

新签煤制天然气大单，后续空间打开

评级: 买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格: 9.00元

期限: 6个月 上次预测: 9.00元

现价(2011年01月20日): 5.20元

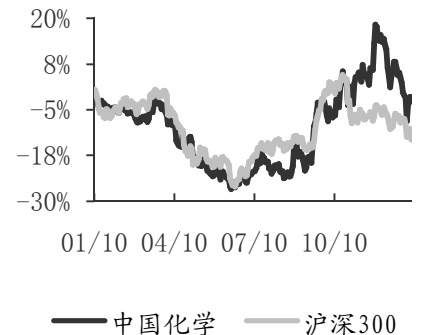
报告日期: 2011-01-21
报告关键点:

- 📖 新签煤制天然气项目打开公司发展空间
- 📖 毛利率有望持续上升。
- 📖 维持买入-A的投资评级

报告摘要:

- 公司与伊犁新天煤化工有限责任公司签订了伊犁新天年产20亿立方米煤制天然气项目合同，项目工期约36个月，合同金额约82.87亿元，这是公司签订的第一个煤制天然气EPC合同。据我们了解，伊犁新天煤化工有限责任公司是新汶集团（伊犁）能源开发有限责任公司的下属单位。伊犁新天煤化工有限责任公司开发的20亿立方米/年产煤制气项目是伊宁市2009年成功引进的首家煤化工项目，2010年4月已经正式破土动工，该项目是新汶集团伊犁能源公司年产100亿立方米煤制气项目计划中的一期工程。
- **新签煤制天然气大单打开公司发展空间。**从2010年以来的情况看，煤制天然气是我国新型煤化工的重要方向，主要集中在新疆、内蒙和山西等地区。截止目前，发改委已经批准了五个煤制天然气项目，其中前四个都是中国化学工程公司设计的（赛鼎公司三个和五环公司一个）。虽然设计并不意味着就一定能够拿到EPC合同，但至少可能性相对更大一些。根据我们的统计，我国规划建设的煤制天然气项目已经超过300亿立方米，总投资超过1800亿元，伊犁新天煤制天然气项目的启动意味着国内煤制天然气项目的加速。公司的发展空间进一步打开。
- **毛利率有望持续上升。**煤化工工程作为新兴的工程市场，毛利率相对传统石油石化化工工程项目都是比较高的。煤制天然气作为刚起步的新型煤化工项目，毛利率又要高于一般的煤化工工程项目，随着公司煤化工和煤制天然气工程项目在营业收入占比的提高，毛利率将呈现稳定上升态势。同时，公司以EPC（工程总承包）方式获得的项目大幅增加，单个项目合同金额大幅上升，成本得以有效控制，也有利于毛利率的提升。
- **维持买入-A评级和6个月目标价9元。**公司经营情况和新签订单均超出我们原来的预期，随着全国和各地方政府十二五规划的出台，未来包括煤制天然气在内的煤化工项目投资加速可期，公司明显受益，我们调高对公司2010-2012年的盈利预测，预计EPS分别为0.31、0.43、0.54元，未来三年的复合增长率接近40%，维持买入-A的投资评级，6个月目标价9元。
- **风险提示:** 化工投资增速下滑，煤制天然气等煤化工项目审批速度减慢将影响公司的新签订单。

总市值(百万元)	25,651.60
流通市值(百万元)	6,411.60
总股本(百万股)	4,933.00
流通股本(百万股)	1,233.00
12个月最低/最高	3.85/6.36元
十大流通股东(%)	12.62%
股东户数	196,305

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.97)	15.27	10.63
绝对收益	(14.33)	1.96	(2.62)

李孔逸
021-68763865
执业证书编号

行业分析师
liky@essence.com.cn
S1450209090282

王天睿
021-68765363
执业证书编号

行业分析师
wangtr@essence.com.cn
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	34,365.1	43,374.6	51,608.9
Growth(%)	34.1%	23.2%	22.5%	26.2%	19.0%
净利润	634.4	979.2	1,539.7	2,110.3	2,661.2
Growth(%)	-10.5%	54.4%	57.2%	37.1%	26.1%
毛利率(%)	13.9%	12.5%	13.5%	13.7%	13.9%
净利润率(%)	2.8%	3.5%	4.5%	4.9%	5.2%
每股收益(元)	0.13	0.20	0.31	0.43	0.54
每股净资产(元)	0.79	2.33	2.62	2.94	3.35
市盈率	40.4	26.2	16.7	12.2	9.6
市净率	6.6	2.2	2.0	1.8	1.6
净资产收益率(%)	17.6%	9.1%	12.7%	15.3%	17.0%
ROIC(%)		-60.9%	-94.9%	665.4%	174.0%
EV/EBITDA	9.5	8.0	5.6	4.2	3.5
股息收益率	2.3%	0.0%	0.9%	2.5%	3.1%

前期研究成果

- 中国化学: 多点开花, 新签订单加速
2010-12-06
- 中国化学: 工程立业, 技术领先
2010-11-12
- 中国化学: 毛利率有望持续上升
2010-10-30
- 中国化学: 海外工程+煤化工双轮驱动业绩增长
2010-10-11
- 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	2011-1-20			
					财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
利润表					成长性						
营业收入	2008	2009	2010E	2011E	2012E	营业收入增长率	34.1%	23.2%	22.5%	26.2%	19.0%
减: 营业成本	19,605.5	24,546.2	29,712.7	37,419.2	44,423.2	营业利润增长率	-17.3%	56.2%	55.6%	36.0%	26.3%
营业税费	668.5	645.0	766.3	967.3	1,150.9	净利润增长率	-10.5%	54.4%	57.2%	37.1%	26.1%
销售费用	130.3	115.1	144.3	182.2	216.8	EBITDA 增长率	16.0%	8.7%	51.5%	30.1%	23.5%
管理费用	1,142.7	1,431.0	1,718.3	2,082.0	2,374.0	EBIT 增长率	-6.4%	8.1%	54.1%	34.9%	26.7%
财务费用	368.9	5.7	-10.5	-37.3	-36.9	NOPLAT 增长率	-1.2%	-0.3%	55.6%	34.5%	26.5%
资产减值损失	52.4	39.0	54.0	66.9	77.0	投资资本增长率		-0.2%	-119.2%	383.6%	126.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率		196.0%	12.5%	12.3%	13.8%
投资和汇兑收益	8.0	2.4	3.6	4.0	4.4						
营业利润	816.0	1,274.8	1,983.6	2,698.4	3,408.4	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%	13.5%	13.7%	13.9%
利润总额	888.0	1,310.4	2,022.2	2,742.4	3,458.4	营业利润率	3.6%	4.5%	5.8%	6.2%	6.6%
减: 所得税	206.4	268.7	384.2	521.1	657.1	净利润率	2.8%	3.5%	4.5%	4.9%	5.2%
净利润	634.4	979.2	1,539.7	2,110.3	2,661.2	EBITDA/营业收入	6.4%	5.7%	7.0%	7.2%	7.5%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	5.2%	4.6%	5.7%	6.1%	6.5%
货币资金	6,637.0	13,757.7	12,804.2	12,608.3	12,120.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	22	36	31	27	23
应收账款	3,463.5	3,842.5	5,033.3	6,418.2	7,720.1	流动营业资本周转天数	-43	-74	-52	-25	-6
应收票据	419.3	684.4	612.0	772.4	919.1	流动资产周转天数	146	280	298	306	332
预付账款	4,046.5	3,658.6	9,601.2	17,459.2	27,232.3	应收帐款周转天数	19	33	34	36	38
存货	3,116.2	2,695.7	3,256.2	4,100.7	4,868.3	存货周转天数	25	37	31	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	369	366	385
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	-7	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%	12.7%	15.3%	17.0%
投资性房地产	14.9	87.8	92.2	96.8	101.7	ROA	2.8%	3.3%	4.2%	4.5%	4.6%
固定资产	2,753.2	2,800.1	3,195.8	3,297.6	3,265.5	ROIC		-60.9%	-94.9%	665.4%	174.0%
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	1,508.1	1,964.3	2,382.0	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	38,788.9	49,303.0	61,122.3	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%
应付账款	6,298.1	7,668.4	8,954.5	11,277.0	13,387.8	偿债能力					
应付票据	308.6	174.1	468.1	589.5	699.8	资产负债率	84.1%	63.7%	66.7%	70.6%	73.0%
其他流动负债	9,945.1	9,056.1	13,553.9	19,658.1	26,916.7	负债权益比	530.3%	175.3%	200.3%	239.9%	270.2%
长期借款	885.1	981.3	881.3	831.3	781.3	流动比率	1.00	1.40	1.35	1.31	1.29
其他非流动负债	1,183.6	1,128.8	1,440.7	1,891.2	2,302.9	速动比率	0.83	1.25	1.21	1.18	1.17
负债总额	20,568.0	20,120.5	25,871.4	34,797.2	44,613.5	利息保障倍数	3.21	223.29	-187.32	-71.42	-91.29
少数股东权益	301.1	307.8	406.1	517.2	657.2	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	-	0.05	0.13	0.16
留存收益	-63.1	6,269.7	7,578.5	9,055.6	10,918.5	分红比率	93.7%	0.0%	15.0%	30.0%	30.0%
股东权益	3,878.9	11,480.8	12,917.5	14,505.8	16,508.7	股息收益率	2.3%	0.0%	0.9%	2.5%	3.1%
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	1,539.7	2,110.3	2,661.2	EPS(元)	0.13	0.20	0.31	0.43	0.54
加: 折旧和摊销	317.0	370.1	443.5	482.3	512.1	BVPS(元)	0.79	2.33	2.62	2.94	3.35
资产减值准备	52.4	39.0	54.0	66.9	77.0	PE(X)	40.4	26.2	16.7	12.2	9.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.6	2.2	2.0	1.8	1.6
财务费用	-	217.6	178.6	-10.5	-37.3	P/FCF	4.9	107.7	-49.8	32.2	42.5
投资收益	-8.0	-2.4	-3.6	-4.0	-4.4	P/S	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	47.2	62.5	98.3	111.1	140.1	EV/EBITDA	9.5	8.0	5.6	4.2	3.5
营运资金的变动	1,289.1	583.9	-1,597.5	-1,763.4	-2,587.4	CAGR(%)	48.3%	39.1%	28.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	2,319.4	2,191.0	523.8	965.9	761.6	PEG	0.8	0.7	0.6	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-996.5	-589.0	-637.0	-479.6	-399.9	ROIC/WACC		-6.4	-9.9	69.6	18.2
融资活动产生现金流量	331.1	5,576.5	-229.8	-645.8	-811.4	REP		1.2	-4.1	0.1	0.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

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。

分析师声明

李孔逸、王天睿分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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

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