

## 海外再签大订单，一带一路“三头在外”模式引领者

### 核心观点：

- “一带一路”工业工程龙头，海外再获 26.66 亿元大订单。公司 18 日公告，全资子公司五环工程与印尼 PKG 公司签署合成氨尿素工程总承包合同，金额 26.66 亿元，占公司 2013 年营收的 4.32%。公司今年海外订单总额已达 52.32 亿元，占新签合同额的 9.28%。我们在 12 月 10 日发布的公司深度报告中首次提出公司是“一带一路”工业工程龙头，“三头在外”模式引领者，目前这个逻辑正在逐步得到验证，深度报告推荐后公司股价累计上涨了 16%。
- 有别于市场，我们认为国家“一带一路”战略将超越中国工程公司在海外修路架桥的传统模式，而是要拉动沿线国家区域整体开发建设（中国交建、中国建筑等为龙头），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（中国化学等为龙头）。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，作为工业园整体建设模式的龙头可承担起“一带一路”沿线国家工业及能源基础设施建设的重任，公司此前在印尼承接多个燃煤电站项目，其中大化巨港电站运营项目 2013 年实现净利润 9604 万元。公司 2010-2013 年海外营业收入 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分别提升至 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，公司 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 分别为 0.75/0.86/0.97 元，我们给予公司 15 年 12-15 倍的估值，目标价为 10.3-12.9 元。

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	14.6	13.5	12.1	10.6	9.5
PB	2.4	2.1	1.8	1.7	1.4

资料来源：wind，中国银河证券研究部，股价为 2014 年 12 月 18 日收盘价

## 中国化学 (601117.SH)

推荐 维持评级

目标价：10.3-12.9 元

### 分析师

鲍荣富

☎：021-68097609

✉：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

特此鸣谢

周松

☎：021-68596786

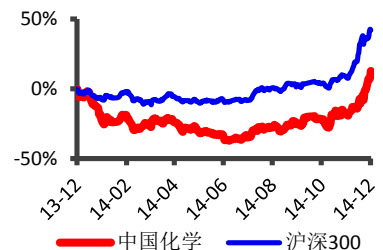
✉：zhousong\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130114120010

### 市场数据 时间 2014.12.18

A 股收盘价(元)	9.19
A 股一年内最高价(元)	9.19
A 股一年内最低价(元)	5.00
上证指数	3057.52
市净率	1.95
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)	453

### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

### 相关研究

《“一带一路”工业工程龙头，“三头在外”模式引领者》

2014/12/10

《煤制油气政策即将出台，开工或将加快》

2014/7/22

**利润表(百万元)**

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	54,117	61,728	68,124	75,023	84,341
营业成本	46,146	52,759	58,738	64,589	72,610
毛利率	14.7%	14.5%	13.8%	13.9%	13.9%
营业税金及附加	1,146	1,119	1,444	1,590	1,788
营业费用	228	216	218	240	270
营业费用率	0.42%	0.35%	0.32%	0.32%	0.32%
管理费用	3,134	3,572	3,338	3,654	4,091
管理费用率	5.79%	5.79%	4.90%	4.87%	4.85%
财务费用	-354	-155	-123	-191	-248
财务费用率	-0.65%	-0.25%	-0.18%	-0.26%	-0.29%
投资收益	-1	28	12	13	15
<b>营业利润</b>	<b>3,805</b>	<b>4,124</b>	<b>4,497</b>	<b>5,124</b>	<b>5,812</b>
营业利润率	7.03%	6.68%	6.60%	6.83%	6.89%
营业外收入	91	110	116	121	128
营业外支出	14	22	23	24	25
<b>利润总额</b>	<b>3,882</b>	<b>4,213</b>	<b>4,590</b>	<b>5,221</b>	<b>5,914</b>
所得税	646	739	757	856	964
所得税率	16.6%	17.5%	16.5%	16.4%	16.3%
少数股东损益	152	115	127	145	165
<b>归属于母公司股东的净</b>	<b>3,084</b>	<b>3,358</b>	<b>3,705</b>	<b>4,220</b>	<b>4,786</b>
净利率	5.70%	5.44%	5.44%	5.63%	5.67%
EPS (元)	0.63	0.68	0.75	0.86	0.97

**现金流量表(百万元)**

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	3,084	3,358	3,705	4,220	4,786
所得税支出	152	115	127	145	165
折旧和摊销	493	557	420	496	580
营运资金变动	-669	-2,143	7,058	1,019	1,285
其他	-65	181	32	-174	-230
<b>经营现金流</b>	<b>2,995</b>	<b>2,069</b>	<b>11,342</b>	<b>5,706</b>	<b>6,586</b>
资本支出	N/A	-3,713	-687	-814	-748
投资收益	N/A	18	12	13	15
资产变卖	N/A	13	0	0	0
其他	N/A	-1,012	0	0	0
<b>投资现金流</b>	<b>-1,913</b>	<b>-4,694</b>	<b>-675</b>	<b>-801</b>	<b>-733</b>
发行股票	N/A	0	0	0	0
负债变化	N/A	141	-211	-204	-214
股息支出	N/A	-247	-741	-844	-957
其他	N/A	325	123	191	248
<b>融资现金流</b>	<b>430</b>	<b>219</b>	<b>-829</b>	<b>-856</b>	<b>-923</b>
<b>现金及现金等价物</b>	<b>1,512</b>	<b>-2,406</b>	<b>9,838</b>	<b>4,049</b>	<b>4,930</b>

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**资产负债表(百万元)**

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	18,868	15,574	25,412	29,461	34,391
存货	8,542	12,858	14,315	15,742	17,697
应收账款	4,992	6,792	7,495	8,256	9,283
其他流动资产	16,972	25,444	20,748	22,562	25,041
<b>流动资产</b>	<b>49,374</b>	<b>60,668</b>	<b>67,971</b>	<b>76,020</b>	<b>86,412</b>
固定资产	4,885	4,755	5,329	5,796	6,198
长期股权投资	895	899	899	899	899
无形资产	2,059	2,138	2,137	2,137	2,136
其他长期资产	1,838	2,990	2,684	2,535	2,301
<b>非流动资产</b>	<b>9,677</b>	<b>10,781</b>	<b>11,049</b>	<b>11,366</b>	<b>11,534</b>
<b>资产总计</b>	<b>59,051</b>	<b>71,449</b>	<b>79,019</b>	<b>87,386</b>	<b>97,946</b>
短期借款	230	417	400	400	400
应付账款	13,197	15,698	17,476	19,217	21,604
其他流动负债	24,845	30,813	33,396	36,510	40,700
<b>流动负债</b>	<b>38,272</b>	<b>46,927</b>	<b>51,272</b>	<b>56,127</b>	<b>62,704</b>
长期负债	407	824	824	824	824
其他长期负债	1,179	1,148	1,139	1,129	1,119
<b>非流动性负债</b>	<b>1,586</b>	<b>1,971</b>	<b>1,962</b>	<b>1,953</b>	<b>1,943</b>
<b>负债合计</b>	<b>39,858</b>	<b>48,899</b>	<b>53,235</b>	<b>58,080</b>	<b>64,647</b>
股本	4,933	4,933	4,933	4,933	4,933
资本公积	5,364	5,450	5,450	5,450	5,450
<b>股东权益合计</b>	<b>18,058</b>	<b>21,181</b>	<b>24,145</b>	<b>27,521</b>	<b>31,350</b>
少数股东权益	1,208	1,494	1,622	1,767	1,931
<b>负债股东权益总</b>	<b>59,051</b>	<b>71,449</b>	<b>79,019</b>	<b>87,386</b>	<b>97,946</b>

**主要财务指**

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>增长率(%)</b>					
营业收入	24.30	14.06	10.36	10.13	12.42
营业利润	25.40	8.40	9.04	13.94	13.43
净利润	29.79	8.91	10.33	13.90	13.41
<b>利润率(%)</b>					
毛利率	14.73	14.53	13.78	13.91	13.91
EBIT Margin	6.40	6.58	6.44	6.60	6.62
EBITDA Margin	7.31	7.48	7.05	7.26	7.31
净利率	5.70	5.44	5.44	5.63	5.67
<b>回报率(%)</b>					
净资产收益率	17.14	15.95	15.33	15.32	15.26
总资产收益率	5.33	5.26	5.03	5.18	5.27
<b>其他(%)</b>					
资产负债率	67.50	68.44	67.37	66.46	66.00
所得税率	16.64	17.54	16.50	16.40	16.30
股利支付率	4.57	7.10	20.00	20.00	20.00

## 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  
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