

海外工程+煤化工双轮驱动业绩增长

评级: **买入-A**
上次评级: 买入-A
目标价格: **7.00 元**
期限: 6个月 上次预测: 7.00 元
现价: 4.88 元
报告日期: **2010-10-10**

报告关键点:

- 海外业务快速扩张。
- 煤制天然气工程业务将成为公司最亮丽的增长点。
- 维持买入-A评级, 6个月目标价7元。

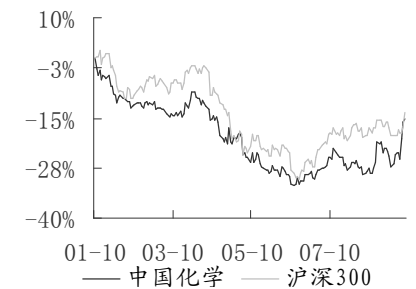
报告摘要:

- 2010年10月5日, 公司所属全资控股公司五环科技股份有限公司与越南河北氮肥与化学品有限责任公司签定了越南河北氮肥与化学品有限责任公司河北氮肥厂扩能改造工程总承包合同。合同总工期约43个月, 合同总金额3.95亿美元(折合人民币约26.4亿元), 约占公司2009年营业收入的9.4%, 占公司2009年海外收入的58%。
- 海外业务快速扩张。**2006年以来, 随着自身技术与工程施工实力的增强, 公司海外业务也得到了迅猛发展。目前业务已覆盖40个国家和地区, 在中东、中亚、东南亚、东欧、非洲等地承建了较多项目, 境外收入占比从2006年的不到15%上升到了2010年中期的20.7%, 随着金融危机的负面影响的逐渐消退, 公司海外订单开始显著复苏, 海外业务有望重新步入快速扩张通道。
- 煤制天然气工程将成为公司最亮丽的增长点。**我国西部地区(尤其是内蒙和新疆)蕴藏着丰富的煤炭资源, 大力发展煤制天然气, 通过管道输送并经调压配气后进行工业和民用, 不但符合煤炭清洁利用的发展方向, 同时也是保证天然气供应的有效补充。2010年6月初, 在《国家发改委关于规范煤制天然气产业发展有关事项的通知》中明确表示: 优先安排煤炭调出区煤制天然气项目, 政府鼓励采用自主知识产权技术和国产化设备项目。截止2010年8月, 全国已获得国家发改委正式核准的煤制天然气项目共有四个产能共计151亿立方米/年, 预计未来仅这4个项目总投资就达到700亿元, 公司在煤制天然气设计和工程领域的市场份额有望达到50%, 这些项目部分已经进入工程招标期, 其单个项目投资可能超过100亿元。
- 维持买入-A评级, 6个月目标价7元。**在上一篇报告中, 我们认为公司煤化工工程业务将积极得益于行业的快速发展, 而国外业务的逐步复苏则为公司的发展进一步提速。本次海外大额合同的签订显示国外新兴市场的复苏逐步反映到公司的订单承接上, 预计国内煤化工市场的发展也会很快反映到公司的订单上。我们维持对公司2010-2012年的盈利预测, 预计EPS分别为0.27、0.35、0.45元, 维持买入-A的投资评级, 6个月目标价7元。

市场数据

总市值(百万元)	24,073.04
流通市值(百万元)	6,017.04
总股本(百万股)	4,933.00
流通股本(百万股)	1,233.00
12个月最高/最低	3.85/5.86 元
十大流通股东(%)	8.15%
股东户数	220,289

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.85	4.90	(11.35)
绝对收益	9.66	19.90	(15.13)

研究员

李孔逸 行业分析师
021-68763865 liky@essence.com.cn
证书编号 S1450209090282

王天睿 行业分析师
021-68765363 wangtr@essence.com.cn
证书编号 S1450210070004

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	22,776.4	28,054.5	31,926.9	38,289.7	46,651.8
Growth(%)	34.1%	23.2%	13.8%	19.9%	21.8%
净利润	634.4	979.2	1,344.3	1,737.3	2,232.8
Growth(%)	-10.5%	54.4%	37.3%	29.2%	28.5%
毛利率(%)	13.9%	12.5%	13.3%	13.4%	13.6%
净利润率(%)	2.8%	3.5%	4.2%	4.5%	4.8%
每股收益(元)	0.13	0.20	0.27	0.35	0.45
每股净资产(元)	0.79	2.33	2.58	2.85	3.19
市盈率	37.9	24.6	17.9	13.9	10.8
市净率	6.2	2.1	1.9	1.7	1.5
净资产收益率(%)	17.6%	9.1%	11.2%	13.0%	14.9%
ROIC(%)		-60.9%	-82.8%	629.2%	155.5%
EV/EBITDA	8.7	7.0	5.5	4.5	3.6
股息收益率	2.5%	0.0%	0.8%	2.2%	2.8%

前期研究成果

中国化学: 煤化工加速, 公司驶上快车道
2010-09-16

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-10

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	22,776.4	28,054.5	31,926.9	38,289.7	46,651.8	成长性					
减: 营业成本	19,605.5	24,546.2	27,666.2	33,143.9	40,315.8	营业收入增长率	34.1%	23.2%	13.8%	19.9%	21.8%
营业税费	668.5	645.0	734.3	880.7	1,073.0	营业利润增长率	-17.3%	56.2%	37.2%	28.2%	28.8%
销售费用	130.3	115.1	134.1	160.8	195.9	净利润增长率	-10.5%	54.4%	37.3%	29.2%	28.5%
管理费用	1,142.7	1,431.0	1,596.3	1,837.9	2,146.0	EBITDA 增长率	16.0%	8.7%	36.8%	23.2%	25.2%
财务费用	368.9	5.7	-10.5	-36.7	-35.7	EBIT 增长率	-6.4%	8.1%	35.8%	26.8%	29.3%
资产减值损失	52.4	39.0	60.3	64.5	72.4	NOPLAT 增长率	-1.2%	-0.3%	35.7%	26.6%	29.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-	-0.2%	-154.1%	132.3%	82.0%
投资和汇兑收益	8.0	2.4	2.9	3.2	3.5	净资产增长率	-	196.0%	11.0%	10.3%	12.0%
营业利润	816.0	1,274.8	1,749.1	2,241.9	2,887.9	利润率					
加: 营业外净收支	72.0	35.6	38.6	44.0	50.0	毛利率	13.9%	12.5%	13.3%	13.4%	13.6%
利润总额	888.0	1,310.4	1,787.7	2,285.9	2,937.9	营业利润率	3.6%	4.5%	5.5%	5.9%	6.2%
减: 所得税	206.4	268.7	357.5	457.2	587.6	净利润率	2.8%	3.5%	4.2%	4.5%	4.8%
净利润	634.4	979.2	1,344.3	1,737.3	2,232.8	EBITDA/营业收入	6.4%	5.7%	6.8%	7.0%	7.2%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	5.2%	4.6%	5.4%	5.8%	6.1%
货币资金	6,637.0	13,757.7	12,790.9	12,502.7	11,947.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	22	36	34	31	25
应收帐款	3,463.5	3,842.5	4,575.7	5,540.2	6,829.4	流动营业资本周转天数	-43	-74	-56	-30	-10
应收票据	419.3	684.4	568.6	681.9	830.8	流动资产周转天数	146	280	312	323	338
预付帐款	4,046.5	3,658.6	9,191.9	16,152.1	25,021.5	应收帐款周转天数	19	33	35	36	36
存货	3,116.2	2,695.7	3,031.9	3,632.2	4,418.2	存货周转天数	25	37	32	31	31
其他流动资产	785.8	513.0	528.1	543.6	559.6	总资产周转天数	193	360	390	394	398
可供出售金融资产	11.2	27.1	27.1	27.1	27.1	投资资本周转天数	-14	-22	-8	8	18
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	263.2	349.4	270.0	278.1	286.4	ROE	17.6%	9.1%	11.2%	13.0%	14.9%
投资性房地产	14.9	87.8	92.2	96.8	101.7	ROA	2.8%	3.3%	3.8%	4.0%	4.1%
固定资产	2,753.2	2,800.1	3,196.9	3,298.5	3,266.3	ROIC	-60.9%	-82.8%	629.2%	155.5%	
在建工程	245.3	401.3	361.0	336.8	333.5	费用率					
无形资产	1,339.4	1,601.8	1,499.7	1,399.7	1,306.4	销售费用率	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
其他非流动资产	1,288.6	1,181.8	1,386.1	1,710.1	2,134.1	管理费用率	5.0%	5.1%	5.0%	4.8%	4.6%
资产总额	24,446.9	31,601.3	37,520.1	46,199.8	57,062.4	财务费用率	1.6%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%
短期债务	1,159.8	510.9	600.0	600.0	600.0	三费/营业收入	7.2%	5.5%	5.4%	5.1%	4.9%
应付帐款	6,298.1	7,668.4	8,337.8	9,988.6	12,150.0	偿债能力					
应付票据	308.6	174.1	435.8	522.1	635.1	资产负债率	84.1%	63.7%	66.0%	69.6%	72.4%
其他流动负债	9,945.1	9,056.1	13,236.9	18,629.3	25,193.9	负债权益比	530.3%	175.3%	194.5%	228.9%	262.8%
长期借款	885.1	981.3	881.3	831.3	781.3	流动比率	1.00	1.40	1.36	1.32	1.29
其他非流动负债	1,183.6	1,128.8	1,318.8	1,637.0	2,055.1	速动比率	0.83	1.25	1.22	1.19	1.17
负债总额	20,568.0	20,120.5	24,781.1	32,153.2	41,335.4	利息保障倍数	3.21	223.29	-166.00	-60.05	-79.95
少数股东权益	301.1	307.8	393.6	485.1	602.6	分红指标					
股本	3,700.0	4,933.0	4,933.0	4,933.0	4,933.0	DPS(元)	0.12	-	0.04	0.11	0.14
留存收益	-63.1	6,269.7	7,412.4	8,628.5	10,191.5	分红比率	93.7%	0.0%	15.0%	30.0%	30.0%
股东权益	3,878.9	11,480.8	12,739.0	14,046.5	15,727.0	股息收益率	2.5%	0.0%	0.8%	2.2%	2.8%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	681.5	1,041.6	1,344.3	1,737.3	2,232.8	EPS(元)	0.13	0.20	0.27	0.35	0.45
加: 折旧和摊销	317.0	370.1	443.6	482.4	512.2	BVPS(元)	0.79	2.33	2.58	2.85	3.19
资产减值准备	52.4	39.0	60.3	64.5	72.4	PE(X)	37.9	24.6	17.9	13.9	10.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.2	2.1	1.9	1.7	1.5
财务费用	-	217.6	178.6	-10.5	-36.7	P/FCF	4.6	101.1	-36.1	50.1	55.2
投资收益	-8.0	-2.4	-2.9	-3.2	-3.5	P/S	1.1	0.9	0.8	0.6	0.5
少数股东损益	47.2	62.5	85.8	91.4	117.5	EV/EBITDA	8.7	7.0	5.5	4.5	3.6
营运资金的变动	1,289.1	583.9	-1,439.6	-1,572.6	-2,327.9	CAGR(%)	39.0%	31.2%	23.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	2,319.4	2,191.0	481.1	763.1	567.8	PEG	1.0	0.8	0.8	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-996.5	-589.0	-636.8	-480.4	-400.8	ROIC/WACC	-	-6.4	-8.7	66.0	16.3
融资活动产生现金流量	331.1	5,576.5	-200.5	-534.5	-684.2	REP	-	1.0	-4.8	0.1	0.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007年7月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010年1月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008年6月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2009年所在团队荣获“新财富建筑材料行业最佳分析师”第五名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034