

持续超预期的化工工程龙头

评级: **买入-A**

上次评级: 买入-A

目标价格: **9.00 元**

期限: 6个月 上次预测: 9.00元

现价(2012年07月12日): 5.36元

报告日期: **2012-07-13**

报告关键点:

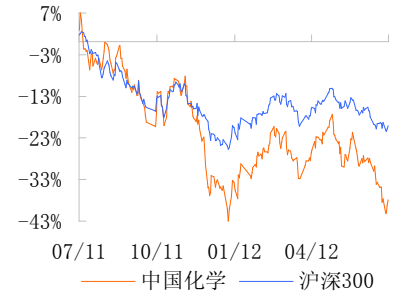
- 2012年中期业绩同比增长40%-50%。
- 高成长性持续。
- 市场竞争力出色的行业龙头。
- 重申买入-A评级, 6个月目标价9元。

报告摘要:

- 中期业绩同比增长40%-50%。**公司发布了2012年中期业绩预增公告, 预计公司2012年中期营业收入较上年同期增长20%-30%, 归属于上市公司股东的净利润较上年同期增长40%-50%, 对应的2012年上半年EPS为0.25-0.27元, 远超市之前业绩增速为20%-30%区间的预期。公司继2010、2011年报后业绩再次超出市场普遍预期, 显示了超强的成本管控能力、盈利能力和高成长性。
- 高成长性持续。**公司虽然是建筑央企, 但成长性突出, 2006-2011年5年间的复合增速达到了47.4%, 2008-2011年3年间的复合增速更是高达55.3%, 我们认为公司未来三年的盈利增速与之前三年相比会有所下降, 但幅度将相当有限, 预计将从50%的平台之上下降到30%-40%的区间, 仍具备较高的成长性。
- 市场竞争力出色的行业龙头。**化工工程细分子行业众多, 公司技术实力出众, 技术储备丰富, 旗下6个设计院相对独立的运作模式保障了公司敏锐的市场感觉, 无论是普通的化工工程还是新能源领域的多晶硅, 抑或是近期兴起的新型煤化工项目, 公司均能够迅速把握新的机会, 形成核心竞争力抢占市场份额。
- 化工工程投资仍维持高位。**2012年国内固定资产投资增速大幅回落, 但化工投资增速仍保持在较高的平台之上, 2012年前5月增速达到了32.5%。化工投资普遍周期较长, 大型项目长达4-5年, 项目上马后具备持续性, 中国化学作为化工工程领域的龙头未来几年将持续受益。
- 重申买入-A评级, 6个月目标价9元。**公司作为国内化工工程行业的龙头, 与其他建筑央企相比规模偏小, 盈利能力更强, 未来具备较强的持续成长性, 我们维持之前对公司的盈利预测, 预计公司2012-2014年EPS分别为0.65、0.88和1.11元, 未来三年复合增速达32%, 当前股价对应的2012年PE仅8.2倍, 重申买入-A的投资评级, 6个月目标价9元。
- 风险提示:** 化工投资持续下滑, 国家限制煤化工发展, 单个项目大幅亏损风险。

| | |
|-----------|------------|
| 总市值(百万元) | 26,440.88 |
| 流通市值(百万元) | 8,195.44 |
| 总股本(百万股) | 4,933.00 |
| 流通股本(百万股) | 1,529.00 |
| 12个月最低/最高 | 4.92/9.30元 |
| 十大流通股东(%) | 44.54% |
| 股东户数 | 75,380 |

12个月股价表现



| | | | |
|------|---------|---------|---------|
| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
| 相对收益 | (8.70) | (10.44) | (17.63) |
| 绝对收益 | (12.28) | (15.16) | (37.51) |

李孔逸

0755-82558015
执业证书编号

傅真卿

021-68767632
执业证书编号

行业分析师

liky@essence.com.cn
S1450511020034

行业分析师

fuzq@essence.com.cn
S1450511110002

财务和估值数据摘要

| (百万元) | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 32,583.2 | 43,538.0 | 56,902.5 | 75,332.7 | 91,597.7 |
| Growth(%) | 16.1% | 33.6% | 30.7% | 32.4% | 21.6% |
| 净利润 | 1,659.0 | 2,375.8 | 3,225.1 | 4,351.0 | 5,463.9 |
| Growth(%) | 69.4% | 43.2% | 35.7% | 34.9% | 25.6% |
| 毛利率(%) | 14.5% | 14.3% | 14.7% | 14.8% | 15.1% |
| 净利润率(%) | 5.1% | 5.5% | 5.7% | 5.8% | 6.0% |
| 每股收益(元) | 0.34 | 0.48 | 0.65 | 0.88 | 1.11 |
| 每股净资产(元) | 2.72 | 3.19 | 3.79 | 4.45 | 5.29 |
| 市盈率 | 15.9 | 11.1 | 8.2 | 6.1 | 4.8 |
| 市净率 | 2.0 | 1.7 | 1.4 | 1.2 | 1.0 |
| 净资产收益率(%) | 13.0% | 16.0% | 18.2% | 20.9% | 22.1% |
| ROIC(%) | 21.1% | 23.6% | 31.1% | 32.5% | 35.3% |
| EV/EBITDA | 9.6 | 7.0 | 4.9 | 3.6 | 2.8 |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.6% | 1.8% | 4.9% | 6.2% |

前期研究成果

| | |
|-----------------------|------------|
| 中国化学: 具备持续成长潜力的化工工程龙头 | 2012-06-13 |
| 中国化学: 收入确认加速 | 2012-04-23 |
| 中国化学: 业绩持续高增长 | 2012-04-09 |

财务报表预测和估值数据汇总

| | | | | | | 单位 | 百万元 | 模型更新时间 | | | 2012-07-12 |
|-------------|----------|----------|----------|----------|-----------|-------------|--------|--------|--------|---------|------------|
| | | | | | | 财务指标 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 利润表 | | | | | | | | | | | |
| 营业收入 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 32,583.2 | 43,538.0 | 56,902.5 | 75,332.7 | 91,597.7 | 营业收入增长率 | 16.1% | 33.6% | 30.7% | 32.4% | 21.6% |
| 营业税费 | 27,874.9 | 37,316.3 | 48,516.7 | 64,146.6 | 77,768.4 | 营业利润增长率 | 69.1% | 40.8% | 35.8% | 34.7% | 25.8% |
| 销售费用 | 764.0 | 946.0 | 1,251.9 | 1,657.3 | 2,015.1 | 净利润增长率 | 69.4% | 43.2% | 35.7% | 34.9% | 25.6% |
| 管理费用 | 146.4 | 196.2 | 256.1 | 316.4 | 384.7 | EBITDA 增长率 | 48.4% | 30.3% | 43.7% | 33.0% | 24.7% |
| 财务费用 | 1,729.3 | 2,350.9 | 3,015.8 | 3,917.3 | 4,717.3 | EBIT 增长率 | 62.1% | 31.0% | 42.2% | 36.7% | 26.9% |
| 资产减值损失 | -79.5 | -315.1 | -253.3 | -265.3 | -275.7 | NOPLAT 增长率 | 59.2% | 32.2% | 44.7% | 36.9% | 26.6% |
| 加: 公允价值变动收益 | 1.3 | 32.0 | 28.1 | 60.1 | 58.6 | 投资资本增长率 | 18.2% | 9.6% | 30.8% | 16.9% | 22.3% |
| 投资和汇兑收益 | - | - | - | - | - | 净资产增长率 | 16.9% | 17.2% | 18.8% | 17.5% | 18.7% |
| 营业利润 | 8.7 | 22.6 | 33.9 | 50.9 | 56.0 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | 2,155.5 | 3,034.2 | 4,121.1 | 5,551.1 | 6,985.3 | 毛利率 | 14.5% | 14.3% | 14.7% | 14.8% | 15.1% |
| 利润总额 | 18.2 | 64.1 | 70.0 | 103.3 | 115.3 | 营业利润率 | 6.6% | 7.0% | 7.2% | 7.4% | 7.6% |
| 减: 所得税 | 2,173.7 | 3,098.3 | 4,191.2 | 5,654.4 | 7,100.6 | 净利润率 | 5.1% | 5.5% | 5.7% | 5.8% | 6.0% |
| 净利润 | 427.1 | 579.3 | 796.3 | 1,074.3 | 1,349.1 | EBITDA/营业收入 | 7.3% | 7.1% | 7.8% | 7.8% | 8.0% |
| 资产负債表 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | EBIT/营业收入 | 6.4% | 6.2% | 6.8% | 7.0% | 7.3% |
| 货币资金 | 14,708.4 | 17,627.4 | 17,808.8 | 18,796.2 | 18,739.8 | 运营效率 | | | | | |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 固定资产周转天数 | 34 | 30 | 26 | 21 | 17 |
| 应收帐款 | 3,690.2 | 5,433.3 | 7,124.7 | 9,593.7 | 12,127.0 | 流动营业资本周转天数 | 42 | 32 | 37 | 46 | 53 |
| 应收票据 | 1,386.9 | 2,467.1 | 3,117.9 | 4,127.8 | 5,019.0 | 流动资产周转天数 | 289 | 267 | 279 | 292 | 323 |
| 预付帐款 | 3,333.6 | 6,019.4 | 15,722.7 | 29,193.5 | 44,747.2 | 应收帐款周转天数 | 31 | 28 | 30 | 30 | 31 |
| 存货 | 3,628.6 | 5,385.3 | 6,646.1 | 9,138.7 | 11,718.5 | 存货周转天数 | 35 | 37 | 38 | 38 | 41 |
| 其他流动资产 | 466.8 | 491.2 | 505.1 | 519.4 | 534.1 | 总资产周转天数 | 364 | 330 | 333 | 335 | 361 |
| 可供出售金融资产 | 26.0 | 15.7 | 15.7 | 15.7 | 15.7 | 投资资本周转天数 | 95 | 81 | 75 | 70 | 68 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 长期股权投资 | 690.4 | 744.3 | 270.0 | 278.1 | 286.4 | ROE | 13.0% | 16.0% | 18.2% | 20.9% | 22.1% |
| 投资性房地产 | 84.6 | 74.9 | 78.7 | 82.6 | 86.7 | ROA | 5.1% | 5.5% | 5.7% | 5.7% | 5.6% |
| 固定资产 | 3,432.7 | 3,938.8 | 4,314.7 | 4,369.7 | 4,270.3 | ROIC | 21.1% | 23.6% | 31.1% | 32.5% | 35.3% |
| 在建工程 | 444.4 | 890.1 | 752.0 | 649.6 | 583.7 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 1,600.0 | 1,706.8 | 1,597.7 | 1,491.1 | 1,391.7 | 销售费用率 | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.4% | 0.4% |
| 其他非流动资产 | 767.0 | 862.1 | 1,539.6 | 2,465.5 | 3,283.3 | 管理费用率 | 5.3% | 5.4% | 5.3% | 5.2% | 5.2% |
| 资产总额 | 34,261.8 | 45,656.2 | 59,493.7 | 80,721.7 | 102,803.6 | 财务费用率 | -0.2% | -0.7% | -0.4% | -0.4% | -0.3% |
| 短期债务 | 176.1 | 85.5 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 三费/营业收入 | 5.5% | 5.1% | 5.3% | 5.3% | 5.3% |
| 应付帐款 | 9,378.7 | 12,331.8 | 15,286.1 | 20,210.6 | 24,502.4 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付票据 | 142.8 | 308.3 | 265.8 | 351.5 | 426.1 | 资产负债率 | 60.8% | 65.5% | 68.6% | 72.8% | 74.6% |
| 其他流动负债 | 8,892.0 | 15,230.4 | 23,234.4 | 35,327.2 | 48,192.4 | 负债权益比 | 155.3% | 190.2% | 218.3% | 267.5% | 294.2% |
| 长期借款 | 849.5 | 451.0 | 401.0 | 351.0 | 301.0 | 流动比率 | 1.43 | 1.32 | 1.32 | 1.28 | 1.27 |
| 其他非流动负债 | 949.1 | 1,040.1 | 1,694.0 | 2,615.5 | 3,428.8 | 速动比率 | 1.24 | 1.13 | 1.14 | 1.12 | 1.11 |
| 负债总额 | 20,841.1 | 29,924.8 | 40,804.9 | 58,758.2 | 76,727.8 | 利息保障倍数 | 26.11 | 8.63 | 15.27 | 19.93 | 24.33 |
| 少数股东权益 | 399.5 | 504.8 | 674.5 | 903.5 | 1,191.1 | 分红指标 | | | | | |
| 股本 | 4,933.0 | 4,933.0 | 4,933.0 | 4,933.0 | 4,933.0 | DPS(元) | - | 0.03 | 0.10 | 0.26 | 0.33 |
| 留存收益 | 8,115.1 | 10,339.9 | 13,081.2 | 16,127.0 | 19,951.7 | 分红比率 | 0.0% | 6.2% | 15.0% | 30.0% | 30.0% |
| 股东权益 | 13,420.7 | 15,731.5 | 18,688.8 | 21,963.5 | 26,075.8 | 股息收益率 | 0.0% | 0.6% | 1.8% | 4.9% | 6.2% |
| 现金流量表 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 业绩和估值指标 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 净利润 | 1,746.6 | 2,519.0 | 3,225.1 | 4,351.0 | 5,463.9 | EPS(元) | 0.34 | 0.48 | 0.65 | 0.88 | 1.11 |
| 加: 折旧和摊销 | 359.1 | 449.1 | 568.0 | 613.8 | 649.1 | BVPS(元) | 2.72 | 3.19 | 3.79 | 4.45 | 5.29 |
| 资产减值准备 | 1.3 | 32.0 | 28.1 | 60.1 | 58.6 | PE(X) | 15.9 | 11.1 | 8.2 | 6.1 | 4.8 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 2.0 | 1.7 | 1.4 | 1.2 | 1.0 |
| 财务费用 | 178.6 | 125.5 | -56.3 | -253.3 | -265.3 | P/FCF | -66.7 | 26.1 | 171.0 | 13.0 | 13.8 |
| 投资收益 | -8.7 | -22.6 | -33.9 | -50.9 | -56.0 | P/S | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.3 |
| 少数股东损益 | 87.6 | 143.2 | 169.7 | 229.0 | 287.6 | EV/EBITDA | 9.6 | 7.0 | 4.9 | 3.6 | 2.8 |
| 营运资金的变动 | 807.6 | 1,211.8 | -2,420.7 | -2,385.4 | -4,377.6 | CAGR(%) | 37.9% | 31.7% | 25.4% | -100.0% | -100.0% |
| 经营活动产生现金流量 | 2,898.7 | 4,121.9 | 1,283.1 | 2,552.5 | 1,749.8 | PEG | 0.4 | 0.4 | 0.3 | -0.1 | - |
| 投资活动产生现金流量 | -1,152.3 | -1,340.0 | -210.7 | -431.5 | -347.1 | ROIC/WACC | 1.4 | 1.6 | 2.1 | 2.2 | 2.4 |
| 融资活动产生现金流量 | -382.1 | -514.9 | -142.3 | -1,090.0 | -1,413.4 | REP | 1.7 | 1.3 | 0.8 | 0.6 | 0.4 |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

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。

傅真卿，建材行业分析师，中国人民大学经济学学士，中国注册会计师。2011年10月加入安信证券研究中心。

分析师声明

李孔逸、傅真卿分别声明，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

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