



经营情况符合预期，现介入机会

——中国化学（601117）公告点评

2012年1月9日

强烈推荐/维持

中国化学

事件点评

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:

公司于1月7日发布关于2011年度业绩预增的公告,预计1月1日至12月31日期间营业收入较去年同期增长25%-33%,归属于母公司股东的净利润比去年同期增长25%-30%。公司2011年全年新签合同额总计约950亿元。

观点:

1. 11年新签合同额950亿,与我们之前预期的1000亿基本一致。12年新签合同额将延续增长

公司在12月13日发布的1-11月经营情况简报的公告中显示,截至11年11月,新签合同额为946.88亿元,与此次公告的全年950亿相差不大,但这并不意味着公司在12月基本没有新签合同;从公司网站公布的合同中标情况可看出,12月单月新签合同额环比变化并不大,公告的数据可能与公司统计口径有所调整有关。我们在7月1日发布的《11年新签订单或超900亿,受益于煤化工产业化的最佳投资标的》中,预测公司11年公司新签合同额可能会超过900亿;虽然上半年即已实现新签合同额590亿,但是基于对公司经营情况一般为上半年集中签订合同、下半年逐步进入潜在合同接洽期的判断,在中报点评中,仍将公司11年新签合同额保守预计为1000亿,与公司公告数据基本一致。

对于12年新签合同额的预测:传统化工预计维持目前增速,煤化工项目投资或有较大幅度增长,海外订单主要涉及石化、电站、大化肥,一般合同额在数十亿以上,目前海外收入只占17%,距离公司目标33%有翻倍空间。12年新签订单仍将持续稳定增长。总体来看,由于五年规划的影响,通常政策出台后第一年投资增速是最高点,前两个五年规划第二年的投资增速均在40%左右,公司在12年的表现值得期待。

表 1: 公司网站公示的 12 月中标合同情况

时间	承接单位	项目	合同期	合同额
2011.12.11	成达	孟加拉化学工业公司沙迦拉化肥厂年产58万公吨交钥匙工程项目	38个月	16亿
2011.12.20	二公司	河南南阳天冠生物发酵有限公司秸秆沼气综合利用项目安装工程	183天	5200万
2011.12.25	十三公司	新疆梅花氨基酸综合工程	-	-
2011.12.27	二公司	河南晋煤天庆煤化工年产18万吨合成氨、30万吨尿素、5亿方尾气综合利用项目空分、化产、气化标段	-	8亿

资料来源: 公司官网, 成达官网, 东兴证券研究所整理

表 2：公司 11 年营收与新签合同额变化情况

	1-6 月	7-8 月	1-6 月月均值	7-8 月月均值	9 月	10 月	11 月
新签合同额, 亿元	590	215.58	98.33	107.79	50.32	38	48.18
营业收入, 亿元	174.5	54.2	29.08	27.1	57	39.7	50.9

资料来源：公司公告，东兴证券整理

2. 收入与净利润情况符合预期，未来五年持续 30%高增长

根据公司公告，11 年预计营业收入 407.3-433.4 亿元，净利润 20.7-21.6 亿元，对应每股收益 0.42-0.44 元。分别与我们预期的 420 亿、22.8 亿、0.46 元一致。由于此次业绩预告是公司根据初步预测得出，所以我们暂不对盈利预测做出调整。

营业收入较去年同期大幅增长的主要原因：公司作为国内化学工程领域的国家队，在设计与工程总承包均有国内最强的技术实力与历史业绩，在两碱、化肥等传统化工、煤化工、海外市场均有绝对优势；受益于 11 年化工行业固定资产投资增速达到 30%以上，公司盈利能力得到快速提升。毛利率仍然保持稳定，作为化学工程服务型公司，不受行业周期波动影响。

3. 股价受政策及外部因素影响，调整幅度较大，现介入机会

1 月 6 日收盘价 5.21 元，相比 11 月 15 日收盘价 7.95 元已下跌 34.47%。除去整个市场行情低迷的原因，股价调整的两个主要影响因素：1，本应在 11 年中期发布的煤炭深加工规划迟迟未能出台，屡见于报端的对煤化工进行限制发展的传言发酵对行业形成利空，公司下半年新签订单额下降也影响了机构对煤化工未来发展空间的理解出现偏差。明年 GDP 增速下降影响化工行业固定资产投资增速，进而影响公司估值。2，第一大流通股东中信证券会对公司减仓的传言，加剧了股价向下调整，尤其在近两月的市场悲观态势下，外部因素的影响尤为突出。

对于第一个影响因素，我们已在之前多篇报告中释疑，我国能源结构决定了煤化工的发展空间巨大，政策旨在引导行业健康发展，不会影响行业的长期发展。发改委副主任张晓强提出“必须大力培育知识与技术密集型战略新兴产业”；众所周知，石油化工与煤化工基本涵盖所有化学工艺单元，知识与技术最为密集，而且煤化工众多核心技术已取得关键突破，在国内技术大多依赖国外的化工行业属于翘楚，将受益于行业结构性调整。此外，明年我国“十八大”将召开，化工行业迎来政策性利好，投资增速将持续增长。在目前股价出现深度调整、未来持续快速增长确定的情况下，公司已现介入机会。

结论：

公司作为国内化工行业设计与总承包龙头企业，受政策与外部因素影响，股价已出现大幅度调整，目前股价对应 12 年业绩仅有 8.4 倍市盈率，远低于所在板块平均水平。公司未来业绩将保持 30% 的增长，兼具防御与成长性。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 11 倍、8 倍、6 倍。结合目前市场行情与国家政策情况，给予公司 11 年 20 倍 PE，调整未来 12 个月目标价至 9.2 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

新签订单不能顺利执行的风险；政策风险

公司财务指标预测

指标	09A	10A	11E	12E	13E
营业收入（百万元）	28,054.51	32,583.23	42,049.00	58,658.80	77,750.56
增长率（%）	23.17%	16.14%	29.05%	39.50%	32.55%
净利润（百万元）	979.16	1,658.95	2,279.32	3,076.28	4,042.84
增长率（%）	54.36%	69.43%	37.40%	34.96%	31.42%
每股收益(元)	0.260	0.340	0.462	0.624	0.820
PE	21.12	16.15	11.88	8.80	6.70
ROE	8.76%	12.74%	14.83%	16.81%	18.26%

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。