



## 增发续航, 再造延长

### 买入 上调

目标价格: 10.20 元

#### 投资要点:

- **背靠延长、快速成长。**控股股东为延长石油集团(持股 61.98%), 是陕西省唯一从事石油化工建设的大型股份制企业。建筑安装为公司核心主导业务, 2013H1 在主营业务收入、毛利中的占比达 91.1%/93.9%, 省内收入占比 85.75%; 2013 集团内收入占比 57.51%。
- **全球石化投资看中国, 煤化工蓄势待发。**预计到 2015 年末石化及化工工程市场规模约 8600 亿元。2013/2014 年全球新增炼油产能 6000/12000 万吨, 中国 4000/4000 万吨; 2014 年全球新增乙烯产能 400 万吨。2013-2016 年期间新型煤化工总投资规模约 7850-8300 亿元。煤化工行业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), 预计今年底、明年初将陆续进入订单高峰。
- **集团订单饱满, 商业模式创新提升毛利率。**延长石油集团未来 5-8 年规划投资 3500 亿元, 重点建设“22331”工程, 预计每年可形成与公司相关的工程订单约 100~140 亿元。集团外沿业务线, 海外跟随延长集团及大工程承包商, 将实现较快增长。商业模式创新可提升毛利率: (1) 前端进入设计领域, 向 EPC 总包转型; (2) 中端做强设备制造(2015 年收入预计达 10 亿); (3) 投融资(BT)带动施工业务。
- **非公开增发将“再造延长”。**公司拟非公开发行筹集不超过 6.5 亿元。(1) **购置工程设备。**完成后公司吊装产能居行业前列, 一方面有利于承接更多大型项目, 另一方面将降低设备租赁费用比例, 有利于扩大业务规模并提升毛利率。(2) **补充流动资金。**2012 年末公司在手合同 83.37 亿元, 合同收入比 1.85 倍。补充流动资金一方面可增强业务承接能力, 另一方面可加快由工程承包向投融资延伸的战略转型。
- **盈利预测及投资评级。**我们预测公司 13/14/15 年 EPS 分别为 0.51/0.63/0.76 元, 13~15 年净利润 CAGR 为 28%。考虑到公司持续成长潜力, 我们给予公司 2013 年 20 倍 PE, 对应目标价 10.20 元, 上调评级至“买入”。

#### 建筑工程行业研究组

##### 分析师:

**鲍荣富(S1180513070004)**

电话: 021-51782230

Email: baorongfu@hysec.com

**傅盈(S1180113080027)**

电话: 021-51782238

Email: fuying@hysec.com

**周蓉姿(S1180050120006)**

电话: 010-88085227

Email: zhourongzi@hysec.com

#### 罗伟对报告亦有贡献

#### 市场表现



#### 相关研究

《建筑工程专题报告之一: 挖掘新型煤化工, 首选卖铁锹龙头》

2013/8/22

| 主要经营指标    | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万)  | 4225 | 4495 | 5570  | 6885  | 8215  |
| 增长率(%)    | 18.4 | 6.4  | 23.9  | 23.6  | 19.3  |
| 归母净利润(百万) | 149  | 155  | 218   | 267   | 324   |
| 增长率(%)    | 20.4 | 4.1  | 40.3  | 22.3  | 21.5  |
| 每股收益      | 0.35 | 0.36 | 0.51  | 0.63  | 0.76  |
| 市盈率       | 24   | 23   | 16    | 13    | 11    |

## 目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 一、公司概况：背靠延长，快速成长.....        | 5  |
| 二、行业前景：石化投资看中国，煤化工蓄势待发.....  | 6  |
| （一）行业整体投资情况.....             | 6  |
| （二）全球炼油炼化增长加速，中国扩容领先.....    | 8  |
| （三）新型煤化工蓄势待发.....            | 11 |
| 三、公司分析：集团订单饱满，增发再造延长.....    | 15 |
| （一）资质技术优势突出.....             | 15 |
| （二）延长集团 3500 亿投资带来饱满订单.....  | 17 |
| （三）集团外扩张打开持续增长空间.....        | 20 |
| （四）商业模式创新提升毛利率水平.....        | 20 |
| （五）增发募投项目扩大产能，提升盈利能力.....    | 21 |
| 1、工程设备购置降低设备租赁费用，提升盈利能力..... | 21 |
| 2、在手合同充足，补充流动资金.....         | 22 |
| 四、盈利预测、估值及投资评级.....          | 23 |
| （一）盈利预测.....                 | 23 |
| 1、营业收入预测.....                | 23 |
| 2、分项毛利率水平预测.....             | 24 |
| 3、期间费用率及税率预测.....            | 24 |
| 4、盈利预测结论.....                | 24 |
| （二）估值及投资建议.....              | 24 |

## 插图

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系 .....  | 5  |
| 图 2: 公司近几年主营业务收入构成情况 .....     | 5  |
| 图 3: 公司近几年收入增长情况 .....         | 5  |
| 图 4: 公司近几年主营业务毛利构成情况 .....     | 6  |
| 图 5: 公司近几年主营业务毛利增长情况 .....     | 6  |
| 图 6: 公司近几年陕西省内外收入占比情况 .....    | 6  |
| 图 7: 公司近几年国内外收入占比情况 .....      | 6  |
| 图 8: 中国石油加工、炼焦及核燃料加工业固投 .....  | 7  |
| 图 9: 中国化学原料及化学制品制造业固投 .....    | 7  |
| 图 10: 中国石油和化学工业固投 .....        | 7  |
| 图 11: 中国石油和化学工业新开工项目个数 .....   | 7  |
| 图 12: 中国石油和化学工业施工项目个数 .....    | 7  |
| 图 13: 中国石油和化工固定资产投资及预测 .....   | 7  |
| 图 14: 延长石油集团“22331”工程示意图 ..... | 17 |
| 图 15: 延长石油集团近年收入、净利润情况 .....   | 18 |
| 图 16: 延长化建近年收入、净利润情况 .....     | 18 |
| 图 17: 延长石油集团组织架构 .....         | 19 |
| 图 18: 公司近年来省内外、海外收入占比情况 .....  | 20 |
| 图 19: 公司与主要竞争对手的毛利率水平比较 .....  | 21 |
| 图 20: 公司近年来收现比 .....           | 23 |
| 图 21: 公司期末货币资金余额(万元) .....     | 23 |

## 表格

|  |    |
|--|----|
| 表 1: 公司来自于延长集团内外的订单(亿元) .....            | 6  |
| 表 2: 公司来自于延长集团内外的收入(万元) .....            | 6  |
| 表 3: 世界主要地区新增炼厂计划(不包含中国, 单位: 万桶/日) ..... | 8  |
| 表 4: 我国部分炼油投产计划(万吨/年) .....              | 9  |
| 表 5: 全球未来 3 年乙烯投产计划 .....                | 9  |
| 表 6: 2013-2016 年新型煤化工投资测算 .....          | 11 |
| 表 7: 2012-2016 年中国新型煤化工行业在建及拟建项目 .....   | 11 |
| 表 8: 2013 年煤化工获批项目 .....                 | 12 |
| 表 9: 中国在建、拟建煤制天然气项目 .....                | 13 |
| 表 10: 国内规划在建的煤制烯烃项目 .....                | 13 |
| 表 11: 煤制油已建、在建项目一览 .....                 | 14 |
| 表 12: 近两年煤化工项目招投标情况 .....                | 15 |
| 表 13: 公司承接的若干标志性项目 .....                 | 16 |
| 表 14: 公司主要竞争对手情况 .....                   | 16 |
| 表 15: 延长石油集团 2013~2015 年在建、拟建项目一览 .....  | 17 |
| 表 16: 延长石油集团业务板块概览 .....                 | 18 |
| 表 17: 延长化建“十二五”发展战略规划 .....              | 21 |
| 表 18: 公司拟投资项目概况 .....                    | 21 |

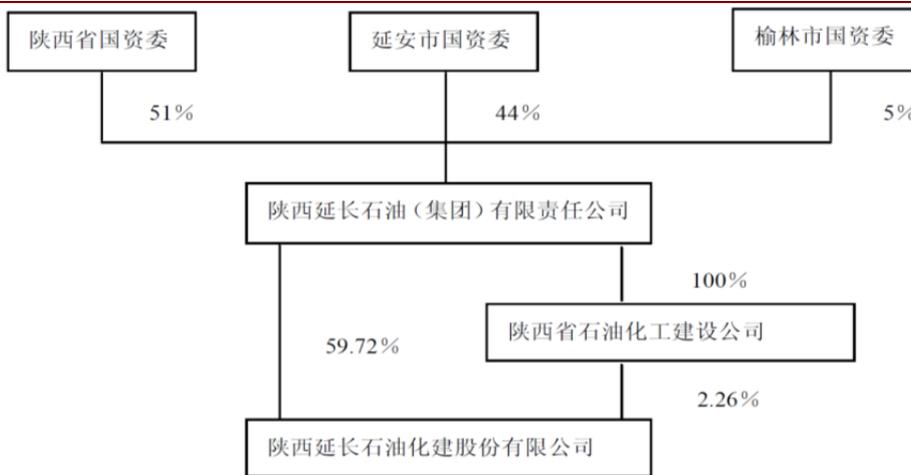
|                             |                 |
|-----------------------------|-----------------|
| 表 19: 公司近年来新签订单及收入结算情况..... | 22              |
| 表 20: 公司租赁工程设备费用情况          | 单位: 万元 ..... 22 |
| 表 21: 公司募集投资购买工程设备费用情况..... | 22              |
| 表 22: 公司正在施工项目概况.....       | 22              |
| 表 23: 公司收入预测表 单位: 百万元.....  | 23              |
| 表 24: 公司分项毛利率假设.....        | 24              |
| 表 25: 公司期间费用率及税率情况及预测.....  | 24              |
| 表 26: A 股可比公司估值情况.....      | 24              |

## 一、公司概况：背靠延长，快速成长

延长化建由陕西延长石油（集团）有限责任公司（以下简称“延长石油集团”）以其持有的陕西化建工程有限责任公司（以下简称“陕西化建”）通过重组于2008年12月26日在上海证券交易所成功上市，是目前国内石油化工建设领域为数不多的上市公司之一。

陕西化建是延长化建的全资子公司，是陕西省唯一从事石油化工建设的大型股份制企业，组建于1951年，2001年改制，2006年划归延长石油集团。

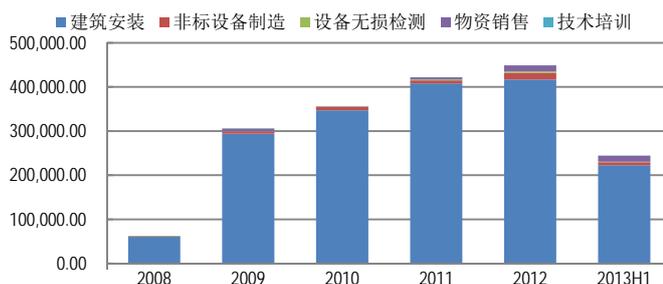
图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司2012年年报，宏源证券研究所

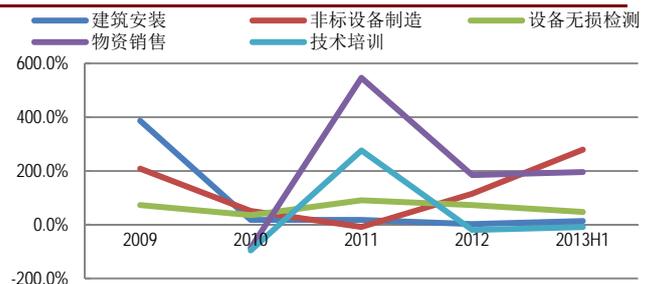
**业务结构：建筑安装是公司核心主营业务。**2010~2013H1 建筑安装营业收入占比分别达97.4%/96.7%/92.8%/91.1%，主营业务毛利占比达95.9%/97.4%/94.9%/93.9%。占比较大的业务还有物资销售、非标设备制造（2013H1占比分别达5.6%、2.8%）。从近几年的增长情况来看，建筑安装、非标设备制造、无损检测三项业务2008~2012年复合增速分别达62.0%、74.1%和66.8%，近两年增长较快的是非标设备制造及物资销售。

图 2：公司近几年主营业务收入构成情况



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 3：公司近几年收入增长情况



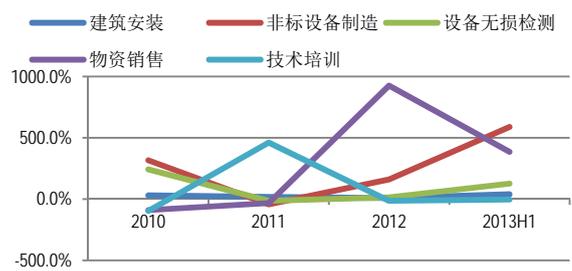
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 4: 公司近几年主营业务毛利构成情况



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

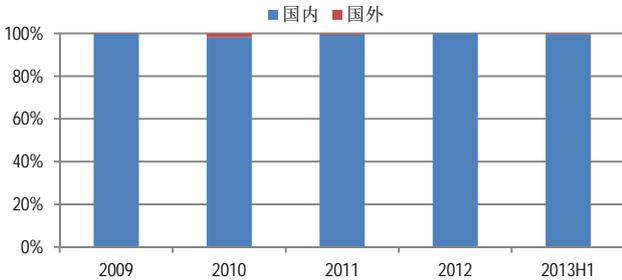
图 5: 公司近几年主营业务毛利增长情况



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

**区域布局: 省外、海外业务占比快速提升。**公司目前业务主要分布在省内, 2009~2012年, 省外收入占比从 9.45% 上升至 11.33%; 国外收入主要来自于孟加拉、越南和伊朗。

图 6: 公司近几年陕西省内外收入占比情况



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 7: 公司近几年国内外收入占比情况



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

公司来自于延长石油集团的订单及收入占比较高。公司 2010~2013H1 新签订单为 45.66/50.68/66.79/22.00 亿元, 其中来自集团内订单占比分别达 83.85%/23.42%/51.93%/78.00%。2010~2012 年来自于集团内的收入占比分别达 77.38%、74.88%和 57.51%。

表 1: 公司来自于延长集团内外的订单 (亿元)

|         | 2010   | 2011   | 2012   | 2013H1 |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 集团内订单   | 38.29  | 11.87  | 34.69  | 17.16  |
| 全部订单    | 45.66  | 50.68  | 66.79  | 22.00  |
| 集团内订单占比 | 83.85% | 23.42% | 51.93% | 78.00% |

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

表 1: 公司来自于延长集团内外的收入 (万元)

|       | 2010       |         | 2011        |         | 2012       |         |
|-------|------------|---------|-------------|---------|------------|---------|
|       | 收入         | 比重      | 收入          | 比重      | 收入         | 比重      |
| 集团内收入 | 276,069.21 | 77.38%  | 316,388.82  | 74.88%  | 258,515.30 | 57.51%  |
| 集团外收入 | 80,720.51  | 22.62%  | 106,130.40% | 25.12%  | 190,990.90 | 42.49%  |
| 合计    | 356,789.72 | 100.00% | 422,519.22  | 100.00% | 449,506.20 | 100.00% |

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

## 二、行业前景: 石化投资看中国, 煤化工蓄势待发

### (一) 行业整体投资情况

近年来,我国化工、石油化工行业快速发展,固定资产投资规模高速增长。2008~2012年我国化学原料及化学制品固定资产投资年均复合增长 24.45%,石油加工、炼焦及核燃料加工行业固定资产投资年均复合增长 6.89%。2013年 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达 21.7%/16.9%,增速较 1-7月分别提高 1.21/1.88pct。

根据《石化和化学工业“十二五”发展规划》,2010年石油和化学工业实现总产值 7.64 万亿元(现行价格)，“十一五”年均增长 22.3%;规划到 2015 年石化和化学工业总产值增长到 14 万亿元左右,年复合增速达 13%。

我们预计石化及化学工业产值及固定资产投资有望保持较快增速。“十二五”期间仍将是 中国从工业化中期向中后期转型,石化和化学工业产能快速扩张,固定资产投资不断累积阶段。我们预计,行业固定资产投资有望保持 14%左右的复合增速,到 2015 年行业固定资产投资有望达 1.73 万亿元。我们假设其中 50%可形成有效的 EPC 工程订单,则到 2015 年末石化及化工工程市场规模约 8600 亿元。

图 8: 中国石油加工、炼焦及核燃料加工业固投



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 9: 中国化学原料及化学制品制造业固投



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 10: 中国石油和化学工业固投



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 11: 中国石油和化学工业新开工项目个数



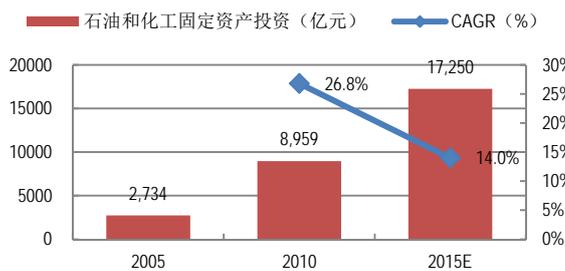
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 12: 中国石油和化学工业施工项目个数



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 13: 中国石油和化工固定资产投资及预测



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

## (二) 全球炼油炼化增长加速, 中国扩容领先

从未来全球炼油能力建设规划情况来看, 整体的增长速度将有所提升。根据 Oil & Gas Journal 统计的数据来看, 2013 年海外新增的大型炼厂 (包括扩建) 产能总和约为 114 万桶/日 (约合 6000 万吨/年), 同比增长幅度约为 1.3%, 其中大部分项目地址位于东南亚、中东以及南美。2014 年, 海外新增炼油产能将达到 240 万桶/日 (约合 1.2 亿吨/年), 同比增幅达到 2.6%, 相比 2013 年呈现出显著增长, 由此可以看出, 随着全球经济的逐步企稳复苏, 炼厂投资额也将出现企稳回升。

**表 3: 世界主要地区新增炼厂计划 (不包含中国, 单位: 万桶/日)**

| 国家   | 公司名称                   | 地点            | 能力   | 预期完成年份    | 目前状况    |
|------|------------------------|---------------|------|-----------|---------|
| 墨西哥  | 墨西哥国家石油公司              | 图拉            | 25   | 2015      | 计划 (新建) |
| 巴西   | 巴西国家石油公司               | Maranhao      | 30   | 2014      | 工程设计    |
|      | 巴西国家石油公司               | Ceara remiuml | 30   | 2017      | 工程设计    |
|      | 巴西国家石油公司/委             | 伯南布科州         | 23   | 2014      | 在建      |
|      | 内瑞拉国家石油公司              | Premium2      |      |           |         |
| 厄瓜多尔 | 厄瓜多尔国家石油公司             | 马纳维省          | 30   | 2013      | 计划 (新建) |
| 委内瑞拉 | 委内瑞拉国家石油公司             | 巴里纳斯          | 10   | 2014      | 在建      |
| 哥伦比亚 | Refineria de Cartagena | 卡特赫纳港         | 16.5 | 2012      | 工程设计    |
| 尼加拉瓜 | 委内瑞拉国家石油公司             | 彼得拉斯布兰卡斯      | 15   | 2012      | 在建      |
| 印度   | 印度斯坦石油公司               | 马拉尼昂          | 36   | 2012-2017 | 计划 (新建) |
|      | 印度石油公司                 | 奥里萨           | 30   | 2012      | 在建      |
|      | Nagar juna 石油公司        | 古德洛尔          | 12   | 2013      | 在建      |
| 越南   | 越南国家石油公司               | 宜山            | 20   | 2013      | 工程设计    |
|      | 泰科诺斯达管理公司              | 富安省东和县        | 8    | 2012      | 计划 (新建) |
| 伊朗   | 伊朗国家石油公司               | 阿巴斯港          | 12   | 2013      | 在建      |
| 卡塔尔  | 卡塔尔石油公司                | 梅赛义德          | 25   | 2012      | 工程设计    |
| 沙特   | 阿莫科服务公司                | 拉斯塔努拉         | 40   | 2012      | 工程设计    |
|      | 朱拜勒炼油石化公司              | 朱拜勒           | 40   | 2013      | 工程设计    |
|      | 沙特阿美                   | 延布            | 40   | 2014      | 在建      |
| 阿联酋  | 阿布扎比炼油公司               | 阿布扎比          | 41.7 | 2014      | 计划 (新建) |
| 安哥拉  | 安哥拉国家石油公司              | 洛比托           | 20   | 2012      | 工程设计    |
| 利比亚  | Zwara 石油公司             | 梅丽塔           | 20   | 2014      | 计划 (新建) |
| 莫桑比克 | Oilmoz                 | 马普陀省          | 35   | 2014      | 计划 (新建) |
| 南非   | 南非石油公司                 | 伊丽莎白港         | 40   | 2014      | 计划 (新建) |
| 南苏丹  | 南苏丹政府                  | Akon Warap    | 5    | 2012      | 计划 (新建) |
| 土耳其  | Socar&Turcas           | Izmir Aliaga  | 21.4 | 2012      | 工程设计    |

资料来源: Oil & Gas Journal, 宏源证券研究所 注: 指最后一列所处阶段的预期完成年份。一个炼厂项目依时间顺序可以划分为计划 (可研)、工程设计及工程建设三个阶段

根据中石油经济研究院发布的《2012 年国内外油气行业发展报告》, 2013 年中国新增炼油产能 (包括扩建) 接近 4000 万吨, 同比增幅约为 7%, 2014 年新增炼油产能也在 4000

万吨左右, 按照这个速度, 到 2014 年全国原油一次加工能力将会突破 6.5 亿吨/年, 2015 年将达到 7 亿吨/年的水平。从各公司的情况看, 2013 年底中石油国内炼油能力将达到 1.87 亿吨/年, 占全国炼油能力的 31%, 中石化炼油能力将达到 2.75 亿吨, 占全国炼油能力的 45%, 中海油计划在 2014 年将惠州炼厂的炼油能力扩大到 2000 万吨/年。

**表 2: 我国部分炼油投产计划 (万吨/年)**

| 公司和项目名称            | 新增能力 | 投产时间    |
|--------------------|------|---------|
| <b>中国石化</b>        |      |         |
| 广东湛江炼化一体化项目 (中科合资) | 1500 | 2015 年  |
| 茂名石化               | 700  | 2013 年  |
| 镇海炼化一体化项目          | 1500 | 2014 年  |
| <b>中国石油</b>        |      |         |
| 重庆长寿炼油项目           | 1050 | 2013 年  |
| 云南昆明炼油项目 (云南石化)    | 1050 | 2013 年  |
| 河南商丘炼油项目           | 1000 | 2014 年  |
| 浙江台州               | 2000 | 2014 年  |
| 广东揭阳炼油项目           | 2000 | 2015 年  |
| 山东威海               | 1000 | 2015 年  |
| <b>中国海油</b>        |      |         |
| 惠州炼厂二期             | 1000 | 2014 年  |
| 惠州炼厂三期             | 1800 | 2015 年后 |

资料来源: 中国石油和化学工业联合会, 宏源证券研究所

**全球乙烯产能增速将在 2015 年前保持平稳。**根据安迅思咨询提供的数据, 2006 年至 2011 年间全球乙烯产能由 1.2 亿吨/年增加到 1.53 亿吨/年, 年复合增长率约为 4.9%。新增产能主要来自亚太地区尤其是中国。

总体来看, 预计 2013 年世界乙烯新增产能为 400 万吨/年, 总产能将突破 1.6 亿吨/年, 新增产能主要集中在亚太和中东地区。世界乙烯需求在经济回暖的带动下呈缓慢上升态势, 但乙烯装置开工率仍保持较低水平。新建乙烯装置将进一步向大型化发展, 乙烯原料更加轻质化和多元化。预计 2015 年前后, 全球石化行业将进入新一轮景气周期, 届时全球乙烯产能增长速度有望逐步回升。

**表 5: 全球未来 3 年乙烯投产计划**

| 项目名称               | 扩建能力 (千吨) | 投产日期                | 项目概况                                    |
|--------------------|-----------|---------------------|---|
| Saudi Polymer(NCP) | 1200      | 2012-10 开工          | 2012-10 开始商业化生产                         |
| 中国-大庆              | 600       | 2012-10 试运行         | 10 月 5 日获得合格乙烯                          |
| 中国-抚顺              | 800       | 2012 年第四季度          | 2012-7 实现中间交接                           |
| 新加坡-埃克森            | 1000      | 2012 年末 /2013 年第一季度 | 2012-3 流程完成 98%, PE, PP, 合成橡胶就绪, 裂解装置延迟 |
| 中国-武汉              | 800       | 2013 年第一季度          | 2010 年初始建                               |
| 中国-四川              | 800       | 2013 年下半年           | 2009 年 9 月始建                            |

|                     |      |                |  |
|---------------------|------|----------------|--|
| CPC#3(报废和重建)        | 720  | 2013 年下半年      | 2009 年下半年由中鼎工程承包, 可能延期                           |
| 宁波禾园                | 300  | 2013 年下半年      | 跨国运营, 采用进口甲醇                                     |
| 印度石油天然气公司           | 1100 | 2013 年末        | 裂解装置由林德/三星 E&C 承包 (2008-12), HDPE 由三星承包 (2011-5) |
| JG Summit (菲律宾)     | 320  | 2014 年上半年      | 2011-3 破土动工                                      |
| 阿联酋-博禄公司            | 1500 | 2014 年第二季度/中期  | 裂解装置 2009-7 由林德承包                                |
| 俄罗斯 - Novy Urengoy  | 420  | 2014           | 2009-12 与林德签订工程合约                                |
| 中国-榆林煤炭化学           | 600  | 2014           | 2013-12 中间交接目标完成, DMTO/DCC 技术                    |
| 中国-蒲城清洁能源           | 300  | 2014           | DMTO 技术  |
| 中国-中石化上海分公司         | 700  | 2015 年初        | 1 号裂解装置报废重建, 长周期项目订单 (2012-8)                    |
| 印度-GAIL             | 450  | 2015 年初        | 2010-12 承包给 Shaw                                 |
| 埃及-SIDPEC           | 460  | 2015 年中期       | 2012-3 承包给东洋                                     |
| 中国-各种跨国运营项目         | 1200 | 2015           | 中国中煤榆林, 三江, 宝丰, 申达等                              |
| Braskem-Idesa (墨西哥) | 1050 | 2015 年末/2016   | 2012-10 承包给 Technip 公司                           |
| Sadara (沙特阿美/陶氏)    | 1500 | 2015 年下半年/2016 | 裂解装置承包给大林 (2011-8)                               |
| 中国-中石化/KPC 合资公司     | 1000 | 2015 年末        | 2011-11 破土动工, 炼油装置 2014 年末开工, 裂解装置 2015 年末开工     |
| 印度-RIL              | 1400 | 2016           | Technip 为技术/工程承包商 (2012-7)                       |
| 乌兹别克斯坦 - Ustyurt    | 400  | 2016 年上半年      | 与 Honam,KOGAS,STX 合资, 承包给三星 E&C (2011-8)         |
| 哈萨克斯坦-与 LG 化学合资     | 840  | 2016           | 2011-8 签署合资合同, EPC 合同授予可能在 2012 年第 4 季度          |
| 美国台塑                | 800  | 2016 年下半年      | 从 450kt 上调到 800kt (2011-7), 预计在 2012 年审批         |
| 中国-中国海洋石油总公司        | 1000 | 2016           | 尚未获得国家发改委批准                                      |
| 中国-青岛大炼油            | 800  | 2016           | LPG 进料, 处于研究阶段                                   |
| 中国-各种跨国运营项目         | 1800 | 2016           | 陕西神华, 宝丰, 兖矿, 延长, 中石化合资企业, CPI 合资企业等             |

资料来源: BP2013 世界能源统计, 宏源证券研究所

### (三) 新型煤化工蓄势待发

#### 1、行业投资规模

我们测算，2013-2016年期间新型煤化工总投资规模约7850-8300亿元。其中，预计煤制天然气可形成总投资约2400-2700亿元，煤制烯烃可形成总投资约2400-2550亿元，煤制油可形成总投资约1800亿元，煤制乙二醇可形成投资300亿元。我们尤为看好煤制气（下游消费增速快、气价存持续上涨预期、技术成熟度高、便于长距离管道运输等），煤制油亦有可能超预期（经济性好，国家能源安全战略需要等）。

**表 6：2013-2016 年新型煤化工投资测算**

| 新型煤化工领域     | “十二五”期间新增年产能   | 预计总投资（亿元） |
|-------------|----------------|-----------|
| 煤制烯烃        | 800-850 万吨/年   | 2400-2550 |
| 煤制天然气       | 400-450 亿立方米/年 | 2400-2700 |
| 煤炭液化（直接+间接） | 1500 万吨/年      | 1800      |
| 煤制乙二醇       | 300 万吨/年       | 300       |
| 煤制芳烃        | 50 万吨/年        | 140       |
| 低阶煤综合利用     | -              | 400       |
| IGCC        | -              | 200       |
| 煤制二甲醚       | 300 万吨/年       | 210       |
| 合计          |                | 7850-8300 |

资料来源：宏源证券研究所

**表 7：2012-2016 年中国新型煤化工行业在建及拟建项目**

| 项目    | 新增产能     | 投资总额（亿元） |
|-------|----------|----------|
| 煤制烯烃  | 1,150 万吨 | 3,295    |
| 煤制天然气 | 815 亿立方米 | 5,340    |
| 煤制油   | 1,920 万吨 | 2,500    |
| 煤制乙二醇 | 420 万吨   | 620      |
| 合计    |          | 11,755   |

资料来源：中化国际咨询，宏源证券研究所

今年以来国家发改委已发放 15 个项目“路条”，预计后续还将有 17 个项目有望拿到“路条”。

**表 8: 2013 年煤化工获批项目**

| 项目类别      | 业主方            | 项目所在地   | 产能               | 投资额 (亿元)       | 项目进展                         |
|-----------|----------------|---------|------------------|----------------|------------------------------|
| 煤制天然气     | 中电投集团          | 新疆霍城    | 60亿立方米/年         | 500.00         | 2009年开工, 在建                  |
| 煤制天然气     | 山东能源新矿集团       | 新疆伊犁    | 20亿立方米/年         | 130.00         | 在建, 2014年建成达效                |
| 煤制天然气     | 国电集团           | 内蒙古兴安盟  | 40亿立方米/年         | 300.00         | 开展前期工作                       |
| 煤制天然气     | 中海油集团          | 山西大同    | 40亿立方米/年         | 300.00         | 2013年3月12日, 大同市政府表示全力推进      |
| 煤制天然气     | 内蒙新蒙能源公司       | 内蒙古杭锦旗  | 40亿立方米/年         | 300.00         | 开展前期工作                       |
| 煤制天然气     | 中海油新能源投资有限责任公司 | 内蒙古鄂尔多斯 | 40亿立方米/年         | 245.00         | 在建                           |
| 煤制天然气     | 北京控股集团         | 内蒙古鄂尔多斯 | 40亿立方米/年         | -              | 在建                           |
| 煤制天然气     | 河北省建设集团投资公司    | 内蒙古鄂尔多斯 | 40亿立方米/年         | -              | 在建                           |
| 煤制天然气     | 河南煤业化工集团有限责任公司 | 新疆准东    | 40亿立方米/年         | 240.00         | 污染物排放总量指标通过新疆环保厅审核。          |
| 煤制天然气     | 广汇集团           | 新疆准东    | 40亿立方米/年         | 249.10         | 在建                           |
| 煤制天然气     | 华能集团           | 新疆准东    | 40亿立方米/年         | 229.40         | 在建                           |
| 煤制天然气     | 新疆龙宇           | 新疆准东    | 40亿立方米/年         | 211.20         | 在建                           |
| 煤制天然气     | 中煤集团           | 新疆准东    | 40亿立方米/年         | 211.70         | 在建                           |
| 煤制天然气     | 中石化新疆能源化工有限公司  | 新疆准东    | 80亿立方米/年         | 700.00         | 4月2日举行启动仪式举行, 有望于2017年6月全面投产 |
| <b>合计</b> | <b>合计</b>      |         | <b>600亿立方米/年</b> | <b>3616.40</b> |                              |
| 煤制烯烃      | 中煤集团           | 陕西榆林    | 60万吨/年           | 242.00         | 开展前期工作                       |
| 煤制烯烃      | 中石化集团          | 贵州织金    | 60万吨/年           | 540.00         | 开展前期工作                       |
| 煤制烯烃      | 中石化与河南煤业集团     | 河南      | 60万吨/年           | 210.00         | 前期设计                         |
| 煤制烯烃      | 甘肃华鸿汇金公司       | 甘肃平凉    | 60万吨/年           | 260.00         | 前期设计                         |
| <b>合计</b> | <b>合计</b>      |         | <b>240万吨/年</b>   | <b>1252.00</b> |                              |
| 煤制油       | 潞安集团           | 山西长治    | 180万吨/年          | 200.00         | 一期计划于2014年8月投产               |
| 煤制油       | 神华集团           | 宁夏宁东    | 400万吨/年          | 550.00         | 在建                           |
| <b>合计</b> | <b>合计</b>      |         | <b>584万吨/年</b>   | <b>750.00</b>  |                              |

资料来源: 中国煤化工网, 宏源证券研究所

**煤制天然气:** 据我们统计, 现阶段在建和拟建的煤制气总投资额约为 11,432 亿元, 全国建成后产能将达到 1,845 亿立方米/年。我们预计 2013-2016 年可形成投资的项目约 400-450 亿方, 对应投资 2400-2700 亿元。

**表 9: 中国在建、拟建煤制天然气项目**

| 项目所在地     | 业主方                        | 产能 (亿立方米/年) | 投资额 (亿元)       | 计划投产时间                      | 目前进展            |
|-----------|----------------------------|-------------|----------------|-----------------------------|-----------------|
| 云南弥勒县     | 云南国能煤电公司                   | 25          | 140.0          | N/A                         | 前期工作            |
| 新疆伊宁县     | 庆华集团                       | 55          | 278.0          | 1905年7月                     | 在建              |
| 新疆伊犁尼勒克县  | 国电平煤尼勒克化工有限公司              | 40          | 268.0          | 2015年12月第一批20亿, 2017年第二批20亿 | 在建              |
| 新疆伊犁霍城县   | 中国电力投资集团                   | 60          | 500.0          | N/A                         | 国家发改委已核准, 在建    |
| 新疆伊犁      | 中国电力投资集团、新汶矿业集团            | 60          | 442.0          | N/A                         | 在建              |
| 新疆伊犁      | 中国电力投资集团                   | 60          | 270.0          | 3-5年                        | 2009年11月开工      |
| 新疆伊犁      | 伊犁新天煤化工有限责任公司              | 20          | 120.0          | 1905年7月                     | 在建              |
| 新疆伊犁      | 新疆开滦能源投资公司                 | 40          | 182.8          | N/A                         | 计划中             |
| 新疆伊犁      | 山东能源新矿集团                   | 20          | 130.0          | 1905年7月                     | 在建              |
| 新疆伊犁      | 庆华集团                       | 55          | 330.0          | 一期2013年                     | 国家发改委已核准, 在建    |
| 新疆塔城地区    | 徐矿集团                       | 40          | 220.0          | 2015年底                      | 2011年9月开工       |
| 新疆塔城      | 苏新源和丰公司                    | 50          | 220.0          | 1905年7月                     | 前期工作            |
| 新疆哈密      | 清华紫光                       | 8           | 49.0           | N/A                         | 前期工作            |
| 新疆准东      | 河南煤化工集团                    | 40          | 211.0          | 2012年4月                     | 2011年4月动工       |
| 新疆准东      | 中石化                        | 80          | 700.0          | 2017年建成                     | 项目于2013年4月启动    |
| 新疆昌吉州     | 新疆龙宇                       | 40          | 68.5           | N/A                         | 前期工作            |
| 新疆昌吉州     | 华能集团                       | 40          | 260.0          | N/A                         | 前期工作            |
| 新疆昌吉州     | 中煤集团                       | 40          | 264.0          | N/A                         | 前期工作            |
| 新疆昌吉州     | 华电集团                       | 60          | 318.0          | 2013年建成                     | 2011年5月新建       |
| 新疆昌吉州     | 开滦集团                       | 40          | 220.0          | N/A                         | 前期工作            |
| 新疆昌吉州     | 昌吉盛新实业有限责任公司               | 16          | 98.0           | N/A                         | 前期工作            |
| 新疆昌吉州     | 特变电工                       | 40          | 245.0          | N/A                         | 前期工作            |
| 新疆昌吉州     | 新疆华宏矿业投资有限责任公司             | 20          | 117.0          | N/A                         | 前期工作            |
| 新疆昌吉州     | 克矿新疆能化有限公司                 | 40          | 240.0          | N/A                         | 前期工作            |
| 新疆吉木萨尔县   | 盈德气体                       | 40          | 230.0          | N/A                         | 计划中             |
| 新疆阿勒泰地区   | 新疆广汇集团                     | 40          | 250.0          | 2014年6月                     | 在建              |
| 陕西榆林      | 北京控股集团                     | 40          | 160.0          | N/A                         | 计划中             |
| 山西朔州      | 山西国际电力集团/惠生工程              | 40          | 240.0          | N/A                         | 计划中             |
| 山西省左源县    | 中海油和同煤集团                   | 40          | 253.0          | 2017年建成                     | 国家发改委已核准, 在建    |
| 内蒙古兴安盟    | 国电内蒙古能源有限公司                | 40          | 250.0          |                             | 国家发改委已批复        |
| 内蒙古克旗     | 大唐克旗公司                     | 40          | 257.0          | 2014                        | 在建              |
| 内蒙古呼伦贝尔市  | 华电呼伦贝尔能源有限公司               | 40          | 350.0          | 2014年2月投产                   | 2011年1月动工       |
| 内蒙古呼伦贝尔市  | 华能伊敏煤电公司                   | 40          | 240.0          | N/A                         | 国家发改委同意筹备, 前期工作 |
| 内蒙古呼和浩特   | 北京控股集团                     | 40          | 300.0          | N/A                         | 前期工作            |
| 内蒙古鄂尔多斯   | 内蒙古汇能煤化工有限公司               | 16          | 135.5          | 2014                        | 在建              |
| 内蒙古鄂尔多斯   | 内蒙古汇能煤化工有限公司               | 20          | 164.5          | 2013年10月                    | 在建              |
| 内蒙古鄂尔多斯   | 神华集团                       | 20          | 140.0          | 2015年底建成                    | 在建              |
| 内蒙古鄂尔多斯   | 中海油新能源投资公司、北京控股集团、河北建设投资集团 | 120         | 800.0          | N/A                         | 国家发改委已核准, 在建    |
| 内蒙古赤峰市    | 大唐集团、北京燃气集团、天津津能           | 40          | 257.1          | 一期2012年                     | 国家发改委已核准, 试车    |
| 辽宁省阜新市    | 大唐能源化工有限公司                 | 40          | 245.7          | 一期2013年                     | 在建              |
| 江西赣州      | 海南东方恒河能源发展有限公司             | 20          | 100.0          | N/A                         | 计划中             |
| 江苏新沂市     | 江苏国信集团、山西晋煤集团              | 40          | 240.0          | N/A                         | 计划中             |
| 河北张家口     | 冀中能源                       | 20          | 128.0          | 预计2017年3月投产                 | 2012年3月开工       |
| 贵州毕节织金县   | 中国石化                       | 40          | 280.0          | 2014年建成                     | 2012年开工         |
| 甘肃张掖      | 酒钢集团甘肃宏昇新能源有限公司            | 40          | 220.0          | N/A                         | 前期工作            |
| 安徽省淮南市凤台县 | 安徽省能源集团、国投新集能源股份有限公司       | 40          | 300.0          | N/A                         | 在建              |
| <b>合计</b> |                            | <b>1845</b> | <b>11432.1</b> |                             |                 |

资料来源: 中国煤化工网, 宏源证券研究所

**煤制烯烃:** 据我们统计, 若 14 个规划在建项目在 2016 年之前全部建成, 届时由甲醇转化的烯烃产能将达到 1087.5 万吨/年。我们预计 2013-2016 年煤制烯烃可新增产能约 800-850 万吨/年, 总投资约 2400-2550 亿元。

**表 10: 国内规划在建的煤制烯烃项目**

| 业主方              | 项目所在地      | 规划产能 (万吨/年)   | 投资额 (亿元)       | 项目进展             | 技术路线    |
|------------------|------------|---------------|----------------|------------------|---------|
| 平凉华泓汇金煤化工有限公司    | 甘肃平凉       | 70.0          | 218.0          | 2015年建成          |         |
| 陕西星王集团公司         | 陕西咸阳       | 140.0         | 446.0          | 在建               | DMTO    |
| 神华煤制油化工有限公司      | 新疆乌鲁木齐     | 68.0          | 245.4          | 2016年建成          |         |
| 陕西蒲城清洁能源化工有限责任公司 | 陕西渭南       | 70.0          | 180.0          | 2013年建成          | DMTO-II |
| 山东洪业化工集团股份有限公司   | 内蒙古乌兰察布市   | 60.0          | 502.0          | 计划中              |         |
| 湖北宜化集团有限公司       | 新疆塔城和布克赛尔县 | 60.0          | 195.0          | 计划中              |         |
| 同煤集团             | 山西太原       | 60.0          | 101.0          | 在建               |         |
| 辽宁北方华锦化工集团       | 新疆塔城地区     | 200.0         | 300.0          | 计划中              |         |
| 龙煤集团、宝泰隆公司       | 黑龙江双鸭山     | 60.0          | 165.0          | 计划中              |         |
| 宁夏宝丰能源集团         | 宁夏灵武市      | 60.0          | 141.5          | 前期工作             | DMTO    |
| 山西焦煤集团           | 山西洪洞       | 60.0          | 85.8           | 在建               | MDTO    |
| 江苏盛虹集团           | 江苏连云港      | 120.0         | 200.0          | 2014-2015年间建成投产。 |         |
| 山东阳煤恒通化工股份有限公司   | 山东鄯城       | 30.0          | 37.8           | 在建               |         |
| 惠生(南京)清洁能源公司     |            | 29.5          | 19.7           | 计划于2013年建成投产     |         |
| <b>合计</b>        |            | <b>1087.5</b> | <b>2837.16</b> |                  |         |

资料来源: 中国煤化工网, 宏源证券研究所

**煤制油:** 据我们统计, 拟建在建的投资规模达到 3738.4 亿元, 其中未来产能可以达到 3310 万吨/年, 主要分布在内蒙古、陕西和新疆等地。其中, 规模较大、确定性较高的有兖矿陕煤 100 万吨/年、神华宁煤 400 万吨/年、山西潞安 100 万吨/年项目, 此外神华和伊泰集团也分别在鄂尔多斯、新疆积极布局。我们预计 2013-2016 年煤制油可新增产能约 1500 万吨/年, 总投资约 1800 亿元。

**表 11: 煤制油已建、在建项目一览**

| 项目所在地     | 业主方            | 产能 (万吨/年)      | 项目进展 | 技术路线                          |
|-----------|----------------|----------------|------|-------------------------------|
| 贵州黔东南州兴仁县 | 贵州渝富能源开发股份有限公司 | 500            | 计划中  | 中科合成油间接液化技术                   |
| 内蒙古鄂尔多斯   | 伊泰集团           | 16             | 运行中  | 中科合成油间接液化技术                   |
| 内蒙古鄂尔多斯   | 伊泰集团           | 200            | 前期工作 | 中科合成油间接液化技术                   |
| 内蒙古鄂尔多斯   | 伊泰集团           | 120            | 前期工作 | 中科合成油间接液化技术                   |
| 内蒙古鄂尔多斯   | 兖州煤业鄂尔多斯能化有限公司 | 110            | 前期工作 | 兖矿间接液化技术                      |
| 内蒙古鄂尔多斯   | 神华集团           | 100            | 运行中  | 神华直接液化技术                      |
| 内蒙古鄂尔多斯   | 神华集团           | 220            | 在建   | N/A                           |
| 内蒙古鄂尔多斯   | 神华集团           | 18             | 运行中  | 中科合成油间接液化技术                   |
| 内蒙古鄂尔多斯   | 兖矿集团           | 340            | 前期工作 | 兖矿间接液化技术、Accelergy 直接法微催化煤炭液化 |
| 宁夏东煤化工基地  | 神华宁煤           | 400            | 前期工作 | 中科合成油公司技术                     |
| 山西长治      | 潞安集团           | 16             | 运行中  | 中科合成油公司技术                     |
| 山西长治      | 潞安集团           | 5              | 运行中  | 中科院山西煤化所钴基固定床技术               |
| 山西长治      | 潞安集团           | 180            | 在建   | 中科合成油公司技术                     |
| 山西晋城      | 晋煤集团           | 10             | 运行中  | 埃克森美孚 MTG 技术                  |
| 山西晋城      | 晋煤集团           | 100            | 前期工作 | 埃克森美孚 MTG 技术                  |
| 山西潞城      | 潞宝集团           | 30             | 在建   | N/A                           |
| 陕西榆林      | 兖矿集团、延长石油集团    | 100            | 在建   | 兖矿间接液化技术                      |
| 陕西榆林      | 延长石油榆林煤化公司     | 15             | 在建   | 延长石油、大化所合成气制油技术               |
| 新疆阿勒泰地区   | 新疆广汇集团         | 180            | 前期工作 | 中科合成油公司技术                     |
| 新疆乌鲁木齐    | 神华集团           | 300            | 前期工作 | 神华直接液化技术/中科合成油间接液化技术          |
| 新疆伊犁      | 伊泰集团           | 120            | 前期工作 | 中科合成油公司技术                     |
| 新疆乌鲁木齐    | 伊泰集团、华电煤业集团    | 200            | 在建   | 中科合成油间接液化技术                   |
| 云南红河州     | 云南解化集团         | 0.35           | 运行中  | 山西煤化所 MTG 技术                  |
| 云南昆明寻甸县   | 云南先锋化工有限公司     | 20             | 在建   | 山西煤化所 MTG 技术                  |
| 浙江嘉兴市     | 浙江省能源集团        | 10             | 在建   | 山西煤化所 MTG 技术                  |
| <b>合计</b> |                | <b>3310.35</b> |      |                               |

资料来源: 中国煤化工网, 宏源证券研究所

## 2、项目招投标情况

从项目招投标情况来看, 2013 年以来进行主体招投标的项目主要是山西潞安 180 万吨间接液化 (气化、净化 EPC)、神华宁煤间接液化 (气化 EP)、山东阳煤恒通 30 万吨 MTO、神华新疆 68 万吨 MTO (气化、净化、空分、分离)、中煤蒙大 60 万吨 DMTO 等。目前煤制气项目尚未进入招投标高峰, 我们判断主要是由于项目路条大部分为今年 3 月以后发放, 大部分项目尚处于前期准备工作阶段, 从路条发放到正式招投标大约有一年左右的时滞, 今年底、明年初将陆续进入订单高峰。

从新签订单情况来看, 4 家上市公司 2011 年新签订单达到高峰, 全年达 570.7 亿元, 2012 年下滑 18.8% 至 463.5 亿元。2013H1 新签订单重拾增势, 中国化学上半年煤化工新

签订单同比增长 162.5%，惠生工程上半年新签订单同比下降 43.4%（去年同期签订盛虹 100 亿元 MTO 项目）。

**表 12：近两年煤化工项目招投标情况**

| 领域                              | 项目名称   | 招标进度   |
|---------------------------------|--|--|
| 煤制油                             | 神华宁煤400万吨间接液化项目  | 2013.5甲醇合成装置、煤气化装置详细工程设计及采购承包EP合同(五环工程)；2013.6硫磺回收EP（三维工程）；2013年2月12套101500Nm <sup>3</sup> /h空分装置设计、采购合同（林德工程、杭氧股份）；2012.8尾气制氮装置（天一科技）；2012.7超限设备B包、C包采购（张家港化工机械公司和海陆重工公司） |
|                                 | 山西潞安集团高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目                                     | 2013.3气化装置EPC（惠生工程）；2013.6净化装置EPC（惠生工程）  |
|                                 | 兖矿榆林100万吨/年煤间接液化示范项目   | 2013.8全厂罐区建筑、安装工程；2013.4全厂工艺外管一标段建筑、安装工程；2012.10净化装置二标段建筑、安装工程（中国化学四公司）；2012.9油品加工精制装置建筑、安装工程（中国化学十四公司）；2012.8费托合成装置二标段（中国化学二公司）   |
| 煤制烯烃                            | 山东阳煤恒通30万吨/年甲醇制烯烃项目  | 2013.6甲醇制烯烃EPC（惠生工程）   |
|                                 | 神华新疆68万吨/年煤基新材料项目  | 2013.8气化EPC（天辰工程）  |
|                                 | 江苏盛虹MTO项目  | 2012.5甲醇制烯烃EPC（惠生工程）   |
|                                 | 中煤蒙大60万吨煤制烯烃   | 2013.6DMTO装置EPC（中石化洛阳院）  |
|                                 | 陕西蒲城清洁能源化工有限责任公司70万吨/年煤制烯烃项目                                 | 2012.5聚乙烯装置及PE/PP包装仓库安装工程（华陆工程）；2012.2目气化、甲醇、锅炉装置工程承包（华陆工程）；2012.8聚乙烯EPC总承包（惠生工程）；2012.3EPC总承包（惠生工程）   |
|                                 | 泛海能源投资包头有限公司60万吨/年甲醇、60万吨/年烯烃项目                              | 2012.12地下管网、甲醇罐区、库房及厂前区管网工程（中国化学四公司）   |
|                                 | 新疆广汇集团100万吨/年煤制烯烃项目  | 2012.6气化装置安装工程（中国化学二公司）  |
|                                 | 延长富县煤油气综合利用项目  | 2012年：甲醇-烯烃（洛阳院），轻油加工利用装置（惠生工程），公辅工程（成达院）  |
| 中安联合煤化工有限责任公司煤制170万吨/年甲醇及转化烯烃项目 | 2013.6场地平整工程   |  |
| 煤制气                             | 中电投伊南3×20亿Nm <sup>3</sup> /a煤制天然气项目一期20亿Nm <sup>3</sup> /a工程 | 2011.7总体院及气化基础设计（东华科技）   |
|                                 | 山东久泰能源科技有限公司60万吨/年甲醇气化                                       | 2013.5气化界区内全部的土建、设备、管道、钢结构、电气仪表的建筑安装（中国化学十三公司）   |
|                                 | 内蒙古汇能煤化工有限公司煤制天然气项目  | 2012.4甲烷液化装置、硫回收装置、原料罐区内的所有建（构）筑物施工，设备设施及管道、仪表及电气设备系统的安装调试，单机试车、预试车，配合化工投料试车及保运（中国化学十三公司）  |
|                                 | 中电投霍城60亿立方米/年煤制气项目   | 2013.5厂前区工程（I、II标段）建设监理招标  |
| 煤制乙二醇                           | 黔希化工30万吨/年煤制乙二醇项目  | 2011.1总承包（东华科技）  |
|                                 | 山西襄矿泓通煤化工有限公司30万吨/年煤制乙二醇项目                                   | 2011.5工程设计（东华科技）   |
|                                 | 河南煤业化工集团洛阳20万吨/年煤制乙二醇项目                                      | 2011.5净化装置、空分装置及厂区主控楼建筑工程（中国化学二公司）   |
|                                 | 新杭能源有限公司30万吨/年煤制乙二醇项目  | 2012.8装置EPC工程承包（华陆工程）  |
|                                 | 皖北煤电淮化10万吨/年煤制乙二醇项目  | 2013.1压缩机组、反应器、冷箱、PSA制氢、塔内件、CO压缩机、冷冻机组   |
| 河南煤业化工集团洛阳20万吨/年乙二醇项目           | 2011.5净化装置、空分装置及厂区主控楼建筑工程（中国化学二公司）                           |  |

资料来源：各公司网站，宏源证券研究所整理

### 三、公司分析：集团订单饱满，增发再造延长

#### （一）资质技术优势突出

**公司资质完备。**公司拥有石油化工施工总承包壹级资质，房屋建筑工程、机电设备安装工程、市政公用工程施工总承包贰级资质，同时具有钢结构、防腐保温、消防设施、土石方工程专业承包资质，D1、D2类压力容器设计资质，A1、A2、A3、D1、D2类压力容器制造资质，以及一级（420t/h）锅炉安装，GA1、GB类、GC1压力管道安装及起重机械安装资质。

**公司技术优势突出，强项主要在石油化工、化肥、甲醇、PVC、烧碱等领域。**承建的多个项目陆续创造出世界之最、亚洲之最、全国之最。公司参编国家及行业标准 5 项，获国家实用新型专利 12 项、发明专利 6 项、国家级工法 4 项、部级工法 21 项。

**表 13: 公司承接的若干标志性项目**

| 系统    | 标志性项目  |
|-------|--|
| 集团内项目 | PC 总承包的杨庄河炼化一期项目，创造了陕西省化工项目规模、速度和质量新纪录<br>吴起—延炼原油管输项目比计划提前 4 个月投油<br>延炼—西安成品油管输项目比计划提前 9 个月投油  |
|       | 榆林 20 万吨/年醋酸工程，西橡 2000 万条/年子午轮胎工程，兴化大化工 30 万吨/年甲醇、30 万吨合成氨、30 万吨/年氯化铵、30 万吨/年联碱工程，榆炼 180 万吨/年催化裂化、延安炼油厂 200 万吨/年催化、300 万吨/年常压工程，商洛氟硅化工工程，延炼乙苯/苯乙烯等工程 |
| 集团外项目 | 世界最大的新疆玉象胡杨 11 万吨/年三聚氰胺工程  |
|       | 亚洲最大的中化近代（江苏太仓）2 万吨/年 134a 工程  |
|       | 亚洲最大的新疆金圣胡杨 60 万吨/年硝基复合肥工程   |
|       | 亚洲最大的新疆天辰化工二期 40 万吨/年粒碱装置工程、神木化工 60 万吨/年甲醇工程<br>全国最大的山西天脊潞安公司焦炉气制 30 万吨/年甲醇工程  |
| 获奖项目  | <b>全国优质工程金质奖：</b> 靖惠输油管道工程<br><b>全国化学工业优秀施工项目奖：</b> 延炼 300 万吨/年常压—200 万吨/年催化裂化装置、榆天化 20 万吨/年甲醇项目   |
|       | <b>全国化学工业优质工程奖：</b> 陕西神木化学工业有限公司 II 期 40 万吨/年甲醇工程、安塞—永坪原油管输工程、昊华宇航化工有限公司 20 万吨/年离子膜烧碱-20 万吨/年氯乙炔树脂工程、吴起-延炼输油管道延炼末站工程                                 |

资料来源：公司网站，宏源证券研究所

**管理优势：**公司推行实施的“项目核算双轨制”（公司级项目部和分公司在项目上的核算和分配办法）是同行业内比较先进的管理办法（荣获第十一届[2007]施工企业管理协会管理成果二等奖），有效地控制了项目施工成本，确保了公司盈利水平。

**表 14: 公司主要竞争对手情况**

| 序号 | 竞争对手名称           | 竞争对手描述  |
|----|------------------|---|
| 1  | 陕西建工集团第一建筑工程有限公司 | 创建于 1953 年，具有国家一级房屋建筑工程施工总承包资质，以总承包工业与民用建筑为主体，安装、装饰自成体系，拥有先进的试验、检测及安装调试能力。  |
| 2  | 中国石油工程建设公司       | 隶属于中国石油天然气集团公司，是集团公司专门从事石油工程设计、制造、施工和工程总承包的专业公司，先后在 50 多个国家和地区完成了一大批油气集输、油气处理、长输管道、海洋工程、石油炼制、石油化工、油气储库、电站、道路桥梁、民用建筑等大型项目的可研、设计、环评安评、施工、监理和 EPC 总承包。 |
| 3  | 中石化南京工程公司        | 由 1958 年成立的中国石化集团南京设计院和 1954 年成立的中国石化集团第二建设公司于 2009 年重组成立，专业领域涉及现代煤化工、天然气化工、煤电一体化、碳一化工及延伸产品、石油化工、环境工程、清洁能源、硫磷和催化剂等无机化工、工业民用建筑等                      |
| 4  | 中石化洛阳工程公司        | 成立于 1956 年，前身为石油工业部抚顺石油设计院、石油部洛阳炼油设计研究院，拥有中国综合设计甲级资质，为国家首批业务涵盖 21 个行业的工程咨询企业之一，拥有工程总承包、工程设计、工程监理、工程咨询和环境影响评价等甲级资格证书。                                |
| 5  | 湖南石油化工建设有限公司     | 创建于 1958 年，具有化工石油设备管道安装工程专业承包贰级资质、防腐保温工程综合承包壹级资质、机电设备安装工程专业承包贰级资质、管道工程专业承包资质、钢结构资质、起重设备安装资质。  |

资料来源：公司资料，宏源证券研究所整理

## (二) 延长集团 3500 亿投资带来饱满订单

母公司延长石油集团在未来 5-8 年规划投资 3500 亿元，重点建设“22331”工程，即建成 2 个千万吨级炼油基地、2 个 FT 合成制油基地、3 个煤油共炼基地、3 个大型化工园区和 1 个合成油调合中心，力争“十二五”形成油气煤盐综合发展的产业格局。按照这个规划，延长石油集团未来 5 年年均投资 500~700 亿元，预计可形成与公司相关的工程订单约 100~140 亿元。

图 14: 延长石油集团“22331”工程示意图



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

其中，延长石油集团今明两年重点投资的项目主要有：(1) 延能化项目，总投资 200 多亿元，包括重油裂化、轻油裂化。(2) 天然气勘探开发，包括配套的地面工程、LNG、管建工程，总投资约 100~120 亿元。(3) 煤油共炼项目，包括 300 万吨中试及两个 1000 万吨装置。

2013 年延长石油集团计划总投资 450 亿元，确保炼化公司 6 套汽柴油质量升级项目年底建成投产，靖边化工园区项目进入试车阶段，榆炼油煤共炼、榆横合成气制油、安源煤焦油加氢等工业示范项目基本建成，富县煤油气综合利用、杨舒轻烃综合利用、西湾煤炭分质利用、延长伴生气综合利用等项目加快推进；开工建设延川 LNG 项目。

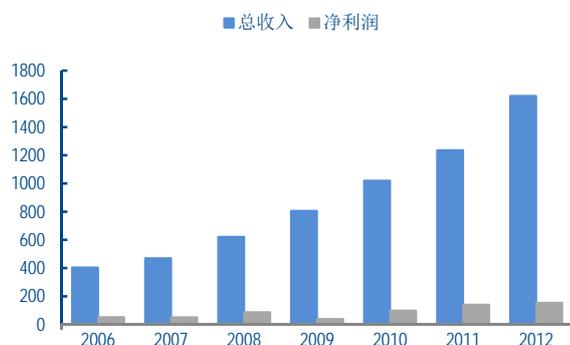
表 15: 延长石油集团 2013~2015 年 在建、拟建项目一览

| 序号        | 项目名称              | 建设地点  | 建设规模和内容  | 建设年限      | 总投资            | 自有资金          | 资本金到位情况       | 2011年已完成      | 2012年已完成     | 2013年计划      | 2014年计划      | 2015年计划       |
|-----------|-------------------|-------|--|-----------|----------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 1         | 油气勘探              | 陕北    | -  | -         | 103.48         | 103.48        | 61.36         | 29.36         | 32           | 15           | 15           | 12.12         |
| 2         | 油田开发              | 陕北    | -  | -         | 515.83         | 515.83        | 211.19        | 118.95        | 92.24        | 100          | 100          | 104.64        |
| 3         | 配套环保项目            | 油田及炼化 | -  | -         | 75.37          | 75.37         | 16.5          | 8             | 8.5          | 20           | 20           | 18.87         |
| 4         | 靖边能源综合利用启动项目      | 靖边    | 180万吨/年甲醇、60万吨/年 MTO、150万吨/年 DCC、60万吨/年聚乙烯(PE)、60万吨/年聚丙烯(PP)、8万吨/年乙烯。                                  | 2008-2012 | 235.32         | 70            | 70            | 45.21         | 88.13        | 60           | -            | -             |
| 5         | 年产 2000 万条子午线轮胎项目 | 咸阳市   | 年产 2000 万条子午线轮胎  | 2008-2013 | 48.56          | 15            | 10            | 3             | 4            | 2.3          | -            | -             |
| 6         | 延安煤油气资源综合利用项目     | 延安    | 主要建设 180 万吨/年甲醇，60 万吨/年甲醇深加工，40 万吨/年轻油加工利用，45 万吨/年聚乙烯、25 万吨/年聚丙烯、20 万吨/年丁辛醇、6 万吨/年乙丙橡胶等 7 套主装置及配套公用工程。 |           | 219            | 66            | 22.78         | 6.35          | 16.43        | 13.2         | 65.7         | 43            |
| <b>合计</b> |                   |       |  |           | <b>1197.56</b> | <b>845.68</b> | <b>391.83</b> | <b>210.87</b> | <b>241.3</b> | <b>210.5</b> | <b>200.7</b> | <b>178.63</b> |

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

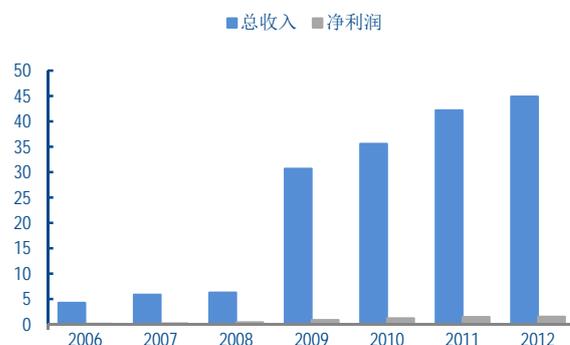
延长石油集团 2012 年营业收入、净利润分别为 1621 亿元、154 亿元, 分别为延长化建的 35 倍、98 倍, 是西部地区唯一一家世界 500 强企业。我们判断, 作为延长石油集团旗下仅有的两家上市平台之一, 无论集团能否独立上市, 公司后续资本运作均存在较大空间。

图 15: 延长石油集团近年收入、净利润情况



资料来源: 宏源证券研究所

图 16: 延长化建近年收入、净利润情况



资料来源: 宏源证券研究所

表 16: 延长石油集团业务板块概览

| 业务名称     | 代表子公司            | 业务内容  |
|----------|------------------|---|
| 油气勘探     |                  | 登记的资源面积已达 10.89 万平方千米, 其中省内面积 1.07 万平方千米, 涉及鄂尔多斯、二连、海拉尔、松辽、河套、羌塘、南襄、洞庭湖等多个盆地。   |
| 油气开发     |                  | 拥有吴起、永宁、西区、定边 4 个百万吨级油田, 5 个 50 万吨级油田, 2 个 40 万吨级油田, 3 个 30 万吨级油田, 3 个 20 万吨级油田, 原油生产能力达到 1200 万吨/年。                                      |
| 石油炼制与化工  | 延长石油集团炼化公司       | 现有主要生产装置的加工能力为: 常压 1400 万吨/年, 催化裂化 600 万吨/年, 重整 60 万吨/年, 柴油加氢 80 万吨/年, 芳烃抽提 10 万吨/年, 液化气精制 30 万吨/年, 气分 30 万吨/年, MTBE 6 万吨/年, 聚丙烯 10 万吨/年。 |
| 油气煤盐综合化工 | 延长石油矿业公司         | 靖边化工园区、兴化大化工项目、商洛氟化工项目、炼化乙苯/苯乙烯项目、魏墙煤矿、50MW 光伏发电项目完成一期 10MW 发电厂均已开工建设并稳步推进。安康钒钛磁铁矿、榆林盐化工、兴化聚碳、甲胺等项目前期工作加快推进。                              |
| 管道运输     | 陕西延长石油(集团)管道运输公司 | 主要负责集团公司的油品管输、原油采调和管道建设等工作, 拥有 14 条原油、成品油输油管道, 油管道总长 1340 公里、输送能力 2250 万吨, 基本实现了油品输送管网化。  |
| 产品销售     |                  | 与中石化、中石油、国家储备局等单位建立了战略伙伴关系, 成功开拓西南、华东、华北等新市场。甲醇汽油全面推广, 液化气、聚丙烯、石油苯等化工产品销售呈现良好局面。  |
| 工程建设     | 陕西化建工程有限责任公司     | 公司主要承揽石油、化工、天然气、电力、电子、冶金、农药、医药、轻纺、公共事业、工业民用建筑、路桥工程、土石方工程等行业工程。  |
| 装备制造     | 延长化建、材料公司、装备制造   | 形成 30 万吨/年油套管加工能力、5000 台/年抽油机、6000 台/年抽油泵以及化工容器制造生产能力。  |

公司

技术研  
发

拥有 5 个研究设计单位、1 个国家级技术服务中心、8 个省级研究中心和 1 个省级企业技术中心。列入国家“863”、国家科技支撑计划、省“13115”科技专项和省科技攻关计划项目 78 项，完成集团内部科研项目 400 余项，获得省级以上科技成果奖 36 项，共申请国家专利 63 项，其中获得 31 项、正在受理 32 项。

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 17：延长石油集团组织架构



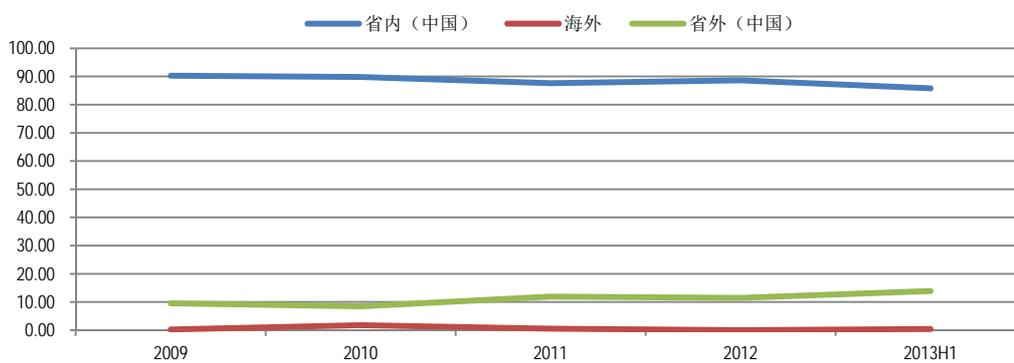
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

### （三）集团外扩张打开持续增长空间

集团订单饱满，集团外、海外订单亦增长较快。根据公司发展目标，集团外收入增速将快于集团内收入增速。

省外扩张方面，目前公司的业主主要是北京工程公司、SEI、寰球、华陆、成达、东华等，若在煤制烯烃（例如 DMTO）等领域与合作方建立战略合作关系，则可沿业务线实现省外扩张。海外扩张方面，公司主要采取“跟随”策略，一方面公司可跟随延长石油集团走出去，另外也可跟随大的工程承包商走出去，预计到 2015 年海外收入将超过 5 亿元。

图 18: 公司近年来省内外、海外收入占比情况



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

### （四）商业模式创新提升毛利率水平

公司在商业模式上的创新将有助于提升毛利率，具体的实现路径主要有：

（1）前端进入设计领域，向 EPC 总包转型。“无设计不强”，公司目前工程收入基本上来自工程施工收入，因而相比竞争对手毛利率水平较低，未来做强做大设计业务的意愿强烈。未来若成功实现向设计环节的拓展，则公司综合毛利率水平将会有较大提升。（2）中端做强设备制造业务。公司设备制造业务计划到 2015 年收入达到 10 亿元，目前仍处于未充分释放产能阶段，毛利率水平较低，若后续进行规模扩张及结构调整，毛利率存较大的提升空间。（3）以投融资（BT）带动施工业务。

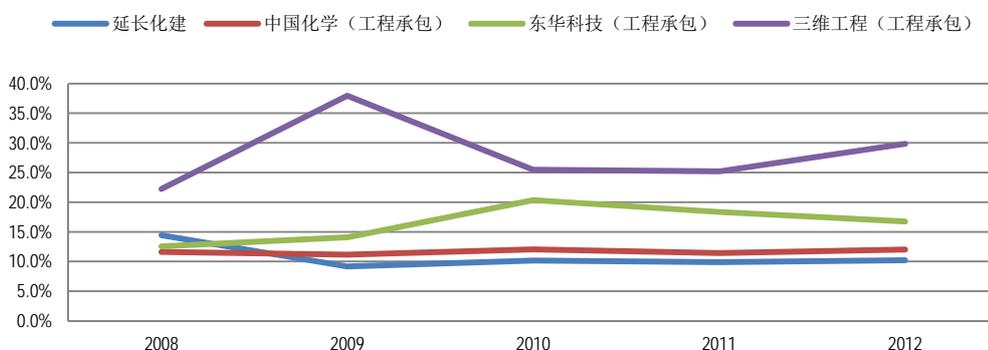
根据公司发展规划，到 2015 年包括第二大股东陕西石油化建在内产值将达到 100 亿元。其中，和上市公司相关的产值达 80 亿元，若达到这一目标，则 2013~2015 年收入复合增速将达 21.2%。

**表 17: 延长化建“十二五”发展战略规划**

| 项目        | 规划目标<br>(亿元) | 发展战略   |
|-----------|--------------|--|
| 工程承包      | 60           | 由施工总承包向 EPC 发展，其中海外收入超 10 亿元。                                    |
| 装备制造      | 12           | 发展成为具有以系统集成和成套设计、制造、安装和检维修一体化服务的化工装备提供商                          |
| 房地产开发     | 10           | 力争成为省内外及集团公司基地发展建设的主要力量，并发展成为具备工业地产和民用地产开发能力的陕西省内地区稳健运营的国有房地产开发商 |
| 工程技术服务    | 3            | 通过多种形式的资源整合形成工程技术科研、设计、咨询和项目管理服务能力                               |
| 投融资业务     | 15           | 利用自有资金和资本市场参股或控股相关公司   |
| <b>合计</b> | <b>100</b>   |  |

注：上述目标包括公司第二大股东陕西省石油化工有限公司

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

**图 19: 公司与主要竞争对手的毛利率水平比较**

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

## (五) 增发募投项目扩大产能，提升盈利能力

公司 4 月 19 日公告拟非公开发行超过 10,300 万股，筹集资金总额不超过 65,000 万元，主要用于工程设备购置项目及补充流动资金项目。

**表 18: 公司拟投资项目概况**

| 项目       | 投资总额 (万元) | 拟募集资金 (万元) |
|----------|-----------|------------|
| 工程设备购置项目 | 47,560    | 47,560     |
| 补充流动资金项目 | 17,440    | 17,440     |
| 合计       | 65,000    | 65,000     |

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

### 1、工程设备购置降低设备租赁费用，提升盈利能力

公司拥有充足的项目储备，2010~2012 年新签合同额年复合增长 20.94%，远超同期收入 10.04% 的复合增速。一方面，当前化工、石油化工等行业工业装置模块化、大型化、密集化以及设备“吊装一体化”的趋势明显，装备水平将直接影响项目招投标。另一方面，公司现有工程装备能力不能满足业务开展需要，公司被迫通过租赁来解决工程装备能力不足的问题，对业绩构成了较大侵蚀。

吊装及混凝土相关设备购置完成后，公司吊装总产能跃居行业前列，一方面有利于承接更多大型项目，另一方面也将降低设备租赁费用比例，从而扩大业务规模并提升项目毛利率。

**表 39: 公司近年来新签订单及收入结算情况**

|                 | 2010       | 2011       | 2012       | 年复合增长率 |
|-----------------|------------|------------|------------|--------|
| 新签订单额 (万元)      | 456,640.67 | 506,848.85 | 667,943.70 | 20.94% |
| 工程承包业务营业收入 (万元) | 347,022.37 | 410,037.67 | 420,217.37 | 10.04% |

资料来源: 宏源证券研究所

**表 20: 公司租赁工程设备费用情况 (万元)**

| 年度       | 2010       | 2011       | 2012       |
|----------|------------|------------|------------|
| 设备租赁费    | 4,275.35   | 4,362.80   | 6,001.51   |
| 工程承包业务收入 | 347,022.37 | 410,037.67 | 420,217.37 |
| 占比       | 1.23%      | 1.06%      | 1.43%      |

资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

**表 21: 公司募集投资购买工程设备-情况**

| 序号      | 设备名                    | 数量 (台/套) | 金额 (万元) |
|---------|------------------------|----------|---------|
| 一、吊装设备  |                        |          |         |
| 1       | 3,000 吨级履带吊            | 1        | 32000   |
| 2       | 1,000 吨级全路面起重机         | 1        | 7000    |
| 3       | 600 吨级履带吊              | 1        | 4680    |
| 4       | 260 吨级履带吊              | 1        | 700     |
| 5       | 25 吨汽车吊                | 10       | 900     |
| 小计      |                        | 14       | 45280   |
| 二、混凝土设备 |                        |          |         |
| 1       | 180 立方米/小时混凝土搅拌站及其配套设备 | 1        | 900     |
| 2       | 泵车                     | 2        | 860     |
| 3       | 混凝土搅拌车 (12 立方米)        | 10       | 520     |
| 小计      |                        |          | 2280    |
| 合计      |                        |          | 47560   |

资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

## 2、在手合同充足, 补充流动资金

最近三年公司业务快速发展, 新签合同额由 45.66 亿元增长至 66.79 亿元, 年均复合增长 20.94%, 截至 2013 年 3 月 31 日, 在施合同总金额达 83.37 亿元, 合同收入比达 1.85 倍。

**表 22: 公司在施项目概况**

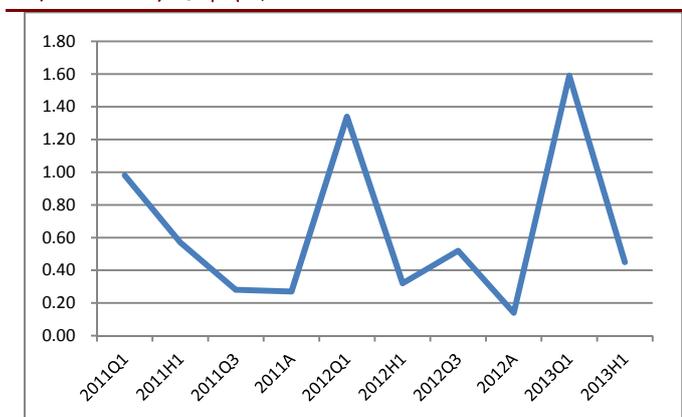
| 项目名  | 合同总金额 (万元) |
|--|------------|
| 延安石化厂 180 万吨/年汽油精制项目、240 万吨/年柴油加氢精制项目及材料供货                           | 26,173.66  |
| 榆炼 90 万吨/年汽油精制项目、200 万吨/年柴油加氢降凝及 20000nm <sup>3</sup> /h 制氢单元项目及材料供货 | 37,102.28  |
| 榆炼 150 万吨/年常压装置 (A) 技术改造配套设施改造工程材料合同及材料供货                            | 42,399.87  |
| 永炼柴油加氢及配套工程及材料供货   | 52,178.23  |

|                                |            |
|--------------------------------|------------|
| 延长集团煤油共炼试验示范项目                 | 20,495.28  |
| 榆能化项目                          | 234,041.75 |
| 延长石油安源化工有限公司100万吨/年煤焦油加氢项目（一期） | 38,667.37  |
| 陕西未来能源100万吨煤制油炼化一标段施工项目        | 25,729.67  |
| 内蒙古庆华20万吨/年己内酰胺工程              | 35,000.00  |
| 孟加拉沙迦拉化肥厂项目公辅工程                | 12,879.88  |
| 新疆金象赛瑞煤化工10万吨三聚氰胺、60万吨硝基复合肥项目  | 50,000.00  |

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

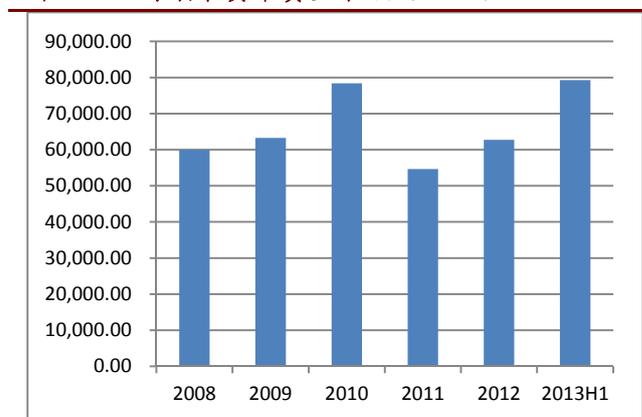
增发募集补充流动资金一方面可增强公司业务承接能力，按照流动资金占比 25% 测算，可支撑公司承接新合同额 7 亿元。另一方面，可加快公司由工程承包向投融资延伸的战略转型，带动 BT 等业务发展。

图 20：公司近年来收现比



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 21：公司期末货币资金余额（万元）



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

## 四、盈利预测、估值及投资评级

### （一）盈利预测

#### 1、营业收入预测

分项业务收入预测如下表所示：

表 23：公司收入预测表 单位：百万元

| 业务          | 2010            | 2011            | 2012            | 2013E           | 2014E           | 2015E           |
|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b> | <b>3,470.22</b> | <b>4,100.38</b> | <b>4,202.17</b> | <b>5,570.43</b> | <b>6,885.02</b> | <b>8,215.22</b> |
| 增长率         | 17.94%          | 18.16%          | 2.48%           | 23.92%          | 23.60%          | 19.32%          |
| <b>工程承包</b> | <b>75.90</b>    | <b>69.73</b>    | <b>150.03</b>   | <b>5043</b>     | <b>5950</b>     | <b>6843</b>     |
| 增长率         | 50.74%          | -8.12%          | 115.15%         | 20%             | 18%             | 15%             |
| <b>设备制造</b> | <b>7.47</b>     | <b>48.25</b>    | <b>137.24</b>   | <b>330</b>      | <b>660</b>      | <b>990</b>      |
| 增长率         | -86.83%         | 546.24%         | 184.43%         | 120%            | 100%            | 50%             |
| <b>商品流通</b> | <b>14.31</b>    | <b>6.83</b>     | <b>5.62</b>     | <b>192</b>      | <b>269</b>      | <b>377</b>      |
| 增长率         | -22.52%         | -52.25%         | -17.77%         | 40%             | 40%             | 40%             |
| <b>其他服务</b> | <b>3,470.22</b> | <b>4,100.38</b> | <b>4,202.17</b> | <b>6</b>        | <b>6</b>        | <b>6</b>        |

|     |        |        |       |    |    |    |
|-----|--------|--------|-------|----|----|----|
| 增长率 | 17.94% | 18.16% | 2.48% | 0% | 0% | 0% |
|-----|--------|--------|-------|----|----|----|

资料来源: 公司公告、宏源证券研究所预测

## 2、分项毛利率水平预测

各项业务毛利率水平预测参见下表:

**表 24: 公司分项毛利率假设**

|       | 2010   | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 工程承包  | 9.95%  | 9.97%  | 10.44% | 10.50% | 10.60% | 10.60% |
| 设备制造  | 10.25% | 6.37%  | 7.71%  | 8.00%  | 9.00%  | 9.50%  |
| 商品流通  | 10.67% | 1.12%  | 4.02%  | 4.00%  | 4.00%  | 4.00%  |
| 其他服务  | 52.81% | 37.38% | 37.89% | 38.00% | 38.00% | 38.00% |
| 综合毛利率 | 10.13% | 9.86%  | 10.19% | 10.16% | 10.21% | 10.18% |

资料来源: 公司资料、宏源证券研究所预测

## 3、期间费用率及税率预测

**表 25: 公司期间费用率及税率情况及预测**

|        | 2010   | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率  | 0.09%  | 0.12%  | 0.08%  | 0.08%  | 0.08%  | 0.08%  |
| 管理费用率  | 2.91%  | 2.21%  | 2.45%  | 2.40%  | 2.35%  | 2.30%  |
| 实际所得税率 | 20.41% | 15.91% | 14.15% | 16.00% | 16.00% | 16.00% |

资料来源: 公司公告、宏源证券研究所预测

## 4、盈利预测结论

在上述假设下, 经模型测算, 公司 2013 年、2014 年和 2015 年净利润分别为 2.18、2.67 和 3.24 亿元, 复合增长率为 28%, 2013/14/15 年 EPS 分别为 0.51/0.63/0.76 元。

### (二) 估值及投资建议

与公司业务相近的可比上市公司主要有中国化学、中化岩土、东华科技、三维工程。我们将上述公司作为估值参照对象, 样本 2013 年 PE 均值为 23 倍。

**表 26: A 股可比公司估值情况**

| 代码        | 简称   | 收盘价   | EPS (元) |       |       |       | PE   |       |       |       |
|-----------|------|-------|---------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
|           |      |       | 2012    | 2013E | 2014E | 2015E | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 601117.SH | 中国化学 | 8.20  | 0.63    | 0.80  | 1.01  | 1.27  | 13   | 10    | 8     | 6     |
| 002542.SZ | 中化岩土 | 12.33 | 0.32    | 0.42  | 0.56  | 0.70  | 39   | 29    | 22    | 18    |
| 002140.SZ | 东华科技 | 21.40 | 0.75    | 0.82  | 1.15  | 1.55  | 29   | 26    | 19    | 14    |
| 002469.SZ | 三维工程 | 14.21 | 0.36    | 0.55  | 0.71  | 0.92  | 39   | 26    | 20    | 15    |
| 平均        |      |       |         |       |       |       | 30   | 23    | 17    | 13    |

注: 安徽水利盈利预测取自 wind 一致预期; 资料来源: 公司公告、宏源证券研究所预测

我们预测公司 2013/14/15 年 EPS 分别为 0.51/0.63/0.76 元, 2013~2015 年 CAGR 达 28%。考虑到公司的未来成长潜力, 我们认为给予公司 2013 年 20 倍 PE 是合理的, 对应目标价 10.20 元, 上调评级至“买入”。

**利润表**

(百万元)

| 指标名称        | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 4,225  | 4,495  | 5,570  | 6,885  | 8,215  |
| 营业成本        | 3,809  | 4,037  | 5,005  | 6,182  | 7,379  |
| 毛利率         | 9.9%   | 10.2%  | 10.2%  | 10.2%  | 10.2%  |
| 营业税金及附加     | 93     | 118    | 147    | 181    | 216    |
| 营业费用        | 5      | 4      | 5      | 6      | 7      |
| 营业费用率       | 0.12%  | 0.08%  | 0.08%  | 0.08%  | 0.08%  |
| 管理费用        | 93     | 110    | 134    | 162    | 189    |
| 管理费用率       | 2.21%  | 2.45%  | 2.40%  | 2.35%  | 2.30%  |
| 财务费用        | -6     | -6     | -2     | -2     | -2     |
| 财务费用率       | -0.15% | -0.14% | -0.04% | -0.03% | -0.03% |
| 投资收益        | 1      | 2      | 2      | 2      | 2      |
| 营业利润        | 175    | 181    | 260    | 318    | 386    |
| 营业利润率       | 4.14%  | 4.03%  | 4.66%  | 4.61%  | 4.70%  |
| 营业外收入       | 4      | 3      | 3      | 3      | 3      |
| 营业外支出       | 2      | 3      | 3      | 3      | 3      |
| 利润总额        | 178    | 181    | 260    | 318    | 386    |
| 所得税         | 28     | 26     | 42     | 51     | 62     |
| 所得税率        | 15.9%  | 14.2%  | 16.0%  | 16.0%  | 16.0%  |
| 少数股东损益      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属母公司股东的净利润 | 149    | 155    | 218    | 267    | 324    |
| 净利率         | 3.54%  | 3.46%  | 3.92%  | 3.87%  | 3.95%  |
| 每股收益(元)(摊薄) | 0.35   | 0.36   | 0.51   | 0.63   | 0.76   |

**现金流量表**

(百万元)

| 指标名称   | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润    | 149  | 155  | 218   | 267   | 324   |
| 少数股东损益 | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 折旧和摊销  | 68   | 90   | 56    | 62    | 63    |
| 营运资金变动 | -323 | -33  | -90   | 87    | -98   |
| 其他     | 56   | 50   | 21    | 36    | 38    |
| 经营现金流  | -50  | 263  | 204   | 453   | 327   |
| 资本支出   | -188 | -133 | -158  | -158  | -158  |
| 投资收益   | 0    | 0    | 2     | 2     | 2     |
| 资产变卖   | -70  | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他     | 1    | 2    | 1     | 1     | 1     |
| 投资现金流  | -257 | -131 | -156  | -156  | -156  |
| 发行股票   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 负债变化   | 0    | 0    | 15    | 5     | 5     |
| 股息支出   | 0    | 0    | -55   | -67   | -81   |
| 其他     | 0    | 0    | 2     | 2     | 2     |
| 融资现金流  | 0    | 0    | -37   | -59   | -74   |
| 现金净增加额 | -308 | 131  | 12    | 238   | 98    |

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

**资产负债表**

(百万元)

| 指标名称     | 2011  | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 546   | 627   | 639   | 877   | 974   |
| 存货       | 455   | 651   | 703   | 869   | 1,037 |
| 应收账款     | 1,382 | 1,724 | 2,063 | 2,554 | 3,049 |
| 其他流动资产   | 188   | 210   | 250   | 315   | 371   |
| 流动资产     | 2,571 | 3,212 | 3,656 | 4,614 | 5,432 |
| 固定资产     | 363   | 426   | 446   | 458   | 472   |
| 长期股权投资   | 99    | 99    | 99    | 99    | 99    |
| 无形资产     | 52    | 51    | 50    | 50    | 50    |
| 其他长期资产   | 105   | 138   | 240   | 342   | 444   |
| 非流动资产    | 618   | 714   | 835   | 950   | 1,066 |
| 资产总计     | 3,190 | 3,927 | 4,491 | 5,564 | 6,498 |
| 短期借款     | 0     | 0     | 5     | 5     | 6     |
| 应付账款     | 1,651 | 2,067 | 2,366 | 3,044 | 3,560 |
| 其他流动负债   | 639   | 774   | 861   | 1,051 | 1,220 |
| 流动负债     | 2,290 | 2,841 | 3,232 | 4,100 | 4,786 |
| 长期负债     | 5     | 0     | 10    | 15    | 20    |
| 其他长期负债   | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 非流动性负债   | 9     | 4     | 14    | 19    | 24    |
| 负债合计     | 2,299 | 2,845 | 3,245 | 4,119 | 4,809 |
| 股本       | 426   | 426   | 426   | 426   | 426   |
| 资本公积     | 367   | 367   | 367   | 367   | 367   |
| 股东权益合计   | 854   | 1,009 | 1,173 | 1,373 | 1,616 |
| 少数股东权益   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债股东权益总计 | 3,190 | 3,927 | 4,491 | 5,564 | 6,498 |

**主要财务指标**

| 主要财务指标           | 2011  | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 增长率              |       |       |       |       |       |
| 营业收入             | 18.42 | 6.39  | 23.92 | 23.60 | 19.32 |
| 营业利润             | 12.67 | 3.42  | 43.38 | 22.33 | 21.50 |
| 净利润              | 20.39 | 4.07  | 40.28 | 22.33 | 21.50 |
| 利润率(%)           |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)           | 9.86  | 10.19 | 10.16 | 10.21 | 10.18 |
| EBIT Margin(%)   | 5.34  | 5.01  | 5.03  | 5.14  | 5.16  |
| EBITDA Margin(%) | 6.94  | 7.03  | 6.04  | 6.05  | 5.93  |
| 净利率(%)           | 3.54  | 3.46  | 3.92  | 3.87  | 3.95  |
| 回报率(%)           |       |       |       |       |       |
| 净资产收益率(%)        | 17.50 | 16.69 | 19.99 | 20.96 | 21.69 |
| 总资产收益率(%)        | 4.68  | 4.37  | 5.18  | 5.31  | 5.37  |
| 其他(%)            |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)         | 72.07 | 72.44 | 72.26 | 74.02 | 74.01 |
| 所得税率(%)          | 15.91 | 14.15 | 16.00 | 16.00 | 16.00 |
| 股利支付率(%)         | 0.00  | 0.00  | 25.00 | 25.00 | 25.00 |

**作者简介:**

**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)。

**周蓉姿:** 宏源证券研究所建筑工程行业研究员, 东北大学管理学硕士。

**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       |
|        | 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        |
|        |         | 蒋晓彦 |               | 18602191021 | jiangxiaoyan@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   |
| 机构     | 上海保险/私募 | 周迪  | 0755-33352262 | 15013826580 | zhouidi@hysec.com      |
|        |         | 赵佳  | 010-88085291  | 18611796242 | zhaojia@hysec.com      |
|        | 北京保险/私募 | 李岚  | 021-51782236  | 13917179275 | lilan@hysec.com        |
|        |         | 王燕妮 | 010-88085993  | 13911562271 | wangyanni@hysec.com    |
|        | 银行/信托   | 张瑶  | 010-88013560  | 13581537296 | zhangyao@hysec.com     |
|        |         | 朱隼  | 010-88013612  | 18600239108 | zhusun@hysec.com       |

**宏源证券研究所评级说明:**

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, 宏源证券研究所股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。