

未来增长确定，兼具防御与成长性的优质标的

2011年11月7日

强烈推荐/维持

中国化学

调研快报

——中国化学（601117）调研快报

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
联系人：杨伟	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034

事件：

近期赴公司调研，了解公司经营情况。

1. 公司在煤化工领域占绝对优势，未来发展空间大

公司在煤化工设计与总承包领域具有绝对优势，占有绝大部分市场份额。从订单来看，煤化工上升非常快，在10年新签合同额中煤化工占比27%，11年上半年占比预计在50%左右，明显超过08年及09年中期主营业务收入中煤化工工程承包占比5.72%、16.54%；8月份签订的越南电站项目合同额84亿，导致前三季度煤化工订单占比回落至37%。从中国资源结构来看，能源需求与原油价格高企给予煤化工很大的发展空间，据专家预测当前油价下在60-70美元煤化工就有利可图，盈利情况也很乐观。今年新签煤化工订单量取决于市场需求，大型国有企业、民企都有介入，公司大约一半的设计订单来自民企，大订单方面国企居多。国家及各地方政府规定在一定时间内必须能源就地转化，对煤化工未来发展形成利好。

2. 积极开拓海外市场，未来海外收入将占到三分之一

公司在上个世纪80年代就已开始开拓海外市场，凭借技术与成本优势，公司最近几年在巩固传统市场东南亚、北非、西亚等的基础上，新开拓了沙特、哈萨克斯坦、美国、埃及、俄罗斯等地域，今年境外已新签140多亿。海外市场领域主要包括传统化工、电厂，尿素与合成氨，合同金额比一般化工项目要大。今年上半年海外收入占总营业收入的17.55%，计划未来占到三分之一左右，意味着海外市场还有倍增的发展空间。

3. 订单执行未受政策层面影响，未来三年业绩将保持持续稳定增长

公司在手订单充足，去年未完工的项目加上今年新签的859亿订单，目前待执行订单应在1000亿左右。目前项目尚未有停建，缓建的项目涉及合同额很低，对公司经营影响很小。根据目前的订单及与业主接触情况，预计未来三年收入和利润保持30%左右稳定增长的确性很大。

表 1：2011 年公司已公告的新签订单一览表

公告时间	承接单位	项目	合同期（月）	合同额（亿）
2011.1.13	天辰	内蒙古乌海千里山 LNG 项目工程总承包	48	8
	天辰	福州耀隆联碱搬迁项目工程总承包	24	4.05
	中化十四建	包头市山晟新能源公司 3000 吨/年多晶硅项目施工总承包	10	4.5
2011.1.20	中国化学	伊犁新天 20 亿立方米/年煤制天然气项目合同	36	82.87
2011.2.22	赛鼎	福州耀隆搬迁项目合成氨、硝酸及公用工程装置 EPC 总承包	18	10.6
	五环	内蒙古博大实地化学公司年产 100 万吨合成氨 100 万吨尿素 120 万吨联碱项目总承包	33	13.8
	中化二建	内蒙古博大合成氨、尿素、联碱工程施工总承包	33	11
2011.3.2	天辰	与华油签订乌海市焦炉煤气综合利用节能减排 EPC 总承包	18	14.7
2011.3.17	中化二建	河南龙宇煤化工醋酸项目合成气净化 and 硫回收装置项目的施工承包	-	
	中化三建	江苏中能硅业 1.5 万吨/年多晶硅技改扩建的施工承包	-	4.76
	中化六建	中泰化学一期 40 万吨/年聚氯乙烯树脂、30 万吨/年离子膜烧碱循环经济项目装置去建安工程项目的施工承包	-	
2011.4.13	天辰	乌海千里山 LNG 项目、蓝星 AT88 项目基础设施和公用工程	-	
	中化六建	新疆大全新能源公司年产 250MW 多晶硅片及配套项目的工程承包	-	24.2
	中化十一建	新疆圣雄 50 万吨/年 PVC 项目（一）建筑安装工程的工程承包	-	
2011.5.13	天辰	唐山中浩化工 15 万吨/年己二酸项目	-	
	中化三建	新疆大全新能源公司年产 250MW 多晶硅片及配套项目的工程承包	-	10.3
	中化十四建	乌海华油公司焦炉煤气综合利用节能减排项目的工程承包	-	
2011.5.31	成达	内蒙古东源科技年产 10 万吨 1,4-丁二醇项目、广远化工 72 万吨/年电石项目、广远热电 4X5 万 KW 背压机组项目的工程总承包	-	27.3
2011.6.14	中化二建	山西金色长风南上庄城中村改造项目	-	
	赛鼎	中煤鄂尔多斯新能源化工公司 200 万吨/年合成氨 350 万吨/年尿素项目（一期工程）气化、净化标段项目承包	-	53.2
	五环	瓮福达州磷硫化工基地 15 万吨/年磷酸净化装置工程总承包及设备委托采购	-	
2011.6.15	五环	中煤鄂尔多斯新能源化工公司 200 万吨/年合成氨 350 万吨/年尿素项目（一期工程）氨合成/尿素装置项目承包	-	20.8

2011.6.24	华陆	陕西延长中煤榆林能源化工公司靖边能源化工综合利用 启动项目工程承包	-	68.3
2011.7.12	天辰	土耳其石油管道公司天然气储库项目工程承包	-	38.1
	中化六建	宁夏宝丰能源公司 150 万吨/年甲醇项目工程承包	-	10.41
2011.8.9	成达	与越南国家电力公司签订 DUYEN HAI (沿海) 3 燃煤电 站项目总承包	50	83.98
2011.8.27	华陆	烟台万华一体化搬迁项目工程管理合同	-	50
2011.10.21	成达	新疆圣雄能源开发公司 50 万吨/年 PVC 项目 (二) 工程 承包	13	17.7
总计	-	-	-	558.87

资料来源：公司公告，东兴证券整理

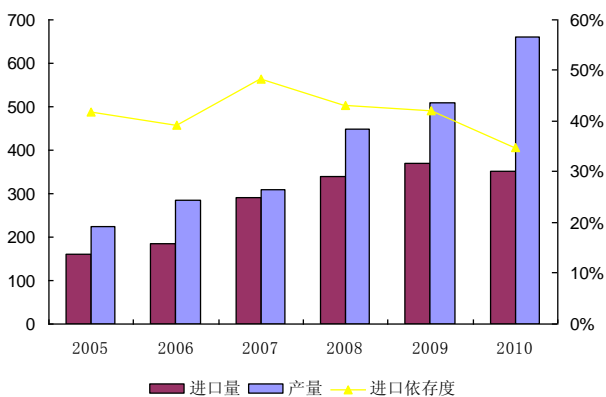
4. 己内酰胺、PTA 等实业项目投资回报率高，未来三年后业绩持续接力

公司在四川 PTA、江苏新材料工业园、福建己内酰胺三个项目中都既做工程又当业主，符合公司在经营上规避风险以及产业支撑的计划，战略上计划产业还会继续做。PTA 项目与其它同业公司比较，技术上已经成熟，与中石油四川石化合作，原料价格与保障有优势；目前因为项目涉及到 PX，近几年国内已屡次发生 PX 泄漏事故，环评、技术路线等在等待批准。根据纺织工业“十二五”规划，我国 PTA 需求量在 2013 年将达到 2630 万吨，进口依存度将在 25% 左右；原料 PX 的保障对 PTA 项目也异常重要，PX 在 10 年进口依存度为 34.8%，但其原料石脑油将受到汽油需求量日益增加的限制。

己内酰胺项目的投资回报率是公司根据目前市场价得出，含税 25000 元每吨，国内自给率不到 50%，业主合作热情高，技术来自全资子公司天辰，天辰院已有己内酰胺项目经验，技术成熟；通过购买专利及工艺包加上改进及工程化技术，天辰在己内酰胺技术上有优势，很多企业都找天辰院做。我国己内酰胺进口依存度一直高于 50%，而且其原料芳烃供应受限，未来仍存在很大的供需缺口。

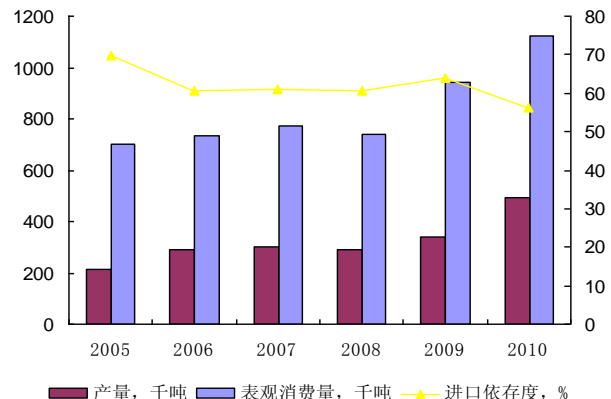
江苏项目还在做前期工作，未来可能会引进其它投资方。

图 1：国内 PX 依赖进口，原料保障对 PTA 项目是关键



资料来源：wind，东兴证券整理

图 2：己内酰胺进口依存度在 50% 以上



资料来源：东兴证券整理

表 2：公司投资建设的三个工业项目（亿元）

项目	公司出资方	公司占股	投资额	预期收入	预期净利润	工期及项目进展
福建 20 万吨/年己内酰胺项目	天辰	60%	41.08	49.36	9.15	建设期 24 个月，在做前期
中国化学启东新材料产业园一期工程项目	中国化学	-	62.06	60.00	5.93	已完成可研
四川 100 万吨/年 PTA 项目	中国化学、成达	80%	41.93	67.12	3.43	建设期 30 个月，等待环评批复
总计	-	-	145.07	176.48	18.51	-

资料来源：东兴证券整理

5. 四季度进入工程结算期，业绩将环比大涨

三季度有很多工程还没有结算，会转入四季度。往年情况看四季度业绩环比上涨。

表 3：9 月开始进入项目结算期

	1-6 月	7-8 月	1-6 月月均值	7-8 月月均值	9 月
新签合同额，亿元	590	215.58	98.33	107.79	50.32
营业收入，亿元	174.5	54.2	29.08	27.1	57

资料来源：公司公告，东兴证券整理

结论：

公司全年订单将在1000亿左右，是受益于煤化工快速发展的最佳标的。很多工程至四季度结算，四季度业绩环比大幅上涨；海外市场发展空间大，占比有翻倍空间；至少未来3年业绩保持30%以上的增长，兼具防御与成长性。公司自己开发的技术将逐步贡献业绩，作为技术优势型龙头企业，理应享有估值溢价。我们预计公司2011-2013年的每股收益分别为0.46元、0.62元、0.82元，对应2011-2013年PE为17倍、13倍、10倍。给予公司11年25倍PE，年内目标价11.50元，维持“强烈推荐”评级。

表 4：可比上市公司估值

证券代码	公司简称	PE 估值					
		上年年报	TTM	当年一季×4	当年中季×2	2011E	2012E
601117.SH	中国化学	23	19	30	22	17	13
002140.SZ	东华科技	55	45	206	52	31	21
002469.SZ	三维工程	84	67	136	83	57	31
600378.SH	天科股份	76	63	177	89	54	36

资料来源：wind，东兴证券整理，PE根据2011年11月7日收盘价计算

风险提示：

新签订单不能顺利执行的风险；行业周期性风险

分析师简介

杨若木

工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

杨伟

工学硕士，2010年加盟东兴证券研究所，从事化工行业（煤化工/化肥/石油化工等）研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。