

**中石化炼化工程(2386 HK, HK\$8.70, 目标价: HK\$9.61, 持有) — 海外市场开拓能力较弱**

- ❖ **2014 中期年业绩下跌 15.2%。**截至 2014 年 6 月止过去 6 个月, 中石化炼化工程(中石化工程)营业额增加 15.9%至 226.5 亿元(人民币·下同), 但纯利下跌 15.2%至 18.8 亿元。营业额的增长主要由工程总承包业务带动, 该业务在期内增加 26.2%至 134 亿元。不过因为较低毛利的前期项目启动, 设计、咨询和技术许可及工程总承包业务在期内的毛利率分别下降 5.6 个百分点至 49.6% 及 4.6 个百分点至 13.0%。整体的毛利率较去年同期收窄了 5.2 个百分点至 13.4%, 因此整体毛利下跌 16.9%至 30.3 亿元。
- ❖ **失去 KPI 总承包合同。**中石化工程于 2014 年 8 月 13 日公告, 公司与哈萨克斯坦石化工业公司(KPI)共同决定终止一份值 114 亿元的工程总承包合同。扣除该合同, 未完成合同总值由 2013 年末的 926 亿元轻微增加至 2014 年中的 954 亿元。于 2014 上半年, 中石化工程新增合同金额同比下跌 24.4%至 255 亿元, 75.3%的海外业务减少(至 27.7 亿元)严重影响新增合同的增长。但公司于今年 7 月拿下马来西亚国家石油公司(PETRONAS)的 13.3 亿美元工程合同, 料可推动下半年海外业务增长。因此公司维持 2014 年新增合同目标 633 亿元不变。
- ❖ **绿色能源可能成为未来增长动力。**以行业分类, 包括 LNG 及清洁能源的其他行业成为 2014 上半年新增合同的增长火车头, 其他行业的新增合同在 2014 上半年同比增加 118%, 由去年同期的 32.2 亿元增至期内的 70.2 亿元。随着环保的要求提高, 清洁能源项目可为中石化工程提供庞大商机。
- ❖ **下调评级至持有。**因为失望的中期业绩, 更加上下调的毛利率及合同的假设, 我们分别下调 2014-16 年盈利预测 22.3%至 35.7 亿元、22.3%至 40.2 亿元及 26.3%至 44.6 亿元, 公司股份自上市至今的平均市盈率及其标准偏差分别为 9.3 倍及 0.8 倍, 我们以 2015 年的盈利及平均减一个标准偏差的市盈率作估值, 即为 2015 年 8.5 倍市盈率, 因此我们的目标价由 11.98 港元下降至 9.61 港元, 升值潜力为 10.5%。下调评级至持有。

**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	50,504	56,841	62,999
净利润 (百万元人民币)	3,317	3,657	3,573	4,023	4,462
每股收益 (人民币)	1.070	0.872	0.807	0.908	1.008
每股收益变动 (%)	(1.7)	(18.4)	(7.6)	12.6	10.9
市盈率(x)	6.5	8.0	8.6	7.7	6.9
市帐率(x)	3.4	1.5	1.3	1.1	1.0
股息率 (%)	0.0	4.7	4.4	4.9	5.5
权益收益率 (%)	46.9	17.4	14.8	14.5	14.1
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)**

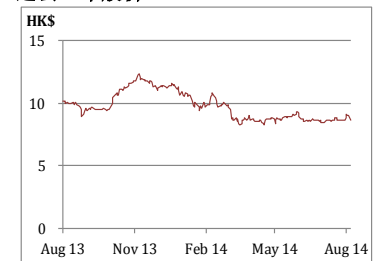
评级	持有
收市价(港币)	8.70
目标价(港币)	9.61
市值(港币百万)	38,524
过去 3 月平均交易(港币百万)	37
52 周高/低(港币)	12.44/8.16
发行股数(百万)	4,428
主要股东	中石化集团(67%)

来源: 彭博

**股价表现**

	绝对	相对
1 月	3.8%	-2.4%
3 月	3.4%	-5.9%
6 月	-8.8%	-18.5%

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
<b>收入</b>	<b>38,526</b>	<b>43,572</b>	<b>50,504</b>	<b>56,841</b>	<b>62,999</b>
设计、咨询和技术许可	4,122	4,354	3,638	3,952	4,408
工程总承包	20,082	23,506	30,517	32,012	35,207
施工	13,825	15,215	16,078	20,628	23,159
设备制造	497	497	272	249	226
销售成本	(32,998)	(37,166)	(44,098)	(49,512)	(54,886)
<b>毛利</b>	<b>5,528</b>	<b>6,406</b>	<b>6,407</b>	<b>7,330</b>	<b>8,113</b>
销售费用	(91)	(101)	(116)	(131)	(145)
行政费用	(947)	(1,089)	(1,162)	(1,307)	(1,449)
行政费用	(548)	(630)	(758)	(853)	(945)
其他收益	(111)	(174)	(108)	(170)	(191)
<b>息税前收益</b>	<b>3,832</b>	<b>4,413</b>	<b>4,264</b>	<b>4,869</b>	<b>5,383</b>
融资成本	405	324	362	408	472
联营公司	15	13	12	13	13
<b>税前利润</b>	<b>4,252</b>	<b>4,751</b>	<b>4,638</b>	<b>5,290</b>	<b>5,868</b>
所得税	(935)	(1,094)	(1,064)	(1,267)	(1,405)
非控制股东权益	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
<b>净利润</b>	<b>3,317</b>	<b>3,657</b>	<b>3,573</b>	<b>4,023</b>	<b>4,462</b>

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
<b>非流动资产</b>	<b>8,079</b>	<b>8,166</b>	<b>8,894</b>	<b>9,650</b>	<b>10,239</b>
物业、厂房及设备	3,834	4,049	4,381	4,658	4,890
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	405	350	300
其他	809	713	717	818	818
<b>流动资产</b>	<b>29,051</b>	<b>39,199</b>	<b>43,320</b>	<b>48,759</b>	<b>55,094</b>
现金及现金等价物	4,847	10,946	12,922	15,007	18,656
应收贸易款项	10,733	11,555	12,548	14,152	14,438
存货	747	1,245	1,350	1,600	2,000
关连款项	12,724	15,452	16,500	18,000	20,000
其他	-	-	-	-	-
<b>流动负债</b>	<b>26,762</b>	<b>23,621</b>	<b>25,270</b>	<b>28,180</b>	<b>31,100</b>
借债	-	-	-	-	-
应付贸易账款	26,410	23,459	25,000	27,900	30,800
应付税项	195	162	270	280	300
关连款项	157	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>3,286</b>	<b>2,764</b>	<b>2,840</b>	<b>2,545</b>	<b>2,548</b>
借债	-	-	-	-	-
递延税项	39	38	40	45	48
其他	3,247	2,726	2,800	2,500	2,500
<b>少数股东权益</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>净资产总值</b>	<b>7,078</b>	<b>20,977</b>	<b>24,102</b>	<b>27,681</b>	<b>31,682</b>
<b>股东权益</b>	<b>7,078</b>	<b>20,977</b>	<b>24,101</b>	<b>27,681</b>	<b>31,682</b>

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	4,264	4,869	5,383
折旧和摊销	699	587	802	862	910
营运资金变动	(1,369)	(4,243)	347	646	1,814
税务开支	(1,772)	(1,110)	(953)	(1,252)	(1,382)
其他	167	268	2,599	(409)	(329)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>1,556</b>	<b>(86)</b>	<b>7,059</b>	<b>4,716</b>	<b>6,396</b>
购置固定资产	(1,288)	(452)	(1,429)	(1,418)	(1,407)
联营公司	8	5	(2)	(15)	-
其他	(388)	(6,516)	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(1,668)</b>	<b>(6,963)</b>	<b>(1,430)</b>	<b>(1,433)</b>	<b>(1,407)</b>
股份发行	201	10,927	-	-	-
净银行借贷	-	-	-	-	-
股息	(374)	(957)	(1,079)	(1,098)	(1,240)
其他	(470)	(2,160)	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(644)</b>	<b>7,811</b>	<b>(1,079)</b>	<b>(1,098)</b>	<b>(1,240)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(756)</b>	<b>761</b>	<b>4,549</b>	<b>2,185</b>	<b>3,749</b>
年初现金及现金等价物	5,575	4,822	5,514	9,963	12,048
汇兑	3	(69)	(100)	(100)	(100)
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>4,822</b>	<b>5,514</b>	<b>9,963</b>	<b>12,048</b>	<b>15,697</b>
受限制现金	24	5,432	2,959	2,959	2,959
<b>资产负债表的现金</b>	<b>4,847</b>	<b>10,946</b>	<b>12,922</b>	<b>15,007</b>	<b>18,656</b>

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
<b>销售组合 (%)</b>					
设计、咨询和技术许可	10.7	10.0	7.2	7.0	7.0
工程总承包	52.1	53.9	60.4	56.3	55.9
施工	35.9	34.9	31.8	36.3	36.8
设备制造	1.3	1.1	0.5	0.4	0.4
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>摊 (%)</b>					
收入	25.9	13.1	15.9	12.5	10.8
毛利	8.9	15.9	0.0	14.4	10.7
息税前收益	2.9	15.2	(3.4)	14.2	10.6
净利润	(1.7)	10.2	(2.3)	12.6	10.9
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	14.3	14.7	12.7	12.9	12.9
税前利率	11.0	10.9	9.2	9.3	9.3
净利润率	8.6	8.4	7.1	7.1	7.1
有效税率	22.0	23.0	22.9	23.9	23.9
<b>摊率 (%)</b>					
收入	25.9	13.1	15.9	12.5	10.8
毛利	8.9	15.9	0.0	14.4	10.7
息税前收益	2.9	15.2	(3.4)	14.2	10.6
净利润	(1.7)	10.2	(2.3)	12.6	10.9
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.1	1.7	1.7	1.7	1.8
平均应收账款周转天数	50.8	48.4	45.3	45.4	41.8
平均应付账款周转天数	347.5	244.9	200.6	195.0	195.2
平均存货周转天数	6.9	9.8	10.7	10.9	12.0
净负债/权益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	46.9	17.4	14.8	14.5	14.1
资产回报率	8.9	7.7	6.8	6.9	6.8
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	1.070	0.873	0.807	0.908	1.008
每股股息(人民币)	-	0.324	0.305	0.340	0.380
每股账面值(人民币)	2.05	4.74	5.44	6.25	7.15

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

本报告期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。