

设计板块增速较快，静待煤化工订单高峰

中国化学 (601117.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司公布 2014 年中期业绩: 2014H1 共实现营业收入 331.22 亿元, YOY+19.13%; 实现归属于上公司股东的净利润 18.01 亿元, YOY+13.99%, EPS0.37 元。

2. 我们的分析与判断

(一) 中期业绩符合预期, 设计板块增速较快, 现金率状况有所恶化

中期业绩符合我们预期, 增长主要来自规模扩张。其中, 收入增长贡献 19.2%, 所得税率下降贡献 2.0%, 非经常性损益贡献 1.6%, 毛利率下降贡献-15.2%, 期间费用率下降贡献-1.4%。Q2 单季度收入及业绩均有所加速。其中 2014Q2 收入、归母净利润同比分别增长 21.3%/16.7%, 增速较 2014Q1 分别提高 4.8/7.0pct。

分业务单位来看, 设计板块 2014H1 净利润 YOY+32.0%, 施工板块净利润 YOY-5.7%, 金融板块 (财务公司) 净利润 YOY+143%, 运营板块 (发电) 净利润 YOY-1.5%。增长比较快的二级单位主要有: 中化财务 (YOY+143.0%)、成达 (YOY+103.7%)、化十六建 (YOY+98.9%)、天辰 (YOY+30.3%); 下降较快的二级单位主要有: 中化香港 (YOY-87.0%)、岩土工程 (YOY-49.4%)、化三建 (YOY-36.1%)。

2014H1 毛利率同比下降 1.77pct。工程施工/勘察设计营收增速分别增长 10.3%、下降 20.9%, 毛利率分别降低 2.21/7.64pct, 我们判断工程施工毛利率下降主要是竞争加剧、成本上升及项目大型化所致, 勘察设计毛利率下降较快主要是由于收入下降较快而人工成本固定费用较高。其他业务 2014H1 收入 YOY+133.18%, 主要来自电站运营、财务公司及自主研发产品收入等。2014H1 净利率 5.59%, 同比下降 0.25pct。

三项费用率略降。2014H1 期间费用率同比下降 0.49pct, 其中财务费用率同比提高 0.37pct, 销售费用率、管理费用率同比分别下降 0.1/0.75pct。

现金率状况有所恶化。2014H1 经营性净现金刘为-8.12 亿 (2013H1 为 9.64 亿元), 主要原因是由于预付工程款和各类保证金的增加及收款速度降低, 其中应收账款较年初增加 54.08%, 预收款较年初下降 0.88%。2014H1 收现比 78.4%, 同比下降 22.0pct。

分析师

鲍荣富

建筑工程行业首席分析师

☎: 86-21-68597609

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050003

傅盈

☎: 021-20252602

✉: fuying@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050008

市场数据

时间 2014.08.22

A 股收盘价(元)	5.99
A 股一年内最高价(元)	8.93
A 股一年内最低价(元)	5.09
上证指数	2240.81
市净率	1.40
总股本 (万股)	493300.00
实际流通 A 股(万股)	493300.00
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	295.49

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

《煤制油气政策即将出台, 开工或将加快》

2014-7-22

(二) 新签合同整体下滑，煤化工增速较快

整体签约量呈下滑趋势，工程公司签约量明显下降，建设公司基本持平，境外新签合同下降较快。2014H1 公司新签合同额 315.2 亿元，YOY-22.3%，其中境内合同 299.8 亿元，YOY-5.2%，占比 95.1%；境外合同 15.4 亿元，YOY-87.3%，占比 4.9%。

分行业看，煤化工增速较快、占比超过一半，化工、石化下降较快。煤化工新签合同额 165.8 亿元，YOY+34%，占比 52.61%；化工新签合同额 113.6 亿元，YOY-45%，占比 36.03%；石油化工新签合同额 17 亿元，YOY-43%，占比 5.4%；电力、建筑、环保等其他领域新签合同额 18.8 亿元，YOY-59%，占比 5.97%。

(三) 煤制油气政策即将出台，静待订单拐点到来

7 月 17 日国家能源局发布《关于规范煤制油、煤制天然气产业科学有序发展的通知》，明确产业政策出台预期，重申行业准入标准，总的政策导向为示范发展、有序发展；再次明确煤制油气的准入门槛及审批权限。

整体而言，我们认为此次政策出台有助于稳定政策预期，此外煤化工示范项目开工许可有放松迹象。据了解，近期主管部门对示范项目只要具备水、土地资源、环评、能评四个文件即可发放开工许可证。我们判断正式的项目核准需要等到九月份（进展较快的榆林神华陶氏项目已过环评，预计九月份会拿到正式核准文件，其他进展较快的还有苏新能源煤制气项目），我们预计届时龙头公司将迎来订单爆发点（中国化学跟踪年初跟踪项目高达 9300 亿元）。

3. 投资建议

我们预测公司 14-16 年 EPS 分别为 0.75/0.86/0.97 元，目标价 7.50 元（对应 14 年 10 倍 PE），维持“推荐”评级。

4. 风险提示

煤化工项目审批及施工进度低于预期等。

表 1: 中国化学盈利预测及估值表

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	54117	61728	69862	81592	97165
增长率 YoY%	24.3	14.1	13.2	16.8	19.1
净利润(百万元)	3084	3358	3723	4246	4804
增长率 YoY%	29.8	8.9	10.9	14.0	13.1
EPS(摊薄)(元)	0.63	0.68	0.75	0.86	0.97
PE	10	9	8	7	6
PB	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部；股价为 2014 年 8 月 22 日收盘价

表 2: 中国化学近年来新签订单情况 (万元)

合同所属行业	2014H1			2013 年			2012 年			2011 年	
	合同额	占比	YOY	合同额	占比	YOY	合同额	占比	YOY	合同额	占比
化工	1,135,666	36.03%	-45.00%	3,939,276	48.02%	-8.54%	4,307,320	44.00%	5.84%	4,069,736	39.98%
石油化工	170,208	5.40%	-43.00%	596,925	7.28%	23.67%	482,668	4.93%	0.43%	480,597	4.72%
煤化工	1,658,267	52.61%	34.00%	2,617,214	31.90%	55.14%	1,687,005	17.23%	-50.42%	3,402,320	33.43%
电力				137,519	1.68%	-70.62%	468,075	4.78%	-45.57%	859,911	8.45%
建筑				223,453	2.72%	-89.11%	2,051,520	20.96%	246.30%	592,416	5.82%
环保	185,968	5.90%	-59.00%	135,253	1.65%	-41.07%	229,530	2.34%	483.42%	39,342	0.39%
其他				554,442	6.76%	-1.58%	563,340	5.75%	-23.28%	734,276	7.21%
合计	3,152,000	100.00%	-22.30%	8,204,082	100.00%	-16.19%	9,789,458	100.00%	-3.82%	10,178,598	100.00%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 3: 中国化学单季度主要经营指标 (万元)

	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2013H1	2014H1	2014H1 同比	2014Q2 同比	2014Q1 同比
营业收入	12395.7	15401.9	17145.3	16784.6	14439.3	18682.6	27797.6	33121.9	19.15%	21.30%	16.49%
	3	5	8	3	5	4	8	9			
营业成本	10744.8	13204.7	14919.0	13890.7	12771.3	16351.1	23949.5	29122.5	21.60%	23.83%	18.86%
	0	9	0	5	7	9	9	6			
毛利率	13.32%	14.27%	12.99%	17.24%	11.55%	12.48%	13.84%	12.07%	-1.77%	-1.79%	-1.77%
销售费用	48.85	54.27	46.81	65.76	42.19	46.79	103.12	88.98	-13.71%	-13.78%	-13.63%
											%
管理费用	625.25	649.42	879.84	1417.88	604.39	665.77	1274.67	1270.16	-0.35%	2.52%	-3.34%
管理费用率	5.04%	4.22%	5.13%	8.45%	4.19%	3.56%	4.59%	3.83%	-0.75%	-0.65%	-0.86%
财务费用	(20.64)	(57.23)	(11.67)	(65.55)	(24.51)	53.16	(77.86)	28.65	-136.80%	-192.89%	18.75%
									%	%	
期间费用率	5.27%	4.20%	5.34%	8.45%	4.31%	4.10%	4.68%	4.19%	-0.49%	-0.10%	-0.96%
利润总额	761.13	1208.07	1098.52	1145.01	843.78	1362.10	1969.19	2205.87	12.02%	12.75%	10.86%
所得税	128.96	216.07	167.73	226.12	147.18	206.09	345.03	353.27	2.39%	-4.62%	14.13%
所得税率	16.94%	17.89%	15.27%	19.75%	17.44%	15.13%	17.52%	16.01%	-1.51%	-2.76%	0.50%
净利润	632.16	992.00	930.78	918.88	696.60	1156.00	1624.16	1852.60	14.07%	16.53%	10.19%
少数股东损益	12.15	31.78	20.34	51.17	16.21	35.16	43.93	51.37	16.94%	10.64%	33.42%
少数股东损益占比	1.92%	3.20%	2.19%	5.57%	2.33%	3.04%	2.70%	2.77%	0.07%	-0.16%	0.41%
归属母公司股东的净利润	620.01	960.22	910.44	867.72	680.39	1120.84	1580.23	1801.23	13.99%	16.73%	9.74%
全面摊薄 EPS (元)	0.13	0.19	0.18	0.18	0.14		0.32	0.37	13.99%	-100.00%	9.74%
									%	%	
净利润率	5.10%	6.44%	5.43%	5.47%	4.82%	6.19%	5.84%	5.59%	-0.25%	-0.25%	-0.28%

销售费用率	0.39%	0.35%	0.27%	0.39%	0.29%	0.25%	0.37%	0.27%	-0.10%	-0.10%	-0.10%
管理费用率	5.04%	4.22%	5.13%	8.45%	4.19%	3.56%	4.59%	3.83%	-0.75%	-0.65%	-0.86%
财务费用率	-0.17%	-0.37%	-0.07%	-0.39%	-0.17%	0.28%	-0.28%	0.09%	0.37%	0.66%	0.00%
期间费用率	5.27%	4.20%	5.34%	8.45%	4.31%	4.10%	4.68%	4.19%	-0.49%	-0.10%	-0.96%

注：标注黄色为变化 pct；

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 4：中国化学二级单位 2014H1 业绩情况（万元）

单位	业务性质	2014H1 净利润	2013H1 净利润	YOY
中国天辰工程有限公司	施工、设计	27,349	20,970	30.4%
赛鼎工程有限公司	施工、设计	23,475	18,892	24.3%
化学工业第三设计院有限公司	施工、设计	9,449	8,461	11.7%
中国五环工程有限公司	施工、设计	13,783	11,165	23.4%
华陆工程科技有限责任公司	施工、设计	15,112	13,026	16.0%
中国成达工程有限公司	施工、设计	18,982	9,320	103.7%
中国化学工业桂林工程有限公司	施工、设计	233	247	-5.6%
设计板块合计		108,384	82,082	32.0%
化学工业岩土工程有限公司	建筑安装	522	1,032	-49.4%
中国化学工程香港有限公司	建筑安装	86	663	-87.0%
北京华旭工程项目管理有限公司	监 理	287	298	-3.6%
中化二建集团有限公司	建筑安装	13,065	14,368	-9.1%
中国化学工程第三建设有限公司	建筑安装	9,103	14,254	-36.1%
中国化学工程第四建设有限公司	建筑安装	3,480	3,384	2.8%
中国化学工程第六建设有限公司	建筑安装	10,687	8,804	21.4%
中国化学工程第七建设有限公司	建筑安装	5,611	4,821	16.4%
中国化学工程第十一建设有限公司	建筑安装	11,440	10,414	9.9%
中国化学工程第十三建设有限公司	建筑安装	3,953	4,731	-16.5%
中国化学工程第十四建设有限公司	建筑安装	3,084	3,301	-6.6%
中国化学工程第十六建设有限公司	建筑安装	1,867	939	98.9%
施工板块合计		63,184	67,008	-5.7%
中化工程集团务有限公司	金 融	8,599	3,538	143.0%
印尼中化巨港电站有限公司	发 电	4,917	4,989	-1.5%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理计算

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	54,117	61,728	69,862	81,592	97,165	货币资金	18,868	15,574	24,725	29,200	34,668
营业成本	46,146	52,759	59,805	70,028	83,726	存货	8,542	12,858	8,971	10,504	12,559
毛利率	14.7%	14.5%	14.4%	14.2%	13.8%	应收账款	4,992	6,792	7,686	8,977	10,691
营业税金及附加	1,146	1,119	1,481	1,730	2,060	其他流动资产	16,972	25,444	21,159	24,310	28,516
营业费用	228	216	244	285	340	流动资产	49,374	60,668	62,541	72,992	86,433
营业费用率	0.42%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	固定资产	4,885	4,755	5,329	5,796	6,198
管理费用	3,134	3,572	3,912	4,561	5,422	长期股权投资	895	899	899	899	899
管理费用率	5.79%	5.79%	5.60%	5.59%	5.58%	无形资产	2,059	2,138	2,137	2,137	2,136
财务费用	-354	-155	-127	-200	-261	其他长期资产	1,838	2,990	2,684	2,535	2,301
财务费用率	-0.65%	-0.25%	-0.18%	-0.24%	-0.27%	非流动资产	9,677	10,781	11,049	11,366	11,534
投资收益	-1	28	12	13	15	资产总计	59,051	71,449	73,590	84,358	97,967
营业利润	3,805	4,124	4,520	5,156	5,835	短期借款	230	417	0	0	0
营业利润率	7.03%	6.68%	6.47%	6.32%	6.00%	应付账款	13,197	15,698	16,746	19,608	23,443
营业外收入	91	110	116	121	128	其他流动负债	24,845	30,813	29,082	33,454	39,230
营业外支出	14	22	23	24	25	流动负债	38,272	46,927	45,828	53,062	62,673
利润总额	3,882	4,213	4,612	5,254	5,937	长期负债	407	824	824	824	824
所得税	646	739	761	862	968	其他长期负债	1,179	1,148	1,139	1,129	1,119
所得税率	16.6%	17.5%	16.5%	16.4%	16.3%	非流动性负债	1,586	1,971	1,962	1,953	1,943
少数股东损益	152	115	128	146	165	负债合计	39,858	48,899	47,790	55,015	64,616
归属于母公司股东的净利润	3,084	3,358	3,723	4,246	4,804	股本	4,933	4,933	4,933	4,933	4,933
净利率	5.70%	5.44%	5.33%	5.20%	4.94%	资本公积	5,364	5,450	5,450	5,450	5,450
EPS (元)	0.63	0.68	0.75	0.86	0.97	股东权益合计	18,058	21,181	24,160	27,557	31,400
						少数股东权益	1,208	1,494	1,622	1,768	1,933
						负债股东权益总计	59,051	71,449	73,590	84,358	97,967
现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	3,084	3,358	3,723	4,246	4,804	增长率 (%)					
所得税支出	152	115	128	146	165	营业收入	24.30	14.06	13.18	16.79	19.09
折旧和摊销	493	557	420	496	580	营业利润	25.40	8.40	9.58	14.08	13.16
营运资金变动	-669	-2,143	6,742	1,408	1,781	净利润	29.79	8.91	10.87	14.04	13.14
其他	-65	181	42	-168	-217	利润率 (%)					
经营现金流	2,995	2,069	11,056	6,129	7,114	毛利率	14.73	14.53	14.39	14.17	13.83
资本支出	N/A	-3,713	-687	-814	-748	EBIT Margin	6.40	6.58	6.33	6.11	5.78
投资收益	N/A	18	12	13	15	EBITDA Margin	7.31	7.48	6.93	6.72	6.38
资产变卖	N/A	13	0	0	0	净利率	5.70	5.44	5.33	5.20	4.94
其他	N/A	-1,012	0	0	0	回报率 (%)					
投资现金流	-1,913	-4,694	-675	-801	-733	净资产收益率	17.14	15.95	15.40	15.40	15.29
发行股票	N/A	0	0	0	0	总资产收益率	5.33	5.26	5.25	5.49	5.38
负债变化	N/A	141	-611	-204	-214	其他 (%)					
股息支出	N/A	-247	-745	-849	-961	资产负债率	67.50	68.44	64.94	65.22	65.96
其他	N/A	325	127	200	261	所得税率	16.64	17.54	16.50	16.40	16.30
融资现金流	430	219	-1,229	-853	-913	股利支付率	4.57	7.10	20.00	20.00	20.00
现金及现金等价物	1,512	-2,406	9,151	4,475	5,468						

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富、傅盈，建筑与工程行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏文科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、国海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、尚荣医疗（002551.SZ）、普邦园林（002663.SZ）、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn