



化建巨头彰显强者本色

维持买入

经营数据:

2011年1-6月,公司实现营业收入174.5亿元,同比增长19.6%;实现营业利润12.2亿元,同比增长49%;归属上市公司股东的净利润8.9亿元,同比增长35.7%,对应每股收益0.18元。

- **屡中大单,新签合同大丰收。**报告期内,公司实现新签订单590亿元,同比增长209%,还较2010全年新签总额超出76.3亿元。按照建筑工程企业下半年新签订单放缓、收入确认集中的经营规律,我们预计公司全年新签订单金额有望突破1000亿元。算上2011年初公司已签署但尚未执行的533.7亿元订单,目前公司订单储备非常丰厚,至少可以保障未来三年的营业收入。
- **海外经营网络稳步完善。**2011年1-6月,公司新签境外合约54.88亿元,同比增长110%。从合约分布来看,除原有覆盖的越南、巴基斯坦、缅甸等十几个国家和地区,公司拓展了沙特、哈萨克斯坦、美国、埃及等新市场,建立了哈萨克斯坦、俄罗斯、新加坡3个国外经营机构。
- **煤化工项目几占半壁江山。**报告期内,煤化工和化工两类合同签约金额突出,尤其是煤化工项目,占到上半年签约总额的48%,而在2010年其占比为27%。我们认为,巨额投资的新型煤化工项目陆续上马以及全国化工行业固定资产投资增速景气是化工建设订单爆发的源驱动。
- **盈利能力指标向好。**2011年是公司的“精细化管理年”,各个子公司加强集中采购、降低生产成本,现已初见成效。报告期内,公司毛利率为13.77%,较去年同期提升0.28%;销售和管理费用率为0.49%、4.68%,分别同比略增0.06%和降低0.08%。
- **财务费用增厚利润。**公司财务费用由去年的4217.65万元大幅转负为-9111.46万元,同比增厚营业利润1.33亿元。我们分析,公司短期借款由去年同期的3.94亿元降至5824.44万元,并且预收款项同比增加4.83亿元是财务费用降低的主要原因。
- **盈利预测。**我们预测公司2011-2013年的EPS为0.474元、0.603元和0.757元,对应今明两年的动态PE分别为17.2倍和13.5倍,维持“买入”评级。

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	28054.51	32583.23	41706.54	50881.98	61058.37
同比增长率	23.17%	16.14%	28.00%	22.00%	20.00%
净利润(百万)	979.16	1658.95	2335.90	2976.11	3735.56
同比增长率	54.36%	69.43%	40.81%	27.41%	25.52%
每股收益(元)	0.198	0.336	0.474	0.603	0.757
净资产收益率	17.85%	8.26%	11.96%	13.55%	15.00%

高级分析师

周蓉姿

电话: 010-88085980

Email: zhourongzi@hysec.com

执业证书编号: S1180210060004

联系人: 刘纯钦

市场表现



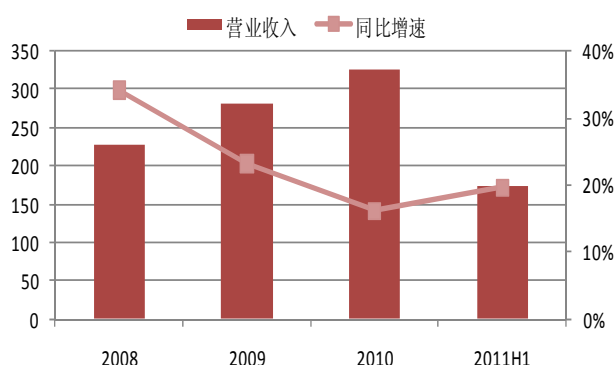
数据来源: Wind 资讯

公司数据

总股本(万股)	493,300
流通股(万股)	123,300
每股净资产(元)	2.79
主要股东	中国化学工程集团公司
主要股东持股比例	66.71%

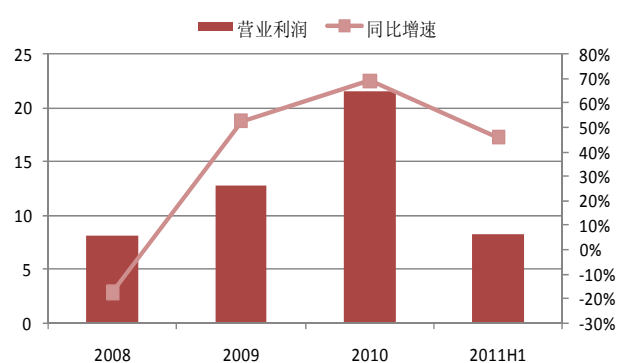
数据来源: 港澳资讯

图 1: 2008-2011H1 公司营业收入情况 (亿元)



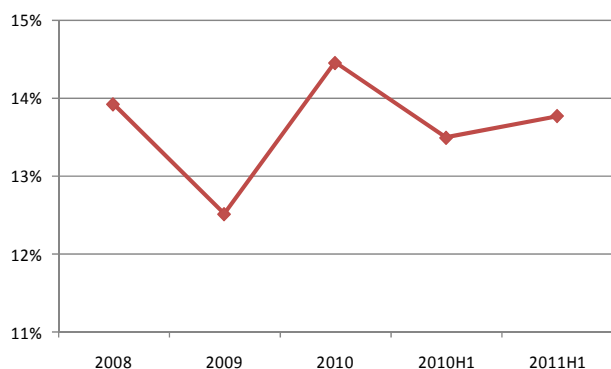
资料来源: 宏源证券

图 2: 2008-2011H1 公司营业利润情况 (亿元)



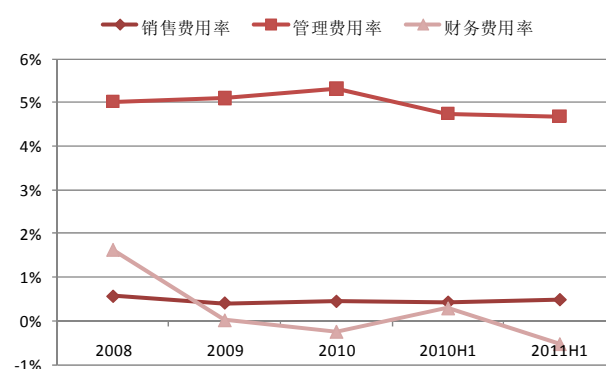
资料来源: 宏源证券

图 3: 2008-2011H1 公司毛利率趋势



资料来源: 宏源证券

图 4: 2008-2011H1 费用率趋势



资料来源: 宏源证券

表1：2011年至今公司公告合约明细

业主方	项目名称	项目类型	合同金额 (亿元)	公告或签约日期	工期 (月)	承包方式
越南国家电力公司	越南DUYEN HAI（沿海）3燃煤电站	燃煤电站	13.04	2011/8/5	50	总承包
土耳其石油管道公司	土耳其天然气储库项目	天然气储库	48.51	2011/7/11	未公告	工程承包
宁夏宝丰能源集团有限公司	宁夏宝丰能源集团有限公司150万吨/年甲醇项目	甲醇项目				
陕西延长中煤榆林能源化工公司	靖边能源化工综合利用启动项目	能源化工利用	68.3	2011/6/25	未公告	项目承包
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	200万吨/年合成氨 350万吨/年尿素项目（一期工程）氨合成/尿素装置项目	合成氨 / 尿素生产	20.8	2011/6/16	未公告	项目承包
山西金色长风房地产开发公司	山西金色长风南上庄城中村改造项目	城中村改造	53.2	2011/6/15	未公告	未明确
中煤鄂尔多斯能源化工公司	200万吨/年合成氨 350万吨/年尿素项目（一期工程）气化、净化标段项目	尿素汽化净化				项目承包
瓮福达州化工有限责任公司	瓮福达州磷硫化工基地15万吨/年磷酸净化装置工程	磷酸净化				总承包及设备委托采购
内蒙古东源科技有限公司	年产10万吨 1,4-丁二醇项目	丁二醇生产	27.3	2011/5/31	未公告	总承包
	广远化工72万吨/年电石项目	电石项目				
	广远热电4X5万KW背压机组项目	背压机组				
唐山中浩化工有限公司	15万吨/年己二酸项目	己二酸项目	10.3	2011/5/14	未公告	总承包
新疆大全新能源有限公司	年产250MW多晶硅片及配套项目	多晶硅片项目				
乌海华油天然气有限责任公司	海南区焦炉煤气综合利用节能减排项目	焦炉煤气节能减排	24.2	2011/4/13	未公告	总承包
新疆圣雄能源开发有限工程公司	新疆圣雄50万吨/年 PVC项目（一）建筑安装工	PVC项目				
新疆大全新能源有限公司	年产250MW多晶硅片及配套项目	多晶硅片项目				
蓝星安迪苏南京有限公司	AT88项目基础设施和公用工程	基建工程				
乌海华油天然气有限责任公司	乌海市海勃湾区千里山LNG项目建安工程	LNG项目				
河南龙宇煤化工有限公司	河南龙宇醋酸项目合成气净化和硫回收装置项	合成气净化和硫回收	4.76	2011/3/17	未公告	施工承包
江苏中能硅业科技发展有限公司	1.5万吨/年多晶硅技改扩建项目	多晶硅片项目				
新疆中泰化学阜康能源有限公司	一期40万吨/年聚氯乙烯树脂、30万吨/年离子膜烧碱循环经济项目装置区建安工程项目	聚氯乙烯树脂 / 离子膜烧碱				
华油天然气股份有限公司	乌海市焦炉煤气综合利用节能减排项目	焦炉煤气节能减排	14.7	2011/3/2	18	EPC总承包
福州隆耀化工集团公司	福州隆耀化工集团公司搬迁改造项目合成氨、硝酸及公用工程装置工程	搬迁改造 / 合成氨 / 硝酸项	10.6	2011/2/22	18	EPC总承包
内蒙古博大实地化学有限公司	年产100万吨合成氨 100万吨尿素 120万吨联	合成氨 / 尿素 / 联碱工程	13.8	2011/2/22	33	总承包
	内蒙博大合成氨、尿素、联碱工程	合成氨 / 尿素 / 联碱工程	11	2011/2/22	33	施工总承包
伊犁新天煤化工有限责任公司	伊犁新天年产20亿立方米煤制天然气项目	天然气项目	82.87	2011/1/20	36	总承包
内蒙古乌海千里山公司	乌海千里山LNG项目	LNG项目	8	2011/1/13	48	总承包
福州隆耀化工集团公司	隆耀联碱搬迁项目	联碱搬迁	4.05	2011/1/13	24	总承包
包头市山晟新能源有限责任公司	3000吨/年多晶硅项目	多晶硅片项目	4.5	2011/1/13	10	施工承包
合计			419.93			

资料来源：公开资料，宏源证券

利润表(百万)

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	32583.23	41706.54	50881.98	61058.37
减：营业成本	27874.95	35575.68	43376.89	51991.20
营业税金及附加	763.97	975.93	1180.46	1404.34
销售费用	146.38	229.39	269.67	317.50
管理费用	1729.33	2189.59	2645.86	3144.51
财务费用	-79.52	-109.41	-230.27	-381.24
资产减值损失	1.30	2.00	3.00	5.00
加：投资收益	8.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2155.51	2843.36	3636.36	4577.05
加：其他非经营损益	18.19	50.00	50.00	50.00
利润总额	2173.70	2893.36	3686.36	4627.05
减：所得税	427.11	434.00	552.95	694.06
净利润	1746.58	2459.36	3133.41	3933.00
少数股东损益	87.63	123.46	157.30	197.44
母公司所有者净利润	1658.95	2335.90	2976.11	3735.56

现金流量表

经营性现金净流量	3079.05	3099.79	6147.79	6979.26
投资性现金净流量	-1152.34	-461.10	-459.50	-259.50
筹资性现金净流量	-382.09	-605.09	430.27	581.24
现金流量净额	1500.26	2033.60	6118.56	7301.00
收益率指标	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率	14.45%	14.70%	14.75%	14.85%
三费/销售收入	5.51%	5.54%	5.28%	5.05%
EBIT/销售收入	5.87%	6.20%	6.40%	6.63%
EBITDA/销售收入	6.98%	7.93%	7.92%	7.98%
销售净利率	5.36%	5.90%	6.16%	6.44%
资产获利率指标	2010A	2011E	2012E	2013E
ROE	12.74%	15.21%	16.23%	16.93%
ROA	5.74%	6.83%	6.92%	7.25%
ROIC	27.74%	28.02%	26.67%	35.65%
资本结构指标	2010A	2011E	2012E	2013E
资产负债率	59.78%	58.05%	59.58%	58.86%

资产负债表(百万)

	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	14030.14	16063.74	22182.30	29483.30
应收和预付款项	8410.63	10213.94	12476.04	13608.65
存货	3628.56	4277.15	5362.16	6191.44
其他流动资产	444.54	600.00	600.00	600.00
长期股权投资	690.39	690.39	690.39	690.39
投资性房地产	84.61	74.32	64.03	53.73
固定资产和在建工程	3877.11	3839.83	3751.56	3411.28
无形资产和开发支出	1602.36	1426.35	1250.13	1073.72
其他非流动资产	600.42	665.40	665.14	665.14
资产总计	33368.76	37851.12	47041.75	55777.66
短期借款	176.10	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	17529.45	20416.02	26473.25	31276.16
长期借款及其他	2242.48	1555.00	1555.00	1555.00
负债合计	19948.02	21971.02	28028.25	32831.16
股本	4933.00	4933.00	4933.00	4933.00
资本公积	5271.85	5271.85	5271.85	5271.85
留存收益	2816.39	5152.29	8128.40	11863.95
归属母公司股东权益	13021.24	15357.14	18333.25	22068.80
少数股东权益	399.50	522.96	680.26	877.69
股东权益合计	13420.74	15880.10	19013.50	22946.50
负债和股东权益合计	33368.76	37851.12	47041.75	55777.66
每股指标	2010A	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.336	0.474	0.603	0.757
每股经营性现金流	0.624	0.628	1.246	1.415
增长率指标	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入增长率	16.14%	28.00%	22.00%	20.00%
EBIDA 增长率	38.92%	45.53%	21.84%	20.83%
净利润增长率	67.67%	40.81%	27.41%	25.52%
经营营运资本增长率	75.97%	73.74%	-9.05%	-7.09%
估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
PE	24.23	17.21	13.51	10.76
PB	3.09	2.62	2.19	1.82
EV/EBITDA	15.34	10.60	7.79	5.51

分析师简介:

分析师姓名: 周蓉姿, 宏源证券研究所建筑工程行业研究员, 东北大学管理学硕士, 2007 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 棕榈园林、路桥建设、金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、中国建筑、延长化建、东华科技、中材国际、中国化学、北新路桥、新疆城建等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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。