

2013年07月12日

郑春明

Chunming_zheng@e-capital.com.cn

目标价(元)

12.0

公司基本资讯

产业别	建筑建材		
A 股价(2013/7/11)	10.38		
上证综指(2013/7/11)	2072.99		
股价 12 个月高/低	11.97/5.36		
总发行股数(百万)	4933.00		
A 股数(百万)	4933.00		
A 市值(亿元)	512.05		
主要股东	中国化学工程集团(66.71%)		
每股净值(元)	3.71		
股价/账面净值	2.80		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-2.5	21.0	94.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

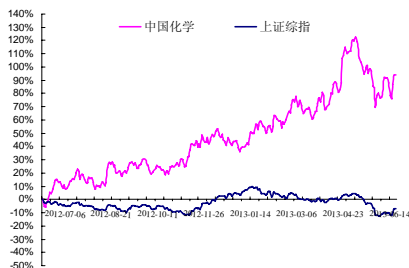
产品组合

工程施工(承包)	83.5%
其他	10.2%
勘察、设计及服务	6.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	42.0%
一般法人	17.7%
财务公司	0.0%

股价相对大盘走势



中国化学(601117.SH)

初次评级: Buy 买入

煤化工景气回升, 公司订单饱满

结论与建议:

2013年3月以来, 新型煤化工专案陆续获批, 订单逐步释放, 公司在煤化工领域具备强大的经验和技術优势, 将从2013年下半年迎来新型煤化工订单的爆发式增长; 截止2013年5月, 我们测算公司存量订单约为1141亿元, 未来两年业绩高增长得到保障。本次为首次覆盖, 给予公司“买入”的投资评级。

- **公司业绩保持高增长:** 2012年公司营收541亿元, yoy +24%, 实现净利润30.8亿元, yoy +30%。公司业绩保持高增长主要由于公司订单充足, 且毛利率稳定, 加上公司不断提升管理水准控制期间费用卓有成效。公司2013年1Q实现营收124亿元, yoy +31%; 实现净利润为6.2亿元, yoy +48.3%, 一季度业绩继续高速增长。
- **新型煤化工迎来高景气:** 2013年3月以来新型煤化工专案陆续获批, 预计下半年将会逐步转化为订单。我们估算15个新型煤化工示范专案投资总额逾7000亿元, 按照新型煤化工的投资分配, 建筑工程、技术费用和安装工程大致占总投资的30%左右, 将有2100亿元的投资额用于工程领域, 公司具备强大的经验和技術优势, 将会极大受益于即将来临的煤化工投资盛宴。
- **公司在手订单充足, 业绩有保障:** 公司2012年新签合同额为979亿元, 依旧保持较高水准。截止2012年底, 公司在手存量订单为1038.73亿元。2013年以来, 公司订单依旧饱满, 根据公司公布的经营简报, 截止2013年7月, 公司本年新签订单约为314亿元, 我们测算2013年5月末公司存量订单约为1141亿元, 未来两年的业绩增长得到保障。
- **盈利预测:** 煤化工盛宴到来, 预计公司2013-2015年煤化工订单将会源源不断; 公司目前在手订单超千亿元, 公司2013年业绩高增长得到保障。预计公司2013/2014年分别实现净利41.8亿元, 52.4亿元, yoy分别为+35%, +25%, 折合EPS分别为0.85元, 1.06元, 目前股价对应2013/2014年的PE分别为11.7倍, 9.21倍, 估值处于较低位置, 给予买入的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013 E	2014 E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1659	2376	3084	4178	5241
同比增减	%	69.43%	43.21%	29.80%	35.49%	25.45%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.336	0.482	0.625	0.847	1.062
同比增减	%	69.43%	43.21%	29.80%	35.49%	25.45%
A 股市盈率(P/E)	X	28.2	19.7	15.2	11.2	8.9
股利 (DPS)	RMB 元	0.03	0.05	0.065	0.08	0.1
股息率 (Yield)	%	0.32%	0.53%	0.68%	0.84%	1.05%

公司介绍

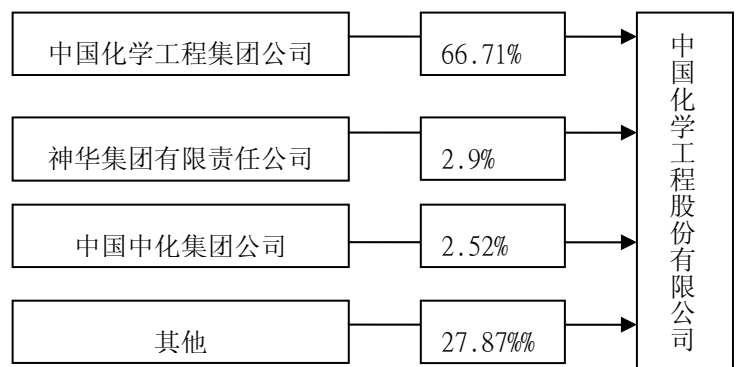
公司概况

中国化学工程股份有限公司是一家集工程承包、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，是国内化学工程领域资质最齐全、功能最完备、业务链最为完整的工业工程公司，也是我国化学工业工程领域的领军者。目前公司业务范围涵盖化工、石油化工、医药、煤炭工业工程的承包，相关工程及工艺技术研发、勘查、设计及服务、建筑工程、基础设施工程和境外工程的承包。

股本结构

公司由中国化学工程集团公司作为主发起人，联合神华集团有限责任公司、中国中化集团公司共同发起设立，其中中国化学工程集团持有公司 66.71% 的股权，中国神华集团持有公司 2.9% 的股权，中国中化集团持有公司 2.52% 的股权，中国化学工程集团处于绝对控股地位，公司股本结构较为稳定。

图 1 公司股本结构



资料来源：公司公告、群益证券整理

下属公司众多，实力雄厚

公司经营架构主要分为三块，包括设计板块、施工板块和投资板块。其中设计板块中的工程设计公司主要由前化工部九大设计院改制而来，包括：中国天辰、赛鼎工程、东华科技（上市公司）、五环工程等 9 个工程设计公司，以及 9 家施工公司和一家境外电站：印尼巴领旁电站，公司技术能力强，实力雄厚。

经营情况

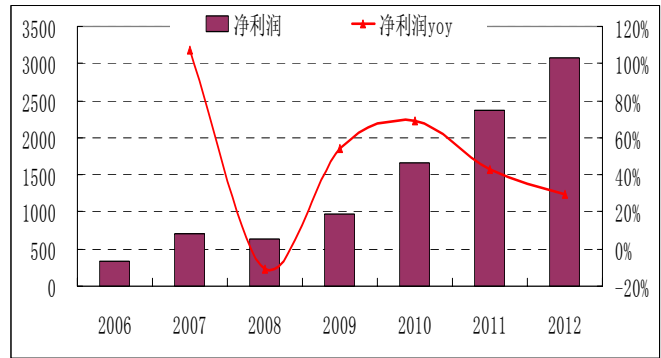
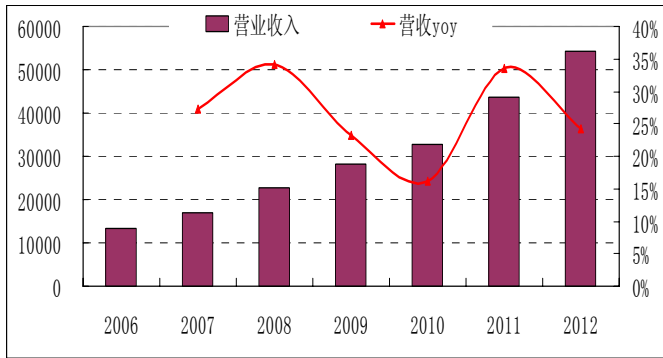
公司业绩保持稳定增长

公司 2012 年实现营收 541.2 亿元，yoy +24%；实现归属于母公司股东的净利润 30.8 亿元，yoy +30%。公司 2012 年业绩大幅提升的主要原因为公司 2011 年订单充足，且毛利率处于较好水准，加上公司管理得当，期间费用控制合理。

公司 2013 年 1Q 实现营收 124 亿元，yoy +31%；实现归属于母公司股东的净利润为 6.2 亿元，yoy +48.3%，公司 2013 年一季度业绩保持高速增长。

图：公司营收及 yoy

图：公司净利润及 yoy

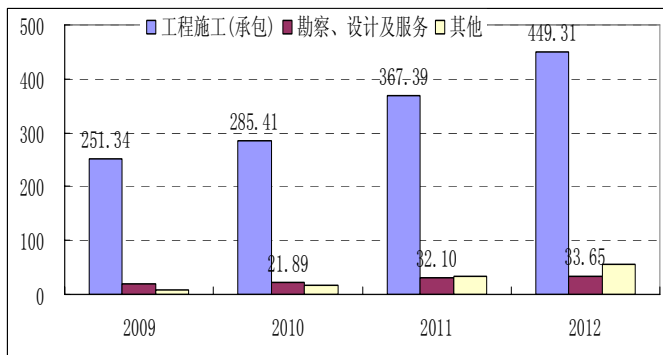


公司营收结构稳定，工程施工（承包）业务为公司主要收入来源

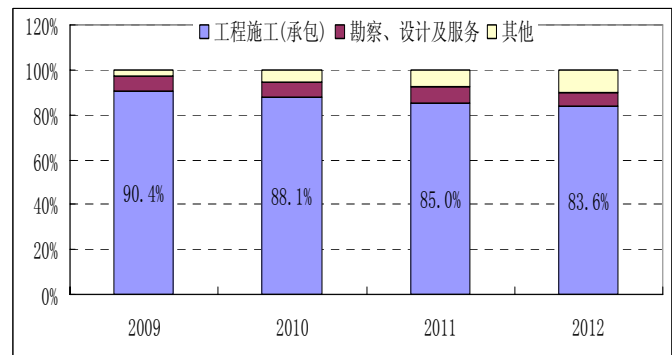
公司 2012 年工程施工（承包）业务共实现营收 449.4 亿元，yoy +18.5%，营收占比为 83.5%，较上年略有下降。虽然近年来公司工程施工（承包）板块占比有所下降，但目前仍为公司的主要收入来源。

公司 2012 年勘察、设计及服务业务共实现营收 33.6 亿元，yoy +4.7%，保持稳定增长；其他业务如电站运营等，2012 年实现营收 54.8 亿元，yoy +67%。

图：公司各板块营收情况（亿元）



图：公司各板块营收占比



公司自建产业未来有望对公司业绩实现新的支撑

公司近年来积累了大量的化学工程项目经验，并将“产业支撑”确立为公司的发展战略之一，公司的三大产业项目进展顺利，将于 2014 年开始陆续投产，在国内固定资产投资放缓的背景下，实业项目有望对公司的业绩实现新支撑。

序号	项目描述	总投资额（亿元）	预计投产时间
1	四川南充 100 万吨/年 PTA 项目，公司占 80% 股权	41.93	2014 年下半年
2	天辰耀龙新材料 20 万吨己内酰胺专案，公司 60% 股权	41.93	2014 年上半年
3	启动新材料产业园区项目	62.06	已完成初步设计

资料来源：公司公告、群益证券整理

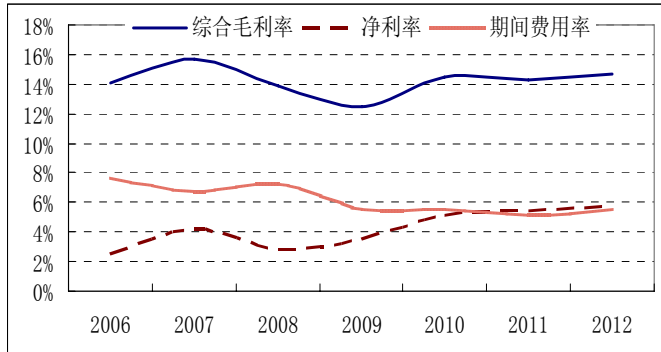
公司不断提高管理水准，毛利率保持稳定的同时降低期间费用率

公司 2012 年综合毛利率为 14.7%，较 2011 年上升 0.4 个百分点，基本保持稳定。由于公司在项目管理上实行精细化管理，工程管理方面深化工程清理和工程款清缴，公司的毛利率水准提升明显。

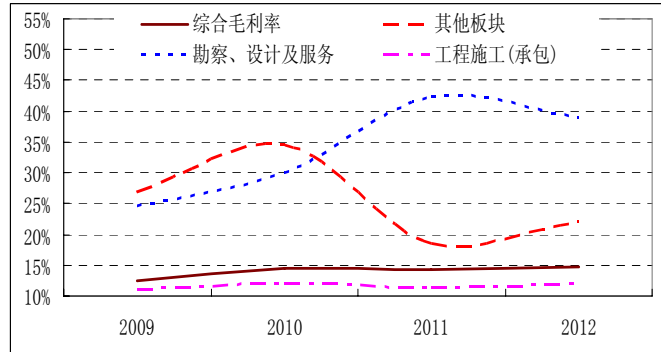
分板块来看，工程施工（承包）板块毛利为 12%，较上年增加 0.7 个百分点；勘察设计服务板块毛利为 39%，依旧处于较高水准，较 2011 年略有下降；其他板

块的毛利为 22%，较 2011 年有大幅增长。

图：公司毛利率及净利率



图：公司各板块毛利率



新型煤化工盛宴来临，公司有望受益

煤化工专案陆续获批，市场潜力巨大

国家 15 个煤炭深加工示范项目总投资额超越 7000 亿元。2012 年国家发改委、能源局发布煤化工行业发展的指导性档：《煤炭深加工示范项目规划》及《煤炭深加工产业发展政策》征求意见稿，目前已获得多方认可有望出台。预计内蒙古、新疆等 11 个省区 15 个煤炭深加工示范项目有望获准，经我们测算，示范专案总投资约为 7105 亿元。在相关档下达后，自去年 9 月以来，新型煤化工专案审批将开闸的消息一直在市场流传，但“靴子”具体政策却始终没有落地。今年 3 月 22 日，《证券时报》刊发了整版深度调查《煤化工专案审批静待开闸，数千亿资金守望市场》，透露 15 个煤炭深加工范项目有望在“两会”前后获批，而据我们的不完全统计，2013 年 3 月以来，已有 12 个新型煤化工专案获得发改委“路条”，包括 7 个煤制天然气项目，4 个煤制烯烃项目及 1 个煤制油专案，其中含有 7 个国家煤化工示范专案，12 个项目投资总额约在 3000 亿元左右。

按照新型煤化工的投资分配估算，设备装置投资约占 50%，建筑工程、技术费用和安装工程大致占总投资的 30% 左右，若按示范专案投资总额 7000 亿元计算，将有 2100 亿元的投资额用于工程领域，公司作为行业龙头，将会极大受益于即将来临的煤化工投资盛宴。

公司在煤化工领域有较大的经验和技优势

对即将来临的煤化工盛宴，公司早已积累了大量的经验和技。公司“十一五”期间几乎参与了国内所有大型的煤化工专案，包括神华 100 万吨煤直接液化油项目。以上专案的投产或再建，都为公司积累了大量的技和经验，具有其他企业所不能比拟的优势。

在技方面，新型煤化工专案如煤制烯烃、煤制天然气及煤间接液化制油等最核心的技就是煤气化，且煤气化在整个专案中的投资占 6 成以上，公司几乎掌握了全部的世界煤气化技，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”等技术。公司在煤气化技术水准的领先优势，为公司获取新型煤化工订单提供了强大的技术支撑。

因此我们预计随着新型煤化工订单的陆续获批，公司有望从2013年下半年期陆续接到大额订单，这将为公司2013-2015年的业绩高增长提供保障。

表：公司以往的一些新型煤化工工程项目

时间	业主	项目名称	专案投资金额（亿元）
2005.8	神华煤制油公司	100万吨煤直接液化油	12
2007.2	晋城煤业集团	10万吨/年高硫无烟煤合成油工程 EPC	12
2007.11	贵州鑫晟煤化工	煤基气化替代燃料专案一期工程 EPC	14.2
2007.11	贵州金赤桐梓煤化工	一期工程气化、空分装置 EPC	9.7
2008.1	神华宁煤集团	83万吨二甲醚一期工程气化 EPC	8.9
2008.3	神华包头煤制烯烃	神华包头煤制烯烃专案气化、净化装置 EPC	18.5
2008.8	神华宁煤集团	宁夏煤基烯烃气化装置设计、采购	12.7
2011.1	伊犁新天煤化工	20亿立方/年煤制天然气	82.9
2011.6	陕西延长中煤榆林能源化工	靖边能源化工综合利用启动专案	68.3
2012.2	蒲城清洁能源化工	70万吨/年煤制烯烃项目气化、甲醇、锅炉装置 EPC 合同	29.3
2012.9	鄂尔多斯新航能源有限公司	30万吨/年乙二醇装置 EPC 合同	12.65
2012.10	中煤平朔集团有限公司	中煤平朔劣质煤综合利用示范专案主生产线工程承包合同	21.47

受政策影响，2012年煤化工订单有所下滑

2012年煤化工新签订单占比为17.2%，较2011年的33%有所下滑，主要由于2011年国家发改委发布《关于规范煤化工产业有序发展通知》，收紧大型煤化工专案的审批，导致2012年新建煤化工工程较少，而之前批复的一些项目在2011年转化为订单，总体造成公司2012年煤化工专案收入及占比同比下降。

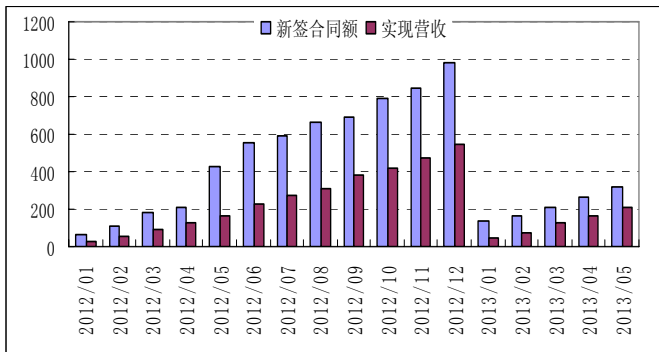
但随着2013年3月以来发改委“路条”的持续发放，表明国家政策已逐渐放开以及新一届政府对煤化工产业的支援，目前已拿到“路条”的公司下半年将会陆续招标，由于公司我们预计公司从下半年将会陆续接到大额订单，预计2013年公司煤化工订单将占新签订单额30%左右。

公司订单结构稳定，订单饱满

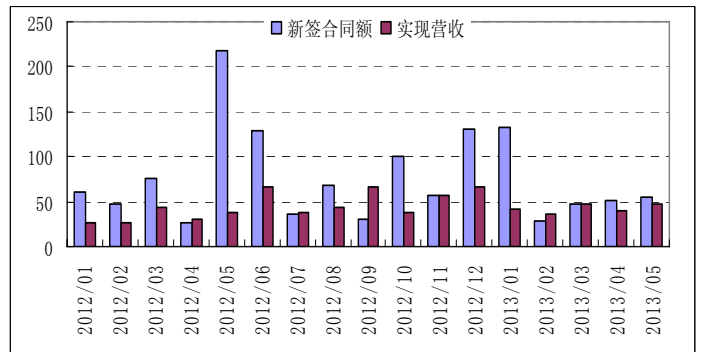
而且除了煤化工订单之外，公司其他业务新签订单一直稳定在较高水准。对比从2010年-2012年公司所签订单，公司传统化工类订单占比稳定在40%-50%之间，为公司的业绩提供稳定支撑。另外，公司其他板块也有所突破，其中环保板块合同额较上年增长约5倍，这说明公司不断拓展新业务，新签订单多元化，降低单一行业的波动对公司的业绩影响，增强了公司的整体业务抗风险能力。

公司2012年新签合同额为979亿元，依旧保持较高水准。据公司披露，截止2012年底，公司在手存量订单约为1038.73亿元。2013年以来，公司订单依旧饱满，根据公司公布的经营简报，截止2013年5月，公司本年新签订单约为314亿元，我们测算2013年5月末公司存量订单约为1141亿元，这将使得未来几年的业绩增长得到保障。

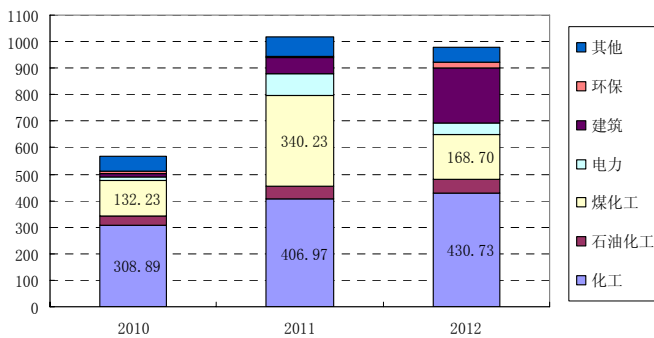
图：公司累计新签订单及收入额（亿元）



图：公司单月新签订单及收入额（亿元）



图：公司新签订单分类（单位：亿元）



盈利预测

公司目前在手订单超千亿元，公司 2013 年业绩将会继续保持高增长；且随着煤化工盛宴的到来，预计公司 2013-2015 年订单将会源源不断。

预计公司 2013/2014 年分别实现净利 40.1 亿元,51.1 亿元,yoy 分别为+30%, +27%, 折合 EPS 分别为 0.81 元,1.04 元,目前股价对应 2013/2014 年的 PE 分别为 11.7 倍,9.21 倍,估值处于较低位置,给予买入的投资建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表 (合并后)

百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	32583	43538	54117	70352	91457
经营成本	27875	37316	46146	60010	78196
营业税金及附加	764	946	1146	1498	1957
销售费用	146	196	228	303	384
管理费用	1729	2351	3134	3799	4984
财务费用	-80	-315	-354	-457	-604
投资收益	0	23	-1	3	3
营业利润	2147	3034	3805	5187	6527
利润总额	2174	3098	3882	5267	6607
所得税	427	579	646	869	1090
少数股东损益	88	143	152	220	276
归属于母公司股东权益	1659	2376	3084	4178	5241

附二: 合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
货币资金	14708	17627	18868	24176	31425
应收账款	2823	4049	4992	6402	8506
存货	3629	5385	8542	10201	13901
流动资产合计	27214	37424	49374	62613	82312
固定资产	3433	3939	4885	6332	8231
在建工程	444	890	380	1407	2012
非流动资产合计	7047	8233	9677	12663	16462
资产总计	34262	45656	59051	75276	98774
流动负债合计	19042	28434	38272	50724	67130
非流动负债合计	1799	1491	1586	1899	2561
负债合计	20841	29925	39858	52623	69690
少数股东权益	400	505	1208	1337	1738
股东权益合计	13421	15731	19194	22653	29083
负债及股东权益合计	34262	45656	59051	75276	98774

附三: 合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
经营活动产生的现金流量净额	2899	4122	2995	6404	8986
投资活动产生的现金流量净额	-1152	-1340	-1913	-756	-928
筹资活动产生的现金流量净额	-382	-515	430	-340	-809
现金及现金等价物净增加额	1320	2231	1525	5308	7249