

## “一带一路”工业工程龙头，“三头在外”模式引领者

### 核心观点:

- **“一带一路”工业工程龙头，“三头在外”模式引领者。**有别于市场，我们认为国家“一带一路”战略绝不仅仅是在海外修路架桥，而是拉动沿线区域整体开发建设（中国交建、中国建筑等为综合开发龙头），在沿线国家发展能源在外、资源在外、市场在外等“三头在外”产业（中国化学具备化工/石油/医药/电力/煤炭/建筑/环保等最高资质，为工业园区及能源基建龙头），进而带动产品、设备和劳务输出。全球石化市场容量约是国内市场的5倍，预计2011-2016年投资CAGR达9.5%，ENR前十大化工工程公司Technip、Saipem、Fluor等2013年海外收入占比均在70%以上。2010-2013年公司海外收入CAGR高达19.3%，2013年海外收入/毛利占比15.4%/18.3%，我们判断未来三年有望提升至30%/40%。
- **新型煤化工应从国家战略储备的高度理解，项目审批较慢已经充分反映在悲观预期中。**（1）政策导向：国家把新型煤化工放在“保障国家能源安全、适度增加油气替代、实现高效清洁利用”的高度，原则是“量水而行、清洁高效、示范先行”，我们判断明年初关于煤制油气的规范准入文件或将出台。（2）天然气价格稳定，加上环保及能源安全考虑，煤制气逻辑顺畅；尽管油价下跌较快，油煤价比有所下降，但不改煤制油的战略储备意义。（3）煤化工项目目前核准偏慢的原因主要是卡在水、环保等环节，我们判断明年初煤制气项目正式核准或将落地。
- **公司历史股价走势依次取决于政策、订单、业绩，11月单月新签订单及收入结算正逐步走出低谷，我们判断明年初公司有望迎来政策及订单的共振。**（1）11月订单、收入双加速。公司1-11月新签订单564亿元，YOY-23.2%，增速较1-10月提高9.4pct；11月单月新签订单YOY+96.7%。1-11月收入YOY+12.4%，增速较1-10月提高0.4pct；11月单月收入YOY+15.8%。（2）我们判断公司后续订单增长将主要来自海外及新业务。2014H1公司新型煤化工订单占比已达52.6%，公司年初跟踪订单高达9300亿元，一旦核准落地将形成较大增量。此外公司正全力开拓电力、环保等新领域。（3）商业模式创新助推持续增长，公司将积极参与海外国家行业规划，创新工厂运营承包、BOT/PPP模式，打通上下游产业链。（4）公司董事长、总经理更换后或将带来积极改变，参照其他建筑央企经验，股价上涨为板块分拆、混改及资本运作等释放空间。
- **风险提示：**煤化工项目进度不及预期，回款风险，海外项目风险。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司14/15/16年EPS为0.75/0.86/0.97元，综合考虑公司成长性及行业估值，我们认为可给予公司15年12-15倍PE，合理估值区间为10.3-12.9元，维持“推荐”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	54117	61728	68124	75023	84341
增长率(%)	24.3	14.1	10.4	10.1	12.4
净利润(百万)	3084	3358	3705	4220	4786
增长率(%)	29.8	8.9	10.3	13.9	13.4
EPS	0.63	0.68	0.75	0.86	0.97
PE	9	9	8	7	6
PB	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源：中国银河证券研究部，股价为2014年12月9日股价

中国化学（601117.SH）

**推荐** 维持评级

合理估值区间：10.3-12.9元

### 分析师

鲍荣富

建筑行业首席分析师

☎：021-68097609

✉：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

联系人：

周松

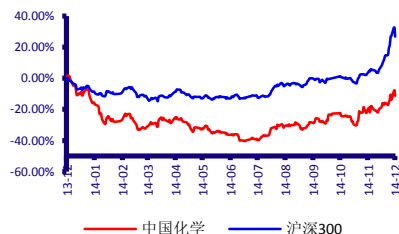
☎：021-68596786

✉：zhousong\_yj@chinastock.com.cn

### 市场数据 时间 2014.12.09

A股收盘价(元)	7.49
A股一年内最高价(元)	8.77
A股一年内最低价(元)	5.00
上证指数	2856.27
市净率	1.59
总股本(万股)	493300
实际流通A股(万股)	493300
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	369.48

### 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

## 目 录

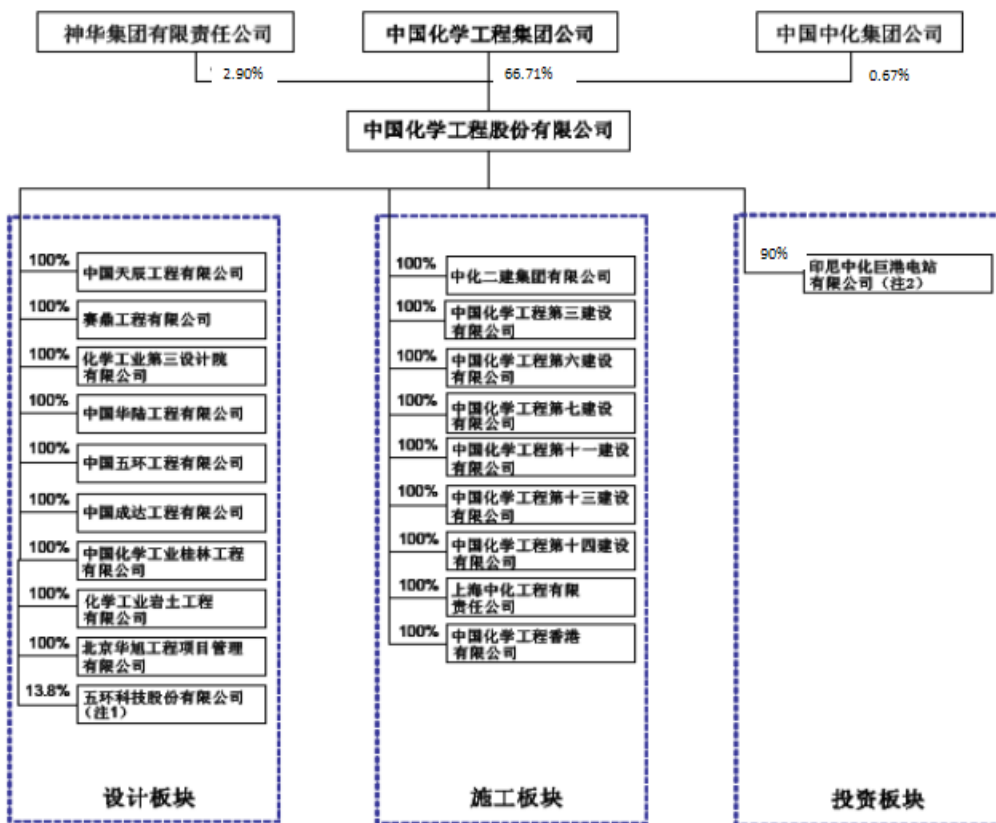
<b>一、公司概况：中国化工及煤化工工程领导者</b> .....	<b>3</b>
(一) 公司概况.....	3
(二) 主营业务分析.....	3
<b>二、行业分析：煤化工蓄势待发，海外市场空间广阔</b> .....	<b>6</b>
(一) 新型煤化工符合国家能源安全战略.....	6
(二) 产业政策逐渐明朗，订单高峰预计在明年.....	8
(三) 2014-2020 年新型煤化工投资规模约 1.2 万亿.....	10
<b>三、公司未来成长驱动因素：一带一路开拓新空间，模式创新助推持续增长</b> .....	<b>11</b>
(一) “一带一路” 资金政策双支撑，海外工程开辟新空间.....	11
(二) 新型煤化工明年将迎政策订单共振.....	13
(三) 商业模式创新驱动业绩持续稳定增长.....	13
<b>四、风险提示</b> .....	<b>14</b>
<b>五、盈利预测及投资建议</b> .....	<b>14</b>

## 一、公司概况：中国化工及煤化工工程领导者

### (一) 公司概况

中国化学(601117.SH)由中国化学工程集团于2008年联合神华集团和中化集团共同发起成立,并于2010年成功在沪A上市。控股股东中国化学工程集团现由国务院国资委直接监管,是国家化工基本建设重点企业之一。中国化学具备化工、石油、医药、电力、煤炭、建筑、环保等工业园区所需要的全部最高资质,是化学工业工程领域的领导者。

图 1: 公司股权结构图

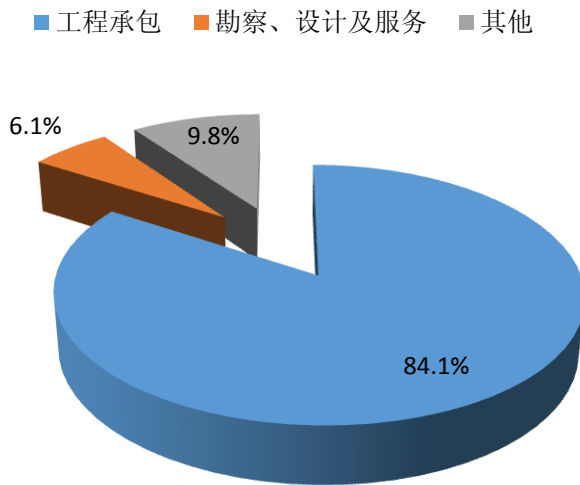


资料来源: wind, 中国银河证券研究部

### (二) 主营业务分析

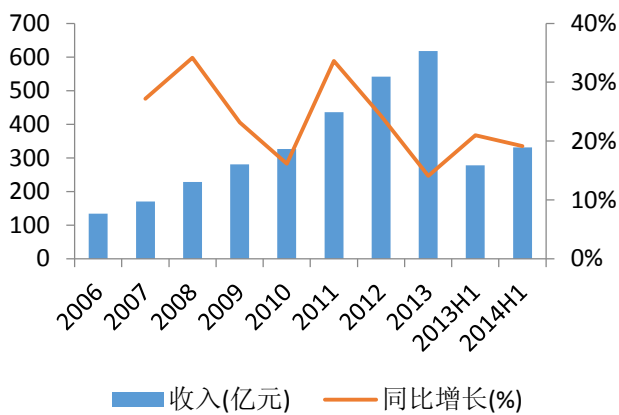
1、公司业绩总体持续快速增长, 盈利能力强劲。公司主营业务包括工程承包、勘察设计以及其他业务三大板块, 2013年三大板块分别占总收入的84.13%、6.08%、9.8%。从项目类型看以化工和煤化工为主, 两者合计占比超过80%。公司业绩平稳增长, 2006-2013年, 公司营业收入和归母净利润持续快速增长, CAGR 分别为24.45%、38.64%。随着金融危机后世界和中国经济增长中枢整体下移, 公司增速有所下降但仍持续稳健增长。

图 2: 公司业务三大板块占比



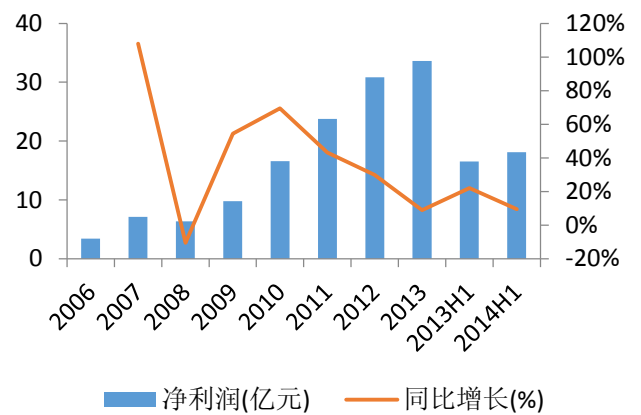
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 3: 公司营业收入及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

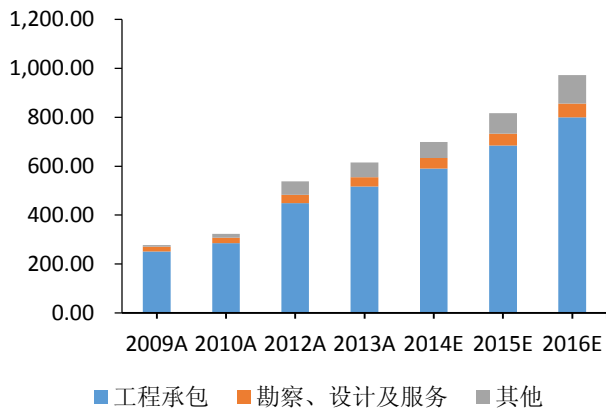
图 4: 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

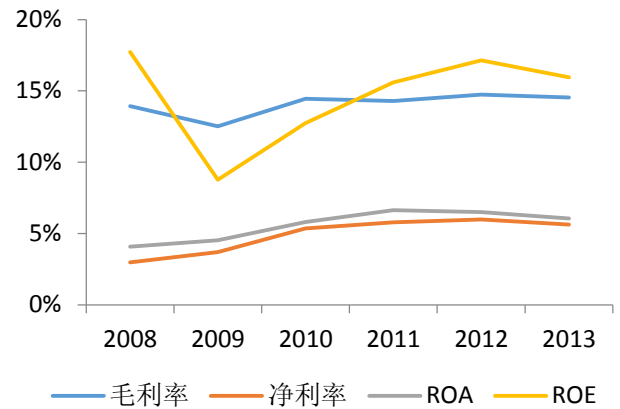
公司各项盈利指标稳健, 2013 年公司毛利率/净利率分别为 14.53%/5.63%, ROA 与 ROE 在上市后快速提高。2013 年受国内外宏观经济影响有所下降, 但仍保持较高水平, 未来公司将通过业务结构转型升级、开拓国外市场、改善内部管理进一步提升盈利空间。

图 5: 公司营业收入构成



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 6: 公司毛利率与净利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

## 2、新型煤化工和海外业务将是公司未来主要增长点

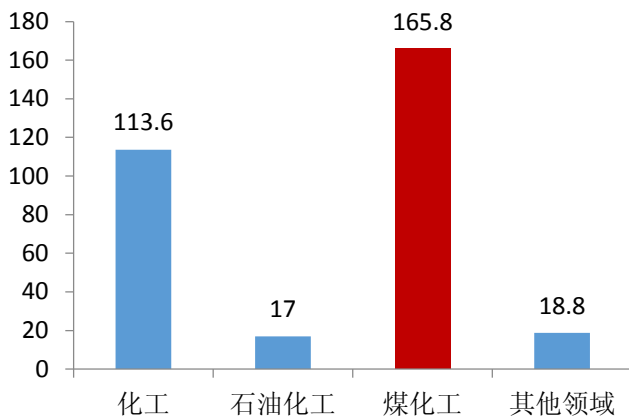
从公司新签订单的业务结构来看, 占比最大的是化工和煤化工两块。2014 年上半年化工新签合同额 113.6 亿元, YOY-45%, 占比 36.0%; 煤化工新签合同额 165.8 亿元, YOY +34%, 占比 52.61%。煤化工将成为决定公司未来业绩的关键。鉴于公司年初跟踪大额订单高达 9300 亿元, 我们判断一旦项目核准落地后将会给公司带来巨大的订单增量。

表 1: 公司近年来新签订单情况 (百万元)

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	1136000	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	170000	5.40%	-43.00%	596,925	7.28%	23.67%	482,668	4.93%	0.43%	480,597	4.72%
煤化工	1658000	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	188000	5.97%	-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	3152000	100.00%	-22.30%	8,204,082	100.00%	-16.19%	9,789,458	100.00%	-3.82%	10,178,598	100.00%

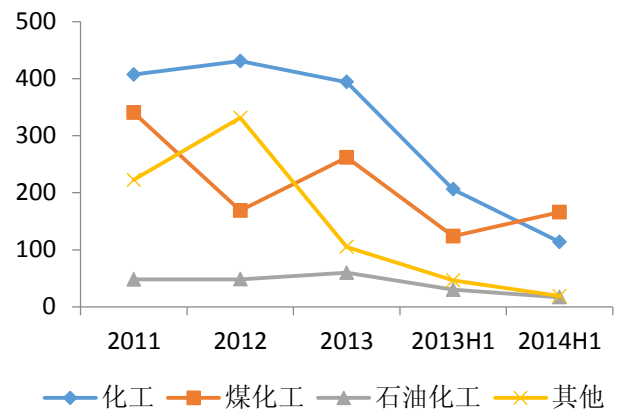
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 7: 2014 上半年新签订单额



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 8: 2011-2014H1 新签订单增长 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

由于大型工程业绩会滞后订单 1-2 年, 14 年业绩主要取决于 12、13 年的订单情况, 其间高位的传统化工新签额支撑了公司目前的基本面。根据公司新签订单及收入结算情况, 我们测算公司 12 年结转至 13 年订单 1100 亿元, 13 年结转至 14 年 900 多亿元。

海外将是公司未来新签订单另外一个重要增长点。尽管年初以来公司海外订单大幅下降, 但近期已有所突破, 我们判断将是一个良好开端。12 月 8 日公司所属全资子公司陆华工程与巴基斯坦国家炼油有限公司签署了国家炼油有限公司界区内升级项目采购总承包合同, 合同金额达 9.61 亿元。

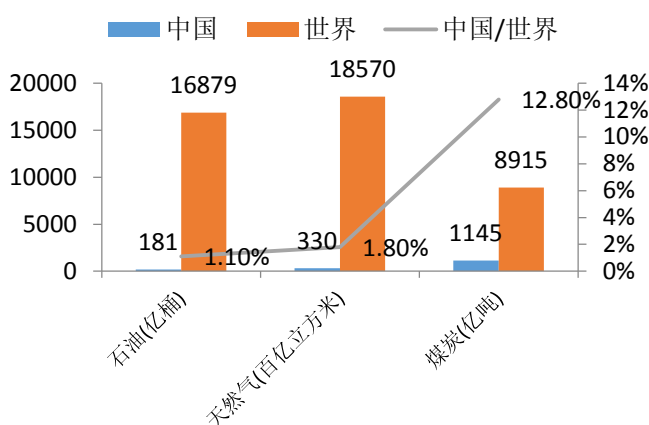
**3、公司在化工工程领域技术遥遥领先, 且市场份额较高, 竞争优势显著。**公司拥有较强的化工设计实力, 拥有全国实力最强的原化工部九大设计院中六个, 与中石化炼化和中石油旗下的石油建设、寰球工程呈现出三寡头垄断的格局。在市场定位上, 中石化和中石油的工程公司主要是承接体系内的石油化工项目, 而中国化学由于没有石油石化的股东背景, 主要以体系外的化工项目 (多为非石化领域) 和煤化工项目为主, 市场竞争意识强于中石化炼化及中石油建设。

## 二、行业分析: 煤化工蓄势待发, 海外市场空间广阔

### (一) 新型煤化工符合国家能源安全战略

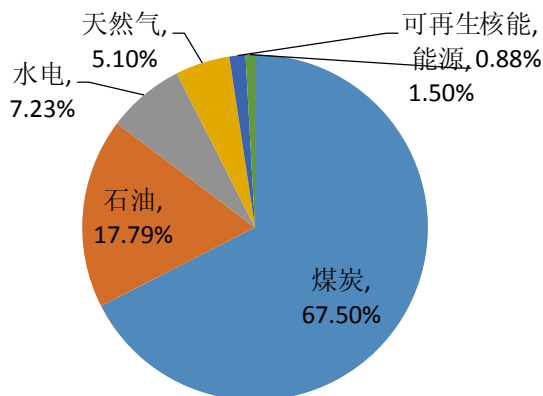
1、中国富煤少油缺气的能源资源结构决定了新型煤化工中长期持续发展将是国家能源安全的重要战略之一。我国煤炭资源最为丰富, 占世界储量的 12.8%, 仅次于美俄。石油和天然气储量均较低, 占比不足 2%。我国油气人均剩余可采量仅为世界平均水平的 6%, 常规天然气新增产量仅能满足新增需求的 30% 左右。2013 年石油和天然气对外依存度分别达到 58.1% 和 31.6%。

图 9: 2013 年底中国已探明能源资源储量及占比



资料来源: BP, 中国银河证券研究部

图 10: 2013 年中国一次能源消费结构



资料来源: BP, 中国银河证券研究部

2、从经济性的角度看, 尽管油价近期下降较快, 但油煤价比依然高于20, 煤制烯烃、煤制油经济性受到一定影响, 但煤制气基本没有影响

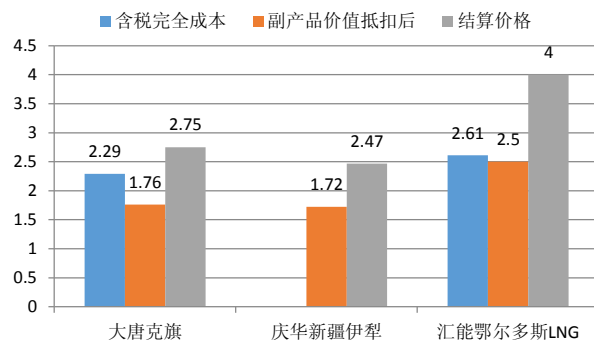
(1) 煤制气经济性基本不受影响。当煤炭价格在400~500元/吨时, 煤制天然气的制造成本约1.8~1.9元/立方米, 而进口气到达中国口岸价普遍超过2元/立方米, 入管网价在2.48元/立方米以上, 前者比后者拥有0.5元/立方米的成本优势。目前榆林地区煤炭售价仅300元/吨, 折算煤制气原料成本不足0.7元/立方米, 与进口管道天然气相比, 优势扩大至1元/立方米以上; 若与进口LNG相比, 煤制气优势更扩大到1.5元/立方米以上。根据亚化咨询估算, 大唐克旗、庆华伊犁、汇能鄂尔多斯三个已投运营煤制气项目的税前利润率将分别达36.0%、30.4%、37.5%, 大幅好于市场此前预期。

图 11: 油煤价比 (布伦特原油期货/内蒙东胜 5200 大卡坑口价)



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 12: 已投入运营的煤制气真实成本 (元/方)



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

(2) **煤制烯烃依然有竞争优势。**截至2014年9月30日，国内已经有9套甲醇制烯烃项目投产，合计烯烃产能436万吨/年。年底国内煤经甲醇制烯烃(或甲醇制烯烃)总产能将达606万吨/年。神华包头60万吨/年DMTO示范项目商业化运营实践表明，与石油路线相比，西部地区煤制烯烃项目具有绝对的成本优势，当国际原油价格在100美元/桶左右波动、煤炭价格300元/吨时，DMTO装置吨烯烃完全成本不足7000元，而石油路线吨烯烃完全成本已高达9600元。若油价下降30%以上，两者成本相当。

(3) **煤制油受到一定影响，但战略储备价值较大。**2013年1-9月，伊泰煤间接液化项目生产各类油品和化工品13.2万吨，实现净利润1.2亿元。照此推算，产品净利润高达909元/吨。

3、**煤化工符合我国的能源战略和节能减排的政策要求。**根据《能源发展战略行动计划(2014-2020年)》的要求，清洁能源将是未来的主攻方向，逐步降低煤炭消费，到2020煤炭消费比重控制在62%以内。稳妥实施煤制油、煤制气示范工程，形成一定规模的煤基燃料替代能力。

## (二) 产业政策逐渐明朗，订单高峰预计在明年

1、**政策层面：形势逐渐明朗。**煤化工是典型的政策驱动型产业，与煤化工相关的政策时松时紧，进入2013年，国家对新型煤化工的政策导向日渐明朗，从“严控”转向“肯定”。2014年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》，明确煤制油气产业政策近期将发布实施根据规划，11月19日发布《能源发展战略行动计划(2014-2020年)》提出，稳妥实施煤制油、煤制气示范工程。按照清洁高效、量水而行、科学布局、突出示范、自主创新的原则，以新疆、内蒙古、陕西、山西等地为重点，稳妥推进煤制油、煤制气技术研发和产业化升级示范工程，掌握核心技术，严格控制能耗、水耗和污染物排放，形成适度规模的煤基燃料替代能力。

2、**订单层面：中国化学、东华科技订单增长主要在煤化工，煤化工又主要看煤制气。大规模订单有望明年爆发。**中国化学年初跟踪项目高达9300亿元，14年跟踪100亿以上的大项目：施工企业跟踪的46个，总投资额7999亿元；设计企业跟踪有11个项目，投资额1300亿元。目前订单卡在两个地方，一是业主等核准文件，现在煤制油、煤制烯烃、煤制气在做国家标准及技术标定(庆华煤制气、大唐煤制气、神华煤制烯烃、伊泰煤制油、神华煤制油)。二是大唐克旗煤制气暴露出问题，业主前期技术选择慎重。

表2：已获国家发改委“路条”的28个煤化工项目最新进展情况

序号	项目类别	业主方	项目所在地	产能(亿方/年,万吨/年)	投资额(亿元)	项目进展	中国化学跟踪单位
1	煤制天然气	华能新疆能源开发有限公司	新疆准东	40	240	计划2017年底建成	五环总体院
2	煤制天然气	中石化集团	新疆准东	80	500	前期规划,计划2017年底建成	如果用鲁奇炉,赛鼎会参与设计。
3	煤制天然气	浙江能源集团	新疆准东	40	240	计划2017年底建成	赛鼎总体院
4	煤制天然气	苏新能源和丰有限公司	新疆准东	40	240	计划2017年底建成	总体院五环,东华部分设



							计
5	煤制天然气	新疆龙宇能源	新疆准东	40	240	计划 2017 年底建成	赛鼎总体院
6	煤制天然气	新疆富蕴广汇新能源有限公司	新疆准东	40	240	计划 2017 年前建成	赛鼎总体院
7	煤制天然气	新疆生产建设兵团、中煤能源	新疆准东	40	240	计划 2017 年底建成	赛鼎跟踪
8	煤制天然气	中电投集团	新疆伊犁	60	500	在建	天辰、赛鼎、五环、华陆、东华
9	煤制天然气	山东能源新矿集团	新疆伊犁	20	130	在建, 2014 年建成单机试车, 2015 年全面商业化运行	天辰、赛鼎、东华、五环、华陆
10	煤制天然气	国电集团	内蒙古兴安盟	40	300	预计 2017 年建成	天辰、赛鼎、东华、华陆
11	煤制天然气	中海油集团	山西大同	40	300	预计 2017 年建成	总体院五环
12	煤制天然气	内蒙新蒙能源公司	内蒙古杭锦旗	40	300	预计 2017 年建成	五环总体院
13	煤制天然气	中海油新能源投资有限责任公司	内蒙古鄂尔多斯	40	245	2017 年投产运营	天辰总体院
14	煤制天然气	北京控股集团	内蒙古鄂尔多斯	40	240	预计 2017 年建成	天辰总体院
15	煤制天然气	河北省建设投资集团投资公司	内蒙古鄂尔多斯	40	240	预计 2017 年建成	
16	煤制天然气	华星能源	内蒙古鄂尔多斯	40	246	一期 20 亿立方米/年项目计划于 2015 年投产, 二期于 2017 年投产。	天辰总体院
17	煤制天然气	皖能电力	安徽省淮南市	22	300		五环总体院
	小计			702	4741		
18	煤制烯烃	中煤集团	陕西榆林	60	242	在建, 预计 2015 年底建成	华陆
19	煤制烯烃	中石化集团	贵州织金	60	210	预计 2017 年建成	
20	煤制烯烃	中石化与河南煤业集团	河南	60	210	预计 2017 年建成	
21	煤制烯烃	甘肃华鸿汇金	甘肃平凉	60	260	预计 2016 年建成	天辰

		公司					
22	煤制烯烃	黑龙江龙煤集团	黑龙江双鸭山	60	210	预计 2017 年建成	天辰
23	煤制烯烃	中电投集团	内蒙古鄂尔多斯	80	300	预计 2017 年建成	
24	煤制烯烃	神华集团	内蒙古呼伦贝尔	75	425.7	2014.5.7 日获得路条	
	小计			455	1857.7		
25	煤制油	潞安集团	山西长治	180	200	一期计划于 2014 年 8 月投产	
26	煤制油	神华集团	宁夏宁东	400	550	在建	
27	煤制油	伊泰集团	内蒙古鄂尔多斯	200	300	在建	天辰总包
28	煤制油	贵州渝富能源		200	240	路条	
	小计			980	1290		
	合计				7888.7		

资料来源：中国煤化工网，化化网，中国银河证券研究部

**3、煤制气受益于油气改革、管网分离、混合所有制改革。**油气改革四部曲—市场公平准入、管输定价市场化、管网分离、民营资本参股将循序推进，管网、煤制气投资引入民营资本，或者上下游之间相互参股等，将解决资金瓶颈问题。这些均有利于煤制气企业打消最大的顾虑，加快投资进度。

### （三）2014-2020 年新型煤化工投资规模约 1.2 万亿

我们测算，2014-2020 年期间新型煤化工总投资规模约 1.23 万亿元。其中，预计煤制天然气可形成总投资约 4000 亿元，煤制烯烃可形成总投资约 3000 亿元，煤制油可形成总投资约 4000 亿元。

表 3：2014-2020 年新型煤化工项目投资测算

新型煤化工领域	2013 年底已投产产能	2014-2020 预计新增年产能	预计总投资（亿元）
煤制烯烃	180 万吨/年	1000 万吨/年	3000
煤制天然气	31 亿方/年	600 亿立方米/年	4000
煤炭液化（直接+间接）	170 万吨/年	3000 万吨/年	4000
煤制乙二醇	90 万吨/年	500 万吨/年	600
煤制芳烃	N/A	300 万吨/年	500
煤制二甲醚	500 万吨/年	300 万吨/年	210

合计		12310
----	--	-------

资料来源: 中国银河证券研究部

### 三、公司未来成长驱动因素：一带一路开拓新空间，模式创新助推持续增长

#### (一) “一带一路” 资金政策双支撑，海外工程开辟新空间

海外市场空间十分广阔，预计 2015 年国内石化总产值将达到 16 万亿，国际石化行业总产值将达到 15 万亿美元。根据中化国际咨询预计，2011 年全球炼油与化工行业总产值 7.5 万亿美元，中国炼油与化工行业总产值 9.7 万亿元，全球总产值约是国内的 5 倍。安迅思咨询预计 2011~2016 年全球炼油行业资本开支将保持 3.6% 的复合年增长率，全球石油化工领域资本开支将保持 9.5% 的复合年增长率。

公司立足国内市场、积极拓展海外市场，计划到 2015 年末海外订单占比达到 30% 以上。2010 到 2013 年海外营业收入 CAGR 高达 19.3%，2013 年海外收入为 95.13 亿元。2005 年以来公司持续加快“走出去”战略实施，加大海外市场拓展，营业收入稳步提升，且海外工程毛利率显著高于国内。

表 4: 中国化学海外业务整体情况

	2014H1	2013	2012	2011	2010
新签订单 (亿元)	15.4	167.4	305.6	158.2	96.2
营业收入 (亿元)	-	95.13	74.39	72.78	55.97
毛利率境外 (%)	8.66	15.10	17.28	8.12	16.43
毛利率境内 (%)	12.81	14.40	14.30	15.50	13.97

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究

图 13: 公司海外收入稳步提升

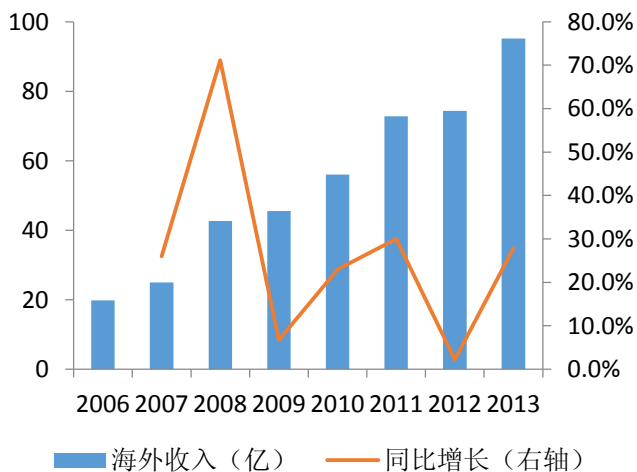
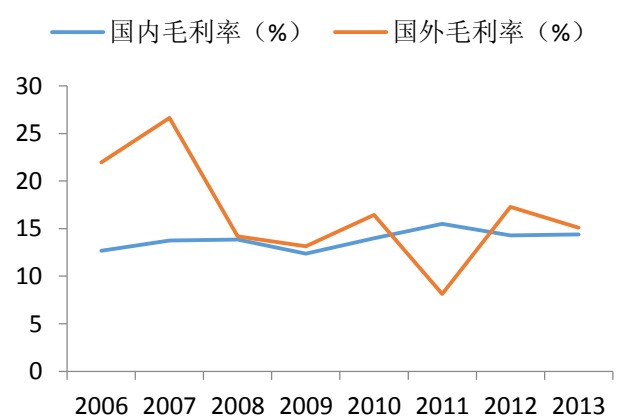


图 14: 公司国内、国外毛利率对比



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

**公司成为国际工程公司将是必然趋势。**(1) 公司海外拓展兼具技术、成本、经验及资金优势。依托中国企业“走出去”政策以及“中国制造”在海外认可程度不断提高, 公司积累了越来越多的海外项目, 与国外跨国公司建立了广泛的业务关系, 在技术、质量、资金等方面越来越多地获得客户认可, 为扩大海外市场打下了坚实的基础。公司承建的尼日尔贾德姆原油管道工程获得国家优质境外工程奖, 印尼拉布湾等多个项目获得国家工程总承包奖。(2) 从 ENR 排名前 10 位的国际化工工程承包商的经验数据来看, Technip、Tecnicas Reunidas、Saipem、Fluor 等公司的 2013 年海外收入占比均在 70% 以上。公司“国内领先、世界一流”工程公司的定位决定了其必然要广泛参与国际竞争。

**公司海外战略与“一带一路”共振, “工程立业, 技术领先、产业支撑”的发展理念与“三头在外”相契合, 依托印尼电站等项目的成功经验, 预期海外业务将快速做大做强。**我们认为国家“一带一路”战略绝不仅仅是在海外修路架桥, 而是拉动沿线区域整体开发建设(中国交建、中国建筑等为综合开发龙头), 在沿线国家发展能源在外、资源在外、市场在外等“三头在外”产业, 进而带动产品、设备和劳务输出。中国化学具备化工/石油/医药/电力/煤炭/建筑/环保等最高资质, 可承担工厂及工业园区、能源基础设施、公用工程、市政管道、环保等一揽子交钥匙工程, 将是工业园区及能源基建的龙头。公司在印尼承担建设及运营的中化巨港电站项目 2013 年实现 9604 万元净利润, 成为“三头在外”模式的成功典范。

**表 5: 中国化学今年新签海外重大订单情况**

日期	项目	金额(亿)
2014 年 12 月	巴基斯坦国家炼油有限公司界区内升级项目采购总承包合同	9.61
2013 年 1 月	土耳其 KAZAN 年产 250 万吨天然纯碱、配套 800MW 联合循环电站以及打井项目工程承包合同	68.42
2012 年 11 月	沙特 SABIC PCQ-2 罐区项目工程承包合同	21.43
2012 年 6 月	印尼 CILACAP 二期 1X660MW 燃煤电站项目总承包合同	44.58
2012 年 5 月	中国化工与迪拜政府建设主管部门 EO-(Engineer's Office) 签订了迪拜国民安居项目施工总承包合同	186.44
2012 年 4 月	十四公司中标沙特纳杰兰水泥厂(NCC) III 线 6500T/D 熟料水泥生产线项目	-
2012 年 4 月	阿克苏诺贝尔纤维素项目	0.17
2012 年 3 月	孟加拉沙迦拉化肥厂项目联合体合作协议和建设工程设计合同签署	-
2012 年 3 月	莫桑比克 2 万公顷农业开发项目施工合同	8.8
2012 年 2 月	沙特萨法尼亚 Safaniya 火炬系统升级改造项目的施工合同	-
2011 年 7 月	土耳其天然气储库项目、宁夏宝丰能源集团有限公司 150 万吨/年甲醇项目的工程承包合同	48.51

2011年8月	越南国家电力公司签订了越南 DUYEN HAI (沿海) 3 燃煤电站总承包项目合同	83.98
<b>合计</b>		<b>471.94</b>

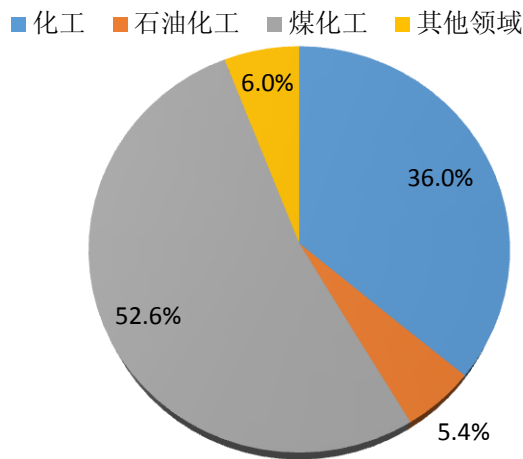
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## (二) 新型煤化工明年将迎政策订单共振

尽管年初以来国家关于煤化工的产业政策、项目审批及核准等方面的进度均低于预期，但公司煤化工依然是增长最快的板块，2014 年上半年公司新签煤化工订单 165.8 亿元，同比增长 34%，占比高达 52.6%。

我们认为，新型煤化工应从国家战略储备的高度理解，项目审批较慢已经充分反映在悲观预期中，明年初或将迎来一波政策与订单的共振。(1) 政策导向已非常明确，国家把新型煤化工放在“保障国家能源安全、适度增加油气替代、实现高效清洁利用”的高度，原则是“量水而行、清洁高效、示范先行”，我们判断明年初关于煤制油气的规范准入文件或将出台。(2) 天然气价格稳定，加上环保及能源安全考虑，煤制气逻辑顺畅；尽管油价下跌较快，油煤价比有所下降，但不改煤制油的战略储备意义。(3) 煤化工项目目前核准偏慢的原因主要是卡在水、环保等环节，我们判断明年初项目正式核准或将落地。

图 15: 公司 2014 上半年新签订单结构



资料来源：wind，中国银河证券研究部

## (三) 商业模式创新驱动业绩持续稳定增长

在巩固传统化工、煤化工 EPC 业务优势的同时，正全力开拓新领域、新市场，积极推动商业模式创新。公司计划通过工厂承包，BOT/PPP 及其衍生模式或直接投资等方式参与项目经营，探索多远化的经营模式，打通上下游产业链，不断强化自身的比较优势，在国内及海外市场均将有所突破，从而推动业绩持续稳定增长。

**表 6: 中国化学下游运营项目最新进展**

项目	计划投资 (亿元)	项目进度
四川南充 100 万吨/年 PTA 项目	41.93	截止 14 年 6 月底, 累计完成投资 21.85 亿元, PTA 主装置 EPC 完成总进度的约 96%, 公辅工程完成 81%, 预计年底建成
福建耀隆 20 万吨/年 己内酰胺项目	41.08	截止 14 年 6 月底, 累计完成投资 28.69 亿元, 项目完成总进度的 99%, 预计在完成生产许可证审批后进行投料试车。
江苏启东新材料项目	62.06	截止 14 年 6 月底, 累计支出 1.78 亿元, 主要用于前期准备

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 四、风险提示

煤化工项目进度缓慢, 政府融资不到位, 项目进度不及预期。

应收账款回收的风险。

海外项目面临政治风险, 汇率风险等。

## 五、盈利预测及投资建议

我们预测公司 14/15/16 年 EPS 为 0.75/0.86/0.97 元, 综合考虑公司成长性及行业估值, 我们认为可给予公司 15 年 12-15 倍 PE, 合理估值区间为 10.3-12.9 元, 维持“推荐”评级。



## 插图目录

图 1: 公司股权结构图.....	3
图 2: 公司业务三大板块占比.....	4
图 3: 公司营业收入及增速.....	4
图 4: 公司归母净利润及增速.....	4
图 5: 公司营业收入构成.....	5
图 6: 公司毛利率与净利率.....	5
图 7: 2014 上半年新签订单额.....	6
图 8: 2011-2014H1 新签订单增长 (亿元).....	6
图 9: 2013 年底中国已探明能源资源储量及占比.....	7
图 10: 2013 年中国一次能源消费结构.....	7
图 11: 油煤价比 (布伦特原油期货/内蒙东胜 5200 大卡坑口价).....	7
图 12: 已投入运营的煤制气真实成本 (元/方).....	7
图 13: 公司海外收入稳步提升.....	11
图 14: 公司国内、国外毛利率对比.....	11
图 15: 公司 2014 上半年新签订单结构.....	13

## 表格目录

表 1: 公司近年来新签订单情况 (百万元).....	5
表 2: 已获国家发改委“路条”的 28 个煤化工项目最新进展情况.....	8
表 3: 2014-2020 年新型煤化工项目投资测算.....	10
表 3: 中国化学海外业务营收基本情况.....	11
表 5: 中国化学今年新签海外重大订单情况.....	12
表 6: 中国化学下游运营项目最新进展.....	14



## 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，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）、苏交科（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）、围海股份（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  
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  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@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