

受益于煤化工盛宴 成长性确定

——中国化学(601117)公司投资价值分析

核心观点

- 1、中国化学是国内化学工程类的龙头企业：**中国化学是国内化学工程领域资质最为齐全、业务链最为完整的工程企业，业务领域专业性非常强，技术门槛相对较高。公司承建了国内90%以上的大中型化工、70%以上的石油化工和30%以上的炼油项目，中国承包商60强化工工程类第1位，在东南亚等海外市场享有良好声誉和经验，未来海内外业务进一步扩张。
- 2、化学工业投资规模决定公司业务空间：**国内石油和化工行业固定资产投资近8年年复合增长率27%，保证了公司主业的稳健增长，这一数据与公司营业收入增长率一致。根据行业“十二五”发展规划，行业保持平稳较快增速，发展增速在10%，发展的方向由单纯的产能扩建，变成技术、规模、质量优先。市场更青睐具有技术优势和规模优势的工程承包类公司。
- 3、“十二五”期间的煤化工投资爆发：**“十二五”期间煤化工示范项目投资额达到7000亿元，是“十一五”期间的6.3倍；主要省份“十二五”规划来看，煤化工投资额将达到2万亿。化工工程与设计行业是新型煤化工产业链中的先导行业。按照新型煤化工的投资比例来看，建筑工程、技术费用和安装工程占33%左右，如果按照“十二五”期间7000亿元-2万亿的投资额来计算，工程总承包业务的投资额将达到2310亿元-6600亿元。
- 4、公司在煤化工领域具有经验和技術优势：**公司几乎掌握了全部的煤气化技术，而煤气化是煤化工的核心技术，经过多年研发公司形成了一批煤化工专利（专有）技术。公司还牵头开发流化床甲醇制丙烯(FMTP)工业试验装置。十一五期间公司几乎参与了所有大型的新型煤化工项目，包括备受关注的**神华100万吨煤直接液化制油、伊泰16万吨煤间接制油**，这些项目投产或在建，使公司积累了更多的经验，是其他企业所不能比拟的。
- 5、盈利预测：**公司目前在手订单金额1200亿元，是2011年收入的2.8倍，将在未来三年逐步释放，我们假设2013年起化工行业固定资产投资增速在10%，按照施工百分比确认收入，未来三年收入和利润复合增速分别为27%和28%，毛利率基本保持不变，2012年-2014年对应的EPS为0.64元、0.83元和1.04元，目前股价7.94元，对应的动态市盈率在12倍、10倍和8倍，相比较其连续稳定的30%左右的增长，估值偏低，给予公司“强烈推荐-A”的评级。

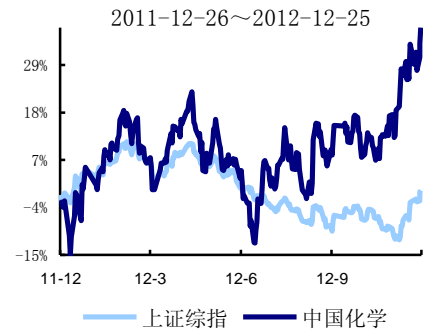
6、公司目前股价存在低估

我们将公司6个工程子公司与业务相近的上市公司相比较，盈利能力和成长性基本持平。我们判断中国化学市值应该相当于**东华科技**的6倍。通过和国内工程央企数据对比，在盈利能力和成长性在工程央企中处于前列。估值理应高于其平均水平，给予公司15倍的估值，公司的合理价格区间在9.6元/股。

7、风险提示

海外订单受当地政治经济环境影响推迟或损失；主营业务依赖化工行业投资，若因宏观调控导致增长放缓，将直接影响公司的业务发展；**汇兑风险：**公司海外业务扩张较快，人民币升值带来一定的汇兑损失。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	493300.00
流通股A股(万股)	152900.00
52周内股价区间(元)	4.92-8.14
总市值(亿元)	396.12
总资产(亿元)	456.56
每股净资产(元)	3.09
目标价	6个月
	12个月

相关报告

研究员：王双

电话：010-84183312

Email：wangshuang@guodu.com

执业证书编号：S0940510120012

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email：zhouhongjun@guodu.com

正文目录

我们的观点	4
1、股权关系	6
1.1 国内化学工程类的龙头企业	6
1.2 二级工程子公司是公司利润的中流砥柱	6
1.3 与上市公司东华科技的关系	6
2、行业状况	6
2.1、化学工业投资规模决定公司业务空间	6
2.2、“十二五”期间煤化工投资额度爆发	8
3、经营情况	10
3.1、收入稳健增长 在手订单充足	10
3.2、在新型煤化工领域的技术优势	11
3.3、在新型煤化工领域的经验优势	12
3.4、公司在新型煤化工板块订单判断	13
3.5、海外项目成为公司增长的亮点	14
4、公司估值	15
4.1、公司盈利预测	15
4.2、公司与上市工程央企估值比较存在低估	16
4.3、公司与相同业务估值比较存在低估	17
5、风险提示	18

图表目录

图 1: 化工投资在总投资中的地位	7
图 2: 石油加工、炼油、核燃料加工固定资产投资及增速	7
图 3: 化学原料及化学制品固定资产投资及增速	7
图 4: 石油化工行业固定资产投资增速预测	8
图 5: 2 万亿地方规划投资方向	10
图 6: 公司营业收入及增速	10
图 7: 公司净利润及增速	10
图 8: 中国化学分板块收入及毛利率情况	11
图 9: 新型煤化工投资分配估算	14
图 10: 2011 年公司下游领域分布 (分行业)	14
图 11: 2011 年公司下游领域分布 (分区域)	14
图 12: 我国历年对外承包工程完成营业额及增速	15
图 13: 2011 年可比公司盈利能力对比	17
表 1: 公司未来收入预测	5
表 2: 公司的发起人及主要股东	6
表 3: “十一五”示范项目汇总	8
表 4: “十一五”示范项目盈利情况	8
表 5: “十二五”新型煤化工示范项目	9
表 6: 公司新签订单和营业收入	11
表 7: 公司十一五期间参与的新型煤化工项目	12
表 8: 公司十二五以来参与的新型煤化工项目	13
表 9: 公司 2010 年以来签约的主要的海外订单	14
表 10: 公司未来收入预测	16
表 11: 公司主要财务指标	16
表 12: 中国化学和国内工程央企经营状况对比	16
表 13: 中国化学和国内工程央企经营状况对比	17
表 14: 公司 6 个工程子公司与东华科技 2011 年主要数据对比	17
表 15: 公司 6 个工程子公司与东华科技净利润情况	18
附表 1: 公司自上市以来公告重大合同	19
附表 2: 目前在建、拟建及中远期规划煤化工项目	21
附表 3: 财务预测表	23

我们的观点

公司的驱动因素主要是煤化工审批的重启

- 1、“十二五”期间煤化工示范项目预计总投资达 7000 亿元，是十一五期间的 6.3 倍。
- 2、公司是化工工程龙头企业，将受益于新型煤化工投资盛宴。
- 3、公司在手订单 1200 亿左右，是 2011 年收入的 2.8 倍。

公司在煤化工领域具有技术和经验优势

- 1、公司是我国较早接触国外先进煤化工技术的企业

上世纪七十年代初我国引进 13 套大化肥装置时期，公司参与了几乎所有的国外先进煤化工技术的引进和在此基础上进行的消化吸收再创新以及集成创新工作。

- 2、几乎掌握煤气化的全部技术

公司通过技术的引进、集成和自主研发，几乎掌握了全部的煤气化技术，而煤气化是煤化工的核心技术，煤间接液化、煤制天然气、煤制烯烃等都需要经过煤气化这一流程。公司经过多年研发形成了一批煤化工专利（专有）技术。公司还牵头开发流化床甲醇制丙烯(FMTP) 工业试验装置，并于 2009 年完成。

- 3、煤化工占收入比例在逐年提高

从公司公布的煤化工数据来看，2006 年占收入的 2.3%，2009 年上升到 17%，而 2011 年煤化工订单占合同金额的 33%。

- 4、参与了大部分“十一五”新型煤化工示范项目

“十一五”期间公司几乎参与了国内所有大型的煤化工项目，包括备受关注的神华 100 万吨煤直接液化制油、伊泰 16 万吨煤间接制油，以及中科合成 16 万吨煤制油、潞安 16 万吨煤制油等，据不完全统计，公司在这方面的订单在 50 个以上。这些项目投产或在建，使公司积累了更多的经验，是其他企业所不能比拟的。

在手订单保证未来增长

2006 年至 2011 年，公司营业收入年复合增长率在 27%，而新签订单/营业收入在 1.4-2.3 之间。公司目前在手订单数量接近 1200 亿元左右，这些订单将在今后的 2-3 年逐步释放，公司增长确定性强。

收入预测方式：

公司根据百分比法计算收入和成本，我们参考公司已经完成的项目进度确认收入结算比例。

假设条件：

(1)、根据石油和化工行业十二五规划，行业生产总值保持 10%的增速，假设 2013-2016 年固定资产投资额增速也保持 10%的增速。

从 2011、2012 年 1-9 月固定资产投资增速 26%、33%来看，实际情况可能要高于

规划值，而且此次煤化工投资我们判断是自下而上的，地方政府和企业在看示范项目的盈利之后制定的投资计划，投资热情更主动。因此我们给出的行业增速偏中性。

(2)、公司新签订单额占当年化工制品固定资产投资增速的 7%-8%，2011 年由于煤化工投资突出，占到 11%。因此我们预计未来三年公司新签订单占化工制品固定资产投资的 8%，10%，10%，10%，10%。

(3)、公司毛利率基本保持不变。

(4)、超过 50 亿订单按照合同年限计算调整收入计算方式。

表 1: 公司未来收入预测

单位: 亿元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
新签订单额	419	513	1023	854	1175	1292
营业收入收入	281	326	435	559	697	893
收入增速	23%	16%	34%	28%	25%	28%

资料来源: 国都证券

我们预计 2012-2014 年公司营业收入分别为 559 亿元、697 亿元、893 亿元，增长率为 28%、25%、28%，毛利率相对稳定，净利润分别为 31.5 亿元、40.8 亿元、50.2 亿元，对应的 EPS 分别为 0.64 元、0.83 元、1.04 元，目前股价 7.94 元，对应的动态市盈率在 12 倍、10 倍和 8 倍，相比较其连续稳定的 30%左右的增长，目前估值优势非常明显。

1、股权关系

1.1 国内化学工程类的龙头企业

公司是一家集勘察、设计、施工为一体，知识技术相对密集的化工工程专业服务商，是我国化学工业工程领域资质最为齐全、功能最为完备、业务链最为完整的工业工程公司。

公司承建了国内 90%以上的大中型化工、70%以上的石油化工和 30%以上的炼油项目，中国承包商 60 强化工工程类第 1 位。在东南亚等海外市场享有良好声誉和经验，未来海内外业务进一步扩张。

由中国化学工程集团、神华集团、中国中化集团联合发起，2008 年整体改制设立。公司控股股东和实际控制人中国化学工程集团。

表 2: 公司的发起人及主要股东

股东名称	2012 中报持股比例 (%)
中国化学工程集团公司	66.71
神华集团有限责任公司	2.90
中国中化集团公司	2.58

资料来源：公司公告、国都证券

1.2 二级工程子公司是公司利润的中流砥柱

公司主要通过下属 19 家二级企业（18 家全资，1 家控股）开展业务，包括三大板块：一是工程承包；二是勘察、设计及服务；三是其他业务。

公司的 6 家工程设计类全资子公司占净利润的 65%左右，是公司的中流砥柱，主要服务于化学工业建筑市场，致力于从技术研发开始，全过程、全方位提供重大项目一体化工程服务。

1.3 与上市公司东华科技的关系

公司二级全资子公司中国化学第三设计院控股东华科技 60%的股权。公司旗下五家工程设计类企业天辰公司、赛鼎公司、五环公司、华陆公司、成达公司与东华科技存在相同或相似业务，但在工艺技术、优势领域稍有不同。

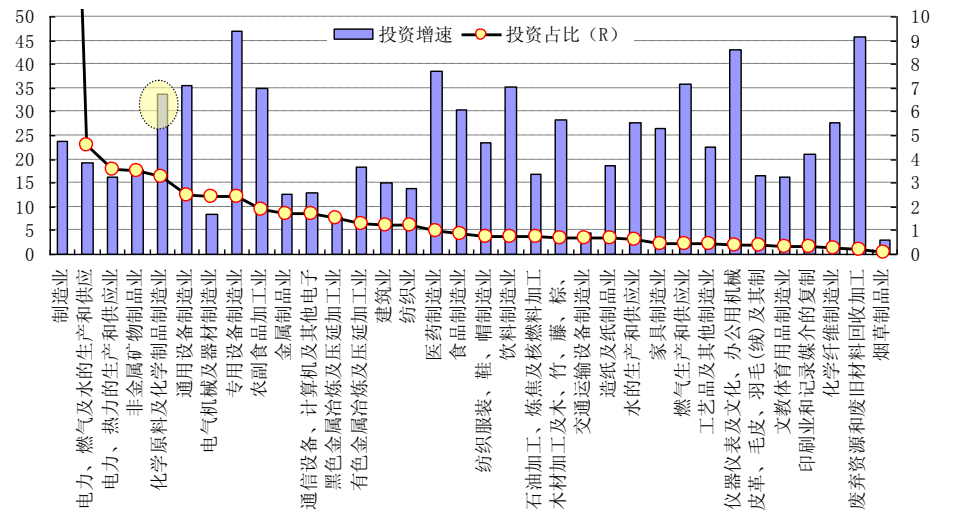
集团公司曾承诺，将视情况利用实际控制人地位促使股份公司采取换股或其他方式对东华科技进行整合。

2、行业状况

2.1、化学工业投资规模决定公司业务空间

化工业在中国制造业投资中占据重要地位。据统计局发布数据，制造业投资占中国固定资产投资的 35%左右，而化学原料及制品业投资占比高达 3.28%，在 36 个统计的制造业中名列前茅；化学原料制品业今年投资增速高达 33.86%，远高于制造业平均增速（23.94%）。

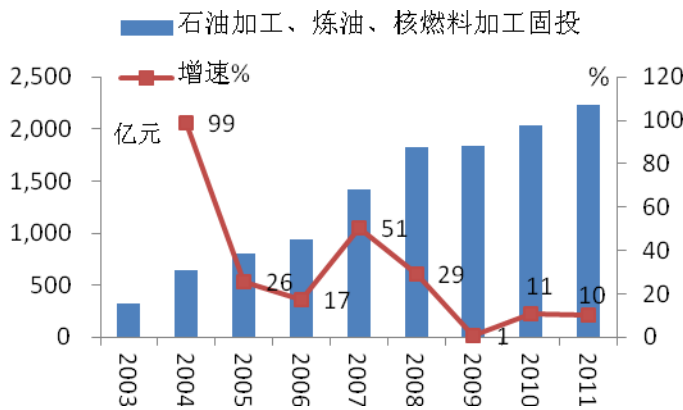
图 1: 化工投资在总投资中的地位



数据来源: 国都证券

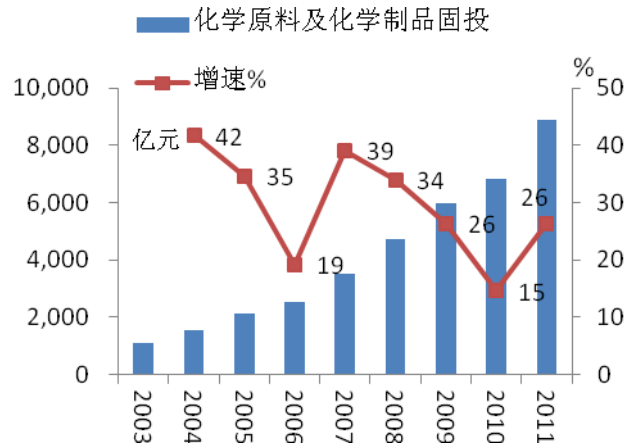
公司业绩增长的主要动力来源于国内化工领域固定资产投资, 2003 年-2011 年中国化工原料及制品的固定资产投资增速保持在 27% 以上, 保证了公司主业的稳健增长, 而且这一数据与公司近几年的营业收入增速是一致的。

图 2: 石油加工、炼油、核燃料加工固定资产投资及增速



资料来源: 国都证券

图 3: 化学原料及化学制品固定资产投资及增速



资料来源: 国都证券

根据石油化学工业“十二五”发展规划, 今后化工发展的重点是调整产业结构。行业仍然保持平稳较快的增长, 年均增速保持在 10% 以上, 到 2015 年, 行业总产值达到 16 万亿元。假设 2013-2016 年化工行业固定资产投资增速为 10%。

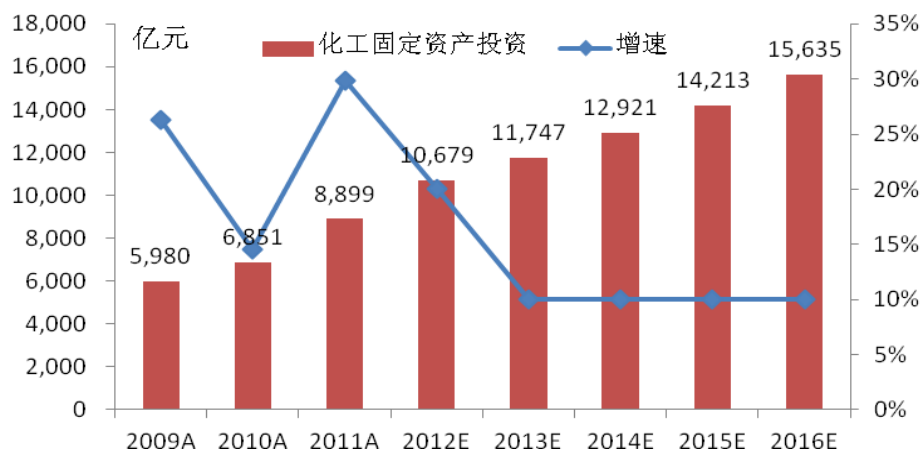
“十二五”期间石油化工行业的主要任务是改造传统行业, 壮大新型产业。例如新建炼油项目需按大型化、一体化要求, 规模控制在 1000 万吨以上, 继续对现有乙烯实施改扩建, 加快国内缺口较大的有机化学原料的规模化发展; 高耗能产业向节能减排方向发展, 近两年公司签订了乌海市焦炉煤气综合利用节能减排项目、海南区焦炉煤气综合利用节能减排项目、劣质煤综合利用示范项目主生产线等符合未来行业发展趋势的项目。

“十二五”期间石油化工行业另一项任务是优化产业布局, 规范化工业园区发展,

鼓励企业向专业化园区集中。2011年，公司获得烟台万华一体化搬迁项目的工程总承包合同金额高达50亿元。相信类似的订单今后还会出现。

我们对化工行业政策解读是化工行业继续保持平稳发展，发展的方向由单纯的产能扩建，变成技术、规模、质量优先。

图4：石油化工行业固定资产投资增速预测



数据来源：国都证券

2.2、“十二五”期间煤化工投资额度爆发

2.2.1、十一五示范项目逐渐产生经济效益

“十一五”前期，国家发改委先后在有条件的地区布局了9个煤炭深加工示范项目，总投资约1105亿元，其中五个项目已经商业化运行，并产生经济效益。

表3：“十一五”示范项目汇总

建设地点	项目名称	投产日期	投资额(亿元)
鄂尔多斯	神华集团鄂尔多斯直接煤制油项目	2008-12-30	100
内蒙伊泰	伊泰集团间接煤制油项目	2009-3-27	25
包头	神华集团包头煤制烯烃项目	2010-8-21	170
内蒙古	内蒙古金煤化工煤制乙二醇项目	2009-12-1	120
内蒙古	内蒙古新奥集团煤制二甲醚	2009-9-1	25
鄂尔多斯	中天合创能源煤制二甲醚	建设中	---
内蒙克旗	大唐内蒙克旗煤制气	2012-7-28	257
辽宁阜新	大唐集团阜新煤制气	2013年	320
鄂尔多斯	内蒙古汇能煤制气	建设中-	88.7
总投资			1105.7

资料来源：国都证券

表4：“十一五”示范项目盈利情况

项目名称	商业化运行时间	收入	利润
神华集团煤直接液化制油	2011年	23.87亿元(2012年1-5月)	2.74亿元
神华包头60万吨煤制烯烃	2011年	31亿元(2012年上半年)	6亿元
伊泰16万吨内间接	2011年	10亿元(2012年前三季度)	1.44亿元

液化制油

内蒙古金煤化工煤制乙二醇项目	2012年12月生产负荷基本稳定在设计产能的85%以上，乙二醇优等品产出率稳定在90%以上
大唐内蒙克旗煤制气	一期13.3亿立方米/年装置已于2012年7月底打通全部流程，计划于2013年1月份向北京供气。

资料来源：国都证券

2.2.2、“十二五”新型煤化工示范项目投资或将达到7000亿元

据目前可了解到的政策形势，“十二五”期间将继续推进新型煤化工示范项目建设，总投资额达到7000亿元，“十二五”期间煤化工示范项目投资额是“十一五”期间的6.3倍，呈现爆发式增长。

表5：“十二五”新型煤化工示范项目

建设地点	主体企业	项目名称	预计投资额(亿元)
新疆伊犁	庆华集团	55亿方煤制气项目(煤制气)	300
新疆伊犁	新汶、中电投等企业比选或联合	煤化电热一体化项目(煤制气为主)	600
	中石化牵头，华能、兖矿、新疆龙宇能源、潞安、神华、中煤、新疆兵团等参与	煤化电热一体化项目(煤制气为主)	2400
新疆准东	华电牵头，相关企业参与	煤炭分质综合利用示范项目	300
内蒙古鄂尔多斯	中天合创	300万吨二甲醚项目	430
		煤炭清洁高效综合利用项目(煤制气、油品、焦油、烯烃及联产电力等产品)	300
内蒙古西部	煤电化企业优选和整合	煤化电热一体化项目(煤制气为主)	300
内蒙古兴安盟	煤电化企业比选	100万吨煤间接液化(煤制油为主)	162
陕西榆林	兖矿集团、延长石油集团	煤化电热一体化项目(煤制烯烃为主)	250
陕西	神华集团、陕煤化集团、陶氏公司等	高灰、中高硫煤炭清洁高效综合利用项目(煤制气、油品、焦油、烯烃及联产电力等产品)	300
山西	煤电化企业比选	400万吨煤间接液化项目(煤制油为主)	550
宁夏宁东	神华宁煤集团	煤化电热一体化项目(煤制气为主)	300
安徽	煤电化企业比选	褐煤综合利用项目	300
云南	煤电化企业比选	煤化电热一体化项目(煤制气为主)	300
贵州	煤电化企业比选	煤化电热一体化项目(煤制气为主)	300
河南	煤电化企业比选	煤化电热一体化项目(煤制气为主)	300
总投资			7092

资料来源：国都证券

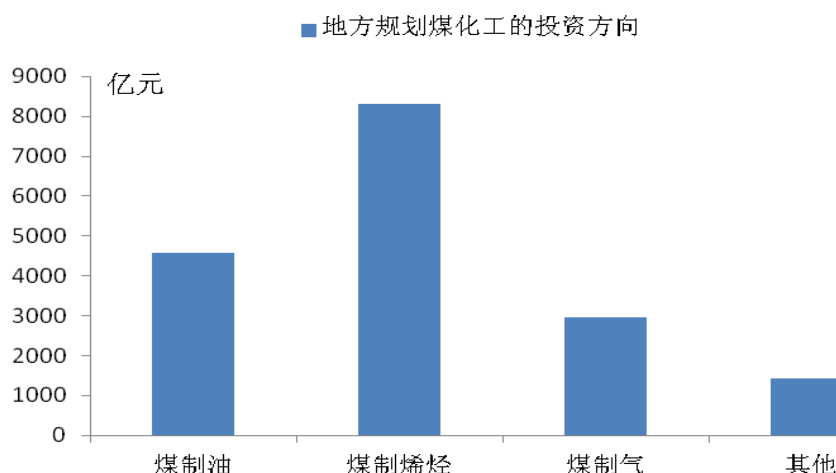
15项示范项目中煤化电热一体化的投资占据多数，其次为单纯的煤制气和煤制油；分地来看，新疆、内蒙古、陕西、宁夏等成为重点项目推广区。

分析主要省份的煤化工投资规划，结合现有项目的单位投资情况，初步测算，“十二五”期间，新疆、内蒙、陕西、山西、贵州按照85折的保守估计，上述五省的煤化工项目投资总额将可能达到2万亿元以上(具体项目名单见附表)。

整理主要省市2万亿的投资方向，发现主要以煤制烯烃为主，将近占50%的投资额度。我们认为出现这种状况一方面基于国内烯烃产品供应不足，产品附加值高，一方面，各地因地制宜，可以消化过剩的甲醇产能；另一方面煤制烯烃需要经过煤制气-合成气制甲醇-甲醇制烯烃，前端我国具有丰富的经验，后者具有自有技术。

煤制油我们认为会更倾向于发展大规模的示范项目，以保障国家能源安全，放在战略角度，以规模化见效益。

图 5: 2 万亿地方规划投资方向



数据来源: 国都证券

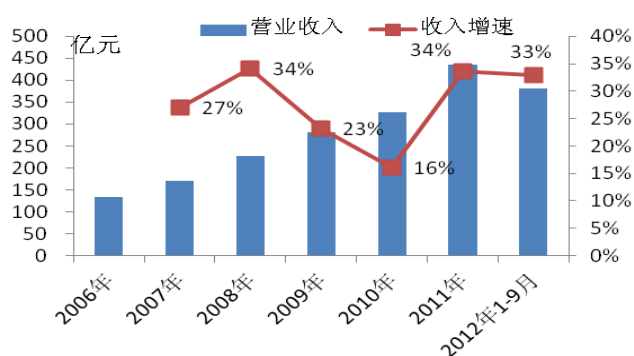
从地方规划的投资热情来看, 各地政府及企业在看到“十一五”煤化工示范项目的成功之后, 对投资煤化工的信心增强, 希望通过建立以煤炭为基础, 煤化工、煤化电热等产业链条为主, 相关服务产业为配套的 GDP 增长模式。“十二五”期间的煤化工投资不仅是政策上自上而下的推动, 也是自下而上的投资, 投资热情更具主动性。

3、经营情况

3.1、收入稳健增长 在手订单充足

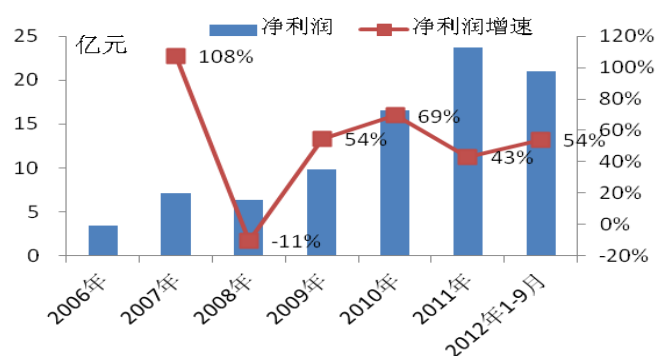
2006 年-2011 年, 在国内经济快速发展的背景下, 公司营业收入年复合增长率为 27%, 归属于母公司所有者净利润年复合增长率为 47%。

图 6: 公司营业收入及增速



资料来源: 国都证券

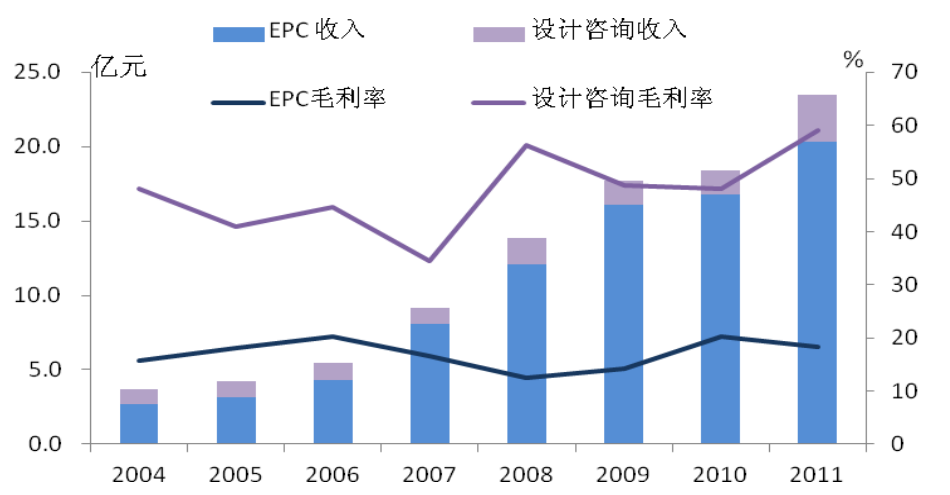
图 7: 公司净利润及增速



资料来源: 国都证券

工程总承包 (EPC) 是公司的核心业务, 占经营收入的 90%左右, 毛利率保持稳定在 15%-20%之间; 设计咨询业务占收入比重较小, 毛利率在 50%以上, 是工程总承包业务的摇篮, 也是公司技术优势的体现。

图 8: 中国化学分板块收入及毛利率情况



数据来源: 国都证券

2006 年至 2011 年, 公司营业收入年复合增长率在 27%, 而新签订单/营业收入在 1.4-2.3 之间。公司目前在手订单数量接近 1200 亿元, 随着在手订单的逐步实施, 公司营业收入有望保持快速增长, 也为今后几年的业绩增长提供保障。

表 6: 公司新签订单和营业收入

单位: 亿元	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-9 月
新签订单	182	363	373	419	513	1023	692
营业收入	133	170	228	281	326	435	381
新签订单/ 营业收入	1.4	2.1	1.6	1.5	1.6	2.3	1.8

资料来源: 国都证券

3.2、在新型煤化工领域的技术优势

公司是我国较早接触国外先进煤化工技术的企业, 追溯到早在上世纪七十年代初我国引进 13 套大化肥装置时期, 参与了几乎所有的国外先进煤化工技术的引进和在此基础上进行的消化吸收再创新以及集成创新工作。公司牵头组建了新一代煤(能源)化工产业技术创新战略联盟(中化、清华、兖矿集团等 14 家单位组成), 中国化学工程集团公司为理事长单位。

公司几乎掌握了目前全部的世界煤气化技术

公司通过技术的引进、集成和自主研发, 几乎掌握了全部的世界煤气化技术, 而煤气化是煤化工的核心技术, 煤间接液化、煤制天然气、煤制烯烃等都需要经过煤气化这一流程。公司经过多年研发形成了“一种高浓度一氧化碳二级变换工艺方法”、“换热式焦炉煤气加压催化部分氧化法制取合成气的工艺”、“一种由合成原料气一步法制取二甲醚冷却冷凝分离工艺”、“甲醇、二甲醚转化制取低碳烯烃气体产物的分离装置及方法”、“流化床催化裂解生产丙烯的方法及反应器”和“多喷嘴对置式水煤浆气化”等一批煤洁净利用专利(专有)技术, 为中国能源战略的调整提供了技术支撑。

公司与其他单位共同开发的“多喷嘴对置式水煤浆气化技术”获国家科技进步二等奖; “灰熔聚流化床气化工程设计”等 5 项技术获省部级科技进步奖, 承担的“兖矿国泰对置式水煤浆气化技术制甲醇及 IGCC 多联产项目”等 4 个项目的工程设计获全国优秀工

程勘察设计奖，承担的“兖矿国泰化工有限公司日处理 1000 吨煤新型气化炉及配套工程”等 12 个项目的工程设计获省部级优秀工程设计奖，承建的德州第一套水煤浆造气大化肥工程开创了国内十个第一。

牵头开发流化床甲醇制丙烯(FMTP) 工业试验装置

中国化学工程股份有限公司作为项目牵头单位，与清华大学、安徽淮化集团有限公司共同开发了 3 万吨/年流化床甲醇制丙烯工业试验装置，2009 年上半年完成项目开发。该项目中采用流化床反应器取代国内外通行的固定床反应器生产丙烯，乙烯、丙烯生产量可调节范围大，技术指标优于国外引进的 MTP 技术，优势明显。通过此项目，为百万吨级（工业化生产经济规模）流化床甲醇制丙烯生产装置提供技术来源和成套技术工艺包。

3.3、在新型煤化工领域的经验优势

从公司公布的煤化工数据来看，2006 年占收入的 2.3%，2009 年上升到 17%，而 2011 年煤化工订单占合同金额的 33%。

“十一五”期间公司几乎参与了所有大型的煤化工项目，包括备受关注的神华 100 万吨煤直接液化制油、伊泰 16 万吨煤间接制油，以及中科合成 16 万吨煤制油、潞安 16 万吨煤制油等，据不完全统计，公司在这方面的订单在 50 个以上。这些项目投产或在建，使公司积累了更多的经验，是其他企业所不能比拟的。

在煤制油项目中，公司参与的神华集团 100 万吨煤直接液化制油和伊泰 16 万吨煤间接制油，两者是目前煤制油实现盈利的示范项目，前者是国内首次实现工业化的煤制油工程，示范生产装置实现了连续稳定运行，因此，公司在煤制油领域具有经验优势。

表 7：公司十一五期间参与的新型煤化工项目

业主公司	项目名称	承包公司	合同金额（亿元）
神华集团	500 万吨成品油	十四化建	
神华煤制油公司	100 万吨煤制油	二化建	
神华煤制油公司	500 万吨煤气化	三化建	
神华煤制油公司	煤制氢装置 EPC	五环公司	
神华包头煤制烯烃	煤制烯烃净化装置 EPC	五环公司	6.4
神华包头煤制烯烃	煤制烯烃气化装置 EPC	天辰工程	12.1
神华宁煤集团	83 万吨二甲醚一期 60 万吨甲醇气化及变化装置 EPC	天辰工程	8.9
神华宁煤集团	宁夏煤基烯烃气化装置设计及采购合同	赛鼎工程	12.7
神华宁煤集团	年产 6 万吨聚甲醛项目及		6.7

	污水处理项目		
晋城煤业集团	高硫无烟煤洁净化利用 10 万吨合成油示范工程 EPC	赛鼎工程	11.5
贵州鑫晟煤化工有限公司	贵州六盘水煤基气替代燃料项目一期工程	东华科技	14.2
贵州金赤桐梓煤化工	一期工程气化、空分装置设计、采购、施工 EPC	华陆工程	9.7
大唐发电股份有限公司	46 万吨煤基烯烃	十一化建	

资料来源：国都证券

“十二五”以来公司在新型煤化工方面的订单斩获颇多。十二五期间煤化工的投资更趋于理性化、多联产、园区化。投资规模比较大，现在来看，公司收到的 EPC 订单额度也比较大。目前公司在新疆、内蒙古、山西、陕西、云南等富煤区都倾注了较多的精力，跟踪当地规划的新型煤化工项目。

表 8：公司十二五以来参与的新型煤化工项目

业主公司	项目名称	承包公司	合同期限	合同金额 (亿元)
伊犁新天煤化工	20 亿方煤制天然气	中国化学	2011.1-2014.1	82.87
陕西延长中煤榆林能源化工	靖边能源化工综合利用启动项目	华陆工程	2011.6-	68.3
蒲城清洁能源化工	年产 70 万吨煤制烯烃项目气化、甲醇、锅炉装置	华陆工程	2012.2-2014.4	29.3
鄂尔多斯市新杭能源	30 万吨/年乙二醇装置	华陆工程	2012.9-2014.7	12.65
中煤平朔集团有限公司	劣质煤综合利用示范项目主生产线	赛鼎工程	2012.10-2014.9	21.47

资料来源：国都证券

3.4、公司在新型煤化工板块订单判断

在煤化工领域，2011 年是“十二五”的开局之年，项目审批形势较好，后来有所收紧，今年 10 月份，煤化工项目审批放开的预期不断增强，公司在煤化工方面的订单也开始增加。目前来看，2013 年煤化工将继续保持较好的势头，2012 年末审批的项目将积累到 2013 年及以后，呈现逐年递增的趋势。

按照新型煤化工的投资分配估算，在建筑工程、技术费用和安装工程，大致占总投资的 33%。公司在煤制油方面具有其他企业不可比拟的经验优势，在煤制气方面具有技术优势，获得订单额度会比较大。如果按照 7000 亿的示范项目，将有 2300 亿元的投资额用于工程领域，如果按照地方规划 2 万亿的投资，将有 6600 亿元，公司作为行业龙头，将受益于“十二五”煤化工投资盛宴。

图 9: 新型煤化工投资分配估算

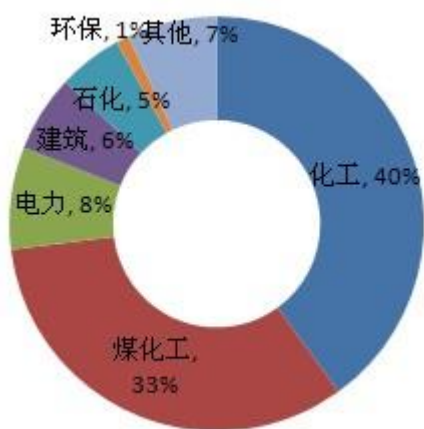


数据来源: 国都证券

3.5、海外项目成为公司增长的亮点

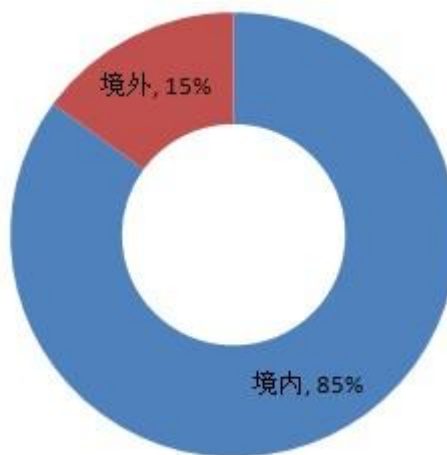
(1)、海外项目

图 10: 2011 年公司下游领域分布 (分行业)



资料来源: 国都证券

图 11: 2011 年公司下游领域分布 (分区域)



资料来源: 国都证券

公司多年拓展海外业务, 2006-2011 年境外业务占新签订单比重在 15%左右, 公司先后进入 10 多个国家和地区。主要集中在南亚、东南亚、中东和非洲地区, 核心竞争力来自于低成本和技术适应性。根据公司的“十二五”规划, 将在 2015 年海外订单达到总收入的 40%。

表 9: 公司 2010 年以来签约的主要的海外订单

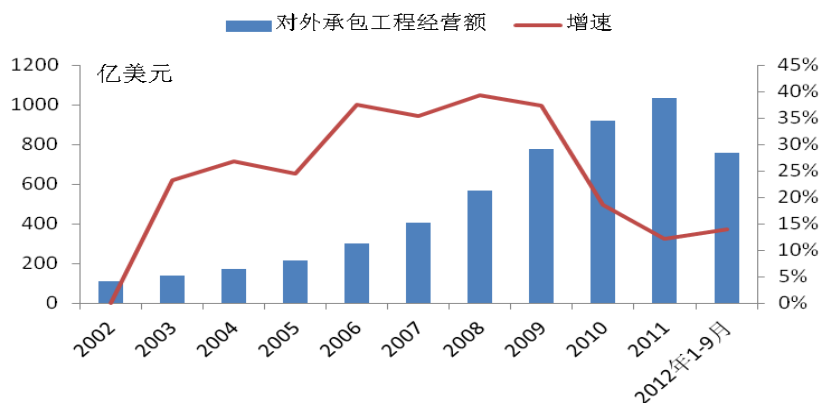
预计完成时间	公告日期	签署公司	业主	项目名称	合同金额 (亿元)
2014.5	2010.10.11.	五环科技	越南河北氮肥与化学品有限责任公司	越南河北氮肥与化学品有限责任公司河北氮肥厂扩能改造工程总承包合同	26.4

2013.11	2010.10.12	公司	白俄罗斯建设部	30万吨A级纯碱项目的工程总承包框架合同	14.7
2014.11.	2010.11.17	中国化学	俄罗斯鞑靼斯坦共和国	合成氨、甲醇及尿素装置的施工以及土建施工材料的采购	18.01
----	2011.7.11	天辰工程	土耳其石油管道公司	土耳其天然气储库项目	48.51
2015.10	2011.8.5	成达工程	越南国家电力公司	越南 DUYEN HAI (沿海) 3 燃煤电站	83.98
2017.5	2012.5.28	中国化学	迪拜政府建设主管部门	迪拜国民安居项目	186.4
2015.3	2012.6.15	成达工程	印尼 PT Sumber Segara Primadaya 公司	CILACAP 二期 1x660MW 燃煤电站项目	44.58

数据来源：国都证券

新兴市场国家和资源富集国对基础工业投入加大，拉动了国际工程市场的发展。2002-2009 年我国对外承包工程完成营业额一直保持 20%以上的增速。中国工程企业在海外具有劳动力成本优势（与欧美国家相比）和技术优势（海外国家本地企业比），海外订单不断增加。

图 12：我国历年对外承包工程完成营业额及增速



数据来源：商务部、国都证券

4、公司估值

4.1、公司盈利预测

收入预测方式：

公司根据百分比法计算收入和成本,我们参考公司已经完成的项目确认收入进展。

假设条件：

(1)、根据石油和化工行业十二五规划，行业生产总值保持 10%的增速，假设 2013-2016 年固定资产投资额增速也保持 10%的增速。

从 2011、2012 年 1-9 月固定资产投资增速 26%、33%来看，实际情况可能要高于规划值，而且此次煤化工投资我们判断是自下而上的，地方政府和企业看到示范项目的盈利之后制定的投资计划，投资热情更主动。因此我们给出的行业增速偏中性。

(2)、公司新签订单额占当年化工制品固定资产投资增速的 7%-8%，2011 年由于

煤化工投资突出，占到 11%。因此我们预计未来三年公司新签订单占化工制品固定资产投资的 8%，10%，10%，10%，10%。

(3)、公司毛利率基本保持不变。

(4)、超过 50 亿订单按照合同年限计算调整收入计算方式。

表 10: 公司未来收入预测

单位: 亿元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
新签订单额	419	513	1023	854	1175	1292
实际收入	281	326	435	559	697	893
收入增速	23%	16%	34%	28%	25%	28%

资料来源: 国都证券

我们预计 2012-2014 年公司营业收入分别为 559 亿元、697 亿元、893 亿元，增长率为 28%、25%、28%，毛利率相对稳定，净利润分别为 31.5 亿元、40.8 亿元、50.2 亿元，对应的 EPS 分别为 0.64 元、0.83 元、1.04 元，目前股价 7.94 元，对应的动态市盈率在 12 倍、10 倍和 8 倍，相比较其连续稳定的 30% 左右的增长，目前估值优势非常明显。

表 11: 公司主要财务指标

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	43538	55729	69661	89166
同比(%)	28%	28%	25%	28%
归属母公司净利润	2376	3145	4081	5112
同比(%)	41%	32%	30%	25%
毛利率(%)	14.3%	14.2%	14.4%	14.2%
每股收益(元)	0.48	0.64	0.83	1.04
P/E	17	12	10	8

资料来源: 国都证券

4.2、公司与上市工程央企估值比较存在低估

通过和国内工程央企 2011 年数据对比，公司在净利润率和净资产收益率方面是遥遥领先，在净利润增速和收入增速方面名列前茅，期间费用控制处于中间偏上的水平。由于石油、化工工程通常具有高温、高压、易燃、易爆等特点，从设计到施工均有较高的技术要求，因此公司的利润水平高于其他建筑类央企。同时若考虑公司 30% 以上毛利率的设计勘察业务，更是远高于其他建筑类企业。

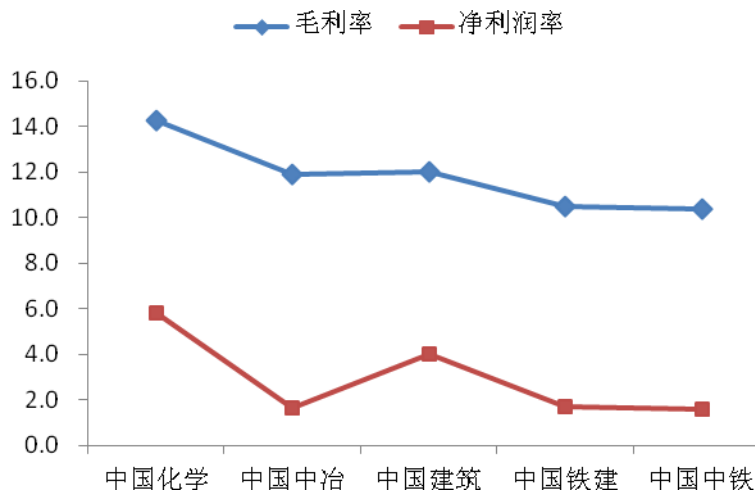
表 12: 中国化学和国内工程央企经营状况对比

代码	名称	净利润率	期间费率	收入增速	净利润增速	净资产收益率
601117	中国化学	5.8	5.1	27.9	41.3	16.8
601618	中国中冶	1.6	6.7	11.3	-20.2	9.1
601668	中国建筑	4.0	3.1	30.3	46.5	16.3

601186	中国铁建	1.7	5.2	-2.7	85.0	12.9
601390	中国中铁	1.6	5.2	-2.7	-9.6	9.6

资料来源：国都证券

图 13: 2011 年可比公司盈利能力对比



数据来源：国都证券

根据 WIND 一致预期，其他三家 2012 年平均 PE13 倍、2013 年平均 PE9 倍，而中国化学 2013 年为 8 倍。在盈利能力和成长性在工程央企中处于前列。估值理应高于其平均水平。

表 13: 中国化学和国内工程央企经营状况对比

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
601117	中国化学	7.94	0.64	0.83	1.04	12	9	7
601618	中国中冶	2.17	0.09	0.17	无	24	13	
601668	中国建筑	3.76	0.52	0.61	0.74	7	6	5
601186	中国铁建	5.85	0.67	0.76	0.89	9	8	7

资料来源：国都证券、WIND 一致预期

4.3、公司与相同业务估值比较存在低估

公司的承揽订单主要通过下属的 6 家工程类子公司，与上市公司东华科技的业务接近，我们对比其财务数据。东华科技在中国化学的 6 家工程类公司中，总资产排名第三，净资产排名第二；总资产收益率排名第四，净资产收益率排名第五。东华科技基本与 6 个工程类公司的平均数据持平。

表 14: 公司 6 个工程子公司与东华科技 2011 年主要数据对比

单位(亿元)	总资产	净资产	净利润	总资产收益率	净资产收益率
华陆	24.05	7.7	2.16	8.98%	28.05%
赛鼎	28.12	6.58	2.35	8.36%	35.71%
化三院	39.04	11.02	2.72	6.97%	24.68%
五环	42.76	8.36	2.03	4.75%	24.28%
天辰	45.2	10.36	3.84	8.50%	37.07%
成达	51.44	14.74	3.26	6.34%	22.12%
平均	38.44	9.79	2.73	7.09%	27.84%

东华科技	38.27	11.14	2.77	7.24%	24.87%
------	-------	-------	------	-------	--------

资料来源：国都证券

表 15：公司 6 个工程子公司与东华科技净利润情况

单位：亿元	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	年复合增长率
天辰	1	1.4	2.9	3.84	57%
赛鼎	0.64	0.99	1.87	2.35	54%
化三院	0.49	1.21	1.82	2.72	77%
五环	0.53	0.71	1.4	2.03	56%
华陆	1.12	1.42	1.78	2.16	24%
成达	1.85	2.53	2.99	3.26	21%
平均	0.94	1.38	2.13	2.73	43%
东华科技	0.90	1.31	1.97	2.77	45%

资料来源：国都证券

比较 6 个工程公司和东华科技的净利润情况，近几年 6 个工程公司的净利润年复合增长率基本与东华科技持平，结合东华科技与公司六大工程类公司的资产及资产收益率平均值持平，因此我们判断中国化学市值应该相当于东华科技的 6 倍。

对应 2012 年 12 与 26 日收盘价，东华科技市值 98 亿元，中国化学市值则应该在 588 亿元，对应的股价为 11.9 元/股。公司 2012 年 12 与 26 日收盘价 7.94 元，具有估值优势。综合考虑公司未来三年 28% 的利润复合增速，及其在 A 股市场中的市值地位，暂时给予公司 15 倍的 PE，则公司的目标价位在 9.6 元/股。

5、风险提示

- (1)、海外订单受当地政治经济环境影响推迟或损失。
- (2)、主营业务依赖化工行业投资，若因宏观调控导致增长放缓，将直接影响公司的业务发展；
- (3)、汇兑风险：公司海外业务扩张较快，人民币升值带来一定的汇兑损失。
- (4)、煤化工因政策影响，投资额小于目前规划投资额。

附表1: 公司自上市以来公告重大合同

预计完成时间	公告日期	签署公司	业主	项目名称	合同金额(亿元)
2011.10	2010.4.3.	成达工程	安徽华塑股份有限公司	100万吨/年聚氯乙烯及配套项目一期工程氯碱装置签定了工程总承包合同	23.7
2014.5	2010.10.11.	五环科技	越南河北氮肥与化学品有限责任公司	越南河北氮肥与化学品有限责任公司河北氮肥厂扩能改造工程总承包合同	26.4
2013.11	2010.10.12	公司	白俄罗斯建设部	30万吨A级纯碱项目的工程总承包框架合同	14.7
2011.12	2010.10.20.	华陆工程	渭河洁能有限公司	双醋项目扩建工程总承包合同	15.6
2014.1	2010.10.20.	天辰工程	南京蓝星化工新材料有限公司	年产4.4万吨THF项目采购施工合同	4.1
2014.11.	2010.11.17	中国化学	俄罗斯鞑靼斯坦共和国	合成氨、甲醇及尿素装置的施工以及土建施工材料的采购	18.01
2011.9	2010.11.17	中化十四建华陆工程	美国路博润公司	珠海润滑油添加剂EPC总承包	9.8
2015.11	2010.11.17.	天辰工程	广东珠海金湾液化天然气有限公司	珠海LNG项目总承包合同	5.57
2013.3	2010.12.4.	成达工程	新疆美克化工有限责任公司	二期年产10万吨1,4-丁二醇项目工程总承包合同	16
2015.1	2011.1.13	天辰工程	内蒙古乌海千里山公司	LNG项目	8
2013.1	2011.1.14	天辰工程	福州耀隆化工集团	联碱搬迁	4.05
2011.11	2011.1.15	中化十四建	包头市山晟新能源	3000吨/年多晶硅项目	4.5
2014.1	2011.1.20	中国化学	伊犁新天煤化工	20亿方煤制天然气	82.87
2012.8	2011.2.22	赛鼎工程	福州隆耀化工集团公司	搬迁改造项目合成氨、硝酸及公用工程装置	10.6
2014.11.	2011.2.22	五环科技	内蒙古博大实地化学	年产100万吨合成氨100万吨尿素120万吨联碱项目	13.8
2014.11	2011.2.22	中化二建	内蒙古博大实地化学	合成氨,尿素,联碱工程	11
2012.9	2011.3.2	天辰工程	华油天然气	乌海市焦炉煤气综合利用节能减排项目	14.7
----	2011.3.17	中化二建	河南龙宇煤化工有限公司	宇醋酸项目合成气净化和硫回收装置项目	4.76
----	2011.3.17	中化三建	江苏中能硅业科技发展有限公司	1.5万吨/年多晶硅技改扩建项目	
----	2011.3.17	中化六建	新疆中泰化学阜康能源有限公司	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区建安工程项目	
----	2011.4.13	天辰工程	乌海华油天然气有限责任公司	乌海市海勃湾区千里山LNG项目	24.2
----	2011.4.13	中化六建	蓝星安迪苏南京有限公司	AT88项目基础设施和公用工程	
----	2011.4.13	中化十一建	新疆圣雄能源开发有限公司	50万吨/年PVC项目(一)建筑安装工程的工程承包合同	
----	2011.4.13	中化三建	新疆大全新能源有限公司	250MW多晶硅片及配套项目	
----	2011.5.13	天辰工程	唐山中浩化工	15万吨/年己二酸	10.3

----	2011.5.13	中化三建	新疆大全新能源	年产 250MW 多晶硅片及配套项目	
----	2011.5.13	中化十四建	乌海华油天然气	海南区焦炉煤气综合利用项目	
----	2011.5.31	成达工程	内蒙古东源科技	年产 10 万吨 1,4-丁二醇项目、	27.3
----				广远化工 72 万吨/年电石	
----				广远热电 4X5 万 KW 背压机组项目	
----	2011.6.14	中化二建	山西金色长风房地产开发	南上庄城中村改造项目合同	53.2
----	2011.6.14	五环工程	瓮福达州化工	瓮福达州磷硫化工基地 15 万吨/年磷酸净化装置	
----	2011.6.14	赛鼎工程	中煤鄂尔多斯能源化工	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	
----	2011.6.15	五环工程	中煤鄂尔多斯能源化工	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	20.8
----	2011.6.24	华陆工程	陕西延长中煤榆林能源化工	靖边能源化工综合利用启动项目	68.3
----	2011.7.11	天辰工程	土耳其石油管道公司	土耳其天然气储库项目	48.51
----	2011.7.11	中化六建	宁夏宝丰能源集团	150 万吨/年甲醇项目	
2015.10	2011.8.5	成达工程	越南国家电力公司	越南 DUYEN HAI (沿海) 3 燃煤电站	83.98
----	2011.8.26	华陆工程	烟台万华实业集团	烟台万华一体化搬迁项目	50
2012.11	2011.10.20	成达工程	新疆圣雄能源开发有限公司	50 万/年吨 PVC 项目(二)	17.7
2014.7	2011.11.14	华陆工程	中煤陕西榆林能源化工	甲醇醋酸系列深加工及综合利用项目一期(1)工程空分装置	14.9
2014.4	2012.2.17	华陆工程	蒲城清洁能源化工	年产 70 万吨煤制烯烃项目气化、甲醇、锅炉装置	29.3
2017.5	2012.5.28	中国化学	迪拜政府建设主管部门	迪拜国民安居项目	186.4
2015.3	2012.6.15	成达工程	印尼 PT Sumber Segara Primadaya 公司	CILACAP 二期 1x660MW 燃煤电站项目	44.58
2014.7	2012.9.28	华陆工程	鄂尔多斯市新杭能源	30 万吨/年乙二醇装置	12.65
2014.9	2012.10.16	赛鼎工程	中煤平朔集团有限公司	劣质煤综合利用示范项目主生产线	21.47

资料来源：公司公告、国都证券

附表2: 目前在建、拟建及中远期规划煤化工项目

地区	项目名称	项目分类	产能(万吨/年 or 亿立方米/年)	预估投资(亿元)	预估耗煤(万吨)
新疆	新疆庆华煤化有限公司 55 亿方煤制天然气项目	天然气	55	357.5	1788
新疆	新汶矿业 20 亿立方米煤制天然气项目	天然气	20	130	650
新疆	中电投伊南 60 亿方煤制天然气项目	天然气	60	390	1950
新疆	中电投霍城 60 亿方煤制天然气项目	天然气	60	390	1950
新疆	华电新疆发电有限公司 60 亿立方米煤制天然气项目	天然气	60	390	1950
新疆	新疆开滦能源投资公司 40 亿立方米煤制天然气项目	天然气	40	260	1300
新疆	昌吉盛新实业公司年产 16 亿立方米煤制天然气项目	天然气	16	104	520
新疆	国电平煤尼勒克化工公司 40 亿立方米煤制天然气项目	天然气	40	260	1300
新疆	华能新疆能源开发有限公司准东 40 亿立方米煤制天然气项目	天然气	40	260	1300
新疆	新疆龙宇能源有限责任公司 40 亿立方米煤制天然气项目	天然气	40	260	1300
新疆	兖矿新疆能化有限公司准东 40 亿立方米煤制天然气项目	天然气	40	260	1300
新疆	特变电工新疆能源准东 40 亿立方米/年煤制天然气项目	天然气	40	260	1300
新疆	新疆庆华煤化有限公司二期年产 55 亿立方米煤制天然气项目	天然气	55	357.5	1788
新疆	新疆富蕴广汇新能源有限公司 40 亿立方米煤制天然气项目	天然气	40	260	1300
新疆	中煤能源新疆煤电化公司准东年产 40 亿立方米煤制天然气项目	天然气	40	260	1300
新疆	新疆华宏矿业投资有限责任公司年产 20 亿立方米煤制天然气项目	天然气	20	130	650
新疆	徐矿新疆公司 40 亿立方米煤制天然气	天然气	40	260	1300
新疆	哈密紫光矿业投资有限公司 8 亿立方米煤制天然气项目	天然气	8	52	260
新疆	潞安新疆煤化工公司年产 40 亿立方米煤制天然气项目	天然气	40	260	1300
新疆	神东天隆集团公司新疆煤化工分公司 13 亿立方米煤制天然气项目	天然气	13	84.5	423
新疆	新汶矿业伊南基地年产 180 万吨甲醇转 60 万吨烯烃	烯烃	60	390	352
新疆	国电平煤公司尼勒克基地年产 180 万吨甲醇转 60 万吨烯烃项目	烯烃	60	390	352
新疆	庆华年产 600 万吨煤制甲醇转 200 万吨烯烃项目	烯烃	200	1300	1175
新疆	大唐集团 180 万吨甲醇转 60 万吨烯烃项目	烯烃	60	390	352
新疆	中煤能源伊犁煤电化有限公司伊犁 60 万吨煤制烯烃项目	烯烃	60	390	500
新疆	新疆宜化化工公司 60 万吨聚氯乙烯、50 万吨离子膜烧碱项目	烯烃	60	390	352
新疆	新疆宝泰隆煤化工有限公司年产 100 万吨乙二醇项目	乙二醇	100	160	422
陕西	神华-陶氏榆林 120 万吨煤制烯烃项目	烯烃	120	780	705
陕西	延长石油榆林 180 万吨甲醇、60 万吨聚乙烯、聚丙烯项目	烯烃	60	390	396
陕西	延长石油榆林 80 万吨煤制乙二醇项目	乙二醇	80	128	338
陕西	华电榆天化 300 万吨煤制甲醇、100 万吨芳烃项目	其他	100	285	253
陕西	陕西煤化工集团 1000 万吨油品、200 万吨精细化工、34 亿立方米合成天然气项目	油	1000	1570	4500
山西	同煤集团与中海油合作 40 亿方煤制天然气项目	天然气	40	260	1300
山西	山西焦化股份有限公司 60 万吨/年甲醇制烯烃项目	烯烃	60	390	352
山西	山西襄矿泓通煤化工有限公司 20 万吨煤制乙二醇项目	乙二醇	20	32	84
山西	山西潞宝集团 20 万吨 MTC 甲醇制汽油装置项目	甲醇	20	6	70
山西	潞安集团 540 万吨煤制油项目	油	540	729	2430
山西	晋煤集团百万吨煤制油项目(1 期 50 万吨, 2 期达到 100 万吨)	油	100	135	450
山西	晋城芹池化工园区 100 万吨煤制油项目(预备项目)	油	100	135	450
宁夏	神华宁东基地 400 万吨间接液化煤制油项目	油	400	540	1800
内蒙古	泛海集团 120 万吨煤制烯烃	烯烃	120	780	792

内蒙古	中电投蒙西 80 万吨煤制烯烃	烯烃	80	520	470
内蒙古	大唐国际 40 亿方煤制天然气	天然气	40	260	1300
内蒙古	汇能公司 16 亿方煤制天然气	天然气	16	104	520
内蒙古	神华集团 20 亿方煤制天然气	天然气	20	130	650
内蒙古	丹化科技 40 万吨煤制乙二醇	乙二醇	40	64	169
内蒙古	兴安盟辰龙煤化工 200 万吨洁净煤项目	其他	200	100	438
内蒙古	内蒙古诺门罕清洁煤有限公司 150 万吨褐煤低温热解焦油加多联产示范项目	其他	150	80	329
内蒙古	浙江天圣控股集团 60 万吨煤制烯烃	烯烃	50	325	352
内蒙古	华电集团 40 亿方煤制天然气	天然气	40	260	650
内蒙古	国电 40 亿方煤制天然气	天然气	40	260	1300
内蒙古	中煤集团 20 亿方煤制天然气	天然气	20	130	650
内蒙古	北京控股集团 40 亿方煤制天然气	天然气	40	260	1300
内蒙古	新兴际华集团与乌兰集团 50 万吨煤制乙二醇	乙二醇	50	80	211
内蒙古	伊泰二期 180 万吨煤制合成油项目	油	180	243	810
内蒙	神华鄂尔多斯 400 万吨直接液化煤制油项目	油	400	540	1800
贵州	中石化贵州毕节 40 亿立方米煤制天然气项目	天然气	40	260	1300
贵州	贵州渝富能源开发公司 500 万吨/年的煤制油项目	油	500	675	2250
贵州	中石化集团贵州省毕节地区 60 万吨/年甲醇制烯烃 (MTO) 项目	烯烃	60	390	352
贵州	盘江集团 60 万吨/年煤制烯烃项目	烯烃	60	390	352
贵州	开阳化工 40 万吨乙二醇项目	乙二醇	40	64	169
安徽	皖能集团、国投新集 40 亿立方米的煤制天然气项目	天然气	40	260	1300
安徽	中石化与皖北煤电 170 万吨煤制甲醇及转化烯烃和衍生产品, 年产 60 万吨乙二醇项目	烯烃	60	390	606
安徽	安徽华谊 50 万吨烯烃、60 万吨乙二醇项目	烯烃	50	325	547
安徽	池州市年产 60 万吨煤制烯烃	烯烃	60	390	352
安徽	皖北煤电 100 万吨煤制乙二醇项目	乙二醇	100	160	422
安徽	三星化工 20 万吨煤制乙二醇项目	乙二醇	20	32	84
安徽	亳州市涡阳县年产 60 万吨乙二醇项目	乙二醇	60	96	253
安徽	宿州年产 60 万吨煤制乙二醇项目	乙二醇	60	96	253
安徽	淮化 30 万吨煤制乙二醇项目一期工程——年产 10 万吨乙二醇项目	乙二醇	30	48	42
合计			21487.5	61585	

资料来源：国都证券，发改委，百度搜索

附表3: 财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	37424	48632	64103	83305	营业收入	43538	55729	69661	89166
现金	17627	24956	33931	45153	营业成本	37316	47793	59630	76504
应收账款	4049	5012	6336	8080	营业税金及附加	946	1250	1546	1987
其它应收款	1384	1695	2151	2739	营业费用	196	247	311	397
预付账款	6019	7150	9169	11638	管理费用	2351	2936	3687	4728
存货	5385	6579	8341	10645	财务费用	-315	-542	-773	-1058
其他	2958	3239	4175	5050	资产减值损失	32	0	0	0
非流动资产	8233	7686	7152	6624	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	744	599	682	675	投资净收益	23	0	0	0
固定资产	3939	4197	3916	3499	营业利润	3034	4044	5260	6608
无形资产	1707	1625	1543	1461	营业外收入	75	65	68	67
其他	1843	1265	1011	988	营业外支出	11	0	0	0
资产总计	45656	56318	71255	89929	利润总额	3098	4109	5329	6675
流动负债	28434	35983	46743	60308	所得税	579	783	1009	1266
短期借款	85	0	0	0	净利润	2519	3327	4320	5409
应付账款	9746	12435	15561	19911	少数股东损益	143	181	239	297
其他	18602	23548	31182	40398	归属母公司净利润	2376	3145	4081	5112
非流动负债	1491	1523	1582	1630	EBITDA	3168	3996	5021	6093
长期借款	451	501	551	601	EPS (元)	0.48	0.64	0.83	1.04
其他	1040	1023	1031	1029					
负债合计	29925	37507	48325	61938					
少数股东权益	505	686	925	1222	主要财务比率				
股本	4933	4933	4933	4933		2011	2012E	2013E	2014E
资本公积金	5307	5307	5307	5307	成长能力				
留存收益	5033	7932	11812	16575	营业收入	27.9%	28.0%	25.0%	28.0%
归属母公司股东权益	15227	18125	22006	26769	营业利润	38.7%	33.3%	30.1%	25.6%
负债和股东权益	45656	56318	71255	89929	归属母公司净利润	41.3%	32.4%	29.8%	25.2%
					获利能力				
					毛利率	14.3%	14.2%	14.4%	14.2%
					净利率	5.5%	5.6%	5.9%	5.7%
					ROE	15.6%	17.4%	18.5%	19.1%
					ROIC	-90.4%	-43.2%	-31.7%	-25.6%
					偿债能力				
					资产负债率	65.5%	66.6%	67.8%	68.9%
					净负债比率	3.38%	2.69%	2.13%	1.76%
					流动比率	1.32	1.35	1.37	1.38
					速动比率	1.13	1.17	1.19	1.20
					营运能力				
					总资产周转率	1.08	1.09	1.09	1.11
					应收帐款周转率	13	12	12	12
					应付帐款周转率	4.32	4.31	4.26	4.31
					每股指标(元)				
					每股收益	0.48	0.64	0.83	1.04
					每股经营现金	0.84	1.40	1.71	2.12
					每股净资产	3.09	3.67	4.46	5.43
					估值比率				
					P/E	13.62	10.29	7.93	6.33
					P/B	2.13	1.79	1.47	1.21
					EV/EBITDA	5	4	3	3

资料来源: 公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	研究管理、有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崑	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			