

2014年7月3日

高观朋
C0061@capital.com.tw
目标价(元)

6.75

中国化学(601117.SH)

Buy 买入

签订 47 亿煤制油大合同，维持买入评级

公司基本资讯

| | |
|----------------|---------------------|
| 产业别 | 化工 |
| A 股价(2014/7/2) | 5.25 |
| 上证综指(2014/7/2) | 2059.42 |
| 股价 12 个月高/低 | 10.42/5.12 |
| 总发行股数 (百万) | 4933.00 |
| A 股数 (百万) | 4933.00 |
| A 市值 (亿元) | 258.98 |
| 主要股东 | 中国化学工程集团公司(66.71%) |
| 每股净值 (元) | 4.42 |
| 股价/账面净值 | 1.19 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | -4.55 -17.58 -48.70 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------|------|----|
|------|------|----|

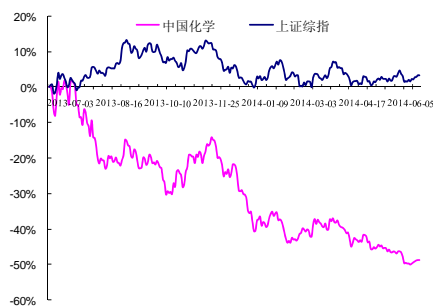
产品组合

| | |
|-----------|-------|
| 工程施工 (承包) | 83.8% |
| 勘察、设计及服务 | 6.1% |
| 其他 | 9.7% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|------|--------|
| 基金 | 1.64% |
| 一般法人 | 70.28% |

股价相对大盘走势



结论与建议:

公司近日与伊泰能源签订 47 亿元煤制油项目合同，占公司 2013 年营业收入的 7.63%。我们认为这可能是煤化工项目投资开始加速的信号，对于公司订单获取具有积极意义。公司 4、5 月份实现营收 113 亿元，yoy+28.17%，增速比 Q1 提高 11.26 个百分点，在营收快速增长的带动下公司 Q2 净利增速有望提升。鉴于公司股价前期跌幅较大，风险充分释放，新签合同订单和营收增速回升有望推动公司估值修复，维持买入的投资建议。

■ **新签 47 亿煤制油合同:** 公司公告，近日全资子公司中国天辰与伊犁伊泰能源签署了 540 万吨/年煤制油项目首期工程气化装置、净化装置、空分装置、尾气制氢装置的工程总承包合同，合同总金额约 47.13 亿元人民币，约占公司 2013 年营业收入的 7.63%，项目预计 2016 年 4 月机械竣工。

■ **煤化工项目投资可能加速:** 上半年由于各种原因，煤化工项目投资比较缓慢，公司仅 5 月份签订一单与华亭煤业的 19 亿元甲醇制烯烃的大合同。伊泰煤制油项目的签订，我们认为煤化工项目投资可能开始加速的信号，这主要是由于：（1）原油价格保持高位煤炭价格持续下跌导致煤化工成本进一步降低，更具经济可行性；（2）煤炭行业景气低迷促使煤企寻找新的业绩增长点；（3）丝绸之路和援疆建设有望促使煤炭大省新疆煤化工投资加快；（4）内蒙古作为煤炭资源大省，近日发布通知称支持和鼓励大型煤企通过参股等多种方式，参与电力、化工、有色、建材等上下游产业整合的一体化发展；（5）政府稳增长的需要。

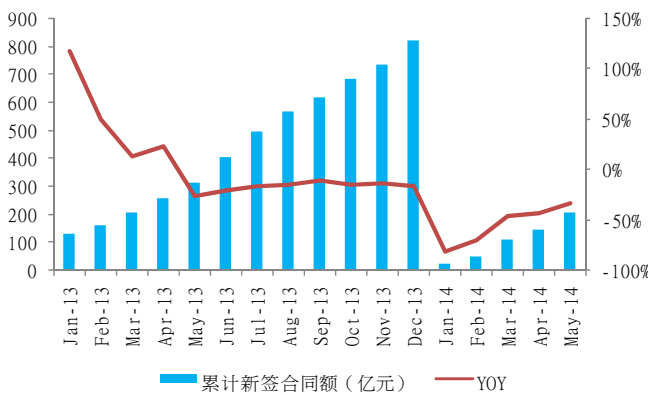
■ **累计新签合同额增速回升:** 从新签订单方面来看，由于宏观经济增速下行和化工行业固定资产投资增速下降，公司自 2013 年 5 月起累计新签合同额开始负增长，今年以来这种态势进一步加剧。但是我们应该看到，公司累计新签合同额自 2014 年 2 月份起同比增速开始回升，除去去年 1 月份高基期的影响，今年 2-5 月公司累计新签合同额为 183 亿元，同比实现正增长。后续煤化工项目订单有望助推公司合同额继续增长。

■ **营收增速加快:** 从营收方面来看，由于在手订单充足，项目推进加快，公司营收增速稳步回升。2014 年 1-5 月公司累计实现营收 257 亿元，yoy+21.59%，其中 4、5 月份合计实现营收 113 亿元，yoy+28.17%，增速比 Q1 提高 11.26 个百分点。Q1 公司实现净利 6.8 亿元，yoy+9.74%，在营收增速加快的情况下，公司 Q2 净利增速有望回升。

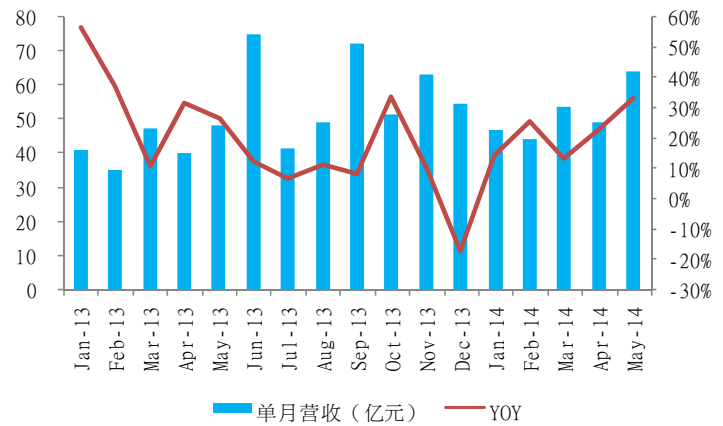
■ **盈利预测:** 我们预计公司 2014/2015 年实现净利润 37/40 亿元，yoy 分别为+10%/+9%，折合 EPS 分别为 0.75/0.82 元，目前股价对应 2014/2015 年的 PE 分别 7.0/6.4 倍。鉴于公司估值较低，新签合同订单和营收增速稳步回升有望推动公司估值修复，我们维持买入的投资建议。

..... 接续下页

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 E | 2015 E |
|-----------------|---------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 2376 | 3084 | 3358 | 3704 | 4045 |
| 同比增减 | % | 43.21% | 29.80% | 8.91% | 10.29% | 9.20% |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 0.482 | 0.625 | 0.681 | 0.751 | 0.820 |
| 同比增减 | % | 43.21% | 29.80% | 8.91% | 10.29% | 9.20% |
| 市盈率(P/E) | X | 10.9 | 8.4 | 7.7 | 7.0 | 6.4 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.05 | 0.065 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 股息率 (Yield) | % | 0.95% | 1.24% | 1.90% | 1.90% | 1.90% |

图 1: 公司累计新签合同额及增速


数据来源：公司公告，群益证券整理

图 2: 公司每月营收及增速


数据来源：公司公告，群益证券整理

表 1: 公司 2013 年以来新签大合同情况

| 签约时间 | 业主 | 项目 | 工期 (月) | 合同金额 (亿元) |
|---------|--------------|----------------------|--------|-----------|
| 2013-1 | 新疆新业能源 | 1,4-丁二醇, 25 万吨/年甲醇项目 | 32 | 23 |
| 2013-1 | Park Holding | 年产 250 万吨天然纯碱等项目 | 44 | 68 |
| 2013-6 | 新疆国泰新华矿业 | 煤基精细化工等项目 | 21 | 40 |
| 2013-7 | 山西兰花科创 | 20 万吨己内酰胺 | 15 | 20 |
| 2013-8 | 中国神华煤制油 | 68 万吨/年煤基新材料项目 | 23 | 18 |
| 2013-10 | 龙煤天泰煤化工 | 煤制 10 万吨/年芳烃项目 | 36 | 23 |
| 2014-5 | 华亭煤业 | 60 万吨甲醇制聚丙烯 | 24 | 19 |
| 2014-7 | 伊泰集团 | 540 万吨煤制油 | 22 | 47 |

数据来源：公司公告，群益证券整理

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

 强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

 卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

| 人民币百万元 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 43538 | 54117 | 61728 | 74339 | 85489 |
| 经营成本 | 37316 | 46146 | 52759 | 64633 | 74564 |
| 营业税金及附加 | 946 | 1146 | 1119 | 1197 | 1376 |
| 销售费用 | 196 | 228 | 216 | 222 | 256 |
| 管理费用 | 2351 | 3134 | 3572 | 3825 | 4420 |
| 财务费用 | -315 | -354 | -155 | -126 | -145 |
| 投资收益 | 23 | -1 | 28 | 40 | 40 |
| 营业利润 | 3034 | 3805 | 4124 | 4573 | 4998 |
| 利润总额 | 3098 | 3882 | 4213 | 4636 | 5062 |
| 所得税 | 579 | 646 | 739 | 812 | 886 |
| 少数股东损益 | 143 | 152 | 115 | 120 | 132 |
| 归属于母公司股东权益 | 2376 | 3084 | 3358 | 3704 | 4045 |

附二：合并资产负债表

| 人民币百万元 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 17627 | 18868 | 15574 | 14572 | 13753 |
| 应收账款 | 4049 | 4992 | 6792 | 8150 | 9780 |
| 存货净额 | 5385 | 8542 | 12858 | 16716 | 21731 |
| 流动资产合计 | 37424 | 49374 | 60668 | 69221 | 80228 |
| 固定资产 | 3939 | 4885 | 4755 | 5705 | 7417 |
| 在建工程 | 890 | 380 | 1770 | 1947 | 2142 |
| 非流动资产合计 | 8233 | 9677 | 10781 | 11787 | 13606 |
| 资产总计 | 45656 | 59051 | 71449 | 81008 | 93835 |
| 流动负债合计 | 28434 | 38272 | 46927 | 53966 | 62061 |
| 非流动负债合计 | 1491 | 1586 | 1971 | 2267 | 2607 |
| 负债合计 | 29925 | 39858 | 48899 | 56234 | 64669 |
| 少数股东权益 | 505 | 1208 | 1494 | 1660 | 1954 |
| 股东权益合计 | 15731 | 19194 | 22550 | 24775 | 29166 |
| 负债和股东权益总计 | 45656 | 59051 | 71449 | 81008 | 93835 |

附三：合并现金流量表

| (人民币百万元) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动所得现金净额 | 4122 | 2995 | 2069 | 1655 | 1324 |
| 投资活动所用现金净额 | -1340 | -1913 | -4694 | -2816 | -2253 |
| 融资活动所得现金净额 | -515 | 430 | 219 | 150 | 100 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 2231 | 1525 | -2426 | -1001 | -819 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。