

中石化炼化工程(2386 HK, HK\$9.49, 目标价: HK\$11.98, 买入) — 美国的争端令估值蒙上阴影

- ❖ **2013年业绩较我们预期低9.5%**。2013年营业额及纯利分别上升13.1%至436亿元(人民币·下同)及10.2%至36.6亿元。营业额的增长主要由石油化工及新煤化工业务带动, 石油化工及新煤化工业务在2013年分别增加11.1%至167亿元及79.7%至89亿元。公布的纯利比我们预期低9.5%, 主要的差异来自毛利率的假设及净财务收入。公司宣布派发每股0.19元的末期股息, 全年股息为0.324元, 派息比率为37%。
- ❖ **2013年新增合同为820亿元**。中石化炼化工程(中石化工程)于2013年达成的新增合同金额为820亿元, 强劲的增长来自海外市场及新煤化工业务, 海外市场及新煤化工业务的新增合同分别增加9.2倍至227亿元及4.6倍至348亿元。截至2013年底, 未完成合同总值1,040亿元, 相等于2013年的2.4倍营业额。管理层定下2014年新增合同目标为633亿元, 其中450亿元来自国内及30亿美元来自海外。
- ❖ **Medicine Bow Fuel 终止合约令股价受压**。中石化工程收到美国 Medicine Bow Fuel 的通知将终止3份总值105亿元的合约。此外, Medicine Bow Fuel 会因中石化工程涉嫌违反合约而争取赔偿。中石化工程否认对 Medicine Bow Fuel 有任何责任及会提出抗辩。公司过去并没有收取 Medicine Bow Fuel 任何款项及没有确认收益, 只需要将未完成合同总值调整。仲裁将在未来进行。
- ❖ **手持现金109亿元, 财政状况良好**。受惠于去年的IPO, 中石化工程于2013年末的手持现金为109亿元及应收最终控股公司贷款95亿元, 公司具有充足的资金作未来并购用途。
- ❖ **下调预测及目标价**。我们分别下调2014及2015年盈利预测4.5%至46.0亿元及8.9%至51.8亿元, 我们更引入2016年盈利预测60.5亿元, 公司未来3年的盈利年复合增长率为18.3%。我们相信中石化工程的未来估值会受 Medicine Bow Fuel 的影响。所以我们的目标价估值由过去的10.5倍改为9.0倍, 因此我们的目标价由14.45港元下降至11.98港元, 升值潜力达26.3%。重申买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额(百万元人民币)	38,526	43,572	51,633	57,885	66,662
净利润(百万元人民币)	3,317	3,654	4,598	5,179	6,052
每股收益(人民币)	1.070	0.872	1.038	1.170	1.367
每股收益变动(%)	(1.7)	(18.5)	19.0	12.6	16.9
市盈率(x)	6.9	8.5	7.1	6.3	5.4
市帐率(x)	3.6	1.6	1.3	1.1	0.9
股息率(%)	0.0	4.4	4.7	5.0	5.7
权益收益率(%)	46.9	17.4	18.3	17.4	17.1
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

中石化炼化工程 (2386 HK)

评级	买入
收市价(港币)	9.49
目标价(港币)	11.98
市值(港币百万)	42,022
过去3个月平均交易(港币百万)	107
52周高/低(港币)	12.44/8.48
发行股数(百万)	4,428
主要股东	中石化集团(67%)

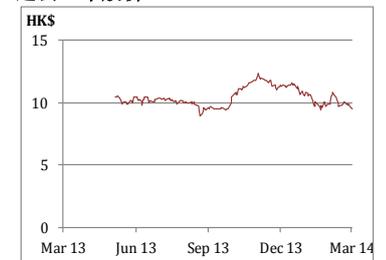
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-1.5%	2.0%
3月	-14.2%	-7.9%
6月	3.6%	10.2%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	38,526	43,572	51,633	57,885	66,662
设计、咨询和技术许可	4,122	4,354	5,827	6,449	7,356
工程总承包	20,082	23,506	32,678	38,518	46,047
施工	13,825	15,215	12,785	12,514	12,866
设备制造	497	497	343	405	393
销售成本	(32,998)	(37,166)	(43,670)	(48,842)	(56,136)
毛利	5,528	6,406	7,963	9,043	10,527
销售费用	(91)	(101)	(119)	(133)	(153)
行政费用	(947)	(1,089)	(1,291)	(1,447)	(1,667)
行政费用	(548)	(630)	(774)	(868)	(1,000)
其他收益	(111)	(174)	(179)	(200)	(234)
息税前收益	3,832	4,413	5,599	6,394	7,473
融资成本	405	324	357	405	475
联营公司	15	13	12	13	13
税前利润	4,252	4,751	5,969	6,812	7,961
所得税	(935)	(1,094)	(1,370)	(1,632)	(1,907)
非控制股东权益	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
净利润	3,317	3,657	4,598	5,179	6,052

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	8,079	8,166	11,289	11,270	11,199
物业、厂房及设备	3,834	4,049	6,381	5,928	5,550
联营公司	92	103	105	120	120
投资物业	2,867	2,857	3,286	3,704	4,111
无形资产	477	444	800	700	600
其他	809	713	717	818	818
流动资产	29,051	39,199	42,307	50,016	58,699
现金及现金等价物	4,847	10,946	10,957	15,516	19,399
应收贸易款项	10,733	11,555	13,500	15,000	17,500
存货	747	1,245	1,350	1,500	1,800
关连款项	12,724	15,452	16,500	18,000	20,000
其他	-	-	-	-	-
流动负债	26,762	23,621	25,615	28,940	32,050
借债	-	-	-	-	-
应付贸易账款	26,410	23,459	25,400	28,700	31,800
应付税项	195	162	215	240	250
关连款项	157	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	3,286	2,764	2,842	2,545	2,548
借债	-	-	-	-	-
递延税项	39	38	42	45	48
其他	3,247	2,726	2,800	2,500	2,500
少数股东权益	3	4	3	3	3
净资产总值	7,078	20,977	25,137	29,798	35,297
股东权益	7,078	20,977	25,137	29,798	35,297

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息税前收益	3,832	4,413	5,599	6,394	7,473
折旧和摊销	699	587	802	1,247	1,169
营运资金变动	(1,369)	(4,243)	(605)	850	(300)
税务开支	(1,772)	(1,110)	(1,312)	(1,604)	(1,894)
其他	167	268	196	48	(110)
经营活动所得现金净额	1,556	(86)	4,680	6,935	6,337
购置固定资产	(1,288)	(452)	(3,429)	(1,018)	(1,007)
联营公司	8	5	(2)	(15)	-
其他	(388)	(6,516)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(1,668)	(6,963)	(3,430)	(1,033)	(1,007)
股份发行	201	10,927	-	-	-
净银行借贷	-	-	-	-	-
股息	(374)	(957)	(1,139)	(1,243)	(1,347)
其他	(470)	(2,160)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(644)	7,811	(1,139)	(1,243)	(1,347)
现金增加净额	(756)	761	111	4,659	3,983
年初现金及现金等价物	5,575	4,822	5,514	5,525	10,084
汇兑	3	(69)	(100)	(100)	(100)
年末现金及现金等价物	4,822	5,514	5,525	10,084	13,967
受限制现金	24	5,432	5,432	5,432	5,432
资产负债表的现金	4,847	10,946	10,957	15,516	19,399

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
设计、咨询和技术许可	10.7	10.0	11.3	11.1	11.0
工程总承包	52.1	53.9	63.3	66.5	69.1
施工	35.9	34.9	24.8	21.6	19.3
设备制造	1.3	1.1	0.7	0.7	0.6
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
毛 (%)					
收入	25.9	13.1	18.5	12.1	15.2
毛利	8.9	15.9	24.3	13.6	16.4
息税前收益	2.9	15.2	26.9	14.2	16.9
净利润	(1.7)	10.2	25.7	12.6	16.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	14.3	14.7	15.4	15.6	15.8
税前利率	11.0	10.9	11.6	11.8	11.9
净利润率	8.6	8.4	8.9	8.9	9.1
有效税率	22.0	23.0	23.0	24.0	24.0
周转率 (%)					
收入	25.9	13.1	18.5	12.1	15.2
毛利	8.9	15.9	24.3	13.6	16.4
息税前收益	2.9	15.2	26.9	14.2	16.9
净利润	(1.7)	10.2	25.7	12.6	16.9
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.1	1.7	1.7	1.7	1.8
速动比率 (x)	1.1	1.6	1.6	1.7	1.8
平均应收账款周转天数	50.8	48.4	47.7	47.3	47.9
平均应付账款周转天数	347.5	244.9	204.2	202.1	196.7
平均存货周转天数	6.9	9.8	10.8	10.6	10.7
净负债/权益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回报率 (%)					
资本回报率	46.9	17.4	18.3	17.4	17.1
资产回报率	8.9	7.7	8.6	8.5	8.7
每股数据					
每股盈利 (人民币)	1.070	0.873	1.038	1.170	1.367
每股股息 (人民币)	-	0.324	0.350	0.370	0.420
每股账面值 (人民币)	2.05	4.74	5.68	6.73	7.97

来源: 公司及招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：(1) 发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；(2) 他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）(1) 并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；(2) 不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；(3) 没有在有关香港上市公司内任职高级人员；(4) 并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。