

中石化煉化工程(2386 HK, HK\$9.49, 目標價: HK\$11.98, 買入) — 美國的爭端令估值蒙上陰影

❖ **2013 年業績較我們預期低 9.5%。**2013 年營業額及純利分別上升 13.1% 至 436 億元(人民幣·下同)及 10.2% 至 36.6 億元。營業額的增長主要由石油化工及新煤化工業務帶動，石油化工及新煤化工業務在 2013 年分別增加 11.1% 至 167 億元及 79.7% 至 89 億元。公佈的純利比我們預期低 9.5%，主要的差異來自毛利率的假設及淨財務收入。公司宣佈派發每股 0.19 元的末期股息，全年股息為 0.324 元，派息比率為 37%。

❖ **2013 年新增合同為 820 億元。**中石化煉化工程(中石化工程)於 2013 年達成的新增合同金額為 820 億元，強勁的增長來自海外市場及新煤化工業務，海外市場及新煤化工業務的新增合同分別增加 9.2 倍至 227 億元及 4.6 倍至 348 億元。截至 2013 年底，未完成合同總值 1,040 億元，相等於 2013 年的 2.4 倍營業額。管理層定下 2014 年新增合同目標為 633 億元，其中 450 億元來自國內及 30 億美元來自海外。

❖ **Medicine Bow Fuel 終止合約令股價受壓。**中石化工程收到美國 Medicine Bow Fuel 的通知將終止 3 份總值 105 億元的合約。此外，Medicine Bow Fuel 會因中石化工程涉嫌違反合約而爭取賠償。中石化工程否認對 Medicine Bow Fuel 有任何責任及會提出抗辯。公司過去並沒有收取 Medicine Bow Fuel 任何款項及沒有確認收益，只需要將未完成合同總值調整。仲裁將在未來進行。

❖ **手持現金 109 億元，財政狀況良好。**受惠於去年的 IPO，中石化工程於 2013 年末的手持現金為 109 億元及應收最終控股公司貸款 95 億元，公司具有充足的資金作未來併購用途。

❖ **下調預測及目標價。**我們分別下調 2014 及 2015 年盈利預測 4.5% 至 46.0 億元及 8.9% 至 51.8 億元，我們更引入 2016 年盈利預測 60.5 億元，公司未來 3 年的盈利年複合增長率為 18.3%。我們相信中石化工程的未來估值會受 Medicine Bow Fuel 的影響。所以我們的目標價估值由過去的 10.5 倍改為 9.0 倍，因此我們的目標價由 14.45 港元下降至 11.98 港元，升值潛力達 26.3%。重申買入評級。

中石化煉化工程 (2386 HK)

評級	買入
收市價(港幣)	9.49
目標價(港幣)	11.98
市值(港幣百萬)	42,022
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	107
52 周高/低 (港幣)	12.44/8.48
發行股數 (百萬)	4,428
主要股東	中石化集團(67%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-1.5%	2.0%
3 月	-14.2%	-7.9%
6 月	3.6%	10.2%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬元人民幣)	38,526	43,572	51,633	57,885	66,662
淨利潤 (百萬元人民幣)	3,317	3,654	4,598	5,179	6,052
每股收益 (人民幣)	1.070	0.872	1.038	1.170	1.367
每股收益變動 (%)	(1.7)	(18.5)	19.0	12.6	16.9
市盈率(x)	6.9	8.5	7.1	6.3	5.4
市帳率(x)	3.6	1.6	1.3	1.1	0.9
股息率 (%)	0.0	4.4	4.7	5.0	5.7
權益收益率 (%)	46.9	17.4	18.3	17.4	17.1
淨財務槓桿率 (%)	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

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	38,526	43,572	51,633	57,885	66,662
設計、諮詢和技術許可	4,122	4,354	5,827	6,449	7,356
工程總承包	20,082	23,506	32,678	38,518	46,047
施工	13,825	15,215	12,785	12,514	12,866
設備製造	497	497	343	405	393
銷售成本	(32,998)	(37,166)	(43,670)	(48,842)	(56,136)
毛利	5,528	6,406	7,963	9,043	10,527
銷售費用	(91)	(101)	(119)	(133)	(153)
行政費用	(947)	(1,089)	(1,291)	(1,447)	(1,667)
研發費用	(548)	(630)	(774)	(868)	(1,000)
其他收益	(111)	(174)	(179)	(200)	(234)
息稅前收益	3,832	4,413	5,599	6,394	7,473
融資成本	405	324	357	405	475
聯營公司	15	13	12	13	13
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	4,252	4,751	5,969	6,812	7,961
所得稅	(935)	(1,094)	(1,370)	(1,632)	(1,907)
非控制股東權益	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
淨利潤	3,317	3,657	4,598	5,179	6,052

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流動資產	8,079	8,166	11,289	11,270	11,199
物業、廠房及設備	3,834	4,049	6,381	5,928	5,550
聯營公司	92	103	105	120	120
投資物業	2,867	2,857	3,286	3,704	4,111
無形資產	477	444	800	700	600
其他	809	713	717	818	818
流動資產	29,051	39,199	42,307	50,016	58,699
現金及現金等價物	4,847	10,946	10,957	15,516	19,399
應收貿易款項	10,733	11,555	13,500	15,000	17,500
存貨	747	1,245	1,350	1,500	1,800
關連款項	12,724	15,452	16,500	18,000	20,000
其他	-	-	-	-	-
流動負債	26,762	23,621	25,615	28,940	32,050
借債	-	-	-	-	-
應付貿易賬款	26,410	23,459	25,400	28,700	31,800
應付稅項	195	162	215	240	250
關連款項	157	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	3,286	2,764	2,842	2,545	2,548
借債	-	-	-	-	-
遞延稅項	39	38	42	45	48
其他	3,247	2,726	2,800	2,500	2,500
少數股東權益	3	4	3	3	3
淨資產總值	7,078	20,977	25,137	29,798	35,297
股東權益	7,078	20,977	25,137	29,798	35,297

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息稅前收益	3,832	4,413	5,599	6,394	7,473
折舊和攤銷	699	587	802	1,247	1,169
營運資金變動	(1,369)	(4,243)	(605)	850	(300)
稅務開支	(1,772)	(1,110)	(1,312)	(1,604)	(1,894)
其他	167	268	196	48	(110)
經營活動所得現金淨額	1,556	(86)	4,680	6,935	6,337
購買固定資產	(1,288)	(452)	(3,429)	(1,018)	(1,007)
聯營公司	8	5	(2)	(15)	-
其他	(388)	(6,516)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(1,668)	(6,963)	(3,430)	(1,033)	(1,007)
股份發行	201	10,927	-	-	-
淨銀行借貸	-	-	-	-	-
股息	(374)	(957)	(1,139)	(1,243)	(1,347)
其他	(470)	(2,160)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(644)	7,811	(1,139)	(1,243)	(1,347)
現金增加淨額	(756)	761	111	4,659	3,983
年初現金及現金等價物	5,575	4,822	5,514	5,525	10,084
匯兌	3	(69)	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	4,822	5,514	5,525	10,084	13,967
受限制現金	24	5,432	5,432	5,432	5,432
資產負債表的現金	4,847	10,946	10,957	15,516	19,399

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
銷售組合 (%)					
設計、諮詢和技術許可	10.7	10.0	11.3	11.1	11.0
工程總承包	52.1	53.9	63.3	66.5	69.1
施工	35.9	34.9	24.8	21.6	19.3
設備製造	1.3	1.1	0.7	0.7	0.6
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	25.9	13.1	18.5	12.1	15.2
毛利	8.9	15.9	24.3	13.6	16.4
息稅前收益	2.9	15.2	26.9	14.2	16.9
淨利潤	(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
稅前利率	11.0	10.9	11.6	11.8	11.9
淨利潤率	8.6	8.4	8.9	8.9	9.1
有效稅率	22.0	23.0	23.0	24.0	24.0
增長率 (%)					
收入	25.9	13.1	18.5	12.1	15.2
毛利	8.9	15.9	24.3	13.6	16.4
息稅前收益	2.9	15.2	26.9	14.2	16.9
淨利潤	(1.7)	10.2	25.7	12.6	16.9
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.1	1.7	1.7	1.7	1.8
速動比率 (x)	1.1	1.6	1.6	1.7	1.8
平均應收賬款周轉天數	50.8	48.4	47.7	47.3	47.9
平均應付賬款周轉天數	347.5	244.9	204.2	202.1	196.7
平均存貨周轉天數	6.9	9.8	10.8	10.6	10.7
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	46.9	17.4	18.3	17.4	17.1
資產回報率	8.9	7.7	8.6	8.5	8.7
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	1.070	0.873	1.038	1.170	1.367
每股股息 (人民幣)	-	0.324	0.350	0.370	0.420
每股賬面值 (人民幣)	2.05	4.74	5.68	6.73	7.97

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。接收本報告之行爲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士。