为代表的芳烃长期不能自给自足，“减油增化”为大势所趋。目前传统炼厂转型主要是增产基本有机化工原料，包括乙烯、丙烯、丁二烯、苯、甲苯和二甲苯。

公司新兴业务快速成长

公司紧跟国家能源战略和中国石油在新能源、新材料、新事业的整体部署，加速布局非常规油气、新能源、新材料、绿色环保、数字智能等战略性新兴产业，同时前瞻切入合成生物学、可控核聚变等未来产业，全力培育“第二增长曲线”。目前，公司已具备建设分布式、集中式“风光气储”一体化大型能源基地的综合能力，掌握覆盖 CCUS 与氢能完整产业链、地热资源开发利用的新能源技术体系，同时拥有尼龙 66、聚碳酸酯及多种特种材料等新材料成套技术。

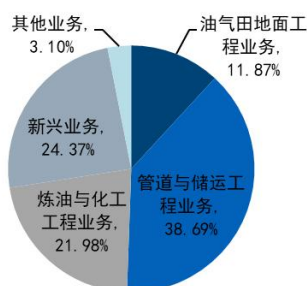
面向未来，公司将加速布局非常规油气、伴生矿产、新能源、新材料、绿色环保和数字智能等新兴工程服务，并前瞻探索可控核聚变、合成生物学、深海深地开发、前沿材料等未来产业工程服务。同时，公司将积极拓展技术许可、工程投融资、运营服务等全新商业模式，通过持续优化市场布局和业务结构，在巩固传统优势的同时，大力培育新兴业务，打造新的竞争高地，不断扩大新兴业务市场份额，抢占未来发展新赛道，实现产业链延伸与补强。

公司新兴工程业务相继落地。公司承建的中国石油青海油田格尔木燃机电站重启及配套新能源、华北油田生产区域光伏发电、吉林油田昂格风电等项目顺利并网，锦州石化延迟焦化改造针状焦项目顺利投产，盐亭天然气处理厂、辽阳石化尼龙 66 等项目稳步推进；连云港嘉澳废弃油脂转化生物质能源项目顺利中交，虹景新材料高端热熔胶乙烯-醋酸乙烯、联泓格润新材料 EVA 等项目有序建设。

2024 年公司实现新兴业务领域新签合同额 304.76 亿元，同比增长 31.44%，占公司整体市场份额的 24.37%，新兴业务提速发展势头强劲。公司先后签约东明中油燃料石化有限公司 30 万吨/年 UPC 试验装置（反应 I 区、反应 II 区）工程建设、塔里木油田叶城县 50 万千瓦光伏发电 EPC 总承包等新兴业务项目，新兴业务领域工程业绩加速积累；成功中标聚变新能（安徽）紧凑型聚变能实验装置主机系统总装工程，标志性进入聚变能源工程建设市场，抢占了未来产业先机。2025 年中

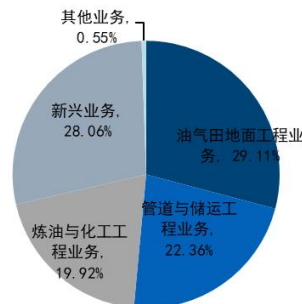
油工程继续强化其在新兴业务上的布局和发展，上半年新兴业务新签合同额 205.96 亿元，占公司上半年新签合同额的 28.06%，占比仅次于油气田地面工程业务，有利于推动公司向新兴产业转型。

图15：2024 年各专业领域新签合同额（亿元）及占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16：2025H1 各专业领域新签合同额（亿元）及占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司深耕海外市场，成效显著

中油工程已构建起完善的市场营销体系，始终坚持“市场为先、客户至上、协同一体、竞合共赢”的营销理念。在多年市场拓展与项目实践中，公司形成了与国际标准对接的管理框架和项目运行模式，营销网络覆盖中东、中亚、非洲、亚太等重点区域，并与沙特阿美、埃克森·美孚、壳牌、道达尔、阿布扎比国家石油公司、沙特基础工业公司、巴斯夫等全球主要 NOC、IOC、ICC 客户保持长期稳定的合作关系。

公司持续深耕海外战略市场。自上市以来，公司累计完成各类项目近 7 万个，充分展现了油气和新能源工程建设“国家队”的品牌影响力。在“一带一路”沿线国家，公司承建的一批重点项目高质量投产，屡创行业纪录，显著带动了当地经济发展和民生改善；已连续七年跻身 ENR 国际及全球承包商 250 强，并位列全球十大油气工程公司。面对全球市场不确定性和地缘政治风险上升，中油工程作为承包商会重要成员，不断优化海外布局。“十四五”期间，公司在伊拉克、沙特阿拉伯、阿联酋等地的石化项目中，不仅深度参与重大工程建设，还积极探索创新商业模式，展现出强化风险防控与合规管理的能力。

2025 年至今，中油工程披露了三项中标中东重大工程项目，中标金额合计约 170 亿元。公司在中东地区的核心竞争优势包括丰富的工程业绩、成熟的管理体系、卓越的区域资源统筹能力以及较强的项目建设交付能力，能够为业主提供更优质、高效且符合当地实际情况的工程解决方案。目前公司在中东地区承接的项目主要来自油气田地面建设和油气储运领域，目前在炼化领域涉及项目较少。

表2: 公司全资子公司 2025 年至今中东地区中标项目

时间	项目名称	中标子公司	招标方	项目地区	合同额	项目内容
2025 年 1 月	LNG 输送管线 EPC 工程	中国石油管道局工程有限公司	ADNOC Gas Operations & Marketing L.L.C.	阿联酋	预计 5.13 亿美元(约 37.61 亿元人民币)	建设起始于 HABSHAN 油田至 RUWAIIS 工业区
2025 年 5 月	伊拉克阿塔维油田气体处理厂 EPSCC 项目 (阿塔维 GPP 项目)	中国石油工程建TotalEnergies 设有限公司	(道达尔能源)	伊拉克	预计 16.01 亿美元 (约 115.38 亿元人民币)	建设日处理 320 百万立方英尺 (MMSCFD) 的天然气管道和管径 52 英寸长约 155 千米的高压输出管道。项目合同工期为 36 个月。
2025 年 6 月	伊拉克阿塔维油田天然气中游管网 EPSCC 项目 (阿塔维 GMP 项目)	中国石油管道局TotalEnergies 工程有限公司	(道达尔能源)	伊拉克	预计 2.94 亿美元(约 21.22 亿元人民币)	建设起始于马季努恩油田和西古尔纳二油田至拉塔维新建气处理厂, 包括长约 114 千米的 26 寸酸气管线、83 千米的 20 寸酸气管线, 以及其他三条外输管线管道和配套站场阀室。项目达成临时验收的计划工期为 36 个月。

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司持续深化改革, 优化风险管控

改革为公司发展注入强劲动力

中油工程作为中国石油集团旗下的重要企业, 在国企改革的浪潮中勇立潮头, 历经多阶段改革, 实现了治理体系、业务布局、运营效率等多方面的深刻变革。

上市奠定基础, 开启转型之路。上市为中油工程拓宽了融资渠道, 提升了企业的市场知名度和影响力, 也促使企业按照上市公司的规范要求, 完善公司治理结构, 加强信息披露, 提升管理透明度, 为后续的持续改革和发展奠定了坚实的资本运作基础, 也标志着中油工程在现代企业制度建设方面迈出了关键一步。

国企改革三年行动期间完善治理, 优化组织架构。中油工程在 2022 年上半年率先落实董事会职权, 分公司模拟法人治理结构改革任务全面完成。通过这一举措明确了董事会在公司决策中的核心地位, 分公司拥有了更多的经营自主权, 能够更加灵活地应对市场变化, 极大地提升了决策效率和经营活力。上游业务围绕“油公司”模式建设, 积极推广新型采油气管理区作业区建设, 中油工程在相关工程建设和技术服务方面紧密配合, 助力创建到位率达到 60%以上。炼化业务积极推进业务归核化和机构扁平化, 中油工程参与其中, 助力退出低端低效业务 42 项, 新建联合运营部 46 个, 有效提升了炼化业务的整体运营效率和竞争力。销售业务大力实施“大部制”改革, 两级本部人员编制精简 33%, 中油工程在相关配套工程和服务保障方面发挥了重要作用, 保障了销售业务改革的顺利推进。

新一轮国企改革深化提升行动中公司持续优化, 增强核心竞争力。2023 年起, 在新一轮国企改革深化提升行动中, 中油工程紧跟中国石油步伐, 优化体制机制。在战略性重组和专业化整合上, 中油工程通过整合资源, 提升油气产业链集中度与产业控制力。在公司治理上, 中油工程持续完善治理机制, 推动董事会规范运作, 优化市场化经营机制, 提升价值创造能力。同时, 积极参与“双百行动”“科改行动”, 发挥改革示范引领作用, 不断提升企业核心竞争力, 向世界一流能源工程综合服务商目标迈进。2024 年, 公司积极推动引入战略投资者, 中国石油集团将约占 A 股总股本 8.3%的股份划转给中石化国投并获国资委批准, 股权结构持续优化, 治理结构更加多元。

中油工程在国企改革历程中, 通过不断完善公司治理、优化业务布局、提升运行效率, 实现持续发展。未来, 将继续顺应改革大势, 在保障国家能源安全、推进能源工程技术进步等方面发挥更大作用, 为建设世界一流企业奋勇前行。

积极管控风险，保证公司行稳致远

公司牢固树立底线思维、坚持全面从严管理，统筹推进合规风险、项目风险和质量健康安全环保风险管控，实风险管理责任与举措，进一步筑牢了企业安全稳健发展根基。

合规风险管控：公司加强生产经营计划管理和过程管控，高度重视自由现金流及合同纠纷风险；强化市场开发阶段的风险识别与防范，完善标前风险评估审查的管理授权，对开具母公司担保项目升级管理；严格落实重大经营决策事项法律合规前置审查程序，所属子公司率先获得同类企业合规体系和反贿赂体系双认证；公司经董事会审议印发了《合规管理办法》、《合规审查工作管理办法》，合规管理“三道防线”机制更加健全，业务合规审查、法律专项合规审查、合规监督的职责更加明确，“业法融合”的深度持续拓展，重大经营决策事项实现了法律合规前置审查全覆盖；加大违规风险监测力度，完善合规风险事件报送机制，全面开展境外合规风险隐患排查，建立起了覆盖5大区域23个国家的境外法律合规服务资源库。

项目风险管控：深入实施完工三年未关闭合同、在建项目清收结算、重大经营风险项目“三个专项治理”，建立了重大项目异常报告和升级管理机制，定期开展社会安全风险等级较高地区的项目监测，“一项目一策”落实风险防范措施，有效降低了境外履约风险和经营风险。

质量健康安全环保风险管控：公司秉持“安全第一”理念，坚持“四全”原则，落实“四查”要求，扎实开展安全生产集中专项整治、重大事故隐患专项排查整治行动，创新开展体系审核、生产运行单位诊断评估；深入开展安全生产治本攻坚三年行动、“一企一策”实施体系审核，持续开展工程质量提升“三个专项行动”和采购物资质量专项排查整治，强化施工现场防尘、固体废物处置和挥发性有机物排放管控，加强健康企业建设和中高风险人群健康干预，报告期内未发生一般及以上生产安全事故、工程质量事故和环境事件。

盈利预测

我们的盈利预测基于以下主要假设条件：

油田地面工程：2024 年该板块营收 314.37 亿元，毛利率达到 2020 年以来高峰 9.9%。国内油气增储上产，油气开发资本支出稳定增加，我们预计公司 2025-2027 年该板块营收为 330.09/346.59/360.46 亿元，毛利率分别为 8.5%/8.0%/8.0%。

管道与储运工程：2024 年该板块营收 220.75 亿元，毛利率受工期延误等因素影响，仅为 1.36%。国内由于国家石油天然气管网公司成立，我国天然气管网加速建设。我们预计公司 2025-2027 年该板块营收为 229.58/241.06/253.11 亿元，毛利率分别为 3.0%/4.5%/5.0%。

炼油与化工工程：2024 年该板块营收 260.06 亿元，毛利率为 13.17%。目前我国原油加工能力持续提升，产能持续过剩，国内成品油消费需求整体出现下降趋势，现有炼厂“减油增化”为大势所趋。我们预计公司 2025-2027 年该板块营收为 273.06/286.72/295.32 亿元，毛利率分别为 3.0%/4.5%/5.0%。

环境工程、项目管理及其他：2024 年该板块营收 56.04 亿元，毛利率为 10.12%。公司紧跟国家能源战略和中国石油在新能源、新材料、新事业的整体部署，加速布局非常规油气、新能源、新材料、绿色环保、数字智能等战略性新兴产业，同时前瞻切入合成生物学、可控核聚变等未来产业。我们预计公司 2025-2027 年该板块营收为 229.58/241.06/253.11 亿元，毛利率分别为 3.0%/4.5%/5.0%。

表1：中油工程业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
油田地面工程						
收入（亿元）	343.94	323.79	314.37	330.09	346.59	360.46
成本（亿元）	322.5	299.91	283.24	302.03	318.87	331.62
毛利（亿元）	21.44	23.88	31.13	28.06	27.73	28.84
毛利率(%)	6.23%	7.38%	9.90%	8.50%	8.00%	8.00%
管道与储运工程						
收入（亿元）	212.12	222.79	220.75	229.58	241.06	253.11
成本（亿元）	194.74	207.52	217.75	222.69	230.21	240.46
毛利（亿元）	17.38	15.27	3	6.89	10.85	12.66
毛利率(%)	8.19%	6.85%	1.36%	3.00%	4.50%	5.00%
炼油与化工工程						
收入（亿元）	210.76	200.4	260.06	273.06	286.72	295.32
成本（亿元）	192.2	182.66	233.73	248.49	262.35	271.69
毛利（亿元）	18.56	17.74	26.33	24.58	24.37	23.63
毛利率(%)	8.81%	8.85%	10.12%	9.00%	8.50%	8.00%
环境工程、项目管理及其他						
收入（亿元）	61.96	48.67	56.04	58.84	61.78	64.87
成本（亿元）	55.57	41.25	48.66	51.19	53.75	56.44
毛利（亿元）	6.39	7.42	7.38	7.65	8.03	8.43
毛利率(%)	10.31%	15.25%	13.17%	13.00%	13.00%	13.00%
合计						
收入（亿元）	835.90	803.43	859.17	899.92	944.92	982.96
成本（亿元）	770.02	736.07	788.78	830.25	871.31	906.65
毛利（亿元）	65.88	67.36	70.39	69.67	73.61	76.31
毛利率(%)	7.88%	8.38%	8.19%	7.74%	7.79%	7.76%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2025-2027 年营收为 899.92/944.92/982.96 亿元，同比增长 4.74%/5.00%/4.03%。预计未来 2025-2027 年公司毛利率分别为 7.74%/7.79%/7.76%。

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：3.67-4.05 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表2：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	4.71%	-3.88%	6.94%	4.74%	5.00%	4.03%
营业成本/销售收入	92.12%	91.62%	91.81%	92.26%	92.21%	92.24%
管理费用/销售收入	3.86%	3.97%	3.61%	3.80%	3.80%	3.80%
研发费用/销售收入	1.62%	1.91%	2.17%	2.00%	2.00%	2.00%
销售费用/销售收入	0.17%	0.15%	0.13%	0.15%	0.15%	0.15%
营业税及附加/营业收入	0.32%	0.32%	0.36%	0.35%	0.35%	0.35%
所得税税率	43.44%	47.83%	54.16%	50.00%	50.00%	50.00%
股利分配比率	23.80%	37.66%	50.70%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理并预测

表3：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	50.00%
无风险利率	1.70%	Ka	12.70%
股票风险溢价	10.00%	有杠杆 Beta	1.37
公司股价（元）	3.52	Ke	15.39%
发行在外股数（百万）	5583	E/(D+E)	67.18%
股票市值(E, 百万元)	19653	D/(D+E)	32.82%
债务总额(D, 百万元)	9600	WACC	11.16%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表4：公司 FCFF 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	1,236.1	1,345.9	1,376.7	1,419.8	1,464.3
所得税税率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
EBIT*(1-所得税税率)	618.0	672.9	688.3	709.9	732.1
折旧与摊销	565.8	582.4	596.2	609.4	622.3
营运资金的净变动	4,915.6	274.1	276.0	191.9	197.9
资本性投资	(201.0)	(201.0)	(201.0)	(201.0)	(201.0)
FCFF	5,898.4	1,328.4	1,359.6	1,310.2	1,351.4
PV(FCFF)	5,306.4	1,075.1	989.9	858.2	796.3
核心企业价值	18,288.4				
减：净债务	(3,157.8)				
股票价值	21,446.2				
每股价值	3.84				

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表5：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		11.0%	11.0%	11.16%	11.4%	11.6%
永续 增长 率变 化	2.6%	4.05	3.99	3.92	3.86	3.81
	2.4%	4.02	3.96	3.90	3.84	3.78
	2.2%	3.99	3.93	3.87	3.81	3.76
	2.0%	3.96	3.90	3.84	3.79	3.73
	1.8%	3.93	3.87	3.82	3.76	3.71
	1.6%	3.90	3.85	3.79	3.74	3.69
	1.4%	3.88	3.82	3.77	3.72	3.67

资料来源：国信证券经济研究所分析

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 3.67-4.05 元。从估值方法特征来看，以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司，在成长股预测中存在失真现象。

相对估值：3.25-3.90 元

我们选取石化油服、中石化炼化工程为可比公司进行相对估值，选择理由如下：

中国化学：公司能够为客户提供建筑工程及其工程和工艺技术研发、勘察、设计、投资、建造、运营及服务，是我国工业工程领域综合解决方案服务商。公司具有全球资源配置能力和超大项目组织实施能力，采用全球先进的交付技术和工具，为业主提供安全、专业、智能、先进的工程服务，加快建设研发、投资、建造、运营一体化的国际工程公司。

石化油服：公司是中国石化集团公司控股的中国大型综合油气工程与技术服务专业公司，是国内最早的海洋尤其勘探工程及技术服务提供商之一，也是中国一体化全产业链油服企业。公司业务覆盖油气勘探开发全生命周期，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。

中石化炼化工程：公司是一家专注于能源化工领域的综合性工程服务商，其主要业务包括工程总承包、施工服务、设计咨询与技术许可以及设备制造。公司是能源化工行业全产业链、全生命周期综合服务商。

表6：同类公司估值比较

股票代码	股票名称	主营产品	股价 (2025.8.21)	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E		
601117.SH	中国化学	建筑工程、环境治理、工艺工程技术	7.88	0.93	1.02	1.11	8.47	7.73	7.10	0.77	481
600871.SH	石化油服	石油工程和油田技术综合服务提供商	2.08	0.03	0.05	0.06	61.30	43.38	35.88	4.18	389
2386.HK	中石化炼化工程	石化化工领域工程咨询、技术许可，项目管理	7.20	0.56	0.61	0.66	11.12	10.77	9.89	0.88	308
平均值											
600339.SH	中油工程	油气田地面、油气储运、环境治理工程建设	3.59	0.11	0.13	0.15	32.64	27.61	23.93	0.75	199

资料来源：可比公司相关数据来自 Wind 一致预期，国信证券经济研究所预测（截止 2025.8.21）

我们选取石化油服和中石化炼化工程为可比公司，2025 年平均 PE 为 25.56 倍。考虑到中油工程海外业务与新兴业务占比较高且发展态势良好，我们认为中油工程合理 PE 为 25-30 倍，对应股价为 3.25-3.90 元。

投资建议

公司为中国石油天然气集团有限公司控股的大型油气及新能源工程综合服务企业。公司主要为全球能源化工领域提供全产业链“一站式”工程综合服务，业务覆盖范畴广泛，既包含油气田地面、油气储运、炼油化工、聚酯化纤、煤化工、LNG、海洋石油等油气工程全产业链领域，也涉及环境治理、CCUS、风光发电、地热、生物质能、氢产业链、油气伴生资源开发等绿色低碳及新兴业务范畴。公司新签合同量保持高位，新签合同中海外合同及新兴业务合同占比不断提高，结构持续优化；公司不断健全公司治理，持续深化改革，并不断强化工程质量风险、安全环保风险和社会安全风险的管控。我们预测公司 2025-2027 年营业收入为 899.92/944.92/982.97 亿元，归母净利润为 6.94/7.42/7.65 亿元，EPS 为 0.13/0.15/0.15 元/股，对应当前股价 PE 为 26.81/23.89/23.13X，股票合理估值区间为 3.67-3.90 元，我们看好公司业务结构改变带来的发展潜力，给与“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 3.67-3.90 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.70%、风险溢价 10.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的石化油服和中石化炼化作为可比公司，在行业平均动态 PE 的基础上给予给予公司 2025 年 30-35 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

销售端，我们可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

成本端，我们可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈

利预测值高于实际值的风险。

产能方面，我们预计 2025-2027 年公司均有新增产能放量，若实际投产推迟、达产不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

费用方面，我们假设公司费用率维持在相对稳定的水平，如果未来实际费用支出较大，可能存在业绩预期高估的风险。

经营风险

油价大幅波动风险：油价对于油气企业资本开支影响较大，油价不可避免会出现一定波动，若油价波动率较大，可能会导致石化企业经营决策的变化，从而造成经营业绩与预测情况造成偏离过大的情况。

新业务市场推广的风险：公司新兴业务的开发存在市场推广不达预期的风险，由于公司新兴业务与 CCUS、风光发电、地热、生物质能、氢产业发展强相关，公司新兴业务拓展受下游行业发展影响，可能存在市场推广不及预期的可能。

境外经营的风险：公司海外业务占比较大，涉及多个国家和地区，面临各国法律及税收的监管要求。如果未来境外子公司所在国家或地区法律及税收的监管要求发生不利变化，同时公司实际控制人、管理层缺少相应的管理经验和能力，将增加公司管理协调的难度，带来经营管理风险，从而对公司业绩造成不利影响。

财务风险

应收账款风险：截止 2025 年中报，公司应收账款账面价值 146.07 亿元，规模较大。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

汇率风险：公司营收中海外业务占有不小的比例，但公司业绩通常以人民币结算，如果人民币与外币汇率出现较大波动，可能对公司业绩汇算产生不利影响。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于资本、技术密集型行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

核心技术泄密风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

政策风险

公司所处行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现业绩不及预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	34143	31398	37110	38258	39438	营业收入	80343	85917	89992	94492	98297
应收款项	15472	18501	19231	20193	21006	营业成本	73607	78878	83025	87131	90665
存货净额	12867	14121	14752	15483	16112	营业税金及附加	258	309	315	331	344
其他流动资产	36816	36279	40497	42521	44233	销售费用	124	108	135	142	147
流动资产合计	99298	100379	111670	116536	120870	管理费用	3322	3211	3482	3653	3797
固定资产	4759	4785	4460	4156	3840	研发费用	1531	1861	1800	1890	1966
无形资产及其他	1573	1547	1486	1425	1364	财务费用	(209)	(202)	(205)	(274)	(297)
投资性房地产	1289	1164	1164	1164	1164	投资收益	25	14	20	20	20
长期股权投资	650	567	567	567	567	资产减值及公允价值变动	(227)	(271)	0	0	0
资产总计	107569	108442	119348	123848	127806	其他收入	(1617)	(2031)	(1800)	(1890)	(1966)
短期借款及交易性金融负债	254	107	100	100	100	营业利润	1423	1326	1461	1640	1694
应付款项	42362	29881	41985	44066	45857	营业外净收支	0	55	0	0	0
其他流动负债	34701	40507	38876	40803	42461	利润总额	1424	1381	1461	1640	1694
流动负债合计	77316	70494	80961	84970	88418	所得税费用	681	748	730	820	847
长期借款及应付债券	2001	9500	9500	9500	9500	少数股东损益	(3)	(2)	(3)	(3)	(3)
其他长期负债	2090	1937	1937	1937	1937	归属于母公司净利润	746	635	733	823	850
长期负债合计	4091	11437	11437	11437	11437	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	81407	81931	92398	96406	99855	净利润	746	635	733	823	850
少数股东权益	56	48	47	46	45	资产减值准备	(245)	44	(12)	(17)	(18)
股东权益	26106	26463	26903	27396	27906	折旧摊销	731	672	566	582	596
负债和股东权益总计	107569	108442	119348	123848	127806	公允价值变动损失	227	271	0	0	0
						财务费用	(209)	(202)	(205)	(274)	(297)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1102	(10413)	4916	274	276
每股收益	0.13	0.11	0.13	0.15	0.15	其它	243	(46)	11	16	17
每股红利	0.05	0.06	0.05	0.06	0.06	经营活动现金流	2803	(8835)	6213	1678	1721
每股净资产	4.68	4.74	4.82	4.91	5.00	资本开支	0	(351)	(201)	(201)	(201)
ROIC	3.64%	2.70%	3%	4%	4%	其它投资现金流	35	(81)	0	0	0
ROE	2.86%	2.40%	3%	3%	3%	投资活动现金流	22	(348)	(201)	(201)	(201)
毛利率	8%	8%	8%	8%	8%	权益性融资	104	1	0	0	0
EBIT Margin	2%	2%	1%	1%	1%	负债净变化	2001	7499	0	0	0
EBITDA Margin	3%	3%	2%	2%	2%	支付股利、利息	(281)	(322)	(293)	(329)	(340)
收入增长	-4%	7%	5%	5%	4%	其它融资现金流	(1838)	(7917)	(7)	0	0
净利润增长率	3%	-15%	15%	12%	3%	融资活动现金流	1707	6437	(300)	(329)	(340)
资产负债率	76%	76%	77%	78%	78%	现金净变动	4533	(2746)	5713	1148	1180
股息率	1.4%	1.6%	1.5%	1.7%	1.7%	货币资金的期初余额	29611	34143	31398	37110	38258
P/E	26.3	30.9	26.8	23.9	23.1	货币资金的期末余额	34143	31398	37110	38258	39438
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	企业自由现金流	0	(9380)	5898	1328	1360
EV/EBITDA	45.3	45.7	62.2	60.2	60.6	权益自由现金流	0	(9798)	5994	1465	1508

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032