

# 打造核心竞争力，实现可持续发展

**评级： 买入-A**

上次评级： 买入-A

**目标价格： 12.00 元**

期限： 6个月 上次预测： 12.00元

现价(2011年08月26日)： 8.37元

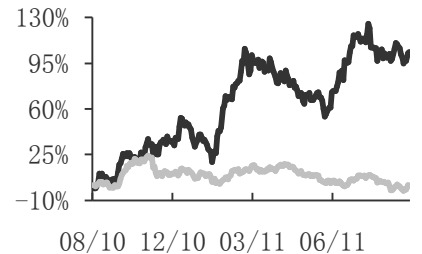
**报告日期： 2011-08-29**
**报告关键点：**

- 📖 产学研一体，打造核心竞争力。
- 📖 大股东不遗余力的支持公司成长。
- 📖 新签订单保持快速增长态势。
- 📖 维持买入-A评级。

**报告摘要：**

- 公司近期发布了一系列公告，包括“中国化学启东新材料产业园区一期工程启动”、“现金收购中国化学集团所持四化建100%的股权”和“新签烟台万华一体化搬迁项目工程管理合同”（详见附录）。
- **产学研一体，打造核心竞争力。**公司投资建设“中国化学启东新材料产业园区”的主要目的之一是获取化工工程的核心技术，公司将通过产学研相结合的模式，把启东新材料产业园建成中国化学的新材料技术研发基地，为公司和园区产业的持续发展、抢占科技制高点提供支撑。公司还可在此基础上开发下游产品，提高产品附加值，为公司创造更多的经济利益。
- **大股东不遗余力的支持上市公司成长。**公司拟以人民币16,150.68万元收购中国化学集团所持四化建100%的股权。大股东积极兑现承诺，不遗余力支持上市公司成长，此次股权收购将降低同业竞争风险，并减少关联交易。而且此次收购的PB和PE分别为1倍和7.2倍，有利于提高中国化学整体经营业绩及盈利能力，符合公司发展战略，符合公司及股东的利益。
- **新签订单保持快速增长态势。**公司上半年新签大额合同358.4亿元，约占总的新签合同额的60%。7、8月份公司新签合同仍保持快速增长态势，公告的新签大额合同达182.5亿元，照此估算，7、8两月新签的订单金额就高达300亿元，预计公司3季度的新签订单将再创历史新高。
- **维持买入-A评级。**公司持续快速成长，新签订单大幅超预期，预计国内煤化工工程和海外业务拓展将促使公司全年新签订单轻松突破1000亿大关，我们提高了对公司的盈利预测，预计2011-2013年EPS分别为0.49、0.71、和0.92元，维持买入-A的投资评级，6个月目标价12元，提升公司的长期目标价至15元。
- **风险提示：**煤化工项目审批速度减慢影响公司的新签订单，合同签订后不履约风险。

总市值(百万元)	41,289.21
流通市值(百万元)	10,320.21
总股本(百万股)	4,933.00
流通股(百万股)	1,233.00
12个月最低/最高	4.07/9.30元
十大流通股股东(%)	35.29%
股东户数	86,046

**12个月股价表现**


08/10 12/10 03/11 06/11

— 中国化学 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.85	34.18	102.39
绝对收益	(0.83)	32.08	103.88

**李孔逸**

 0755-82558015  
执业证书编号

**行业分析师**

 liky@essence.com.cn  
S1450511020034

**财务和估值数据摘要**

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	28,054.5	32,583.2	44,794.0	61,592.2	78,608.4
Growth(%)	23.2%	16.1%	37.5%	37.5%	27.6%
净利润	979.2	1,659.0	2,426.6	3,507.2	4,555.9
Growth(%)	54.4%	69.4%	46.3%	44.5%	29.9%
毛利率(%)	12.5%	14.5%	14.6%	14.8%	15.0%
净利润率(%)	3.5%	5.1%	5.4%	5.7%	5.8%
每股收益(元)	0.20	0.34	0.49	0.71	0.92
每股净资产(元)	2.33	2.72	3.17	3.71	4.40
市盈率	42.2	24.9	17.0	11.8	9.1
市净率	3.6	3.1	2.6	2.3	1.9
净资产收益率(%)	9.1%	13.0%	16.3%	20.2%	22.1%
ROIC(%)	-60.9%	-97.1%	-261.4%	659.8%	234.8%
EV/EBITDA	17.8	11.5	7.6	5.2	4.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	2.5%	3.3%

**前期研究成果**

中国化学：内外兼修，效益持续提升	2011-08-10
中国化学：国内维持高景气度，海外拓展加速	2011-07-17
中国化学：大象起舞	2011-06-27

**附录:**

公告1: 中国化学启东新材料产业园区一期工程启动。根据公司战略发展规划要求, 公司拟在江苏启东吕四海洋经济开发区投资建设中国化学启东新材料产业园区项目。项目总投资额达62亿元, 包括环氧丙烷、双氧水、K 树脂、己二酸装置和园区公辅工程。

公告2: 公司拟以人民币16,150.68万元收购中国化学集团所持四化建100%的股权。经立信大华会计师事务所有限公司审计, 截至2010年12月31日, 四化建的总资产为78,738.60万元, 归属于母公司的所有者权益为16,001万元, 2010年实现归属于母公司的净利润为2,228万元。

公告3: 公司所属全资控股子公司中国华陆工程有限公司与烟台万华实业集团有限公司签署了烟台万华一体化搬迁项目工程管理合同, 合同总额50亿元人民币。

**表 1 中国化学 2010 年以来重大合同**

签约日期	签约业主	合同金额(亿元)
2010年4月1日	安徽华塑股份有限公司	23.70
2010年10月5日	越南河北氮肥与化学品公司	26.40
2010年10月11日	白俄罗斯建设部	14.70
2010年11月17日	俄罗斯鞑靼斯坦共和国	18.01
2010年10月20日	渭河洁能有限公司	15.60
2010年10月20日	南京蓝星化工新材料有限公司	4.10
2010年11月17日	美国路博润公司	9.80
2010年11月17日	广东珠海金湾液化天然气有限公司	5.57
2010年12月3日	新疆美克化工有限责任公司	16.00
2011年1月14日	内蒙古乌海千里山公司	8.00
2011年1月14日	福州耀隆化工集团	4.05
2011年1月14日	包头市山晟新能源有限责任公司	4.50
2011年1月20日	伊犁新天煤化工有限责任公司	82.87
2011年2月22日	福州隆耀化工集团公司	10.60
2011年2月22日	内蒙古博大实地化学有限公司	13.80
2011年2月22日	内蒙古博大实地化学有限公司	11.00
2011年3月2日	华油天然气股份有限公司	14.70
	河南龙宇煤化工有限公司	
2011年3月18日	江苏中能硅业科技发展有限公司	4.76
	新疆中泰化学阜康能源有限公司	
	乌海华油天然气有限责任公司	
2011年4月14日	蓝星安迪苏南京有限公司	24.20
	新疆大全新能源有限公司	
	新疆圣雄能源开发有限公司工程公司	
	唐山中浩化工有限公司	
2011年5月13日	新疆大全新能源有限公司	10.30
	乌海华油天然气有限责任公司	
2011年6月2日	内蒙古东源科技有限公司	27.30
	山西金色长风房地产开发公司	
2011年6月14日	中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	53.20
	瓮福达州化工有限责任公司	
2011年6月16日	中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	20.80
2011年6月25日	陕西延长中煤榆林能源化工	68.30
	土耳其石油管道公司	
2011年7月12日	宁夏宝丰能源集团有限公司	48.51
2011年8月5日	越南国家电力公司	83.98
2011年8月27日	烟台万华实业集团有限公司	50.00
	<b>2011年上半年</b>	<b>358.38</b>
	<b>2011年以来合计</b>	<b>540.87</b>

数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2011-8-28
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>利润表</b>											
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业成本	28,054.5	32,583.2	44,794.0	61,592.2	78,608.4	营业收入增长率	23.2%	16.1%	37.5%	37.5%	27.6%
营业税费	24,546.2	27,874.9	38,235.0	52,497.5	66,838.0	营业利润增长率	56.2%	69.1%	45.4%	44.2%	30.0%
销售费用	645.0	764.0	1,048.2	1,416.6	1,808.0	净利润增长率	54.4%	69.4%	46.3%	44.5%	29.9%
管理费用	115.1	146.4	201.6	258.7	330.2	EBITDA 增长率	8.7%	48.4%	48.5%	40.3%	28.1%
财务费用	1,431.0	1,729.3	2,297.9	3,018.0	3,851.8	EBIT 增长率	8.1%	62.1%	45.1%	45.7%	30.9%
资产减值损失	5.7	-79.5	-120.2	-126.8	-126.4	NOPLAT 增长率	-0.3%	59.2%	47.4%	46.1%	30.8%
公允价值变动收益	39.0	1.3	11.5	29.7	54.1	投资资本增长率	-0.2%	-45.2%	-157.9%	267.4%	167.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	196.0%	16.9%	16.5%	16.9%	18.8%
营业利润	2.4	8.7	13.0	19.5	21.5	利润率					
营业外净收支	1,274.8	2,155.5	3,133.1	4,518.0	5,874.3	毛利率	12.5%	14.5%	14.6%	14.8%	15.0%
利润总额	35.6	18.2	20.4	39.7	46.2	营业利润率	4.5%	6.6%	7.0%	7.3%	7.5%
所得税	1,310.4	2,173.7	3,153.5	4,557.7	5,920.6	净利润率	3.5%	5.1%	5.4%	5.7%	5.8%
净利润	268.7	427.1	599.2	866.0	1,124.9	EBITDA/营业收入	5.7%	7.3%	7.9%	8.0%	8.0%
EBITDA/营业收入	979.2	1,659.0	2,426.6	3,507.2	4,555.9	EBIT/营业收入	4.6%	6.4%	6.7%	7.1%	7.3%
<b>资产负债表</b>											
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率					
交易性金融资产	13,757.7	14,708.4	14,885.8	15,162.6	14,318.3	固定资产周转天数	36	34	29	22	17
应收账款	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-74	-68	-42	-17	2
应收票据	3,842.5	3,690.2	5,113.1	7,016.4	9,778.0	流动资产周转天数	280	289	260	265	288
预付款项	684.4	1,386.9	1,227.2	1,687.5	2,153.7	应收帐款周转天数	33	31	27	27	28
存货	3,658.6	3,333.6	10,980.6	22,005.1	36,709.4	存货周转天数	37	35	34	34	36
其他流动资产	2,695.7	3,628.6	4,713.9	6,903.8	8,972.8	总资产周转天数	360	364	318	311	327
可供出售金融资产	513.0	466.8	480.2	493.9	508.1	投资资本周转天数	-22	-15	-2	7	17
持有至到期投资	27.1	26.0	26.0	26.0	26.0	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	9.1%	13.0%	16.3%	20.2%	22.1%
投资性房地产	349.4	690.4	270.0	278.1	286.4	ROA	3.3%	5.1%	5.7%	6.0%	5.9%
固定资产	87.8	84.6	88.8	93.3	98.0	ROIC	-60.9%	-97.1%	-261.4%	659.8%	234.8%
在建工程	2,800.1	3,432.7	3,776.5	3,823.6	3,735.3	费用率					
无形资产	401.3	444.4	395.5	364.4	355.5	销售费用率	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
其他非流动资产	1,601.8	1,600.0	1,498.0	1,398.1	1,304.9	管理费用率	5.1%	5.3%	5.1%	4.9%	4.9%
资产总额	1,181.8	767.0	1,386.4	2,230.2	3,085.1	财务费用率	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
短期债务	31,601.3	34,261.8	44,844.6	61,485.6	81,334.4	三费/营业收入	5.5%	5.5%	5.3%	5.1%	5.2%
应付帐款	510.9	176.1	200.0	200.0	200.0	偿债能力					
应付票据	7,668.4	9,378.7	12,046.6	16,540.3	21,058.5	资产负债率	63.7%	60.8%	65.1%	70.3%	73.3%
其他流动负债	174.1	142.8	209.5	287.7	366.2	负债权益比	175.3%	155.3%	186.8%	236.4%	274.7%
长期借款	9,056.1	8,892.0	14,759.4	23,428.8	34,482.7	流动比率	1.40	1.43	1.39	1.33	1.30
其他非流动负债	981.3	849.5	749.5	699.5	649.5	速动比率	1.25	1.24	1.22	1.16	1.14
负债总额	1,128.8	949.1	1,556.1	2,396.0	3,246.8	利息保障倍数	223.29	-26.11	-25.07	-34.63	-45.47
少数股东权益	20,120.5	20,841.1	29,206.6	43,208.0	59,627.9	分红指标					
股本	307.8	399.5	527.2	711.8	951.6	DPS(元)	-	-	0.07	0.21	0.28
留存收益	4,933.0	4,933.0	4,933.0	4,933.0	4,933.0	分红比率	0.0%	0.0%	15.0%	30.0%	30.0%
股东权益	6,269.7	8,115.1	10,177.8	12,632.8	15,821.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	2.5%	3.3%
现金流量表	11,480.8	13,420.7	15,638.0	18,277.6	21,706.5	业绩和估值指标					
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.20	0.34	0.49	0.71	0.92
折旧和摊销	1,041.6	1,746.6	2,426.6	3,507.2	4,555.9	BVPS(元)	2.33	2.72	3.17	3.71	4.40
资产减值准备	370.1	359.1	504.3	543.9	574.2	PE(X)	42.2	24.9	17.0	11.8	9.1
公允价值变动损失	39.0	1.3	11.5	29.7	54.1	PB(X)	3.6	3.1	2.6	2.3	1.9
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	173.4	153.3	40.7	20.6	35.8
投资收益	217.6	178.6	125.5	-120.2	-126.8	P/S	1.5	1.3	0.9	0.7	0.5
少数股东损益	-2.4	-8.7	-13.0	-19.5	-21.5	EV/EBITDA	17.8	11.5	7.6	5.2	4.1
营运资金的变动	62.5	87.6	127.7	184.6	239.8	CAGR(%)	52.5%	40.0%	30.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	583.9	807.6	-1,397.5	-2,353.5	-4,395.4	PEG	0.8	0.6	0.6	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	2,191.0	2,898.7	1,539.4	1,765.4	880.7	ROIC/WACC	-4.2	-6.6	-17.9	45.1	16.1
融资活动产生现金流量	-589.0	-1,152.3	-284.9	-462.3	-381.0	REP	4.0	4.4	-2.7	0.3	0.3
资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯	5,576.5	-382.1	-171.4	-975.3	-1,290.4						

## 分析师简介

李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007年7月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010年1月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

## 分析师声明

李孔逸声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034