

业绩增速有望持续，估值优势凸显

——中国化学（601117）2012 年中报点评

2012 年 8 月 20 日

强烈推荐/维持

中国化学

财报点评

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	MSN:yw831010@hotmail.com

事件：

公司发布 2012 年半年报，实现营业收入 229.82 亿元，同比增长 25.8%，归属于母公司所有者的净利润 13.54 亿元，同比增长 52.72%，基本每股收益 0.27 元，平均净资产收益率为 8.51%。二季度净利润同比增长 65.21%，每股收益 0.19 元。净利润增速略高于市场预期。业绩大幅增长的主要原因为存量订单充足且执行顺利、精细化管理继续推进使得毛利率水平提升。

公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入（百万元）	10579.25	6810.60	10638.17	10298.19	14953.94	9470.72	13511.76
增长率（%）	-	4.00%	32.60%	38.55%	41.35%	39.06%	27.01%
毛利率（%）	16.39%	14.44%	13.33%	13.42%	15.85%	12.98%	14.85%
期间费用率（%）	5.47%	6.36%	3.55%	5.39%	5.69%	5.27%	3.90%
营业利润率（%）	8.60%	5.42%	7.83%	5.52%	8.29%	5.36%	8.69%
净利润（百万元）	668.65	320.08	566.36	464.70	1007.14	418.10	935.70
增长率（%）	-	4.02%	63.95%	37.83%	50.62%	30.62%	65.21%
每股盈利（季度，元）	0.136	0.065	0.115	0.094	0.204	0.085	0.190
资产负债率（%）	60.83%	60.51%	61.18%	63.92%	65.54%	65.61%	67.13%
净资产收益率（%）	5.29%	2.39%	4.27%	3.30%	6.88%	2.64%	5.73%
总资产收益率（%）	2.07%	0.94%	1.66%	1.19%	2.37%	0.91%	1.88%

评论：

积极因素：

- 存量订单充足是公司在经济弱势背景下营收仍能持续增长的主要原因。公司在10年、11年新签合同额分别为513、1023亿元，订单收入比高达1.58、2.35，上半年存量订单确认收入顺利使营业收入继续大幅增长；待结转合同额1114.9亿元，确保业绩可持续增长。12年上半年新签合同额556.5亿元，同比下降5.7%，降幅不大，其中海外合同额42.7亿美元，已超过去年全年，说明尽管受宏观经济下行影响，但公司全力开拓新市场与经营领域，效果显著。

- **精细化管理提高整体毛利率，期间费用率下降。** 在经济增长乏力、订单结构改变的背景之下，公司通过内部挖潜增效，继续推行精细化管理，成本得到有效控制。上半年毛利率 14.08%，同比提高 0.31 个百分点，期间费用率为 4.47%，同比降低 0.18 个百分点，净利率为 6.13%，同比提高 0.78 个百分点。分行业来看，勘察设计收入比去年同期增长 52.03%，营业利润率同比下降 6.9 个百分点至 42.46%，占比 90% 的工程施工收入同比增长 22.35%，营业利润率增加 0.93 个百分点。
- 收现比稳定，现金流充足。公司上半年收现比 0.97，与去年同期的 0.98 相差无几，说明公司对于资金回笼的管理能力强，消除了市场对于公司受制于回款延迟从而影响项目进度以及营业收入的担忧。付现比 0.96，略高于去年同期，可能为提前采购设备所致。

消极因素：

- 煤化工订单下降。12 年上半年新签项目中化工行业占 29.8%、石化 4.3%、煤化工 13.7%、建筑 35.1%，与去年同期相比煤化工份额出现明显下降，主要原因为煤化工行业政策上半年从紧，企业投资收到抑制。

业务展望：

- **12 年下半年及 13 年是订单反弹期。** 煤化工专委会 6 月底成立后已开始重新审核通过新型煤化工项目，尽管进度低于市场预期，煤化工“十二五”规划也迟迟未能出台，但我们结合项目审批进度以及企业投资规划判断下半年煤化工合同额将明显超出上半年。考虑到煤化工项目建设期为 3 年左右，预计明年订单将继续反弹，化工行业投资增速在 30% 以上。
- 实业项目投产后将提供内生增长动力。公司投资的三个实业项目预计于 2014 年后投产，确保公司业绩在未来 5-10 年维持快速稳定增长。四川南充 100 万吨 PTA 项目已通过环评，江苏启东新材料与福建己内酰胺项目可研也已编制完毕；作为创新载体的实业项目将支撑公司市值成长空间，推动公司业绩持续快速发展。

盈利预测与投资建议：

预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.65 元、0.87 元、1.10 元，对应 PE 9.7 倍、7.2 倍、5.7 倍，给予公司 12 年 15 倍 PE，未来 6 个月目标价 9.2 元，还有 48% 的上涨空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

宏观经济继续下行的风险；在建项目延期的风险

表 2 公司财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	32,583.23	43,537.96	57,016.15	74,511.00	93,881.24
增长率（%）	16.14%	33.62%	30.96%	30.68%	26.00%
净利润（百万元）	1,658.95	2,375.78	3,187.45	4,307.64	5,435.18
增长率（%）	69.43%	43.21%	34.16%	35.14%	26.18%
每股收益(元)	0.340	0.480	0.646	0.873	1.102

PE	18.50	13.10	9.73	7.20	5.71
ROE	12.74%	15.60%	17.51%	19.39%	19.93%

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。

东兴证券