

业绩符合预期, 受益煤化工投资大幅增长

2013年5月2日

强烈推荐/维持

中国化学

财报点评

——中国化学(601117) 2012 年年报暨 2013 年一季报点评

杨伟

基础化工行业分析师

执业证书编号: S1480512110002

yang_wei@dxzq.net.cn

010-66554034

事件:

公司发布 2012 年年报与 2013 年一季报。2012 年营业收入与归属于上市公司股东的净利润分别为 541.17 亿、30.84 亿, 同比增长 21.04%、29.54%, 基本每股收益 0.63 元, 加权平均净资产收益率 18.47%。2013 年 Q1 净利润 6.2 亿元, 同比增长 47.95% (调整后)。公司利润分配方案为每 10 股派 0.65 元 (含税)。

公司分季度财务指标

指标	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
营业收入 (百万元)	10298.19	14953.94	9470.72	13511.76	15075.32	16058.90	12395.73
增长率 (%)	38.55%	41.35%	39.06%	27.01%	46.39%	7.39%	30.88%
毛利率 (%)	13.42%	15.85%	12.98%	14.85%	11.17%	19.01%	13.32%
期间费用率 (%)	5.39%	5.69%	5.27%	3.90%	3.65%	8.91%	5.27%
营业利润率 (%)	5.52%	8.29%	5.36%	8.69%	5.73%	7.84%	6.05%
净利润 (百万元)	464.70	1007.14	418.10	935.70	748.29	981.55	620.01
增长率 (%)	37.83%	50.62%	30.62%	65.21%	61.03%	-2.54%	48.29%
每股盈利 (季度, 元)	0.094	0.204	0.085	0.190	0.152	0.199	0.126
资产负债率 (%)	63.92%	65.54%	65.61%	67.13%	67.12%	67.50%	67.62%
净资产收益率 (%)	3.30%	6.88%	2.64%	5.73%	4.28%	5.48%	3.19%
总资产收益率 (%)	1.19%	2.37%	0.91%	1.88%	1.41%	1.78%	1.03%

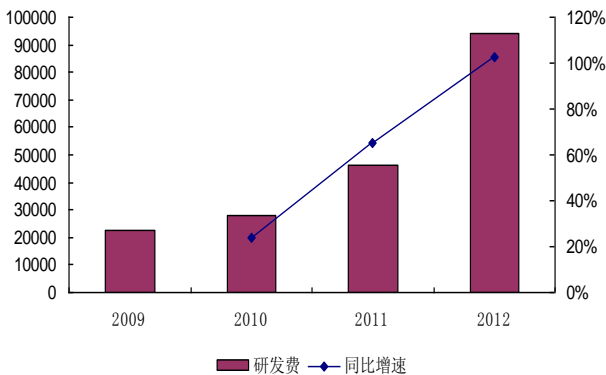
评论:

积极因素:

- 12 年业绩基本符合预期, 订单超额完成带动业绩持续增长。公司在经济增速放缓的不利形势下, 通过调整经营思路、大力开拓新市场, 超额完成年初所定的经营目标, 12 年新签订单 978.9 亿, 超额完成 22.36%, 13 年 Q1 新签订单 208.53 亿, 同比增长 13.31%, 扭转了 12 年订单下降趋势。订单结构变化体现了公司强大的市场开拓能力以及灵活的经营理念, 12 年海外订单占比 31.22%, Q1 海外订单占比 40.28%, 大幅超出 11 年的 15.47%; 去年中期煤化工项目重又获批后, 下半年煤化工订单占比明显提高, 相比上半年超出 121%。11、12 年订单收入比分别为 2.3、1.8, 13 年 Q1 末存量订单 1124 亿, 项目顺利推进带动业绩持续增长。

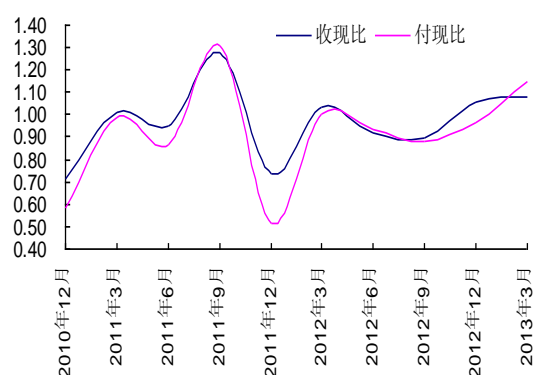
- 精细化管理见成效，盈利能力提高。公司精细化管理继续深化，采用工程物资集中采购平台控制成本、加大工程与工程款清理解决资金占用等措施，毛利率与净利率水平再度提升。12年毛利率与净利率分别为 14.73%、5.98%，同比提高 0.44、0.19 个百分点，13 年 Q1 则分别同比提高 0.34、0.59 个百分点；精细化管理对价值的贡献开始体现，公司在国资委 11 年财务绩效评价中位列 116 家央企的第 2 名。对比同类公司，预计公司盈利能力仍有提升空间。以 12 年营收规模计算，净利率每提升 1%，净利润增长 17.55%。
- 研发投入大幅增加，是获取订单能力与产业投资的基石。公司近三年研发支出分别同比增加 24%、65%、103%，对核心工艺技术的掌控符合国际工程龙头公司的发展趋势，有利于提高公司的合同议价能力与市场竞争地位，公司市场占有率将进一步提高；持续保持技术优势对产业项目盈利前景也能起到积极促进作用。

图 1：公司研发投入大幅增长（万元）



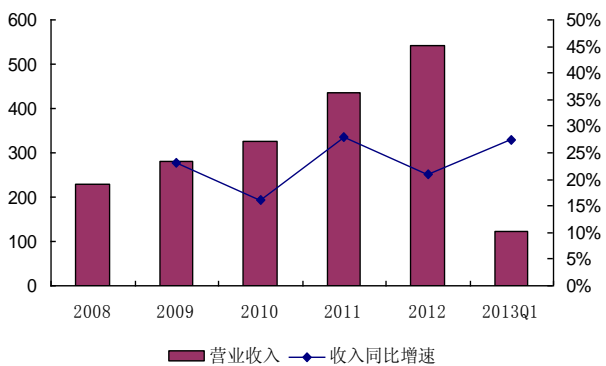
资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 2：公司收现比与付现比走势



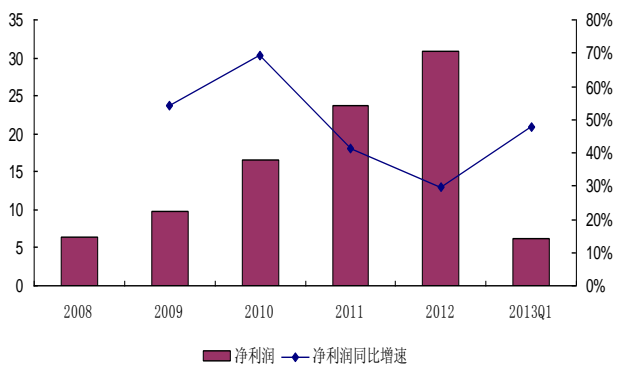
资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 3：公司营业收入与同比增速（亿元）



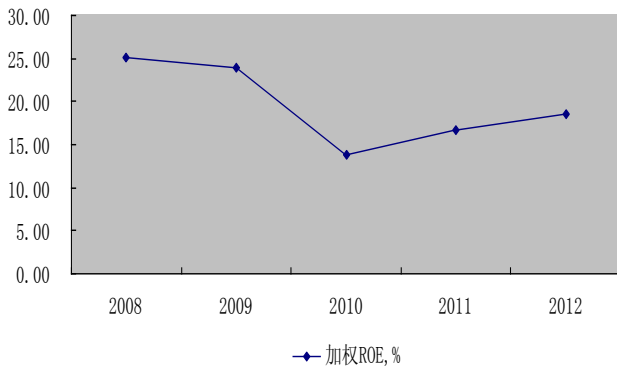
资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 4：公司净利润与同比增速（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 5：公司 ROE



资料来源：公司公告，东兴证券整理

消极因素：

- 12年管理费用同比增长31%。管理费用增长主要系研发投入与职工薪酬增长较快所致，公司面临的市场竞争进一步加剧，国内中石油中石化等公司工程板块业务开始外延、民企龙头快速抢占市场份额对公司影响较大，预计公司开拓市场费用与人工费用将继续提升。

业务展望：

现代煤化工迎来黄金十年，煤化工订单将持续增长，预计将达三成以上。13年是煤化工行业投资拐点之年，现代煤化工项目已于3月开始发放路条，总投资额约3150亿，即将开始全面招标；十五个规划项目目前只批了8个，且国家重点发展煤化工的新疆地区只获批了2个项目，总投资额近7000亿，煤化工后续投资空间仍然巨大。预计未来三年煤化工在公司新签订单中占比为30%-50%，带动新签订单额持续增长。

海外是拓展重点，订单占比将提高。公司在海外业务已有传统的亚洲区域扩展至非洲、东欧等地，能源投资持续高企的新兴市场是公司未来海外业务重点拓展的区域，包括俄罗斯、中东、南美等地区，其中中东地区未来几年能源投资工程额将高达300亿美元/年以上；预计海外业务在公司订单及收入中的占比将持续提高。

产业项目将于14年开始陆续投产，成为利润新增长点。公司投资建设的三大实业项目进展顺利，天辰耀隆20万吨己内酰胺将于14年上半年投产，启东新材料产业园初步设计完成，南充100万吨PTA将于14年下半年投产运营。在国内经济未来将不再依赖投资拉动的背景下，实业项目将依托公司在技术、建设、管理上的优势，成为公司利润增长的另一极。以公司规划的200-300亿投资规模取中值、投资收益率13%测算，可增厚净利润32.5亿，相当于再造一个中国化学。

盈利预测与投资建议：

预计公司13-15年EPS0.84、1.10、1.37元，对应PE11、8、7倍，给予13年15倍PE，未来目标价12.7元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

政策调控风险；在建项目延期的风险；海外政治风险

表 1：公司财务指标预测

指标	11A	12A	13E	14E	15E
营业收入（百万元）	43,537.96	54,116.71	72,891.00	92,870.24	114,004.24

增长率 (%)	33.62%	24.30%	34.69%	27.41%	22.76%
净利润 (百万元)	2,375.78	3,083.65	4,154.67	5,405.41	6,742.98
增长率 (%)	43.21%	29.80%	34.73%	30.10%	24.75%
每股收益(元)	0.480	0.630	0.842	1.096	1.367
PE	19.10	14.56	10.89	8.37	6.71
ROE	15.60%	17.14%	19.22%	20.62%	21.11%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

杨伟

化学工程硕士，2010年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

杨若木

2005年获得工学硕士，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，有五年化工行业研究经验。

范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究非常深入。

梁博

2007年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010年起任中山证券化工行业研究员，2011年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。

郝力芳

2007年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近3年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

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。