

化工工程行业龙头，技术创造价值

首次报告

合理估值区间： 5.76-6.24 元

发 行 价： 5.43 元

中国化学（601117）

新股分析

2010 年 1 月 7 日

投资要点：

■ **化工工程行业龙头，未来增长可期：**公司主营业务包括工程承包，勘察、设计服务以及投资业务三大板块，其中工程承包收入占比为 90%。

未来增长的驱动力在于：（1）技术成就领先地位。目前国内形成了以三大央企占据 50% 份额的市场格局，而公司以技术创新为核心的强大的 EPC 工程承包能力，处于相对垄断地位。（2）积极开拓国际市场：国际业务主要集中在南亚、东南亚、中东和非洲等地区。公司抓住市场机遇，巩固发展传统市场，重点开发潜在市场，特别是关注具有能源、资源战略意义和具有政治外交意义的重大项目。（3）产业链一体化：在确保传统优势项目市场份额的前提下，公司不断向有技术、设计优势的上下游产业拓展，未来将加大向上游装备制造业、下游资源类项目的拓展。

■ **IPO 增强公司竞争实力：**本次公开发行 12.33 亿股，占发行后总股本的 25%；发行价格为每股 5.43 元，募集资金净额 65.63 亿元，其中募集资金 29.17 亿元用于重点工程项目的流动资金、购置生产设备、补充公司流动资金和信息化建设项目。超募资金 36.46 亿元部分将用于补充流动资金或偿还贷款。

存在风险：

■ 海外业务风险、行业风险。

合理估值区间：

■ 预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.18 元、0.24 元、0.31 元。考虑到工业工程较强的盈利能力以及公司在行业中的优势地位，给予公司 2010 年动态市盈率 24-26 倍，对应合理价值为 5.76-6.24 元。

财务数据摘要：百万元

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	22,776	27,664	32,157	37,119
同比增长	34.14%	21.46%	16.24%	15.43%
归属母公司净利润	634	907	1,199	1,505
同比增长	-10.51%	42.92%	32.26%	25.49%
每股收益（元）	0.13	0.18	0.24	0.31
P/E（倍）	42.2	29.5	22.3	17.8

分析师

徐永超

Tel.: 010-59355747

Email: xuyc@chinans.com.cn

主要数据

发 行 股 本： 1,233 百万股

发行后总股本： 4,933 百万股

发 行 价： 5.43 元

发行市盈率（08 年摊薄）： 45 倍

正文目录

一、化工工业工程的优秀公司	3
(一) 公司概况	3
(二) 股权结构	3
二、增长驱动力分析	4
(一) 技术成就市场领先地位	4
(二) 开拓国际市场	5
(三) 产业链一体化	5
三、盈利预测与评级	6
四、风险提示	6

图表目录

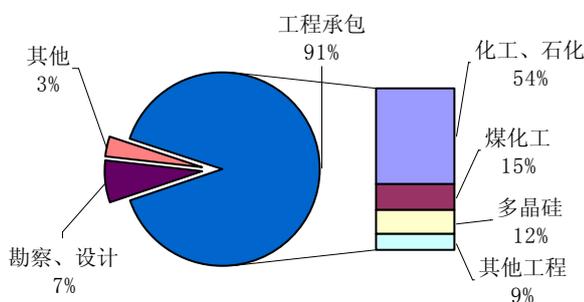
图表 1 09 年中期业务板块的收入贡献	3
图表 2 历年收入情况	3
图表 3 发行前后股权结构变化	3
图表 4 募集资金投向	4
图表 5 国际市场营业收入	5
图表 6 国际市场新签合同额	5
图表 7 多晶硅、煤化工工程承包收入	6
图表 8 多晶硅、煤化工工程承包收入比重	6
图表 9 盈利预测	7

一、化工工业工程的优秀公司

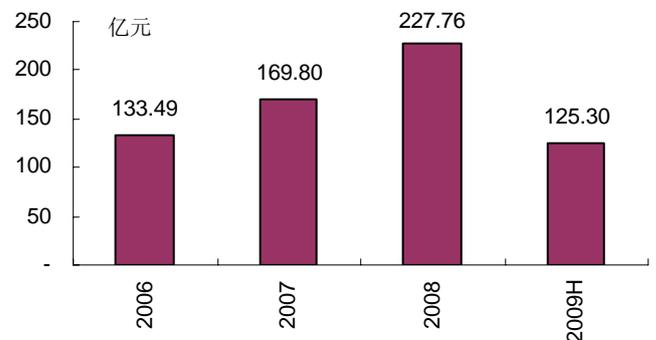
（一）公司概况

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，是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。公司下辖八大设计院，九家建设公司、一家工程项目管理公司和一家印尼的运营电站。主营业务包括工程承包，勘察、设计服务以及投资业务三大板块，其中工程承包为公司主要收入及利润来源，09年中期三板块收入占比分别为90%、7%、3%。工程承包业务包括化工石化、煤化工、多晶硅、其他工程承包等，其中化工石化工程承包占比约54%。

图表 1 09 年中期业务板块的收入贡献



图表 2 历年收入情况



资料来源：招股说明书、民族证券

资料来源：招股说明书、民族证券

（二）股权结构

本次公开发行12.33亿股，占发行后总股本的25%。公司控股股东及实际控制人中国化学工程集团公司是国资委直接管理的大型工业工程建设企业集团；发起人包括中国化学工程集团、神华集团、中国中化集团。发行后中国化学工程集团公司的股权比例由92.0%下降至66.7%，控股股东地位不变。

图表 3 发行前后股权结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	持股数 (万股)	持股比例	持股数 (万股)	持股比例
中国化学工程集团公司	340,400	92.0%	329,056.4	66.7%
神华集团有限责任公司	14,800	4.0%	14,306.8	2.9%
中国中化集团公司	14,800	4.0%	14,306.8	2.9%
公众投资者 (A 股)	-	-	123,300.0	25.0%
全国社会保障基金理事会	-	-	12,330.0	2.5%
合计	370,000	100.0%	493,300.0	100.0%

资料来源：招股说明书、民族证券

本次发行价格为每股5.43元，募集资金净额65.63亿元，其中募集资金29.17亿元用于重点工程项目的流动资金、购置生产设备、补充公司流动资金和信息化建设项目。超募资金36.46亿元，根据招股说明书计划，部分将用于补充流动资金或偿还贷款。（1）工程类业务的成长瓶颈在于资金瓶颈，募集资金用于补充流动资金、购置生产设备，将进一步解决公司目前业务发展受限于施工能力以及项目运作资金的问题，对公司承接工程具有较大的促进作用。（2）资金实力的增强（或超募资金用于偿还贷款）将降低公司的资产负债水平，使得公司发展更为稳健，同时将减少公司财务费用。

图表 4 募集资金投向

序号	募集资金使用项目	项目总投资	募集资金使用量	募集资金投入计划		
				2009 年	2010 年	2011 年
1	用于重点工程项目的流动资金	130,692	111,700	75,700	36,000	-
2	购置生产设备	219,581	108,017	64,811	32,405	10,801
3	补充公司流动资金	60,000	60,000	60,000	-	-
4	信息化建设项目	11,983	11,983	861	6,861	4,261
合计		422,256	291,700	201,372	75,266	15,062

资料来源：招股说明书、民族证券

二、增长驱动力分析

（一）技术成就市场领先地位

市场领先地位：公司在化工、石油化工工程承包市场居于领先地位。目前国内化工、石油化工工程市场，形成了以三大央企占据市场份额50%的相对垄断特征。三大央企包括中国化学、中石油下属的中国石油建设工程公司和中石化集团下属的中国石化工程建设公司。其中，中国石油建设工程公司和中石化建设工程公司主要承接集团公司内开发的石化工程项目，定位于集团公司投资项目的建设。中国化学在市场份额方面具有相对垄断地位，除部分承接一些石化双雄的业务标段外，主要客户还包括神华集团、中煤集团、中电集团、大唐国际等。

强大的EPC工程承包能力：公司之所以处于市场领先地位，在于以技术创新为核心的强大的EPC工程承包能力。不同于一般建筑施工承包，化工工程承包具有专业性强、技术含量高、建设难度大的特点，因此多表现为EPC工程承包。其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，拥有较高的技术和资金门槛。公司拥有雄厚的研发实力、先进的技术、良好的商业信誉及丰富的投融资经验，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。目前公司拥有工程设计综合甲级资质4项，工程勘察综合甲级资质3项，行业工程勘察、工程设计甲级资质17项，一级施工总承包资质27项，一级施工专业资质32项。

强大的技术实力：通过自主创新、集成创新和引进消化吸收再创新以及工程实践，公司储备了大量的工艺、工程、施工和项目管理技术，具备较强的工艺技术研发、工程转化能力。公司在化工及石油化工工程领域拥有强大的核心技术优势，在石油能源的替代产品如甲醇等、太阳能能源涉及的硅材料等能源产品工业化领域拥有一批专有技术或技术专长，使得公司成为国内少数能运作超大型超复杂项目的工业工程公司之一。

丰厚的技术储备：预计在2010年前将取得重大突破的科研项目共有52项，其中包括市场普遍关注的煤化工前沿技术，如FMTP（甲醇制丙烯）、MTA（甲醇转化制芳烃）、IGCC（大型煤制合成氨、制氢和制油品以及联合循环发电），以及尼龙-11树脂、多晶硅工艺、大体积超密集钢筋砼施工技术等新领域、新工程工艺技术。

技术创新机制：为巩固和扩大公司的专业技术优势，公司确立了技术创新的战略地位。在创新机制方面，形成了统一规划、合理分工并以项目方式运作的技术开发机制、多元化的技术研发费用投入机制、技术创新的考核激励机制，通过与高等院校、科研单位和相关企业建立战略合作关系，组成产学研技术创新战略联盟。

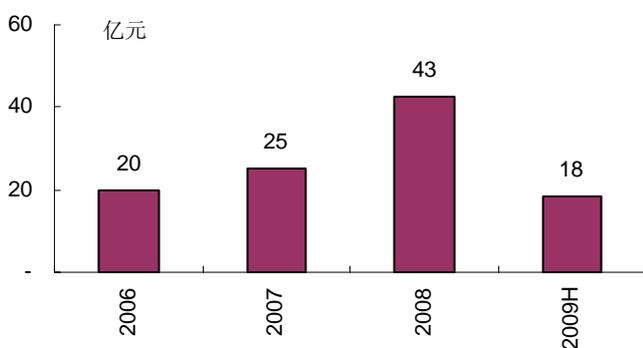
（二）开拓国际市场

公司的国际业务主要集中在南亚、东南亚、中东和非洲等地区。09年上半年公司国际市场实现营业收入18.34亿元，占总收入的14.64%。

国际工程承包市场的发展机遇：随着亚非地区经济的不断发展，亚、非各国的基础建设工程需求逐年增加。这些国家拥有丰富的石油和矿产资源，但受到自身技术、人才、资金等资源的限制，无法独立完成工程建设任务，这为公司拓展国际市场提供了良好的市场机遇。

国际市场发展战略：公司将大力开发海外市场，以提升海外业务的业绩贡献。通过建立境外经营网络，巩固发展公司的传统市场，重点开发潜在市场，特别是关注具有能源、资源战略意义和具有政治外交意义的重大项目；在亚洲（特别是中亚、中东、东南亚、南亚）、澳洲、非洲、北美和南美等地区培植当地人士或有影响的华人为稳定的中间商，在已有基础且市场前景好的国家和地区设立公司的驻外办事机构。

图表 5 国际市场营业收入



资料来源：招股说明书、民族证券

图表 6 国际市场新签合同额

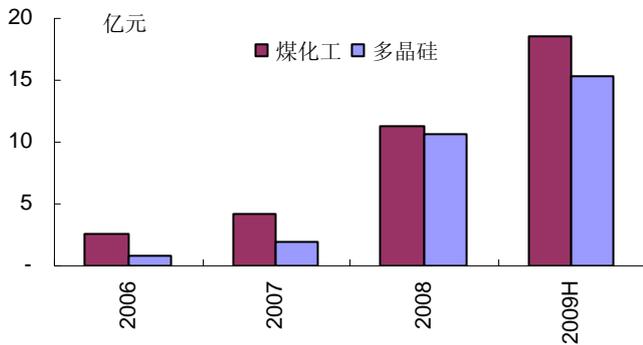


资料来源：招股说明书、民族证券

（三）产业链一体化

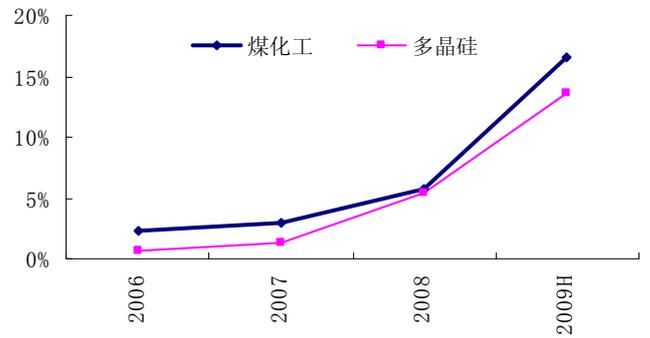
近年来，在确保传统优势项目化工、石油化工工程承包市场份额的前提下，公司不断向有技术、设计优势的上下游产业拓展。目前，工业工程承包拓展到煤化工、多晶硅以及其他工程承包业务；未来将加大向上游装备制造、下游资源类项目的拓展。工程设备、工程材料成本占工程总成本的比重约40%-50%，且呈逐步上升态势。目前公司所用工程工程装备主要采用以下采购形式：标准设备以国内订购为主，部分国外订购；非标准设备主要由自己生产，目前承建项目中自制设备占到约1/3。公司计划未来将加强工程装备制造业务，以丰富产业链。

图表 7 多晶硅、煤化工工程承包收入



资料来源：招股说明书、民族证券

图表 8 多晶硅、煤化工工程承包收入比重



资料来源：招股说明书、民族证券

三、盈利预测与评级

预计公司09-11年收入分别为276.64亿元、321.57亿元、371.19亿元，同比增速分别为21.46%、16.24%、15.43%；净利润分别为9.07亿元、11.99亿元、15.05亿元，同比增速分别为42.92%、32.26%、25.49%；EPS分别为0.18元、0.24元、0.31元。考虑到工业工程较强的盈利能力以及公司在行业中的优势地位，给予公司2010年动态市盈率24-26倍，对应合理价值为5.76-6.24元。

四、风险提示

海外业务风险：所在区域政治局势，金融危机引起投资下滑甚至项目停工，汇兑损失；

行业风险：淘汰小规模化工、石油化工类项目，工程承包市场将受到压缩，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。

图表 9 盈利预测

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1,697,969	2,277,640	2,766,421	3,215,688	3,711,869
二、营业总成本	1,601,598	2,196,843	2,648,665	3,059,028	3,513,430
营业成本	1,432,200	1,960,555	2,383,272	2,750,700	3,157,687
营业税金及附加	48,643	66,854	80,226	93,255	107,644
销售费用	10,666	13,028	15,215	17,686	20,415
管理费用	76,645	114,271	138,321	160,784	185,593
财务费用	27,871	36,892	30,431	35,373	40,831
资产减值损失	5,573	5,243	1,200	1,230	1,260
四、营业利润	98,720	81,597	117,756	156,660	198,439
加：营业外收入	10,980	9,057	9,500	11,400	11,970
减：营业外支出	3,816	1,858	2,000	2,400	2,520
五、利润总额	105,883	88,796	125,256	165,660	207,889
减：所得税	27,485	20,644	28,809	38,102	47,814
六、净利润	78,398	68,152	96,447	127,558	160,074
减：少数股东损益	7,515	4,717	5,787	7,654	9,604
归属于母公司所有者的净利润	70,883	63,435	90,660	119,905	150,470
每股收益（元）	0.14	0.13	0.18	0.24	0.31

资料来源：民族证券

分析师简介

徐永超：建筑建材行业分析师。工学学士、经济学硕士，2007年毕业于南京大学商学院。实业和证券研究双重背景：4年建筑行业从业经验，任职于中国中铁，从事工程管理、经营预算等工作；2年证券行业研究经验，先后在天相投顾、民族证券从事行业研究工作，善于从投资和基本面两个角度挖掘上市公司投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

	总 部	上海地区	深圳地区
	袁 泉	郭剑超	吴宝峰
电 话	010-59355995	021-68539273	0755-83781415
手 机	13671072405	13818101878	——
Email	yuanquan@chinans.com.cn	guojc@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn