

订单拐点将至，确定性投资机会来临

——中国化学（601117）事件点评

2013年10月17日

强烈推荐/维持

中国化学 事件点评

事件：

10月17日，公司全资子公司赛鼎工程与双鸭山龙煤天泰煤化工有限公司签署龙煤天泰煤制10万吨/年芳烃项目工程承包合同。工期预计为36个月，总金额约23.3亿元，约占公司2012年营业收入的4.3%。

10月15日，公司发布1-9月经营情况简报，累计新签合同额617.58亿元，其中国内合同额457.11亿元，境外160.47亿元；累计实现营业收入448.53亿元。

主要观点：

1. 签订芳烃合同显示公司煤化工技术与工程优势

煤制芳烃技术12年首次被列入现代煤化工发展规划，也是《石化和化学工业“十二五”发展规划》技术创新重点，位列现代煤化工五大发展方向。赛鼎是少数几家掌握该技术的工程公司之一，将受益煤制芳烃未来千亿投资。公司再获煤制芳烃订单充分说明在煤化工行业的技术与工程优势。

2. 三季度是过渡期，订单拐点将至

前三季度营业收入同比增长18%，增速环比略降，主要原因是12年煤化工路条迟迟未发及企业盈利水平下降导致新签订单额下降23%（影响一般延后一年）；新签订单额同比下滑11%，但如果扣除去年迪拜合同（迄今未执行，且此类订单持续性不强）则同比增长22%，呈稳定增长趋势。结合上半年3-4月14个现代煤化工项目与近期准东煤制气项目的批复与进度，我们判断公司订单拐点将至。

3. 受益于现代煤化工投资未来十年景气向上周期

13年现代煤化工行业政策层面开始明确支持其快速发展。前三季度国家已批复路条的项目投资额高达6500亿元，是“十一五”期间的5倍以上，充分说明在煤制烯烃、煤制油等工艺成熟度与经济效益均得到良好验证之后，现代煤化工由初级示范开始步入升级示

杨伟

010-66554034

yang_wei@dxzq.net.cn

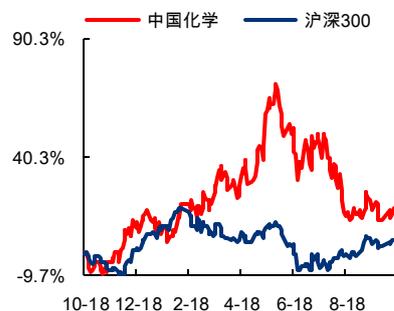
执业证书编号：

S1480512110002

交易数据

52周股价区间(元)	8.28-6.63
总市值(亿元)	408.45
流通市值(亿元)	408.45
总股本/流通A股(万股)	493300/493300
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.02

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《中国化学（601117）经营简报点评：新签订单持续环比提升，业绩稳定增长》2013-07-12
- 《中国化学：业绩符合预期，受益煤化工投资大幅增长》2013-05-06
- 《中国化学：Q1营收增30%，将迎煤化工黄金十年》2013-04-12
- 《中国化学：化工投资景气度向好，公司估值修复空间大》2013-01-18

范及规模化阶段。其中煤制气项目新批 17 个，在已批 25 个项目中占比 68%，李克强总理于 6 月国务院常务会议中已部署加快煤制气发展。预计“十三五”期间将以煤制油与煤制气为主，现代煤化工投资迎来十年景气向上周期。

4、待执行订单 1208 亿，业绩增长有保障

公司目前在手订单 1208 亿元，预计随着已批复煤化工项目逐渐开始招标，未来 1-2 年公司新签订单额将明显提升，考虑到实业项目 14 年中期后将陆续贡献业绩，明年业绩增长将较今年更快，预计 14-15 年业绩复合增速 25%以上。

结论：

公司受益于现代煤化工行业投资未来黄金十年，订单拐点将至；传统化工业务与海外业务持续稳定增长，估值与业绩双提升将带来确定性的投资机会。我们预计公司 13-14 年 EPS 分别为 0.78 元、1.04 元，对应 PE 分别为 10 倍、8 倍，未来 6 个月目标价 12.7 元，维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	37424	49374	63794	82499	104780	营业收入	43538	54117	69771	88756	109134
货币资金	17627	18868	24008	30583	38894	营业成本	37316	46146	59799	75906	93247
应收账款	4049	4992	6308	8024	9867	营业税金及附加	946	1146	1465	1775	2183
其他应收款	1384	2157	2781	3537	4350	营业费用	196	228	321	408	502
预付款项	6019	12162	16946	23018	30478	管理费用	2351	3134	3698	4704	5784
存货	5385	8542	9830	12478	15328	财务费用	-315	-354	-286	-380	-491
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	32.01	10.85	10.00	20.00	20.00
非流动资产合计	8233	9677	8187	7262	6237	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	744	895	900	1000	1000	投资净收益	22.63	-1.33	27.80	50.00	30.00
固定资产	3938.84	4884.84	4445.96	3626.91	2807.85	营业利润	3034	3805	4792	6372	7919
无形资产	1707	2059	1853	1647	1441	营业外收入	74.77	90.98	105.00	105.00	105.00
其他非流动资产	87	88	90	90	90	营业外支出	10.69	13.84	17.00	20.00	20.00
资产总计	45656	59051	71981	89761	111017	利润总额	3098	3882	4880	6457	8004
流动负债合计	28434	38272	47838	61146	76841	所得税	579	646	859	1136	1409
短期借款	85	230	0	0	0	净利润	2519	3236	4021	5321	6596
应付账款	9746	13197	16056	20380	25036	少数股东损益	143	152	165	198	237
预收款项	14477	20593	27570	36446	47359	归属母公司净利润	2376	3084	3856	5123	6359
一年内到期的非	476	415	400	400	400	EBITDA	3168	3941	5530	7017	8454
非流动负债合计	1491	1586	1406	1325	1245	BPS (元)	0.48	0.63	0.78	1.04	1.29
长期借款	451	407	407	407	407	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
负债合计	29925	39858	49244	62471	78086	成长能力					
少数股东权益	505	1208	1373	1571	1808	营业收入增长	33.6%	24.3%	28.9%	27.2%	23.0%
实收资本 (或股	4933	4933	4933	4933	4933	营业利润增长	40.8%	25.4%	25.9%	33.0%	24.3%
资本公积	5307	5364	5423	5423	5423	归属于母公司净利	43.2%	29.8%	25.0%	32.9%	24.1%
未分配利润	4978	7645	10729	14827	19914	获利能力					
归属母公司股东	15227	17986	21365	25719	31124	毛利率 (%)	14%	15%	14%	14%	15%
负债和所有者权	45656	59051	71981	89761	111017	净利率 (%)	6%	6%	6%	6%	6%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
						ROE (%)					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	5%	5%	5%	6%	6%	
经营活动现金流	4122	2995	5487	7115	8844	偿债能力					
净利润	2519	3236	4021	5321	6596	资产负债率 (%)	66%	67%	68%	70%	70%
折旧摊销	448.52	490.45	1024.98	1024.98	1024.98	流动比率	1.32	1.29	1.33	1.35	1.36
财务费用	-315	-354	-286	-380	-491	速动比率	1.13	1.07	1.13	1.15	1.16
应付帐款的变化	0	0	2859	4325	4656	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	6977	8876	10913	总资产周转率	1.09	1.03	1.06	1.10	1.09
投资活动现金流	-1340	-1913	253	-70	10	应收账款周转率	13	12	12	12	12
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.04	4.72	4.77	4.87	4.81
长期投资	744	895	900	1000	1000	每股指标 (元)					
投资收益	23	-1	28	50	30	每股收益 (最新摊	0.48	0.63	0.78	1.04	1.29
筹资活动现金流	-515	430	-600	-469	-543	每股净现金流 (最新	0.46	0.31	1.04	1.33	1.68
短期借款	85	230	0	0	0	每股净资产 (最新摊	3.09	3.65	4.33	5.21	6.31
长期借款	451	407	407	407	407	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	16.75	12.76	10.29	7.74	6.24
资本公积增加	35	56	59	0	0	P/B	2.60	2.21	1.86	1.54	1.27
现金净增加额	2267	1512	5139	6575	8312	EV/EBITDA	7.28	5.54	2.98	1.41	0.19

资料来源: 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。

联系人简介

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。