

中国化学601117上市定价报告

摘要:

一、上市公司基本资料

- (一) 公司介绍
- (二) 近三年财务数据
- (三) 董事会经营分析

二、数据统计

- (一) 所属板块及整个市场估值
- (二) 近期股本大小相似股票上市首日平均涨幅比较

三、首日估值预测及分析

四、风险因素分析

- (一) 市场风险
- (二) 经营风险
- (三) 财务风险
- (四) 管理风险
- (五) 技术风险
- (六) 其他风险

大通上市首日定价区间：
5.97—6.52 (元)

上市新股发行要素

股票名称	中国化学
股票代码	601117
发行价格	5.43 元
发行数量	12.33 亿股
网上发行	9.2475 亿股
发行前总股本	37 亿股
发行后总股本	49.33 亿股
申购上限	80 万股
发行 PE	45.25 (摊薄)
中签率	1.684%
上市地	北京市
上市日期	2010-01-07
所属行业	土木工程建筑业
主承销商	中信建投证券有限责任公司

研究员: 吴葵

电 话: 0411-39673206

网 址: www.daton.com.cn

邮 箱: wuyan@daton.com.cn

近期相关报告

中国建筑(601668)上市首日定价报告 20090728

一、上市公司基本资料

（一）公司介绍

公司是一家集勘察、设计、施工为一体，知识技术相对密集的工业工程公司，我国化学工业工程领域资质最为齐全、功能最为完备、业务链最为完整的工业工程公司，我国化学工业工程领域的领先者。主营业务包括：工程承包；勘察、设计及服务，在国内工程承包市场特别是化工、石油化工工程承包市场居于领先地位，为我国化工及石油化工行业的发展作出了突出贡献。积极实施“走出去”战略，大力拓展国外市场，在南亚、东南亚、中东、非洲等地建设了大量优质工程。在《建筑时报》评选的2008年中国承包商60强中位居化工、石油化工工程类承包商第一名；在由中国企业联合会、中国企业家协会评选的2008年中国企业500强中位列第126位。

（二）近3年财务数据

	2008-12-31
每股收益	0.1714
每股收益(扣除)	0.1563
每股净资产	0.97
净资产收益率	17.73%
主营收入	227.76 亿
每股现金流	0.43
每股经营性现金流	0.63

（三）董事会经营分析

1、本公司从事的主营业务及采用的经营模式

本公司从事的主营业务如下：

(1) 工程承包 本公司工程承包主要服务于化工、石油化工、煤化工、多晶硅、电力、炼油等行业，致力于从技术研发开始，全过程、全方位

提供重大工业项目一体化工程服务，最终产品是技术先进、工艺复杂、投资庞大的现代化工厂。

(2) 勘察、设计及服务 本公司勘察、设计及服务板块主要服务于化工、石油化工、多晶硅、煤化工等行业。其中勘察业务主要为客户提供岩土工程勘察、岩土工程设计与咨询、岩土工程监(检)测、岩土工程治理和施工、岩土工程试验、工程测绘、地质灾害防治等业务；设计业务是指根据建设工程的要求，对建设工程所需的技术、经济、资源、环境等条件进行综合分析、论证，编制建设工程设计文件的业务；技术服务业务是公司接受业主委托，为业主提供对工程项目的组织实施进行全过程或若干阶段的管理和服务的业务。

(3) 其他业务 本公司除了上述两大类业务外，还从事环境治理、电站运营等业务。

本公司开展的上述三大板块业务不受季节性因素的影响，营业收入也未出现季节性波动。

2、 本公司主营业务所处行业的竞争状况 本公司作为专业的工业工程公司，行业内的主要竞争者为国内工业集团公司内的建设队伍以及国际工程公司，行业内的竞争主要表现在专有的核心工艺技术、工程转化能力和为业主提供全过程、多功能、全方位的服务能力上。本公司在国内化工、石油化工行业、煤化工行业、多晶硅行业的工业工程领域拥有较强的竞争优势，在化工、石油化工、煤化工、多晶硅等行业的部分细分领域拥有领先的优势，在项目谈判过程中处于优势地位。

(二) 本公司的主要收入及利润来源 从业务分部看，工程承包是本公司的传统核心业务，最近三年及一期该业务分部收入占本公司分部收入合计的比例均超过 85%，且呈逐年上升的趋势，主要是由于国内化工、石油化工、煤化工、多晶硅等行业工程承包市场于 2006 年开始处于新一轮投资周期的启动阶段，市场需求逐渐放量，本公司工程承包业务规模也随之增大。

勘察、设计及服务板块是本公司重要的收入来源，最近三年占本公司营业收入的比重比较稳定。该板块作为最能体现本公司技术优势的业务，最近三年实现的收入增长表明，本公司在化工、石油化工、煤化工、多晶硅等行业工程领域的技术拥有较强的市场竞争力。

从地区分部的角度看，由于国内投资强劲，本公司最近三年及一期营业收入主要来源于境内，境内业务贡献的收入占本公司分部收入合计的比例均在 80%以上。本公司在境外开展的业务主要为电站运营、工程承包等业务，2008 年贡献的收入占分部收入合计的比重较其他期间有较大上升，主要是由于本公司承揽的部分海外项目于本年集中执行所致。

(三)营业收入及营业毛利增长变动的综合分析最近三年本公司营业收入和营业毛利平稳增长，如图 11.1 所示。其中，营业收入由 2006 年度的 1,334,885.34 万元增长到 2008 年度的 2,277,639.76 万元，年复合增长率达 30.62%，营业毛利由 2006 年度的 187,576.68 万元增长到 2008 年度的 317,084.86 万元，年复合增长率达 30.02%。

(四)影响本公司财务状况与盈利水平的主要因素

中国的宏观经济增长公司的主营业务与宏观经济运行关系较为密切，与国民经济发展周期呈正相关关系。公司业务的发展主要依赖于国民经济运行状况、国家固定资产投资规模，特别是在化工、石油化工行业的投资。因此，宏观经济的发展态势，尤其是化学工业的建设投入对公司盈利能力的持续性和稳定性具有较大的影响。近年来，国家宏观经济持续快速增长，对公司所处行业的发展起到了巨大的推动作用，但如果未来宏观经济增长减慢或产生衰退，本公司的经营业绩将可能受到不利影响。

工程总承包模式的发展本公司长期以来致力于工程承包、勘察、设计及服务行业，在国内化工、石油化工工程领域保持强劲态势和领军地位。本公司将充分运用强大的技术能力和资金优势，继续拓展技术复杂、

盈利水平和回报率高、更具有竞争力的大型高、难、新型工程总承包项目，强化市场领导地位。

本公司将加大科技研发和技术改造投入，建立以公司总部、子公司为主体，多层次、全方位的资金支持和投入保障体系。通过科技研发和技术创新，本公司将拓展工程咨询业务，为工程项目建设的全过程提供服务，实现科技研发、勘察设计、监理咨询与工程总承包的有机整合，提升企业核心竞争力。

资金实力的增强工程总承包业务自身的运作模式和发展趋势决定了资金实力在工程总承包市场中的重要地位。总承包项目自身运营时在前期项目招标、合同签署履约、工程设计分包、工程设备采购、基建施工分包等多个环节需要总承包商履行一定的资金垫付和融资职能。公司做大做强工程总承包业务并持续提升盈利能力，就必须进一步增强公司的整体资金实力和运营资金规模。若本次股票发行上市成功将大大增强公司的资金实力并拓宽公司的融资渠道，进而有利促进公司主营业务的拓展和盈利能力的提升。

内部管理与成本控制的有效性本公司的工程承包业务具有区域分布广、建设时间长等特征，具体项目的现场管理和成本控制十分重要，本公司正着力推行内部整合以提升工程承包业务竞争力。通过强化项目管理、落实责任成本管理、推进下属企业形成专业化分工等一系列的内部管理措施，促使下属工程承包公司实现业务转型，转变粗放式工程承包管理模式。

本公司相信内部管理与成本控制依然存在大量的空间可以提升本集团的经营管理水平，形成更具竞争力的工程承包管理与经营队伍。但是，若本公司未能有效的、迅速的完成内部的整合，不能对业务模式、流程、各子公司形成更有效的管理，则本公司内部整合优势将无法得到有效的发挥，本公司的盈利水平及财务状况将受到较大的影响。

二、数据统计

(一) 所属板块及整个市场估值

板块名称	市盈率(TTM, 整体法)	预测市盈率(整体法) 2010	预测市盈率(整体法) 2011	市净率(整体法)
全部 A 股	26.83	19.58	16.23	3.61
上证综合指数成份	24.44	18.31	15.26	3.35
沪深 300 成份	24.13	17.91	15.13	3.39
土木工程建筑业	30.27	17.32	13.14	2.56

数据来源：大通研发中心、wind

(二) 近期股本大小相似股票上市首日平均涨幅比较

证券代码	证券简称	首发上市日期	首发数量亿股	首发价格元	首发 PE	现金申购中签率	首日平均涨幅
601299	中国北车	2009-12-29	25	5.56	49.21	1.33%	3.11%
601989	中国重工	2009-12-16	19.95	7.38	42.14	1.36%	12.61%
						平均值	7.86%
601117	中国化学	2010-1-7	12.33	5.43	45.25	1.68%	

数据来源：大通研发中心、wind

三、首日估值预测及分析

(一) 与股本大小相似公司首日相比较

从近期上市的股票首日涨幅来看，平均值在 8%。考虑到中国化学的发行要素、近期上市股本大小相似股票首日涨幅的对比分析，我们认为中国化学首日波动区间大约为 5-15%，相对应价格为 6.03 元。

（二） PE 估值

从发行 45 倍 PE 来看，显然高出市场 24 倍 PE。因此从整个市场角度看属于偏高估。从其所属的土木工程建筑业板块 30 倍的 PE 来看，属于相对高估。如果按照首日 50 倍 PE 来计算，首日涨幅大约为 11%，相对应股价为 29.37-34.3 元。

综合来看我们给予中国化学首日涨幅区间 10-20%，相对应波动价格区间为 5.97—6.52 元。

四、风险因素分析

一、市场风险

（一）宏观经济周期变化的风险

本公司的业务经营依赖化工、石油化工、煤化工等行业的投资建设，此行业的投资增长趋缓，将直接影响本公司的业务发展。化工、石油化工、煤化工是国民经济的基础产业，与宏观经济运行关系较为密切。国民经济发展周期的不同阶段、宏观经济的发展速度直接影响国家在化工、石油化工、新能源等方面的投入。现阶段，我国化工、石油化工、煤化工行业的投资增长基本上取决于我国总体经济状况和对经济状况的预期。2008 年 9 月份开始我国经济发展趋缓，主要经济指标增速有不同程度的回落，虽然在政府强有力的宏观调控下，2009 年上半年我国经济总体形势企稳向好，但基础还不牢固，需求不足仍是当前我国经济发展的主要矛盾，本公司业务面临市场需求降低的风险。

（二）原油价格波动带来的风险

2007 年以来，国际原油价格持续上涨，化工产品价格创出新高，为煤化工的发展提供了很好的机遇，各地纷纷上马煤化工项目，本公司在国内煤化工工程市场占据了绝大部分的市场份额。但是 2008 年开始，国际原油价出现大幅波动，由 150 美元/桶下跌至 40 美元/桶附近，近期反弹至 70 美元/桶附近，同时煤价也

有所波动，但波动的幅度远远小于原油，目前煤化工中主要的煤制油和煤制甲醇项目等成本优势已经不明显，油价的暴跌对煤化工产业特别是煤制油和煤制甲醇

项目产生了明显的负面影响。受全球宏观经济不景气影响，目前的油价存在大幅波动的风险，国内企业可能调整在煤化工行业的投资，本公司在煤化工产业可能面临市场容量下降带来业务规模缩小的风险。

（三）产业政策变化的风险

1、传统化工、石油化工工程领域面临的产业风险

2005年12月7日，国务院以国发（2005）40号文发布的《国务院关于发布实施〈促进产业结构调整暂行规定〉的决定》，以国家发展改革委员会第40号令发布的《产业结构调整指导目录》明确了当前及今后一段时期我国产业结构调整的目标、原则、方向和重点，《产业结构调整指导目录》列出了鼓励类、限制类和淘汰类三类项目和产品的目录，其中限制类和淘汰类的项目和产品中有相当数量在本公司的业务范围内，主要为小规模化工、石油化工类项目。国家对上述产业的限制将压缩本公司的目标市场容量，对本公司未来的生产经营产生一定的影响。

2、煤化工产业政策调整带来的风险

国家发改委分别于2006年7月下发了《关于加强煤化工项目建设管理促进产业健康发展的通知》，于2008年9月下发《关于加强煤制油项目管理有关问题的通知》，提高了煤化工项目的准入门槛，加强了对煤制油项目的审批。2009年1-6月，本公司新签煤化工项目合同总金额达25亿元，国家对煤化工行业的政策调整可能导致业主推迟或暂停项目投资，从而导致本公司承建的部分项目不能按期完成工程并取得工程款，本公司已承揽的部分小规模项目面临被取消的风险。

3、部分行业因产能过剩和重复建设进行宏观调控带来的风险

2009年8月，国务院召开常务会议，研究部署抑制部分行业产能过剩和重复建设，引导产业健康发展，并提出要重点加强对钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等行业发展的指导。本公司从事煤化工和多晶硅的工程承包业务，截至2009年6月30日，本公司已签署未执行完毕的煤化工项目重大合同额约71亿元，已签署未执行完毕的多晶硅项目重大合同额约27亿元。本公司从事的煤化工项目具有规模大、周期长、技术含量高的特点，公司在煤化工领域的工艺技术、工程实施工艺等方面处于领先地位，主要服务于神华、华能等央企客户。

目前，本公司开展的煤化工项目进展正常。另一方面，公司将积极应对煤化工产业政策调整，重点投标国家鼓励和支持的示范类、试点项目以及大型煤化工项目，严格审查业主资质和项目资质，对手续不全，不符合国家产业政策的煤化工项目不予承揽，避免对公司的经营收入造成损失。多晶硅工程承包业务占公司业务的比重较小，公司的主要客户为大型国企，投资项目均履行了相应程序、手续齐全，正在履行的重大合同进展正常。截至2009年6月30日，本公司其他工程领域已签署未执行完毕合同额达到426亿元，公司在部分行业抑制产能过剩和重复建设的措施出台后，将凭借专业的工程能力和强大的技术优势积极向其他工业工程领域拓展，维持股份公司平稳较快的发展。

4、其他政策风险

国务院办公厅2007年11月下发《关于加强和规范新开工项目管理的通知》（国办发[2007]64号），要求加强和规范新开工项目管理。该等政策的执行将对本公司已签国内合同的执行和正在跟踪的国内前期市场产生一定的影响。本公司目前主要的业务集中在化工、石油化工领域，本公司在国家鼓励的大型化工工程、石油化工工程领域拥有大量的核心技术和较强的竞争优势；另外，为应对上述风险，本公司也正利用技术优势、市场声誉将优势业务领域逐渐从传统化工、石油化工工程扩展至新能源、精细化工、生物化工、环境保护、医药等领域。

（四）市场分割及行业保护的风险

本公司独立于工业集团公司之外，承揽业务完全市场化，营业收入主要来源于化工、石油化工、煤化工、多晶硅等行业的工程总承包、施工总承包、设计、勘察、咨询等业务。计划经济时代，中国基建投资主体单一，主要为各级政府部门，建筑任务一般由政府直接安排给本部门下属的建筑企业，逐渐形成条块分割的行业壁垒和行业保护。上世纪90年代以来国家为促进行业的良性竞争，对中国化工石油行业进行了重组，撤销了原化学工业部、中国石油部等部委，组建了一些工业集团公司，以此促进行业整体运营效率和竞争力的提高。但就大型化工、石油化工工程建设项目而言，相关工业集团在工程招标中仍有一定程度的“内、外”政策，即优先内部企业竞标、内部能力不足再寻求外部。在新旧体制转换过程之中，历史形成的行业壁垒和地方保护现象目前尚未完全消除，行业内或当地的工程公司承接相关业务仍有一定的保护倾向，并且在一定时期内将持续存在，

对本公司在相关行业和区域开展业务形成一定的影响。

（五）市场竞争日益加剧的风险

近年来，我国建筑行业整体稳步增长，建筑市场特别是低端建筑市场的进入门槛较低，市场参与主体迅猛增加，根据国家统计局发布的信息，截至2008年末，我国拥有资质等级的建筑业企业64,152家。但是我国建筑市场法规尚未健全，无序竞争和不良竞争非常严重。另外，国内建筑业企业由政府主导或市场化的并购重组活动日趋频繁，业内整合可能给本公司带来新的挑战；部分新兴民营建筑业企业也可能由于历史负担较轻、运营成本较低、经营方式较为灵活等原因具有一定的市场竞争力；地方性的竞争对手则可能由于其地缘优势而在竞标某些工程项目时占有一定的优势。本公司所属的工业工程领域虽然门槛较高，开展业务需要大量高等级的资质，竞争相对有限，但随着经济结构调整及产业政策的变化，不排除越来越多的建筑企业参与该市场的竞争。此外，我国政府已逐渐向国外建筑承包商开放工程建设行业，国际竞争对手可能比本公司具备更多资金、技术、管理及其它资源的优势并提供更多服务，或可能与本公司国内的竞争对手合并或组成合资企业。因此，未来本公司与国外建筑承包商之间在国内工程建设及勘察设计业务上的竞争将可能增加。本公司预计在未来将面临国内企业和国际同行的激烈竞争，如果本公司无法有效增加自身竞争优势，以巩固本公司在行业中的优势竞争地位，可能面临市场竞争加剧导致行业平均利润率下滑、市场占有率下降的风险。

二、经营风险

（一）总承包业务中设备、原材料价格波动风险

工程总承包业务特别是EPC模式是本公司主要的业务模式，2008年度新签工程总承包项目合同总金额占本公司新签工程承包合同金额的比例达56.29%，本公司需按业主要求采购设备、建筑材料等，主要包括设备、阀门、管材、管件、钢材、水泥等。而国内钢材、水泥等建筑材料价格的波动一直受到供求因素周期性变化的影响。在供应短缺时，本公司可能需要以较高的价格购买所需的设备、建材。由于本公司大部分合同为固定总价合同，本公司可能无法将设备、材料价格上涨的风险完全转移。本公司在工业工程特别是化工、石油化工工程领域拥有很高的市场地位，本公司的技术优势及研发实力使得本公司在商业谈判时拥有较强

的议价能力，能一定程度上将价格上涨的风险转移给业主，本公司也正不断加强技术优势及研发实力以强化上述风险转移能力。

（二）未能准确估计或控制成本以及工程范围的风险

本公司目前绝大部分收入来自固定总价合同，该等合同的条款通常规定，不论实际成本多少，本公司都有义务按合同价格完成项目。而本公司在投标时通常根据本公司对未来经济环境、设备、材料、人工的价格以及分包商的表现等假设来预估成本，从而确定投标价格。但项目实际发生的成本受多项因素影响，包括气候状况、劳动力价格、设备能力及利用率、合同实际工期、项目范围变动、原材料的价格等。若本公司预估成本所依据的假设发生不利变动或者假设不符合实际，可能导致本公司报价偏低、项目收益低于预期甚至亏损的风险。如果工程项目设计或工程范围发生变更，实际工作超过原定范围却无法获得客户相应补偿，本公司可能面临项目成本增加、盈利减少的风险。另外，进行额外工作可能也会造成本公司其它项目的延迟并可能对本公司如期完成特定工作的安排造成不利影响。

（三）本公司所处行业属于高危行业，存在其固有风险

本公司所处行业的业务活动多发生在郊外、高空或地下，作业环境通常高温、有毒，属于高危行业，在开展经营活动过程中受到政府在安全生产、质量管理及环境保护等多方面的监管。本公司尽管已经加大投入，采取各种安全、环保防护及质量保障措施，但在施工作业时仍可能由于恶劣天气、高空作业、地下工程及大型机械设备的使用等原因，面临一些难以预料的危险及事件，可能出现人员伤亡、财产或生产设施毁损，或无法完全满足相关方面的监管要求，出现项目无法通过竣工验收或者被暂停、终止项目执行的情况，甚至遭受罚款、暂停或吊销许可证照等行政处罚并承担相应的法律责任。一旦出现上述情形，本公司可能面临市场声誉受损、政府监管趋严的风险。政府亦有可能出台更严的关于安全生产、质量管理以及环境保护方面的法规与政策，导致本公司项目成本费用增加，对本公司的盈利能力造成不利影响。

2009年3月23日，本公司子公司三化建承建的重庆建峰化工股份有限公司第二套大化肥项目施工现场搭建的造粒塔临时施工平台部分垮塌，造成12人死亡，2人轻伤。截至本招股说明书签署之日，该项目已经重庆市人民政府办公厅

同意由三化建继续作为施工单位全面恢复施工。

（四）项目管理风险

本公司的工程总承包业务具有区域分布广、建设时间长等特征，具体项目的现场管理和总部配合十分重要。目前本公司已经完成和在建的总承包项目分布于全国各个地区以及越南、巴基斯坦、孟加拉国、印度尼西亚、沙特、泰国等国。经营场所的分散，可能使本公司面临如下风险：

1、信息管理方面

本公司总部及项目工程部均需充分及时地掌握项目现场的各项信息，包括工程进度、安全、质量、人力资源配备等诸要素。信息管理工作中如果不能保证总部和各现场的信息畅通，将对工程项目的顺利实施产生一定的影响。

2、建设工期方面

本公司承建的工程项目一般建设周期较长，在项目施工过程中，可能出现工程款不能及时到位，设备、材料供应不及时，设计文件不能按时提供或发生变更等情况，可能使本公司面临不能按期建成交付项目的风险。

3、工程质量方面

本公司的生产经营对原材料的要求较高，原材料品质的优劣会对本公司的工程质量造成直接影响，而本公司开展的总承包项目使用的设备、材料种类繁多，涉及的生产厂家也较多，若在采购过程中未能完全确保设备、原材料符合业主及国家标准的要求，本公司承建的工程可能出现质量问题，将面临修复及索赔的风险。本公司开展的工程总承包及施工总承包业务一般约定合同总金额的5%-10%作为工程质量保证金，在工程安全运行1-2年后收回。如果本公司管理不到位、技术运用不合理或技术操作不规范造成工程质量事故或工程隐患，本公司可能面临索赔或无法收回质量保证金的风险。

4、业务分包方面

本公司在工程总承包项目的执行中可以依法将所承包工程中的部分工作分包给具有相应资质的企业，分包商按照分包合同的约定对本公司负责，而本公司需要管理分包商的工作成果并向业主负责。本公司虽然已建立了较为完善的外包商挑选内控制度，但仍无法完全排除分包商素质参差不齐、分包价格波动等不确定因素。分包商不履行、迟延履行或不适当履行合同等原因可能造成项目工程质

量不符合要求、工期延误等情形，可能使本公司面临承担相应连带责任的风险。本公司已按照国家相关标准建立了严格的内部控制制度对项目管理进行规范，设立了专门的部门对项目从投标到完工的全程跟踪及管理，以切实控制项目执行中可能面临的风险。

（五）日常运营中可能受到或提出索赔，并可能发生诉讼或仲裁

本公司主要从事工程承包、勘察、设计及服务等业务，可能因工程质量或产品技术不合格、未按期完工、客户或第三方在使用本公司所建造的设施或设计的产品时产生损害赔偿等原因而遭受客户或第三方索赔，而本公司在合同中加入的责任限制条款及向客户、第三方及供应商的追偿可能无法有效控制风险并为本公司提供足够的保障。本公司提出的索偿，常涉及业主追加工程或更改工程而引起的工程款超支，如果本公司无法通过协商方式妥善解决前述索赔，则可能面临费用昂贵、耗时冗长的诉讼或仲裁，最终通过诉讼或仲裁方式胜诉而取得的赔偿金额也有可能低于预期。此外，虽然本公司一贯加强管理以发现并预防员工或分包商的不当行为，该等行为仍可能无法完全被发现或杜绝，从而可能使本公司面临诉讼或声誉受损。任何对公司不利的裁决将可能对本公司的财务状况、经营业绩及现金流量产生影响。

（六）知识产权可能无法得到充分保护的风险

本公司采取了申请专利权、商标专用权、实施保密措施等多种手段，以保护本公司的知识产权。本公司及各子公司共持有41件境内商标、88件境内专利。此外，本公司还拥有大量专有技术、工法、技术诀窍及其它知识产权。但由于我国知识产权相关法律制度不完善、知识产权保护意识不强，本公司可能无法完全确保本公司知识产权不被侵犯。若本公司知识产权遭受侵犯，未能通过法律程序得到有效的经济补偿，或得到不利裁定，导致本公司丧失对知识产权的拥有或使用，将会对本公司的业务产生不利影响。

（七）海外业务风险

1、海外业务经营环境与国内存在较大差异导致项目执行失败的风险

本公司拥有在境外承包相关工程项目的经营权，业务范围主要涉及中东、南亚、东南亚和非洲地区，近年来公司在境外承揽的合同额和实现的收入均呈快速增长趋势。由于国际经济状况、所在国政治经济形势、总体商业环境与国内存在

较大的差异,可能使本公司从事海外项目时面临与国内不同的经济状况与市场风险,该等情形可能使本公司无法将在国内已行之有效的业务模式与成功经验复制到海外,使本公司面临海外项目执行不理想、海外业绩增长受阻等风险。

2、海外经营面临当地政治不稳定、经济波动大的风险

以 2008 年营业收入计算,本公司海外业务约占业务总量的18.73%,主要集中在中东、南亚、东南亚和非洲等政治不稳定、经济较为落后、抗风险能力较差的国家和地区,易受国际政治经济环境的影响,若该地区的部分国家发生政治危机、经济衰退,本公司的海外业务将面临大幅衰退的风险,可能对本公司未来的盈利能力构成不利影响。

本公司可能面临的海外政治、经济风险包括:(1)政治风险,包括因政局动荡,暴动、恐怖活动及战乱,全球性或地方性政治或军事紧张局势,政府更迭或外交关系变动或紧张而受损失的风险;(2)经济、金融与市场的不稳定性;(3)信用风险;(4)政策、法律制度或优惠措施突然变更;(5)外汇管制与波动;(6)税负增加或其他不利税务政策;(7)贸易限制;(8)国内外其他大型工程承包商

的竞争;(9)经济制裁;(10)不利的劳动条件;(11)与外国合资伙伴、户、分包商或供应商潜在的诉讼;(12)海外项目所在国缺乏健全的法律制度,令本公司难以行使本公司的合同权利。此外,在本公司开展业务的高风险海外地区,本公司可能需要支付较高的保安成本以保护本公司人员及财产的安全,而本公司为此所实施的措施有可能不足。以上各情形将可能使本公司的海外项目经营受到影响,造成经济损失和人员伤亡,导致本公司海外经营业绩可能因此而受到不利影响。

(八) 不动产权属不完善的风险

截至2009年9月22日,本公司通过作价出资方式取得的土地46宗,面积1,233,742.77平方米,其中2宗土地(面积约为6,209.9平方米)正在根据有关批复办理作价出资手续,并变更权利人名称;本公司通过出让方式取得的土地61宗,面积约为332,391.154平方米,其中3宗土地(面积约为529.9平方米)正在办理土地使用权人的变更手续;本公司尚未取得国有土地使用证的土地1宗(面积约为37,684.6平方米);此外,本公司共拥有自有房屋539宗,总建筑面积680,984.

23平方米，其中8宗房屋（建筑面积8,158.61平方米）正在办理变更权利人的手续，1宗房屋（建筑面积4,607.8平方米）证载权利人与实际占有、使用人不符，13宗房屋（建筑面积111,415.77平方米）尚未取得房屋所有权证书。对上述不动产，本公司正在办理有关手续、申请有关不动产的权利证书。虽然中国化学工程集团公司作出了相关承诺，但如果本公司不能获得上述不动产的相关证书，仍可能对本公司生产经营产生不利影响。

（九）特许经营权、专利权、商标权等权属不完善的风险

截至2009年9月22日，本公司拥有、使用的各类资质与许可共有354项，其中24项正在办理变更手续；拥有、使用的专利权共有88项，其中14项正在办理变更手续；拥有、使用的商标共有41项，其中7项正在办理变更手续。对于上述权利，本公司正在办理有关手续、申请相关权利证书。虽然中国化学工程集团公司作出了相关承诺，但如果本公司不能获得上述权利的相关证书，仍可能对本公司生产经营产生不利影响。

三、财务风险

（一）应收账款发生坏账的风险

本公司主要从事化工、石油化工、煤化工、多晶硅等行业的工程承包业务，业主大多按工程进度付款，但在项目执行过程中，可能发生由于业主拖延支付或付款能力不佳，导致付款不及时或应收账款发生坏账损失的情况。2009年6月30日，本公司应收账款余额为26.66亿元，坏账准备为1.97亿元，账面价值为24.69亿元。本公司已就上述应收账款采用了比较稳健的坏账计提政策，坏账准备计提充分，账面余额能够覆盖本公司每年实际发生的坏账损失。但本公司开展的工程承包业务受宏观经济形势影响较大，如果国家宏观经济走势改变进入紧缩周期，或者由于国家宏观调控，化工、石油化工、煤化工、多晶硅等行业出现拐点，本公司应收账款损失可能增加，将对本公司财务状况和经营成果产生不利影响。

（二）流动资金实力及资金周转能力可能影响本公司财务状况及经营成果

1、本公司资金周转能力和资产流动性可能影响本公司的财务状况

本公司主要采用工程总承包、施工总承包模式来开展业务。业主在项目发包

和实际运作过程中，一般要求承包商给予暂时性垫资等融资服务支持。在前期招投标环节，承包商需要根据招标书的要求按标的金额的一定比例提供担保；项目签约时，承包商需对业主提供履约担保；在合同履行过程中，业主一般依据合同支付项目前期预付款并按工程进度分期付款，由于业主付款是在项目一定的施工进度完成之后，而在此之前承包商有时要垫付一定金额的设备采购款和项目分包款，承包商对供应商、分包商付款与业主对承包商付款存在的时间和金额上的差异导致了总承包项目占用承包商一定的运营资金；项目完工后，业主一般会保留合同总金额5%-10%左右的工程尾款。因此，若公司无法保持良好的资金周转能力和流动性，将削弱公司项目承揽和运营的能力，并使本公司面临较为不利的财务状况。

2、客户延迟付款可能影响本公司的营运资金和现金流量

本公司所从事的工程承包业务通常合同金额较高，建设周期较长，需要占用大量的资金。本公司依赖客户提供的工程预付款、进度款、结算款来推进工程进展。与此同时，为确保本公司诚信履约并保证各类预付款能得到恰当的使用，业主通常对其所提供资金的调用进行限制，并通常要求本公司采用现金或银行保函的形式作为担保。由于工程承包业务具有上述特点，因此本公司业务规模的扩张能力在相当程度上依赖本公司资金的周转状况。若客户不能及时支付工程预付款、进度款、结算款，则本公司推进合同工程的施工将面临较大的资金压力；若客户对工程款的调度设置各类限制，则本公司将不能滚动使用资金、加速资金的周转、提高其使用效率。若客户延迟返还本公司为开展工程承包业务而提供的各类保证金，则本公司为其他项目提供保证金的资金压力将进一步加大，这将进一步削弱本公司的资金周转能力，并可能使本公司面临较为不利的财务状况。

本公司作为国内领先的工业工程公司，对开展工程总承包、施工总承包业务过程中资金实力及资金周转能力的重要性有着深刻的认识并制定了资金、预算、成本管理等制度，尽量减少项目执行过程中的资金占用量及资金占用时间，提高资金的利用效率。本公司还积极开拓资金来源，与国家开发银行、中国进出口银行等金融机构保持着良好的业务合作关系。本公司通过本次公开发行股份募集的资金大部分用于补充重点项目的流动资金和补充公司流动资金，将增强公司的整体资金实力。

（三）汇率变动的风险

本公司绝大部分营业收入以人民币进行结算，但本公司海外经营收入主要为外汇收入。2009年1-6月和2008年度，本公司的海外业务营业收入折合人民币分别为18.34亿元和42.67亿元，约占同期本公司营业收入的14.64%和18.73%。本公司的这些外汇收入折合成人民币时，其数值可能因人民币与外汇的汇率变化而出现较大的变化。另一方面，本公司的境外资产、负债均按照所在国货币单位计算，人民币汇率的波动将引起财务报表的资产总额和负债总额的变动，有可能对本公司产生不利影响。

人民币兑换美元和其他货币的汇率受国内外政治经济形势变化及其他因素的影响而不断变动。自2005年7月21日我国政府颁布一套有管理的浮动汇率制度起至2009年6月30日，人民币兑美元中间价升值约17.45%。人民币兑美元或其他外汇的波动令本公司外汇资产和外汇收入换算为人民币时的数值变化较大，使本公司面临较大的汇兑损益。2009年1-6月、2008年度、2007年度和2006年度，本公司外汇汇兑净损益分别为465.73万元、-17,482.05万元、-10,438.08万元和-1,701.31万元。未来本公司将在项目签约时通过合同条款的设置以减少汇率波动对本公司经营业绩造成的影响。

（四）净资产收益率下降的风险

本次A股发行后，本公司净资产规模将大幅提高。由于利用本次募集资金补充重点项目流动资金及补充公司流动资金是一个渐进的过程，采购设备所带来的施工能力的提高也需一定的时间，由此带来的承揽能力的提高需要一定的过程；同时信息化建设项目需要一定的建设期，其产生效益也需要一定的周期。而本次募集资金全部使用完毕后预计增加固定资产约11.3亿元，相应折旧可能侵蚀本公司一定的净利润，净利润水平可能无法达到与净资产同比例的增长幅度。因此，净资产收益率水平存在大幅下降的风险。

四、管理风险

（一）募集资金运用风险

本公司执行的工程承包项目具有单个合同金额较大并且回收期较长的特点，受市场环境影响较大。募集资金到位后，本公司将有能力承接和运营更多的工程承包业务。业务规模的扩大将使本公司更易受宏观经济形势及产业政策调整的影响。

响，募集资金投入计划也因此可能发生改变，募集资金投资项目也可能出现产生收益的时间不确定、实际收益低于预期的可能。

（二）管理分散的风险

本公司营运规模庞大，各级子公司众多，业务经营地域也十分广阔，境内业务分布于我国除西藏、台湾以外的所有省（自治区、直辖市、特别行政区），国际工程承包项目涉及中东、南亚、东南亚和非洲的多个国家和地区，各国、各地在政治、经济、文化、民族、地理等存在相当的差异。如果信息沟通不及时，本公司这种相对分散的经营场所可能导致项目部、工程公司和总部之间在工程进度、资源调配、原材料购置、资金划拨等方面出现控制系统运行不佳，甚至个别失控的风险。

本公司在整合众多子公司和经营业务的同时也在力图不断加强公司治理与内部控制机制，如财务集中管理、风险控制、内部资源整合、信息化建设、协调内部竞争等，以发挥协同效应。若本公司实施的内部控制机制和业务整合措施无法充分、及时地应付本公司经营扩展的需求，则将使本公司的业务经营、经营业绩及发展前景受到不利影响。

（三）人才流失风险

本公司业务经营的开拓和发展在很大程度上依赖于核心经营管理人才在经营管理上发挥才能，本公司高级管理人员的产业经验、专业知识对本公司的发展十分关键。为履行加入WTO的承诺，我国政府已逐渐向国外建筑承包商开放工程建设市场，大量实力雄厚、机制灵活的外资企业进入中国市场，将吸纳本土人力资源，本公司将面临人才流失的风险。如果本公司无法吸引或留任上述人员，且本公司未能及时聘得具备同等素质的人员替代，本公司的业务增长将可能受到不利影响。

（四）受控股股东控制的风险

集团公司作为本公司的控股股东，目前持有本公司92%的股份，预计本次公开发行完成后，集团公司仍将处于绝对控股地位。虽然本公司建立了股东大会议事规则、独立董事工作制度、投资者关系制度、信息披露制度，注重保障中小股东利益，但是如遇控股股东利益与中小股东利益不一致的情况，控股股东可能会促使本公司作出有悖于本公司其他股东最佳利益的决定，可能存在损害中小股东

利益的风险。

（五）重要境内上市子公司受上市规则约束可能影响股东最佳利益的风险

本公司间接拥有控制权的重要子公司东华工程科技股份有限公司为在深圳证券交易所公开发行股票并上市的公司，股票代码“002140”，受《深圳证券交易所股票上市规则》约束。本公司在东华科技公司章程和其适用法律法规的规定下，可以通过向其委派董事、参加股东大会等方式，决定股息发放时间和金额，批准包括重大收购和合并在内的交易；以及通过批准年度预算、决算等方式控制其管理、业务和政策，对东华科技的重大决策间接施加重要影响。但是本公司对其的控制力还受多项因素影响，包括董事会及股东大会的决策范畴与机制等。因此，本公司存在不一定能使该重要子公司形成对本公司及本公司股东最为有利决策的风险。集团公司承诺，股份公司上市后，视情况利用实际控制人地位促使股份公司采取换股或其他方式对东华科技进行整合，在整合之前不会利用实际控制人地位损害东华科技及其中小股东的合法权益。

五、技术风险

本公司在化工、石油化工、煤化工、多晶硅等领域已拥有了一批先进成熟的技术，包括工艺技术、单机制造技术及大型化工成套装置技术等，积累了丰富的工程经验和技术开发经验，并拥有一批技术含量高、市场前景广阔的在研项目和技术成果。目前公司拥有的核心技术在技术领域方面覆盖了化学新材料行业、无机化学行业、有机化学行业、化肥行业、化工涂料行业、环境治理行业等众多化学工业细分领域。但相对公司的持续发展而言，仍存在下列风险：

（一）技术更新换代和新技术运用的风险

虽然本公司目前所拥有的核心技术在国内同行业处于领先地位，但随着化学工程基础研究和应用研究的发展、自动化装备和化工装备的进步、新材料的不断出现和更新换代，公司可能面临部分技术失去领先优势、市场竞争力降低的风险。另外，本公司还可能将新技术进行工程放大和首次用于实际项目，可能面临部分技术方案和技术细节运用不顺利和需调整改进的风险。本公司一直注重技术研发，在新技术、新产品研发方面已经且将要投入大量的资金，提高产品的技术水平和更新换代的速度，以保证本公司在境内化工、石油化工工程领域的核心技术

优势。

（二）技术流失风险

公司所从事的行业属于技术、知识密集型行业，核心技术人员掌握了大量的关键技术，这些核心技术人员一旦流失，则有可能出现公司核心技术失密或知识产权被他人侵权等情况，将对公司的发展造成重要影响。近几年行业的快速发展及国外工程公司的介入，使得市场和人才的竞争日趋激烈，从业人员流动性相对较高，可能会造成科技人才队伍的不稳定，从而给公司经营发展带来一定的风险。

六、其他风险

（一）次贷危机带来的风险

2008 年以来，次贷危机引发的金融危机愈演愈烈，迅速从局部发展到全球，从发达国家传导到新兴市场国家和发展中国家，从金融领域扩散到实体经济领域，酿成了一场历史罕见、冲击力极强、波及范围很广的国际金融危机。在国际金融危机冲击下，实体经济增速大幅下滑。受国际金融危机快速蔓延和世界经济明显减速的影响，加上我国经济生活中尚未解决的深层次矛盾和问题，我国经济运行中的困难增加，经济下行压力加大，企业经营困难增多，保持农业稳定发展、农民持续增收难度加大，金融领域潜在风险增加，整个经济平稳较快发展受到严峻挑战。受此影响，2008 年9 月份以后我国经济下滑趋势明显，主要经济指标增速有不同程度的回落，虽然在政府强有力的宏观调控下，2009 年上半年我国经济总体形势企稳向好，但基础还不牢固。若我国经济增长不能保持平稳较快发展，本公司的境内业务将面临市场需求下降的风险。

本公司还有部分业务位于境外，特别是巴基斯坦、孟加拉国、印度尼西亚、泰国等发展中国家。该等国家受发达国家经济衰退影响，面临出口减少、投资资金紧缺、经济大幅衰退的危险，本公司未来在该等国家可能面临市场需求下滑的风险；另外该等国家在次贷危机集中爆发后汇率下降，外汇流失，政府及金融机构面临较大的偿付风险，本公司在该等国家承建的部分非重大项目面临资金不能收回、业主资金不足导致项目停工等风险，2009 年1-6 月和2008 年度，本公司新签境外工程承包项目合同总金额分别为32.5 亿元和121 亿元，尚未出现业主推迟工程进度、拖延工程款等情形，本公司已采取措施严密监控境外项目的执行及工程款回收情况。

（二）不可抗力产生的风险

本公司主要工程项目大多在户外作业，作业地的暴雨、洪水、大雪、地震、台风、海啸、火灾等自然灾害以及突发性公共卫生事件等不可控事件可能妨碍本公司正常建设活动，导致本公司面临不能按时完成项目、收款延迟等风险。若不可抗力事件持续时间较长，甚至导致项目无法持续开展，可能对本公司的业务经营、财务状况和经营成果造成重大不利影响。

2008年5月12日，四川汶川发生8级地震。中国成达工程有限公司、中国化学工程第七建设有限公司的部分生产设施受到轻微影响，这些轻微影响主要是少量厂房、建筑物的轻微龟裂和墙面脱落以及机械设备的损坏，目前成达公司、七化建已经恢复正常生产。地震发生时本公司没有位于震区的在建项目，地震也未对震区外的在建项目造成大的损坏，未对业主的持续经营造成不利影响，但是对工程进度造成了一定妨碍。本公司在与业主签订的合同中已经订立了不可抗力情况下本公司的免责条款，工程进度延后不会导致本公司的赔偿责任，但是可能使得本公司不能按照原定进度获得工程款。此次地震灾害不会对本公司的整体经营情况和经济效益带来实质性影响。

（三）股市波动风险

本公司股票在上海证券交易所上市，股价除受公司经营成果、财务状况及未来发展前景影响之外，还将受到国际、国内政治经济局势和国内宏观经济形势、产业政策、资本市场走势、投资者的心理预期、股票的供求关系和各类重大突发事件等诸多因素的影响。投资者在考虑投资本公司股票时，应预计到前述各类因素可能带来的投资风险，对各类风险所引起的股票价格波动应有充分的认识，并审慎做出判断。

（四）存在招股说明书引用资料统计口径差异的风险

本招股说明书所载有关行业的统计及其他信息，来自不同的公开刊物和研究报告，其统计口径可能存在差异。因此，引用自不同来源的统计信息未必完全具有可比性。

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责声明

本报告信息均来源于公开资料, 我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司