

**建筑工程行业公司点评**  
 2016年04月20日

**业绩周期性下滑，技术储备持续加强**

——“中国化学”年报点评(601117.SH)

分析师	邵帅
执业证书	S0110512080001
电话	010-59366111
邮件	shaoshuai@sczq.com.cn

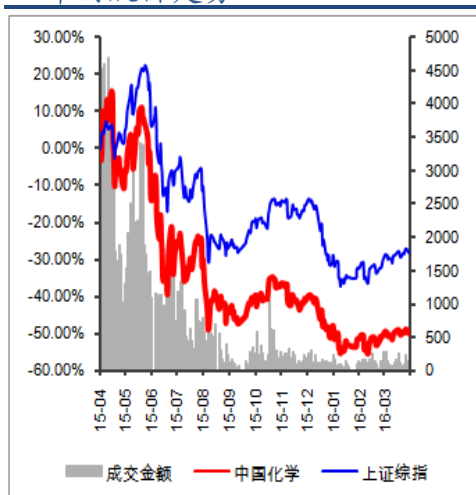
研究助理	刁阳
电话	010-59366179
邮件	diaoyang@sczq.com.cn

行业数据	2016/04/20
------	------------

股票家数(家)	63
总市值(亿元)	14580.66
流通市值(亿元)	11102.09
平均涨跌幅(%)	0.08
每股收益(TTM, 元)	0.582

公司数据	2016/04/20
------	------------

总市值(亿元)	293.02
流通市值(亿元)	293.02
总股本(亿股)	49.33
流通股本(亿股)	49.33
12个月价格区间	5.01~14.03

**一年内股价走势**


### 业绩描述

2015年公司实现营业收入635.32亿元，同比下降8.26%；实现归属于上市公司股东净利润28.41亿元，同比下降10.24%，在扣除非经常性损益后实现归属净利润27.4亿元，同比下降18.2%。实现经营活动现金流净额19.03亿元，同比增长28.46%。归属于上市公司股东净资产261.4亿元，同比增长10.54%。实现基本每股收益0.58元，同比下降9.38%。

### 业绩点评

■ 营业收入上市以来首次出现下滑，煤化工行业发展受多因素制约发展缓慢，建设需求下降。

2012年上市至2014年公司营收保持持续增长，复合增速为20.7%。但2015年收入同比下降约8.3%，结束了多年增长态势。利润拐点出现在2013年，当年实现净利34.74亿元，之后出现稳步下降，2015年实现29.64亿元。尽管业绩呈现下滑，但与主营业务类似的三维工程相比(2015下降18.66%)，业绩下滑并未超预期。

公司营收主要来自工程承包(占比连续多年保持在80%以上)，其中化工、煤化工类项目又是最要收入来源，业绩下滑与石化、煤化工行业整体不景气紧密关联。受2014年下半年开始的国际油价暴跌影响，石化企业普遍削减产能，工业建设需求随之减弱，包括勘测、设计、施工等在内的项目增长减弱；而对于新兴煤化工而言，油价暴跌也导致从煤炭向油气转化项目出现产能收缩。按照石化联合会的统计，2015年煤制油全年平均产能利用率仅47.5%，比2014年下降26个百分点，煤制乙二醇产能利用率仅48.1%；煤制天然气产能利用率稍高，为51.5%，煤化工全行业产能利用率下降。

另一个制约因素在于技术瓶颈，由于我国煤炭种类和结构复杂，并非所有煤种都适合作为气化原料，煤质是否对路直接影响煤化工项目投资成功与否的关键。大唐锡林郭勒盟多伦煤制烯烃项目壳牌炉、大唐赤峰克旗煤制天然气项目的鲁奇炉就是因为煤质问题，曾长期运行不正常；同样，由于灰熔点低和灰含量高，陕西渭河化肥项目水煤

浆气化也被迫将黄陵煤改为甘肃华亭煤，还有新疆多地也因煤质问题影响了气化炉平稳运行。煤化工用煤标准尚未出台，企业只能靠自己摸索技术方案，制约了现代煤化工行业的发展。

新增订单持续下降，2013年、2014年和2015年新签合同分别为820.4亿元、630.34亿元和728.71亿元，同比负增长分别为-16%、-13.06%和-14%。公司作为行业龙头企业，连续三年新增合同下降反映出整体行业景气度下降。从应收和预付项目数据也反观化工行业发展遇冷：2015年应收票据增长44.97%，主要系业主资金紧张导致在支付工程款时多采用银行承兑汇票结算增多；而预付账款则同比大幅下降42.22%，反映出在新开工项目减少背景下，公司预付的分包工程款及设备采购款相应减少。

#### ■ 研发投入增多，夯实技术储备，静待行业复苏。

公司是化工工程细分市场的领先者，在化工、煤化工等领域有很大优势。截至2015年底拥有专利技术1450项，专有技术177项、国家及省部级工法206项。工艺技术、工程技术和项目管理技术在国内保持领先水平，特别是在煤化工工程技术和业绩方面居世界前列。

研发投入持续增长，2013、2014和2015年分别投入12.56亿元、14.53亿元和16.14亿元，持续增长。研发取得多项成果：在煤化工领域，一步法甲醇制汽油技术（MTG）已完成新一代MTG催化剂的性能评价、筛选和制备放大实验；开发的卧式回转炉工艺低阶粉煤热解提质技术，已建成10万吨/年卧式回转炉煤提质中试装置并开车成功，通过了陕西省科技厅组织的成果鉴定。传统化工领域，开发的半水-二水湿法磷酸技术已成功应用于云南三环磷酸生产技术优化改造项目，为国内首套二水法改半水-二水法磷酸装置，保持了连续平稳运行。在化工新材料领域，联合开发的甘油法环氧氯丙烷工艺技术已应用于山东东营赫邦3万吨/年甘油法环氧丙烷项目，催化剂性能达到工业应用要求。施工技术领域，开发的装配式造粒塔滑模平台系统装置已应用于河北沧州正元大化肥项目，顺利完成了直径28米、高达110米的尿素造粒塔的滑模施工；开发的低合金复合钢堆焊隔离层与奥氏体不锈钢焊接技术，在东方石化柴油加氢项目、北方华锦化学柴油加氢装置优化工程等多个项目中得到转化应用。

我们认为，当前我国石油的对外依存度接近60%，天然气对外依存度已经达到32%，尽管从国际油价暴跌中可以获得低成本原油，但暴跌因素并不具有持续性。发展新型煤化工，实现我国自身能源转化是长久之计，公司具备很强的技术优势，待煤化工行业用煤标准尘埃落定后，强大技术优势将令业绩出现放量增长。

➤ 风险提示

(1) 油价暴跌对传统化工和煤化工行业增长形成压力。

## 分析师简介

邵帅，策略分析师，毕业于北京科技大学，硕士研究生，5年证券行业从业经验。

## 免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现