

中石化炼化工程(2386 HK, HK\$11.72, 目标价: HK\$14.45, 买入) — 强劲的新订单流入

- ❖ **新增订单可超过我们预期。**中石化炼化工程(中石化工程)公布在2013年首9个月的新增订单总额为548亿元(人民币·下同),更公布与中石化冠德(934 HK)签订「巴淡建设项目框架性总协议」,该项目是在印度尼西亚巴淡岛建设油品储罐,服务费用达7.38亿美元;此外,公司在11月更公布取得了沙特阿拉伯的拉比格二期炼油项目合约,合同金额5600万美元。包括2张海外合约后,公司年初至今的总订单总额为596亿元,接近我们预测2013年新增合同610亿元。
- ❖ **穆迪投资授予A2评级。**评级机构(穆迪投资)首次给予中石化工程「A2」发行人评级,评级展望为「稳定」。穆迪表示中石化工程的「A2」评级反映了中石化工程的独立信贷评级,以及预期获母公司中国石油化工股份有限公司(信贷评级: Aa3, 评级展望为稳定)的支持而有两个级别的上调空间。我们相信其「A2」评级可有助公司发行债券及减少利息开支。虽然公司财政健康及为净现金状况,但从发行债券而筹集的资金可支持公司的海外发展。
- ❖ **未完成合同相等2.74年的营业额。**包括2张海外合约,中石化工程的未完成合同值1,056亿元,相等于2012年营业额的2.74倍。丰厚的未完成合同可支撑其未来2年的盈利稳定性及可观性。
- ❖ **重估持续。**我们维持盈利预测不变,料2013-15年盈利分别为40.4亿元、48.2亿元及56.9亿元。但根据彭博的数据,市场在11月中之后将中石化工程的盈利预测调高,2013及14年的市场共识的盈利预测分别上调5.5%至40.1亿元及0.1%至45.7亿元,我们相信盈利上调主要是由强劲的新增订单带动。我们的目标价为14.45港元,相等于10.5倍2014年预测市盈率,升值潜力达22.8%。重申买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY11E	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额(百万元人民币)	30,601	38,526	44,996	50,910	59,700
净利润(百万元人民币)	3,375	3,317	4,040	4,815	5,688
每股收益(人民币)	1.089	1.070	0.965	1.087	1.285
每股收益变动(%)	16.8	(1.7)	(9.8)	12.7	18.1
市盈率(x)	8.5	8.7	9.6	8.5	7.2
市帐率(x)	不适用	4.5	1.9	1.6	1.3
股息率(%)	0.0	0.0	2.5	2.8	3.2
权益收益率(%)	123.6	46.9	18.6	18.5	18.2
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源:公司及招银国际研究部

中石化炼化工程(2386 HK)

评级	买入
收市价(港币)	11.72
目标价(港币)	14.45
市值(港币百万)	51,896
过去3个月平均交易(港币百万)	126
52周高/低(港币)	12.44/8.48
发行股数(百万)	3,449
主要股东	中石化集团(67%)

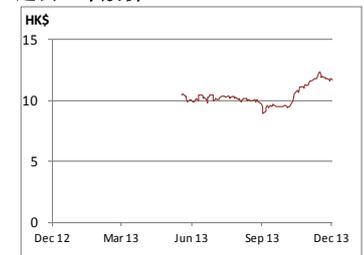
来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	3.7%	1.3%
3月	23.9%	18.0%
6月	3.7%	1.3%

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)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
收入	30,601	38,526	44,996	50,910	59,700
设计、咨询和技术许可	3,376	4,122	5,951	6,477	7,385
工程总承包	15,006	20,082	23,214	29,949	37,678
施工	11,716	13,825	15,510	14,159	14,335
设备制造	503	497	320	325	302
销售成本	(25,526)	(32,998)	(38,290)	(43,085)	(50,376)
毛利	5,074	5,528	6,705	7,825	9,324
销售费用	(75)	(91)	(108)	(122)	(143)
行政费用	(815)	(947)	(1,125)	(1,324)	(1,493)
行政费用	(504)	(548)	(675)	(764)	(896)
其他收益	45	(111)	(103)	(23)	(30)
息税前收益	3,725	3,832	4,694	5,593	6,762
融资成本	529	405	574	646	707
联营公司	(9)	15	10	12	13
税前利润	4,244	4,252	5,278	6,250	7,482
所得税	(869)	(935)	(1,238)	(1,435)	(1,793)
非控制股东权益	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
净利润	3,375	3,317	4,040	4,815	5,688

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)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	6,993	8,079	9,313	9,935	10,107
物业、厂房及设备	3,463	3,834	4,202	4,508	4,364
联营公司	85	92	100	105	120
投资物业	2,010	2,867	3,595	4,005	4,405
无形资产	528	477	600	500	400
其他	907	809	816	817	818
流动资产	37,412	29,051	45,178	51,644	59,863
现金及现金等价物	5,613	4,847	16,278	20,044	23,163
应收贸易款项	9,275	10,733	13,500	15,000	17,500
存货	495	747	900	1,000	1,200
关连款项	22,029	12,724	14,500	15,600	18,000
其他	-	-	-	-	-
流动负债	37,890	26,762	29,750	32,665	36,190
借债	-	-	-	-	-
应付贸易账款	36,427	26,410	29,500	32,400	35,900
应付税项	1,039	195	200	215	240
关连款项	49	157	50	50	50
其他	374	-	-	-	-
非流动负债	3,781	3,286	3,040	2,842	2,545
借债	-	-	-	-	-
递延税项	47	39	40	42	45
其他	3,734	3,247	3,000	2,800	2,500
少数股东权益	3	3	3	3	3
净资产总值	2,730	7,078	21,698	26,069	31,233
股东权益	2,730	7,078	21,698	26,069	31,233

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)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息税前收益	3,725	3,832	4,694	5,593	6,762
折旧和摊销	449	699	771	867	914
营运资金变动	(1,922)	(1,369)	412	900	800
税务开支	(749)	(1,772)	(1,233)	(1,418)	(1,765)
其他	187	167	(8,940)	393	(1,289)
经营活动所得现金净额	1,689	1,556	(4,295)	6,335	5,423
购置固定资产	(324)	(1,288)	(1,728)	(1,410)	(1,000)
联营公司	11	8	(8)	(5)	(15)
其他	(1,505)	(388)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(1,818)	(1,668)	(1,736)	(1,415)	(1,015)
股份发行	216	201	11,129	-	-
净银行借贷	-	-	-	-	-
股息	(351)	(374)	(957)	(1,054)	(1,189)
其他	(49)	(470)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(184)	(644)	10,172	(1,054)	(1,189)
现金增加净额	(313)	(756)	4,141	3,866	3,219
年初现金及现金等价物	5,923	5,575	4,822	8,864	12,630
汇兑	(34)	3	(100)	(100)	(100)
年末现金及现金等价物	5,575	4,822	8,864	12,630	15,749
受限制现金	37	24	7,414	7,414	7,414
资产负债表上的现金	5,613	4,847	16,278	20,044	23,163

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合 (%)					
设计、咨询和技术许可	11.0	10.7	13.2	12.7	12.4
工程总承包	49.0	52.1	51.6	58.8	63.1
施工	38.3	35.9	34.5	27.8	24.0
设备制造	1.6	1.3	0.7	0.6	0.5
总额	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
税前利率	13.9	11.0	11.7	12.3	12.5
净利润率	11.0	8.6	9.0	9.5	9.5
有效税率	20.5	22.0	23.5	23.0	24.0
周转率 (%)					
收入	2.4	25.9	16.8	13.1	17.3
毛利	11.8	8.9	21.3	16.7	19.2
息税前收益	11.6	2.9	22.5	19.1	20.9
净利润	16.8	(1.7)	21.8	19.2	18.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.0	1.1	1.5	1.6	1.7
速动比率 (x)	1.0	1.1	1.5	1.6	1.6
平均应收账款周转天数	55.3	50.8	54.8	53.8	53.5
平均应付账款周转天数	417.4	347.5	266.5	262.2	247.4
平均存货周转天数	5.7	6.9	7.9	8.0	8.0
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	123.6	46.9	18.6	18.5	18.2
资产回报率	7.6	8.9	7.4	7.8	8.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.089	1.070	0.965	1.087	1.285
每股股息(人民币)	-	-	0.294	0.330	0.370
每股账面值(人民币)	不適用	2.05	4.90	5.89	7.05

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 个月的潜在变幅在-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人士。