

政策落地，煤化工步入良性发展轨道

——中国化学（601117）事件点评

2014年07月24日

强烈推荐/维持

中国化学 事件点评

事件：

国家能源局近日发布《关于规范煤制油、煤制天然气产业科学有序发展的通知》，而且表示近期将发布实施《关于有序推进煤制油示范项目建设的指导意见》和《关于稳步推进煤制天然气产业化示范的指导意见》。

主要观点：

1. 政策落地，利好相关工程公司，工程公司最先受益

《通知》中明确指出适度发展煤制油、煤制天然气对保障国家能源安全、适度增加油气替代、实现高效清洁利用具有重要意义，我们认为该政策对煤化工行业发展构成显著利好，主要原因为：自2011年以来煤化工“十二五”规划迟迟未能出台，2013年集中批复路条之后相关项目招标进度也持续低于预期，政策缺失导致煤化工行业出现“拿了路条的开工进展缓慢，伴随不具备条件的项目仍在无序规划”等乱象，此次政策落地消除前期市场杂音，明确了煤制油与煤制气对我国能源安全的重要性，为煤化工发展指明道路。工程总包公司如中国化学、东华科技等最先受益，硫回收公司三维工程、水处理公司万邦达、设备公司张化机与杭氧股份也将依次受益。

2. 利好政策将持续释放，煤化工步入良性发展轨道

《通知》主要描述了发展框架，预计近期将发布实施的《关于有序推进煤制油示范项目建设的指导意见》和《关于稳步推进煤制天然气产业化示范的指导意见》将在发展规模、能耗、水耗等具体指标上做详细规划，进一步明确行业准入门槛。从近期新疆庆华煤制气项目的标定结果来看，已拿到路条项目将大多符合标准。《通知》中也提到国家已支持开展煤制油（气）示范项目前期工作的省区，要协调落实好煤炭资源、水资源、环境容量指标和项目建设用地等，我们预计符合标准的项目将顺利开展招标，且其它煤化工技术如煤制烯烃、煤制芳烃、煤制乙二醇等也将陆续出台细化政策，煤化工开始进入良性健康发展轨道。

3. 严控耗水，明确示范阶段，行业发展可放眼中长期

杨伟

010-66554034

yang_wei@dxzq.net.cn

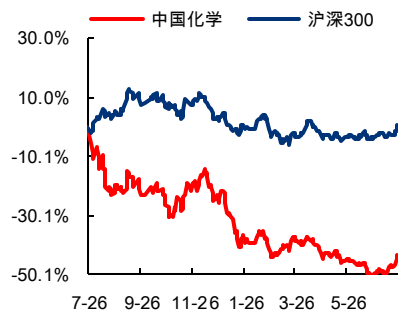
执业证书编号：

S1480512110002

交易数据

52周股价区间(元)	5.72-10.42
总市值(亿元)	282.17
流通市值(亿元)	282.17
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	0.68

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《中国化学（601117）6月经营简报点评—风险释放完毕，当前价位已具备投资价值》
2014-07-14
- 2、《中国化学（601117）调研快报：现代煤化工项目招标渐行渐近》
2014-07-10
- 3、《中国化学（601117）调研快报：货币资金稳健，煤化工招标后延影响预期》
2014-03-04
- 4、《中国化学（601117）业绩预告点评：13年业绩低于预期，14年形势将显著转好》
2014-01-16

水资源问题受到重视：严禁挤占生活用水、农业用水和生态用水，以及利用地下水发展煤制油（气），对取水量已达到或超过控制指标、主要污染物排放总量超标地区，暂停审批新建煤制油（气）示范项目。首批煤化工项目示范期间管理粗放、对水资源及环保重视程度低，导致用水量大、污染超标，对行业造成不利影响，由于重点布局煤化工的西部地区水资源相对匮乏，因此可以预见随着国家对水资源的进一步重视，水将成为制约煤化工发展的主要因素。我们预计解决水问题有赖于管理提升与节水技术进步，已获路条项目招标进展可能不会太快，但建议对行业发展可放眼中长期。

4. 行业转暖+国企改革，公司投资价值显现

我们在上篇报告《中国化学（601117）-风险释放完毕，当前价位已具备投资价值》中明确看好公司彼时的投资价值。此次政策落地与近期煤制油（气）政策将陆续出台释放国家引领行业健康发展的利好信号，预计煤化工招标将开始转暖，与我们近期的调研结论一致。此外，沪港通即将推出，公司“护城河+稳增长+低估值+财务佳”的特点将具备明显优势，而且目前正兴起新一轮国企改革浪潮，公司作为国资委旗下的排头兵，必将引起市场重视。

结论：

煤化工政策落地带来极大利好，近期细化政策将陆续出台，但目前仍处示范阶段，宜把眼光放在中长期；公司受益行业转暖，目前估值极具吸引力，同时受益沪港通与国企改革，公司价值将被重估。预计公司2014-2015年EPS分别为0.80元、0.96元，分别对应PE 7倍、6倍，暂时给予目标价8元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

煤化工项目招标进度延迟的风险

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				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	49374	60668	74669	90411	108572	营业收入	54117	61728	73981	86647	101200
货币资金	18868	15574	18495	21662	25300	营业成本	46146	52759	63538	74350	86595
应收账款	4992	6792	8108	9496	11090	营业税金及附加	1146	1119	1554	1733	2024
其他应收款	2157	2370	2841	3327	3886	营业费用	228	216	296	347	405
预付款项	12162	17093	23447	30882	39541	管理费用	3134	3572	3921	4592	5364
存货	8542	12858	15319	17925	20878	财务费用	-354	-155	-180	-221	-269
其他流动资产	0	2300	2300	2300	2300	资产减值损失	10.85	119.89	10.00	20.00	20.00
非流动资产合计	9677	10781	10376	12133	13791	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	895	899	900	1000	1000	投资净收益	-1.33	27.84	27.80	30.00	30.00
固定资产	4884.84	4754.57	5317.48	6463.54	7928.94	营业利润	3805	4124	4870	5857	7092
无形资产	2059	2138	1924	1710	1497	营业外收入	90.98	110.17	120.00	120.00	120.00
其他非流动资产	88	78	80	80	80	营业外支出	13.84	21.76	23.00	23.00	23.00
资产总计	59051	71449	85045	102544	122363	利润总额	3882	4213	4967	5954	7189
流动负债合计	38272	46927	56740	69792	84242	所得税	646	739	871	1044	1261
短期借款	230	417	176	527	255	净利润	3236	3474	4096	4910	5928
应付账款	13197	15698	18278	21388	24911	少数股东损益	152	115	165	198	237
预收款项	20593	26436	33834	43366	54497	归属母公司净利润	3084	3358	3931	4712	5691
一年内到期的非	415	226	225	225	225	EBITDA	3941	4522	5372	6459	7733
非流动负债合计	1586	1971	1980	1989	1999	BPS (元)	0.63	0.68	0.80	0.96	1.15
长期借款	407	824	824	824	824	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
负债合计	39858	48899	58721	71781	86241	成长能力					
少数股东权益	1208	1494	1659	1857	2094	营业收入增长	24.3%	14.1%	19.9%	17.1%	16.8%
实收资本 (或股	4933	4933	4933	4933	4933	营业利润增长	25.4%	8.4%	18.1%	20.3%	21.1%
资本公积	5364	5450	5450	5450	5450	归属于母公司净利	29.8%	8.9%	17.1%	19.9%	20.8%
未分配利润	7645	10587	13928	17933	22770	获利能力					
归属母公司股东	17986	21056	24647	28888	34009	毛利率 (%)	15%	15%	14%	14%	14%
负债和所有者权	59051	71449	85027	102526	122345	净利率 (%)	6%	6%	6%	6%	6%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
单位: 百万元						ROE (%)					
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		
经营活动现金流	2995	2069	3555	5627	6758	偿债能力					
净利润	3236	3474	4096	4910	5928	资产负债率 (%)	67%	68%	69%	70%	70%
折旧摊销	490.45	553.16	681.39	823.24	910.59	流动比率	1.29	1.29	1.32	1.30	1.29
财务费用	-354	-155	-180	-221	-269	速动比率	1.07	1.02	1.05	1.04	1.04
应付帐款的变化	0	0	2581	3110	3523	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	7398	9531	11132	总资产周转率	1.03	0.95	0.95	0.92	0.90
投资活动现金流	-1913	-4694	-259	-2570	-2559	应收账款周转率	12	10	10	10	10
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.72	4.27	4.35	4.37	4.37
长期投资	895	899	900	1000	1000	每股指标 (元)					
投资收益	-1	28	28	30	30	每股收益 (最新摊	0.63	0.68	0.80	0.96	1.15
筹资活动现金流	430	219	-375	110	-561	每股净现金流 (最新	0.31	-0.49	0.59	0.64	0.74
短期借款	230	417	176	527	255	每股净资产 (最新摊	3.65	4.27	5.00	5.86	6.89
长期借款	407	824	824	824	824	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	9.08	8.41	7.18	5.99	4.96
资本公积增加	56	86	0	0	0	P/B	1.57	1.34	1.14	0.98	0.83
现金净增加额	1512	-2406	2922	3166	3638	EV/EBITDA	2.64	3.12	2.04	1.26	0.55

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（石油化工/煤化工/化肥/民爆/精细化工等）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。