

睿智投資

中石化煉化工程(2386 HK, HK\$11.72, 目標價: HK\$14.45, 買入) — 強勁的新訂單流入

- ❖ **新增訂單可超過我們預期。**中石化煉化工程(中石化工程)公佈在2013年首9個月的新增訂單總額為548億元(人民幣,下同),更公佈與中石化冠德(934 HK)簽訂「巴淡建設項目框架性總協議」,該項目是在印尼巴淡島建設油品儲罐,服務費用達7.38億美元;此外,公司在11月更公佈取得了沙地阿拉伯的拉比格二期煉油項目合約,合同金額5600萬美元。包括2張海外合約後,公司年初至今的總訂單總額為596億元,接近我們預測2013年新增合同610億元。
- ❖ **穆迪投資授予A2評級。**評級機構(穆迪投資)首次給予中石化工程「A2」發行人評級,評級展望為「穩定」。穆迪表示中石化工程的「A2」評級反映了中石化工程的獨立信貸評級,以及預期獲母公司中國石油化工股份有限公司(信貸評級:Aa3,評級展望為穩定)的支持而有兩個級別的上調空間。我們相信其「A2」評級可有助公司發行債券及減少利息開支。雖然公司財政健康及為淨現金狀況,但從發行債券而籌集的資金可支持公司的海外發展。
- ❖ **未完成合同相等2.74年的營業額。**包括2張海外合約,中石化工程的未完成合同值1,056億元,相等於2012年營業額的2.74倍。豐厚的未完成合同可支撐其未來2年的盈利穩定性及可觀性。
- ❖ **重估持續。**我們維持盈利預測不變,料2013-15年盈利分別為40.4億元、48.2億元及56.9億元。但根據彭博的數據,市場在11月中之後將中石化工程的盈利預測調高,2013及14年的市場共識的盈利預測分別上調5.5%至40.1億元及0.1%至45.7億元,我們相信盈利上調主要是由強勁的新增訂單帶動。我們的目標價為14.45港元,相等於10.5倍2014年預測市盈率,升值潛力達22.8%。重申買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY11E	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額(百萬元人民幣)	30,601	38,526	44,996	50,910	59,700
淨利潤(百萬元人民幣)	3,375	3,317	4,040	4,815	5,688
每股收益(人民幣)	1.089	1.070	0.965	1.087	1.285
每股收益變動(%)	16.8	(1.7)	(9.8)	12.7	18.1
市盈率(x)	8.5	8.7	9.6	8.5	7.2
市帳率(x)	不適用	4.5	1.9	1.6	1.3
股息率(%)	0.0	0.0	2.5	2.8	3.2
權益收益率(%)	123.6	46.9	18.6	18.5	18.2
淨財務槓杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源:公司及招銀國際研究部

中石化煉化工程(2386 HK)

評級	買入
收市價(港幣)	11.72
目標價(港幣)	14.45
市值(港幣百萬)	51,896
過去3月平均交易(港幣百萬)	126
52周高/低(港幣)	12.44/8.48
發行股數(百萬)	3,449
主要股東	中石化集團(67%)

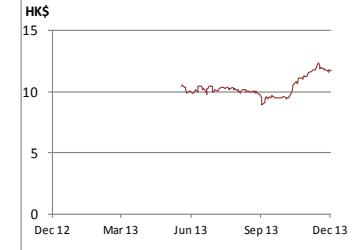
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	3.7%	1.3%
3月	23.9%	18.0%
6月	3.7%	1.3%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	30,601	38,526	44,996	50,910	59,700
設計、諮詢和技術許可	3,376	4,122	5,951	6,477	7,385
工程總承包	15,006	20,082	23,214	29,949	37,678
施工	11,716	13,825	15,510	14,159	14,335
設備製造	503	497	320	325	302
銷售成本	(25,526)	(32,998)	(38,290)	(43,085)	(50,376)
毛利	5,074	5,528	6,705	7,825	9,324
銷售費用	(75)	(91)	(108)	(122)	(143)
行政費用	(815)	(947)	(1,125)	(1,324)	(1,493)
研發費用	(504)	(548)	(675)	(764)	(896)
其他收益	45	(111)	(103)	(23)	(30)
息稅前收益	3,725	3,832	4,694	5,593	6,762
融資成本	529	405	574	646	707
聯營公司	(9)	15	10	12	13
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	4,244	4,252	5,278	6,250	7,482
所得稅	(869)	(935)	(1,238)	(1,435)	(1,793)
非控制股東權益	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
淨利潤	3,375	3,317	4,040	4,815	5,688

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流動資產	6,993	8,079	9,313	9,935	10,107
物業、廠房及設備	3,463	3,834	4,202	4,508	4,364
聯營公司	85	92	100	105	120
投資物業	2,010	2,867	3,595	4,005	4,405
無形資產	528	477	600	500	400
其他	907	809	816	817	818
流動資產	37,412	29,051	45,178	51,644	59,863
現金及現金等價物	5,613	4,847	16,278	20,044	23,163
應收貿易款項	9,275	10,733	13,500	15,000	17,500
存貨	495	747	900	1,000	1,200
關連款項	22,029	12,724	14,500	15,600	18,000
其他	-	-	-	-	-
流動負債	37,890	26,762	29,750	32,665	36,190
借債	-	-	-	-	-
應付貿易賬款	36,427	26,410	29,500	32,400	35,900
應付稅項	1,039	195	200	215	240
關連款項	49	157	50	50	50
其他	374	-	-	-	-
非流動負債	3,781	3,286	3,040	2,842	2,545
借債	-	-	-	-	-
遞延稅項	47	39	40	42	45
其他	3,734	3,247	3,000	2,800	2,500
少數股東權益	3	3	3	3	3
淨資產總值	2,730	7,078	21,698	26,069	31,233
股東權益	2,730	7,078	21,698	26,069	31,233

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息稅前收益	3,725	3,832	4,694	5,593	6,762
折舊和攤銷	449	699	771	867	914
營運資金變動	(1,922)	(1,369)	412	900	800
稅務開支	(749)	(1,772)	(1,233)	(1,418)	(1,765)
其他	187	167	(8,940)	393	(1,289)
經營活動所得現金淨額	1,689	1,556	(4,295)	6,335	5,423
購買固定資產	(324)	(1,288)	(1,728)	(1,410)	(1,000)
聯營公司	11	8	(8)	(5)	(15)
其他	(1,505)	(388)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(1,818)	(1,668)	(1,736)	(1,415)	(1,015)
股份發行	216	201	11,129	-	-
淨銀行借貸	-	-	-	-	-
股息	(351)	(374)	(957)	(1,054)	(1,189)
其他	(49)	(470)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(184)	(644)	10,172	(1,054)	(1,189)
現金增加淨額	(313)	(756)	4,141	3,866	3,219
年初現金及現金等價物	5,923	5,575	4,822	8,864	12,630
匯兌	(34)	3	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	5,575	4,822	8,864	12,630	15,749
受限制現金	37	24	7,414	7,414	7,414
資產負債表的現金	5,613	4,847	16,278	20,044	23,163

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
銷售組合 (%)					
設計、諮詢和技術許可	11.0	10.7	13.2	12.7	12.4
工程總承包	49.0	52.1	51.6	58.8	63.1
施工	38.3	35.9	34.5	27.8	24.0
設備製造	1.6	1.3	0.7	0.6	0.5
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	16.6	14.3	14.9	15.4	15.6
稅前利率	13.9	11.0	11.7	12.3	12.5
淨利潤率	11.0	8.6	9.0	9.5	9.5
有效稅率	20.5	22.0	23.5	23.0	24.0
增長率 (%)					
收入	2.4	25.9	16.8	13.1	17.3
毛利	11.8	8.9	21.3	16.7	19.2
息稅前收益	11.6	2.9	22.5	19.1	20.9
淨利潤	16.8	(1.7)	21.8	19.2	18.1
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.0	1.1	1.5	1.6	1.7
速動比率 (x)	1.0	1.1	1.5	1.6	1.6
平均應收賬款周轉天數	55.3	50.8	54.8	53.8	53.5
平均應付帳款周轉天數	417.4	347.5	266.5	262.2	247.4
平均存貨周轉天數	5.7	6.9	7.9	8.0	8.0
淨負債 / 權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	123.6	46.9	18.6	18.5	18.2
資產回報率	7.6	8.9	7.4	7.8	8.1
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.089	1.070	0.965	1.087	1.285
每股股息(人民幣)	-	-	0.294	0.330	0.370
每股帳面值(人民幣)	N.A.	2.05	4.90	5.89	7.05

來源: 公司及招銀國際研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10% 至+15% 之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣令)（“金融服務令”）第 19(5) 條之人士及 (II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。