



订单增势良好, Q4 收入增势向上

买入 维持

目标价格: 12.00 元

投资要点:

- **扣除迪拜大单后1-8月累计新签合同同增19.6%，8月单月新签合同同增8%，预计9月份新签合同增势良好。**1-8月累计新签合同568.05亿元，YOY-14.1%，增速较1-7月提高2.5pct；若扣除掉去年同期迪拜186亿元房建大单，YOY+19.6%。其中，境内新签合同409.75亿元，YOY+11.3%；境外新签合同158.3亿元，YOY-46.0%。8月单月新签合同73.5亿元，YOY+8.0%。预计2013年8月末在手合同1238亿元（不包括迪拜186亿元项目），合同收入比2.3倍。八月新签大单主要是神华新疆68万吨煤制烯烃项目（天辰气化，东华净化、空分、分离等），金额合计约40亿元。受益于国内煤化工及海外市场拓展，我们预计9月公司新签订单增势依然良好。
- **1-8月收入同增20.5%，我们判断四季度收入增速将提升。**1-8月累计实现营业收入376.72亿元，YOY+20.5%，增速较1-7月下降0.5个百分点；其中7月单月营业收入49.1亿元，YOY+11.2%。6月以来收入结算低于预期有营改增的原因，个别设计院结算周期的原因，行业固投下滑的原因。我们判断四季度收入增速将提升，一方面是由于去年同期基数降低（10-12月单月分别为38.5/57.2/66.1亿元），另一方面行业投资及资金状况有所好转，1-8月石油加工、炼焦及核燃料加工业，化学原料及化学制品制造业固投增速较1-7月分别提高1.21/1.88pct。
- **国内煤化工及海外驱动公司持续快速增长的逻辑未变。**从行业层面来看，国家发改委9月6日召集央企煤化工座谈会，国家发改委相关领导明确表示发展新型煤化工的产业政策不会改变，国家正在制定从现在开始到十三五期间的煤化工发展规划纲要。我们判断后续煤化工投资规模可能会扩容，投资周期也比市场预期的更长更持续（6-8年），项目路条10月份有可能会重新发放，招标预计在今年底明年初开始启动，公司未来的2-3年订单持续性较强。
- **投资建议：**我们维持公司13~15年0.80/1.01/1.27元的盈利预测，维持“买入”评级，目标价12元（对应13年15倍PE）。

建筑工程行业研究组

分析师:

鲍荣富(S1180513070004)

电话: 021-51782230

Email: baorongfu@hysec.com

周蓉姿(S1180050120006)

电话: 010-88085227

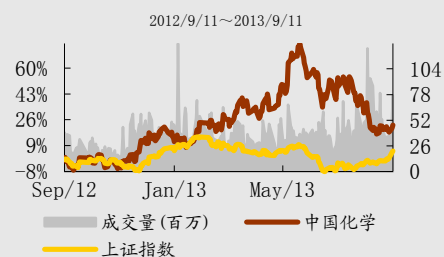
Email: zhourongzi@hysec.com

傅盈(S1180113080027)

电话: 021-51782238

Email: fuying@hysec.com

市场表现



相关研究

《行业专题报告 * 挖掘新型煤化工，首选卖铁锹龙头》

2013/8/22

《公司中报点评 中国化学（601117）短期收入放缓不改长期增长潜力》

2013/8/14

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	43538	54117	67854	84530	104822
增长率 (%)	33.6	24.3	25.4	24.6	24.0
归母净利润(百万)	2376	3084	3945	4985	6259
增长率 (%)	43.2	29.8	27.9	26.4	25.5
每股收益	0.48	0.63	0.80	1.01	1.27
市盈率	18	14	11	9	7

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E	指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	43,538	54,117	67,854	84,530	104,822	货币资金	17,627	18,868	26,453	32,916	41,163
营业成本	37,316	46,146	57,710	71,862	89,073	存货	5,385	8,542	8,657	10,779	13,361
毛利率	14.3%	14.7%	14.9%	15.0%	15.0%	应收账款	4,049	4,992	6,227	7,677	9,421
营业税金及附加	946	1,146	1,439	1,792	2,222	其他流动资产	10,362	16,972	17,457	21,667	26,785
营业费用	196	228	279	331	400	流动资产	37,424	49,374	58,793	73,039	90,729
营业费用率	0.45%	0.42%	0.41%	0.39%	0.38%	固定资产	3,939	4,885	5,017	5,205	5,436
管理费用	2,351	3,134	3,664	4,522	5,556	长期股权投资	744	895	895	895	895
管理费用率	5.40%	5.79%	5.40%	5.35%	5.30%	无形资产	1,707	2,059	2,059	2,058	2,057
财务费用	-315	-354	-167	-216	-271	其他长期资产	1,843	1,838	1,991	2,149	2,121
财务费用率	-0.72%	-0.65%	-0.25%	-0.26%	-0.26%	非流动资产	8,233	9,677	9,961	10,307	10,510
投资收益	23	-1	10	10	10	资产总计	45,656	59,051	68,755	83,346	101,239
营业利润	3,034	3,805	4,882	6,182	7,773	短期借款	85	230	150	158	165
营业利润率	6.97%	7.03%	7.19%	7.31%	7.42%	应付账款	9,746	13,197	16,159	20,121	24,940
营业外收入	75	91	96	100	105	其他流动负债	18,602	24,845	28,219	34,579	42,301
营业外支出	11	14	20	21	22	流动负债	28,434	38,272	44,528	54,858	67,407
利润总额	3,098	3,882	4,957	6,261	7,856	长期负债	451	407	407	407	407
所得税	579	646	818	1,030	1,288	其他长期负债	1,040	1,179	1,204	1,231	1,259
所得税率	18.7%	16.6%	16.5%	16.5%	16.4%	非流动性负债	1,491	1,586	1,611	1,638	1,666
少数股东损益	143	152	195	246	309	负债合计	29,925	39,858	46,139	56,496	69,073
归属于母公司股东的净利润	2,376	3,084	3,945	4,985	6,259	股本	4,933	4,933	4,933	4,933	4,933
净利率	5.46%	5.70%	5.81%	5.90%	5.97%	资本公积	5,307	5,364	5,364	5,364	5,364
每股收益(元)(摊薄)	0.48	0.63	0.80	1.01	1.27	股东权益合计	15,273	18,058	21,213	25,202	30,209
						少数股东权益	505	1,208	1,403	1,649	1,958
						负债股东权益总计	45,656	59,051	68,755	83,346	101,239

现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E	指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	2,376	3,084	3,945	4,985	6,259	增长率					
少数股东损益	143	152	195	246	309	营业收入	33.62	24.30	25.38	24.58	24.01
折旧和摊销	449	493	403	469	545	营业利润	40.77	25.40	28.30	26.64	25.73
营运资金变动	1,211	-669	4,526	2,560	3,110	净利润	43.21	29.80	27.92	26.38	25.54
其他	-57	-65	-47	-159	-201	利润率(%)					
经营现金流	4,122	2,995	9,021	8,100	10,021	毛利率(%)	14.29	14.73	14.95	14.99	15.02
资本支出	N/A	-1,756	-687	-814	-748	EBIT Margin(%)	6.27	6.40	7.02	7.13	7.22
投资收益	N/A	12	10	10	10	EBITDA Margin(%)	7.30	7.31	7.61	7.68	7.74
资产变卖	N/A	8	0	0	0	净利率(%)	5.46	5.70	5.81	5.90	5.97
其他	N/A	-176	0	0	0	回报率(%)					
投资现金流	-1,340	-1,913	-677	-804	-738	净资产收益率(%)	15.60	17.14	18.59	19.78	20.72
发行股票	N/A	0	0	0	0	总资产收益率(%)	5.26	5.99	6.30	6.69	6.92
负债变化	N/A	109	-137	-52	-55	其他(%)					
股息支出	N/A	-247	-789	-997	-1,252	资产负债率(%)	65.54	67.50	67.11	67.78	68.23
其他	N/A	567	167	216	271	所得税率(%)	18.70	16.64	16.50	16.45	16.40
融资现金流	-515	430	-759	-834	-1,036	股利支付率(%)	5.87	7.62	20.00	20.00	20.00
现金净增加额	2,267	1,512	7,584	6,463	8,247						

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

作者简介:

鲍荣富: 鲍荣富：宏源证券研究所建筑工程行业研究员，复旦大学经济学硕士。

五年房地产开发企业从业经历。2012年《新财富》最佳分析师建筑工程行业第一名（团队成员）。

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。