



化工投资将反弹，市值严重低估

——中国化学（601117）三季度财报点评

2013年10月28日

强烈推荐/维持

中国化学

财报点评

杨伟	分析师	执业证书编号：S1480512110002
	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034

事件：

公司发布三季报，前三季度营业收入与归属于上市公司股东的净利润分别达 449.43 亿元和 24.91 亿元，分别同比增长 14.94% 和 18.49%，基本每股收益 0.50 元。Q3 净利润为 9.1 亿元，同比增长 21.67%。

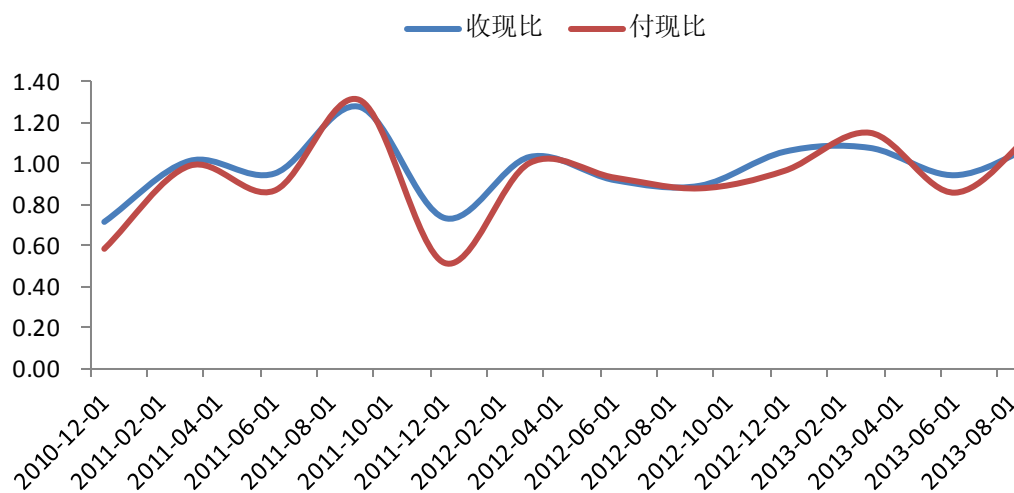
公司分季度财务指标

指标	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
营业收入（百万元）	9731.6	14016.74	15352.01	15016.36	12395.73	15401.95	17145.38
增长率（%）	36.50%	25.80%	48.86%	-6.88%	27.38%	9.88%	11.68%
毛利率（%）	12.85%	14.61%	11.11%	19.75%	13.32%	14.27%	12.99%
期间费用率（%）	5.26%	3.84%	3.66%	9.30%	5.27%	4.20%	5.34%
营业利润率（%）	5.23%	8.43%	5.64%	8.31%	6.05%	7.88%	6.13%
净利润（百万元）	428.42	988.73	778.67	1040.06	632.16	992.00	930.78
增长率（%）	26.88%	61.00%	60.74%	-04.36%	47.56%	00.33%	19.53%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.19	0.15	0.20	0.13	0.19	0.18
资产负债率（%）	65.61%	67.13%	67.12%	67.50%	67.62%	68.20%	67.70%
净资产收益率（%）	2.65%	5.77%	4.31%	5.42%	3.19%	4.77%	4.29%
总资产收益率（%）	0.91%	1.90%	1.42%	1.76%	1.03%	1.52%	1.39%

观点：

- 公司业绩持续较快增长的主要原因在于国内化工行业投资保持稳定增长，同时现代煤化工由初级示范进入升级示范期带动投资大幅提升，过去两年新签合同额与收入比分别为 2.3 与 1.8，公司 2013 年初待执行订单额高达 1039 亿元，是利润增长的保障。
- 盈利水平稳定，财务稳健。毛利率为 13.52%，上升 0.6 个百分点，销售净利率为 5.68%，微降 0.06 个百分点，期间费用率 4.93%，增加 0.79 个百分点，主要原因为研发支出提高导致的管理费用增加，以及组建财务公司之后利息收入转移至损益表导致财务费用增加。前三季度收现比为 1.1，明显高于去年同期的 0.89。
- 主营业务均处于景气向上周期：传统化工受益于投资转型，2013 年 1-9 月投资增速为 17.1%，将继续超预期；现代煤化工 2013 年已批路条项目投资额高达 6500 亿元，是“十一五”总和的五倍以上；海外业务保持 20% 以上增长，处于蓝海式发展期；实业项目将于 2014 年中期贡献业绩。

图 1 公司严控项目资金回笼见成效



资料来源: 东兴证券研究所

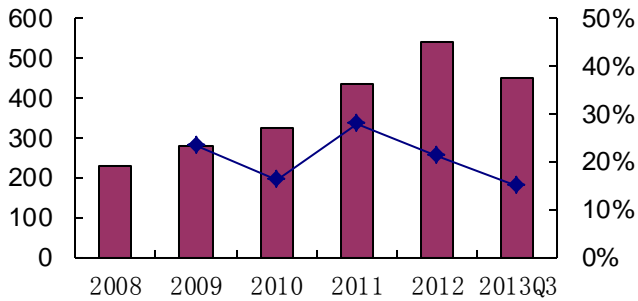
结论:

公司是我国化工投资转型及海外新兴市场石化行业投资增长的最大受益者, 未来三年将持续 20%以上的利润增长; 由于当年业绩主要反映过去两年新签订单额, 因此公司业绩增速下降不会形成趋势, 市场担忧过度, 基于 2013 年新签订单额同比增加 20%以上, 以及对明后年订单的乐观判断, 我们认为公司明后年业绩增速同比提高的可能性更大。公司行业优势地位高、财务风险极低, 目前市值被严重低估。预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.78、1.04、1.29 元, 对应 PE 10、8、6 倍, 未来目标价 12.7 元, 有 68%空间, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

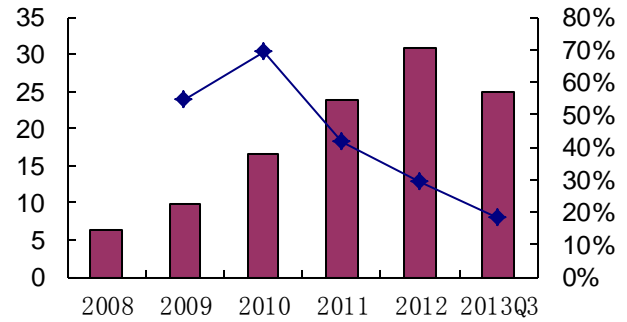
现代煤化工项目招标延迟的风险; 经济下行风险

图 2 公司营业收入及同比增速 (亿元, %)



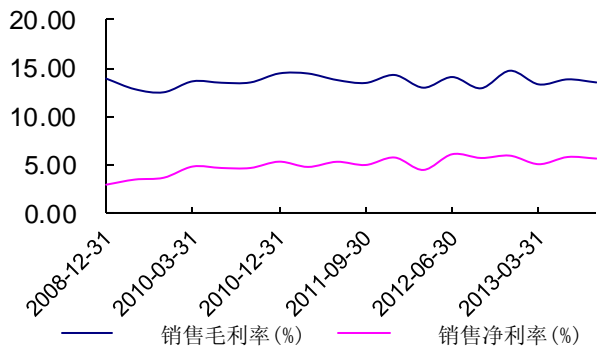
资料来源: 东兴证券研究所

图 3 公司净利润及同比增速 (亿元, %)



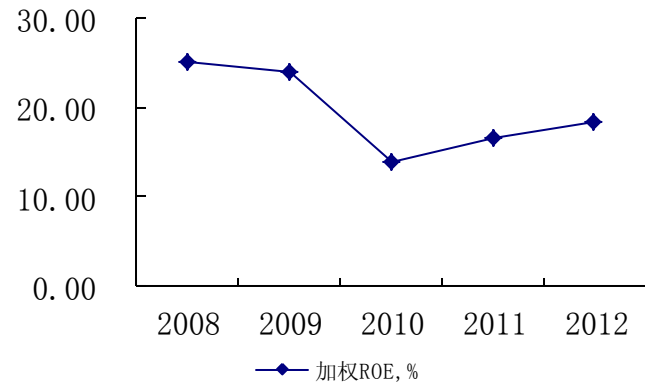
资料来源: 东兴证券研究所

图 4 公司销售毛利率与净利率趋于稳定 (%)



资料来源: 东兴证券研究所

图 5 公司过去五年 ROE 变化情况



资料来源: 东兴证券研究所

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	3938.8	4884.8	4445.9	3626.9	2807.8	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
一年内到期的非流	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(或股本)	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	归属于母公司净利润	43.2%	29.8%	25.0%	32.9%	24.1%
未分配利润	4978	7645	10729	14827	19914	获利能力					
归属母公司股东权	15227	17986	21365	25719	31124	毛利率(%)	14%	15%	14%	14%	15%
负债和所有者权益	45656	59051	71981	89761	111017	净利率(%)	6%	6%	6%	6%	6%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	5%	5%	5%	6%	6%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	16%	17%	18%	20%	20%
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	1024.9	1024.9	1024.9	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
公允价值变动收益	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(最新摊薄)	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	15.60	11.89	9.58	7.21	5.81
资本公积增加	35	56	59	0	0	P/B	2.43	2.05	1.73	1.44	1.19
现金净增加额	2267	1512	5139	6575	8312	EV/EBITDA	6.42	4.85	2.49	1.02	-0.13

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。