

工程立业，技术领先

报告关键点:

- 工程订单向好，毛利率呈上升态势
- 技术优势明显
- 维持买入-A评级，6个月目标价7元

报告摘要:

- 近期我们组织了对中国化学的联合调研，现将情况简单汇总如下。
- 工程:** 2008、2009年工程公司（化工设计院）和施工公司各占收入一半。目前工程公司90%以上都是EPC合同，而施工企业也开始向EPC转。而施工总承包项目毛利率往往还不到EPC的一半。随着EPC项目的增加，公司毛利率将呈上升态势。
- 煤化工:** 从今年的情况看，煤制天然气是煤化工的主要方向，集中在新疆、内蒙地区。四个发改委已经批准的项目都是我们公司设计的（赛鼎三个和五环一个）。刚起步的新型化工工程市场毛利率相对传统化工工程项目都是比较高的，煤化工工程作为新兴的工程市场，毛利率相对较高。
- 海外工程:** 今年海外工程占比15%-20%，3-5年内计划海外工程收入占到总收入的三分之一。公司基本上不做援外项目，主要是商业项目，会严格控制对方的违约风险，金额比较大的合同主要用的是国内贷款。公司最近这两年才真正开始大规模布局。
- 资金:** 化工工程方面是否垫资主要还是看甲方和乙方谁更强势，但即使垫资其实比例也不高，因为EPC合同基本上都有预付款（10%-15%），而施工总承包合同则会有进度款，往往三个月结算一次，总的来看，垫资比例非常低。公司2010年三季报末持有的现金比中报时还多了17亿元，现金流非常好。
- 管理:** 总公司对各子公司的收入和利润都会有具体要求。总部员工约140人，集团员工达37000人，总公司主要还是输出制度，设备采购也是全集团集中采购，其他方面主要还是子公司负责，目前公司正在做一个全集团的信息化建设。
- 公司策略:** 工程立业、技术领先、产业支撑。公司在新型化工（多晶硅、煤化工等）出现的时候，能够迅速抢占非常大的工程市场份额，这本身就代表了公司在化工工程方面的优势。
- 维持买入-A评级，6个月目标价7元。

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	42.6	27.6	20.1	15.6	12.1
市净率	7.0	2.4	2.1	1.9	1.7
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	10.2	8.9	6.9	5.6	4.5
股息收益率	2.2%	0.0%	0.7%	1.9%	2.5%

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

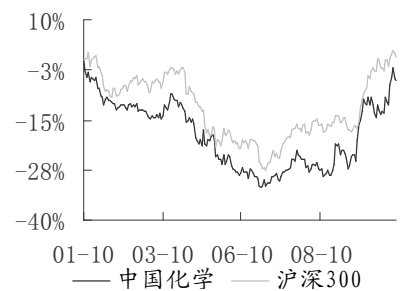
现价: 5.46 元

报告日期: 2010-11-11

市场数据

总市值(百万元)	26,934.18
流通市值(百万元)	6,732.18
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(%)	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	(2.93)	6.61	(5.14)
绝对收益	8.76	29.38	(5.04)

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

前期研究成果

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** **2010-11-11**

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%	-116.7%	422.1%	117.0%
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	315	328	342
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	2.2%	0.0%	0.7%	1.9%	2.5%
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)	42.6	27.6	20.1	15.6	12.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.0	2.4	2.1	1.9	1.7
财务费用	-	217.6	178.6	-10.5	-36.7	P/FCF	5.2	113.5	-40.5	56.3	62.0
投资收益	-8.0	-2.4	-2.9	-3.2	-3.5	P/S	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
少数股东损益	47.2	62.5	85.8	91.4	117.5	EV/EBITDA	10.2	8.9	6.9	5.6	4.5
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	1.1	0.9	0.9	-0.2	-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	-8.6	65.7	16.2
融资活动产生现金流量	331.1	5,576.5	-200.5	-534.5	-684.2	REP		1.3	-6.1	0.2	0.3

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

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