



Q3 业绩提速，毛利率稳步提升

买入 维持

目标价格：12.00元

季报简评：

- 业绩增长主要来自规模扩张及毛利率提升，Q3单季业绩提速，Q4业绩增速将加速。2013年前三季度实现营业收入/归属上市公司股东净利润449.4/24.9亿元，同比分别增长14.9%/18.5%，EPS0.50元，符合我们预期。业绩增长主要来自收入增长（贡献14.9pct），毛利率提升（贡献6.4pct）及少数股东权益变动（贡献2.1pct），负面因素主要包括期间费用率上升（拉低业绩7.6pct）及所得税率变动（拉低业绩1.9pct）。其中，Q3业绩呈加速态势，收入/业绩同增13.7%/21.7%。鉴于去年Q4化十六建并表且增速基数较低（2012Q1~Q4业绩同增30.6%/65.2%/61.0%/-2.5%），我们判断全年业绩增速将重回20%以上。
- 毛利率稳步提升，期间费用率有所提升。公司前三季度/第三季度毛利率同比分别提高0.72/1.82pct，净利率分别提高0.07/1.34pct。尽管前三季度期间费用率有所提高（+0.81pct），但第三季度期间费用率下降较快（-1.07pct）。现金流状况有所下降，收现比1.04，环比上半年提高0.04；经营性净现金流同比下降42.3%；预收账款同比增长22.4%，存货同比增长57.6%，应收账款同比增长1.5%。
- 国内煤化工及海外驱动公司持续快速增长的逻辑未变，煤化工政策拐点已现，明年订单快速增长可期。1-9月份公司新签订单同比下降10.7%（若扣除迪拜大单同比增长22.2%）。从行业层面来看，准东300亿方煤制气及配套管道项目已实质性启动，我们预计工程招投标有望在明年启动。国家明确表示发展新型煤化工的产业政策不会改变，目前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），公司未来的2-3年订单持续性较强。
- 盈利预测与投资建议：根据在手合同及收入结算进度预测，我们小幅下调公司13~15年至0.77/0.94/1.19元（原预测分别为0.80/1.01/1.27元），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

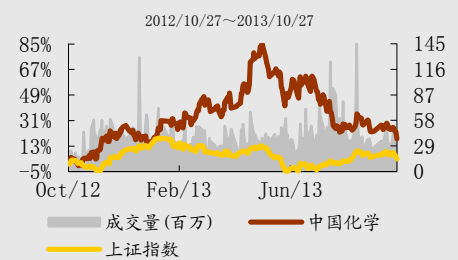
Email: zhourongzi@hysec.com

傅盈(S1180513100001)

电话：021-51782238

Email: fuying@hysec.com

市场表现



相关研究

《行业动态跟踪报告*准东煤制气启动，利好卖铁锹龙头》

2013/10/9

《行业动态跟踪报告*煤制气审批提速，订单高峰在明年》

2013/9/25

《公司动态跟踪报告 中国化学(601117)订单增势良好，Q4收入增速向上》

2013/9/12

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	43538	54117	64425	79248	98688
增长率(%)	33.6	24.3	19.0	23.0	24.5
归母净利润(百万)	2376	3084	3778	4639	5859
增长率(%)	43.2	29.8	22.5	22.8	26.3
每股收益	0.48	0.63	0.77	0.94	1.19
市盈率	16	12	11	9	7

表 1: 中国化学季度主要指标 (百万元)

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2012Q1-3	2013Q1-3	前三季 度同比	第三季 度同比
营业收入	9470.72	13511.76	15075.32	16058.90	12395.73	15401.95	17145.38	39100.35	44943.06	14.94%	13.73%
营业成本	8241.80	11505.80	13391.53	13006.44	10744.80	13204.79	14919.00	34095.43	38868.59	14.00%	11.41%
毛利率	12.98%	14.85%	11.17%	19.01%	13.32%	14.27%	12.99%	12.80%	13.52%	0.72%	1.82%
销售费用	42.56	48.80	54.84	81.72	48.85	54.27	46.81	146.20	149.93	2.55%	-14.64%
管理费用	512.88	541.96	663.86	1415.58	625.25	649.42	879.84	1753.42	2154.51	22.87%	32.53%
管理费用率	5.42%	4.01%	4.40%	8.81%	5.04%	4.22%	5.13%	4.48%	4.79%	0.31%	-0.83%
财务费用	(56.04)	(63.48)	(168.06)	(66.69)	(20.64)	(57.23)	(11.67)	(288.03)	(89.53)	-68.92%	-93.06%
期间费用率	5.27%	3.90%	3.65%	8.91%	5.27%	4.20%	5.34%	4.12%	4.93%	0.81%	-1.07%
利润总额	510.02	1178.38	892.28	1301.29	761.13	1208.07	1098.52	2594.64	3067.71	18.23%	23.11%
所得税	82.57	197.01	117.85	248.65	128.96	216.07	167.73	398.82	512.76	28.57%	42.32%
所得税率	16.19%	16.72%	13.21%	19.11%	16.94%	17.89%	15.27%	15.37%	16.71%	1.34%	0.94%
净利润	427.45	981.37	774.43	1052.64	632.16	992.00	930.78	2195.82	2554.95	16.36%	20.19%
少数股东损益	9.35	45.66	26.14	71.09	12.15	31.78	20.34	93.72	64.27	-31.42%	-22.19%
少数股东损益占比	2.19%	4.65%	3.38%	6.75%	1.92%	3.20%	2.19%	4.27%	2.52%	-1.75%	1.28%
归属母公司股东的 净利润	418.10	935.70	748.29	981.55	620.01	960.22	910.44	2102.10	2490.68	18.49%	21.67%
全面摊薄 EPS (元)	0.08	0.19	0.15	0.20	0.13	0.19	0.18	0.43	0.50	18.49%	21.67%
净利润率	4.51%	7.26%	5.14%	6.55%	5.10%	6.44%	5.43%	5.62%	5.68%	0.07%	1.34%
销售费用率	0.45%	0.36%	0.36%	0.51%	0.39%	0.35%	0.27%	0.37%	0.33%	-0.04%	-0.04%
管理费用率	5.42%	4.01%	4.40%	8.81%	5.04%	4.22%	5.13%	4.48%	4.79%	0.31%	-0.83%
财务费用率	-0.59%	-0.47%	-1.11%	-0.42%	-0.17%	-0.37%	-0.07%	-0.74%	-0.20%	0.54%	-0.21%
期间费用率	5.27%	3.90%	3.65%	8.91%	5.27%	4.20%	5.34%	4.12%	4.93%	0.81%	-1.07%

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所整理

表 1: 中国化学 2013 年三季度主要会计报表项目、财务指标大幅度变动的情况及原因 (百万元)

项目	期末余额	年初余额	增减比率	变动原因
应收票据	3,115.21	2,391.41	30.27%	应收票据本期增加, 主要系业务量的增加、票据结算方式增多所致。
存货	13,458.51	8,541.97	57.56%	期末存货较年初增长幅度较大, 主要系本期工程项目增多, 期末未结算工程增大所致。
在建工程	1,051.67	380.17	176.63%	在建工程较年初大幅增加, 主要系本公司之子公司新兴产业项目的在建工程增多所致。
长期借款	636.39	406.97	56.37%	长期借款较上年增长幅度较大, 主要系本公司之子公司新增项目借款所致。
经营活动产生 现金流量净额	726.08	1,255.20	-42.15%	主要系本公司工程项目的大幅增加, 所相应占用资金增加所致。

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所整理

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	64,425	79,248	98,688	货币资金	17,627	18,868	25,779	31,658	39,428
营业成本	37,316	46,146	54,851	67,514	84,019	存货	5,385	8,542	8,228	10,127	12,603
毛利率	14.3%	14.7%	14.9%	14.8%	14.9%	应收账款	4,049	4,992	5,917	7,203	8,876
营业税金及附加	946	1,146	1,366	1,680	2,092	其他流动资产	10,362	16,972	16,599	20,357	25,264
营业费用	196	228	265	318	386	流动资产	37,424	49,374	56,522	69,345	86,170
营业费用率	0.45%	0.42%	0.41%	0.40%	0.39%	固定资产	3,939	4,885	5,017	5,205	5,436
管理费用	2,351	3,134	3,415	4,161	5,132	长期股权投资	744	895	895	895	895
管理费用率	5.40%	5.79%	5.30%	5.25%	5.20%	无形资产	1,707	2,059	2,059	2,058	2,057
财务费用	-315	-354	-164	-208	-257	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%	-0.26%	-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	12	13	15	资产总计	45,656	59,051	66,484	79,652	96,680
营业利润	3,034	3,805	4,667	5,738	7,257	短期借款	85	230	100	105	110
营业利润率	6.97%	7.03%	7.24%	7.24%	7.35%	应付账款	9,746	13,197	15,358	18,904	23,525
营业外收入	75	91	96	100	105	其他流动负债	18,602	24,845	26,940	32,590	39,987
营业外支出	11	14	15	15	16	流动负债	28,434	38,272	42,398	51,599	63,622
利润总额	3,098	3,882	4,748	5,823	7,346	长期负债	451	407	407	407	407
所得税	579	646	783	955	1,197	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%	16.4%	16.3%	非流动性负债	1,491	1,586	1,611	1,638	1,666
少数股东损益	143	152	187	229	289	负债合计	29,925	39,858	44,009	53,237	65,288
归属于母公司股东的净利润	2,376	3,084	3,778	4,639	5,859	股本	4,933	4,933	4,933	4,933	4,933
净利率	5.46%	5.70%	5.86%	5.85%	5.94%	资本公积	5,307	5,364	5,364	5,364	5,364
EPS (元)	0.48	0.63	0.77	0.94	1.19	股东权益合计	15,273	18,058	21,080	24,792	29,479
						少数股东权益	505	1,208	1,394	1,623	1,913
						负债股东权益总计	45,656	59,051	66,484	79,652	96,680
现金流量表 (百万元)						主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E	增长率 (%)					
净利润	2,376	3,084	3,778	4,639	5,859	营业收入	33.62	24.30	19.05	23.01	24.53
所得税支出	143	152	187	229	289	营业利润	40.77	25.40	22.66	22.95	26.46
折旧和摊销	449	493	403	469	545	净利润	43.21	29.80	22.52	22.79	26.30
营运资金变动	1,211	-669	4,062	2,281	2,979	利润率 (%)					
其他	-57	-65	-66	-163	-197	毛利率	14.29	14.73	14.86	14.81	14.86
经营现金流	4,122	2,995	8,364	7,455	9,475	EBIT Margin	6.27	6.40	7.03	7.04	7.15
资本支出	N/A	-1,756	-687	-814	-748	EBITDA Margin	7.30	7.31	7.66	7.63	7.71
投资收益	N/A	12	12	13	15	净利率	5.46	5.70	5.86	5.85	5.94
资产变卖	N/A	8	0	0	0	回报率 (%)					
其他	N/A	-176	0	0	0	净资产收益率	15.60	17.14	17.92	18.71	19.88
投资现金流	-1,340	-1,913	-675	-801	-733	总资产收益率	5.26	5.99	6.15	6.48	6.78
发行股票	N/A	0	0	0	0	其他 (%)					
负债变化	N/A	109	-187	-55	-58	资产负债率	65.54	67.50	66.20	66.84	67.53
股息支出	N/A	-247	-756	-928	-1,172	所得税率	18.70	16.64	16.50	16.40	16.30
其他	N/A	567	164	208	257	股利支付率	5.87	7.62	20.00	20.00	20.00
融资现金流	-515	430	-778	-775	-972						
现金及现金等价物	2,267	1,512	6,911	5,879	7,770						

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

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)。

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。