

2014年8月22日

高观朋

C0061@capital.com.tw

目标价(元)

6.75

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2014/8/21)	5.95
上证综指(2014/8/21)	2230.46
股价 12 个月高/低	8.78/5.12
总发行股数(百万)	4933.00
A 股数(百万)	4933.00
A 市值(亿元)	293.51
主要股东	中国化学工程集团公司(66.71%)
每股净值(元)	4.32
股价/账面净值	1.38
	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
2014-07-03	5.25	买入

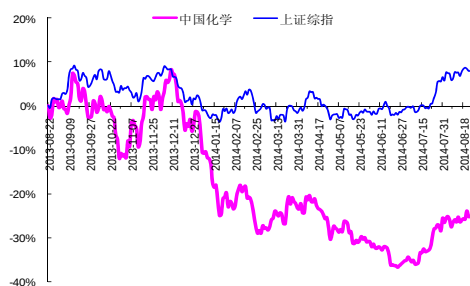
产品组合

工程施工(承包)	81.2%
其他	16.0%
勘察、设计及服务	2.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.2%
一般法人	71.0%

股价相对大盘走势



中国化学(601117.SH)

Buy 买入

上半年净利增 14%，维持买入评级

结论与建议：

公司 2014 年 H1 实现净利润 18 亿元，yoy+14%，略超我们预期，主要是由于投资收益同比增加所致。尽管综合毛利率下降，但是由于在建项目推进加快，公司实现营收和净利双增长。新签合同方面，受益于煤化工投资增速提升，国内新签合同额依然实现正增长。我们预计公司 2014/2015 年实现净利润 37 亿元和 40 亿元，yoy 分别为+10%和+9%，折合 EPS 分别为 0.75 元、0.82 元，目前股价对应 2014/2015 年的 PE 分别 7.9 倍、7.3 倍。鉴于公司估值较低，现有项目推进加快和新签合同订单有望稳步回升，我们维持买入的投资建议。

■ **上半年净利增 14%：**公司发布半年报，2014H1 实现营收 331 亿元，yoy+19.13%，实现净利润 18 亿元，yoy+13.99%，折合 EPS0.37 元，略好于我们此前的预期。业绩超出我们此前预期的原因是公司使用超募资金购买银行理财产品导致投资收益同比增加 1 亿元所致。单季度来看，公司 Q2 实现营收 187 亿元，yoy+21.30%，实现净利润 11.2 亿元，yoy+16.73%，折合 EPS0.227 元。

■ **毛利率下滑但在建项目推进加快：**报告期内公司综合毛利率为 12.07%，同比下滑 1.77 个百分点，主要是因为建筑安装市场竞争加剧，新签合同价格普遍偏低导致利润空间收窄，同时受国内宏观经济形势和人力成本提升等不利因素影响企业成本压力增加。但是由于在手订单项目推进加快，公司营收和净利依然实现双增长。

■ **国内新签合同额依然增长，煤化工项目贡献显著：**从新签合同方面来看，报告期内公司国内新签合同额 299.8 亿元，同比增加 5.2%，但由于境外新签合同额同比大幅减少 87.3%，导致上半年公司新签合同额 315.2 亿元，同比减少 22.3%。从新签合同额分行业情况来看，化工和煤化工依然是公司的主要业务，占比接近九成，其中煤化工业务上半年表现突出，新签合同额 165.8 亿元，同比增加 34%。

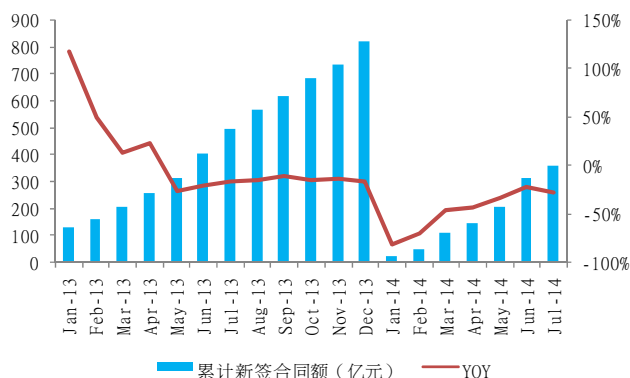
■ **新签订单有望回暖：**展望未来，我们认为传统化工行业在国家稳增长的措施之下，固定资产投资增速有望企稳回升，煤化工方面随着项目审批加快和行业规范出台，投资有望保持快速增长，后续将继续成为公司订单的重要来源。

■ **盈利预测：**我们维持此前的盈利预测，我们预计公司 2014/2015 年实现净利润 37 亿元和 40 亿元，yoy 分别为+10%和+9%，折合 EPS 分别为 0.75 元、0.82 元，目前股价对应 2014/2015 年的 PE 分别 7.9 倍、7.3 倍。鉴于公司估值较低，现有项目推进加快和新签合同订单有望稳步回升，我们维持买入的投资建议。

..... 接续下页

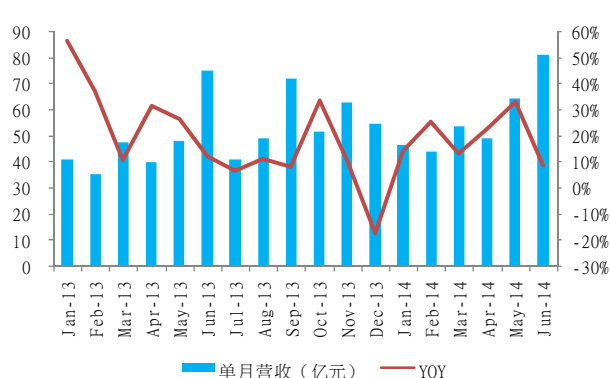
年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014 E	2015 E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2376	3084	3358	3704	4045
同比增减	%	43.21%	29.80%	8.91%	10.29%	9.21%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.482	0.625	0.681	0.751	0.820
同比增减	%	43.21%	29.80%	8.91%	10.29%	9.21%
市盈率(P/E)	X	12.4	9.5	8.7	7.9	7.3
股利 (DPS)	RMB 元	0.05	0.065	0.1	0.1	0.1
股息率 (Yield)	%	0.84%	1.09%	1.68%	1.68%	1.68%

图 1: 公司累计新签合同额及增速



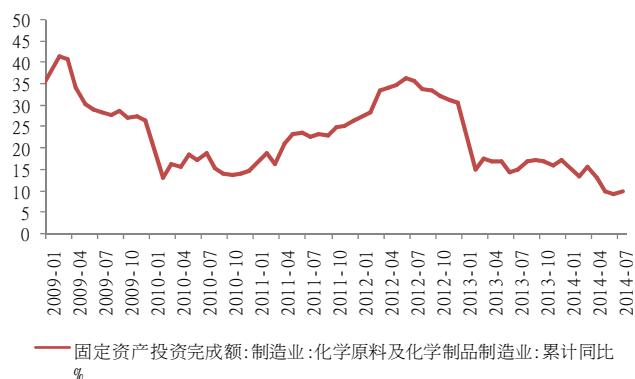
数据来源: 公司公告, 群益证券整理

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

图 3: 国内化工行业固定资产投资增速有望企稳回升



资料来源: wind, 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，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或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许会对此份报告内描述之证券，或买入，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券。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。