

# 證券業務部每周證券評論

中石化煉化工程(集團)股份有限公司 (股份代號: 02386)

Sinopec Engineering (Group) Co., Ltd.

05 MAR 2018

## 公司簡介

目標價 \$8.68

### 重點財務數據

(截至31/12/2016止)

每股基本盈利 人民幣0.38元

全年每股股息 人民幣0.15元

市盈率 (x) 15.24

市帳率 (x) 1.02

派息比率 39.474%

資料來源:  
彭博、中石化煉化工程(集團)股份有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

中石化煉化工程(集團)股份有限公司(簡稱“中石化煉化”或“集團”)，集團於2013年5月23日於香港聯合交易所主板掛牌上市。中國石化集團公司持有集團67.01%的股份為集團之控股股東，而中國石化集團公司為國有企業，主要從事綜合性石油及石油化工業務。中石化煉化是一家面向境內外煉油化工工程市場的大型綜合一體化工程服務商和技術專利商，是目前國內最大的工程建設企業之一。集團所提供的工程服務覆蓋了煉油、石油化工、新型煤化工、無機化工、醫藥化工、清潔能源、儲運工程、環境工程、節能工程等多個行業，並在技術研發與許可、前期諮詢、融資協助、設計、採購、施工和預試車/開車服務等方面提供完整的業務服務鏈。

## 業績回顧 (截至30/06/2017止)

截至2017年6月30日止的六個月，集團的收入同比下跌22.4%至137.64億元(人民幣•下同)；整體毛利同比增長0.2%至22.13億元；毛利率較去年同期的12.5%上升了3.6個百分點至16.1%；股東應佔溢利較去年同期下跌22.6%至8.35億元。期內每股基本及攤薄盈利為人民幣0.19元，較去年同期的人民幣0.24元下跌20.8%。

財務方面，截至2017年6月30日止，集團的總資產較2016年12月31日的588.18億元下跌2.8%至571.94億元；而總負債則較2016年12月31日的336.16億元下跌6.3%至314.87億元；集團持有現金及現金等價物為92.69億元，較2016年12月31日的118.62億元減少21.9%；流動比率為1.72倍，較2016年12月31日的1.66倍提升了0.06x；集團的資產負債率為55.1%，較2016年12月31日的57.2%增加了2.1個百分點。

圖表一

業績	截至06月30日止6個月		
	2017	2016	變動%
港幣千元			
收入	13,764,426	17,734,811	-22.4%
毛利	2,213,384	2,208,763	0.2%
毛利率	16.1%	12.5%	3.6%
股東應佔利潤	834,875	1,079,124	-22.6%
人民幣千元			
總資產	57,194,151	58,818,320	-2.8%
總負債	31,487,054	33,616,404	-6.3%
流動比率(x)	1.72	1.66	0.06
現金及現金等價物	9,268,717	11,861,946	-21.9%
資產負債率(%)	55.1%	57.2%	-2.1%

資料來源：中石化煉化工程(集團)股份有限公司

## 投資要點及利好因素

圖表二

分部收入(人民幣千元)	截至6月30日止6個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
設計、諮詢和技術許可業務	8.0%	1,098,525	4.5%	795,630	38.1%
工程總承包業務	54.1%	7,440,155	52.4%	9,285,236	-19.9%
施工業務	36.9%	5,072,314	42.8%	7,587,978	-33.2%
設備製造業務	1.1%	153,432	0.4%	65,967	132.6%
<b>總計</b>	<b>100.0%</b>	<b>13,764,426</b>	<b>100.0%</b>	<b>17,734,811</b>	<b>-22.4%</b>
分部溢利(人民幣千元)	截至6月30日止6個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
設計、諮詢和技術許可業務	22.9%	193,395	-10.0%	(115,596)	N/A
工程總承包業務	56.8%	479,351	88.6%	1,027,185	-53.3%
施工業務	16.3%	137,850	17.7%	205,775	-33.0%
設備製造業務	0.3%	2,554	-1.2%	(13,510)	N/A
未分配	3.6%	30,455	4.8%	55,500	-45.1%
<b>總計</b>	<b>100.0%</b>	<b>843,605</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,159,354</b>	<b>-27.2%</b>
分部收入及業績	截至6月30日止6個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
設計、諮詢和技術許可業務	40.2%		19.0%		21.2%
工程總承包業務	17.7%		17.3%		0.4%
施工業務	7.4%		5.2%		2.2%
設備製造業務	3.9%		4.6%		-0.7%
<b>總計</b>	<b>16.1%</b>		<b>12.5%</b>		<b>3.6%</b>

資料來源：中石化煉化工程(集團)股份有限公司

1. 分部表現及營運數據。2017年上半年，集團的收入同比下跌22.4%至137.64億元。收入下跌主要由於2016年新簽合同額大幅減少，導致2017年上半年的工作量減少，確認的收入亦因此下降。另外，又因為2017年上半年期內，中天合創煤化工項目、哈薩克斯坦阿特勞煉油廠FCC項目等大型設計、採購、施工總承包項目進入收尾階段，收入確認同比減少所致；毛利同比增長0.2%至22.13億元；毛利率較2016年同期的12.5%上升了3.6個百分點至16.1%。毛利率上升主要由於集團的收入跌幅小於成本跌幅，當中包括設計分部收入增長而成本同比基本不變，以及部分已完工的總承包及施工項目完成結算變更增加毛利所致；股東應佔溢利同比下跌22.6%至8.35億元。而中石化煉化旗下的四大業務分別為設計、諮詢和技術許可、工程總承包、施工及設備製造其2017年上半年的表現如下：

**設計、諮詢和技術許可業務：**佔集團整體收入8.0%的設計、諮詢和技術許可分部，其2017年上半年的收入同比增長38.1%至10.99億元，毛利同比增長1.92倍至4.41億元，毛利率較去年同期的19.0%提升了21.2個百分點至40.2%，分部溢利扭虧為盈賺1.93億元。2017年上半年集團的收入及毛利上升主要由於設計業務量及設計收入增加所致；

**工程總承包業務：**佔集團整體收入54.1%的工程總承包分部，其2017年上半年的收入同比下跌19.9%至74.4億元，毛利同比下跌18.3%至13.13億元，毛利率較去年同期的17.3%提升了0.4個百分點至17.7%，分部溢利同比下跌53.3%至4.79億元。集團2017年上半年的工程總承包業務分部收入下跌主要由於中天合創煤化工項目、哈薩克斯坦阿特勞煉油廠FCC項目等EPC總承包項目進入收尾階段，收入同比確認減少；以及部分新簽或新復工總承包項目尚未形成較大收入貢獻；

**施工業務：**佔集團整體收入36.9%的施工業務分部，其2017年上半年的收入同比下跌33.2%至50.72億元，毛利同比增長1.1%至4.48億元，毛利率較去年同期的5.2%提升了2.2個百分點至7.4%，分部溢利同比下跌33.0%至1.38億元。2017年上半年集團的收入減少主要由於期內的施工業務量減少所致，而毛利率的上升主要由於集團旗下廣西LNG儲罐安裝等部分施工項目進入結算收尾期，毛利率較高所致；

**設備製造業務：**佔集團整體收入1.1%的設備製造業務分部，其2017年上半年的收入同比增長1.33倍至1.53億元，毛利同比增長39.5%至1,105.7萬元，毛利率較去年同期的4.6%下跌了0.7個百分點至3.9%，分部溢利扭虧轉盈至賺255萬元。

按行業收入分類看，佔集團整體收入41.2%的煉油行業，其2017年上半年的收入同比增長29%至56.67億元；佔集團整體收入27.2%的石油化工行業，其2017年上半年的收入同比下跌33%至37.46億元；佔集團整體收入16.3%的新型煤化工行業，其2017年上半年的收入同比下跌25.3%至21.08億元。而期內馬來西亞RAPID煉油項目、科威特煉油項目等部分大型煉油行業總承包項目收入貢獻較大，但石油化工、煤化工及其他行業部分總承包項目新簽或新復工項目尚未形成較大收入。

## 投資要點及利好因素

圖表三

	截至12月31日止十二個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
<b>新簽合同(人民幣千元)</b>					
設計、諮詢和技術許可業務	9.5%	3,704,714	9.6%	2,652,723	39.7%
工程總承包業務	50.8%	19,838,314	39.6%	10,911,030	81.8%
施工業務	37.6%	14,685,028	50.1%	13,801,475	6.4%
設備製造業務	2.1%	835,348	0.7%	198,585	320.7%
<b>總計</b>	<b>100.0%</b>	<b>39,063,404</b>	<b>100.0%</b>	<b>27,563,813</b>	<b>41.7%</b>
	截至12月31日止十二個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
<b>分行業的新簽合同總值(人民幣千元)</b>					
煉油	36.2%	14,160,084	36.4%	10,024,575	41.3%
石油化工	42.9%	16,743,703	27.0%	7,444,181	124.9%
新型煤化工	6.1%	2,373,623	9.3%	2,559,285	-7.3%
其他行業	14.8%	5,785,994	27.3%	7,535,772	-23.2%
<b>總計</b>	<b>100.0%</b>	<b>39,063,404</b>	<b>100.0%</b>	<b>27,563,813</b>	<b>41.7%</b>
	截至12月31日止十二個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
<b>分地域的新簽合同總值(人民幣千元)</b>					
中國	74.4%	29,070,365	62.4%	17,193,356	69.1%
海外	25.6%	9,993,039	37.6%	10,370,457	-3.6%
<b>總計</b>	<b>100.0%</b>	<b>39,063,404</b>	<b>100.0%</b>	<b>27,563,813</b>	<b>41.7%</b>
	截至12月31日止十二個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
<b>中國石化集團及其聯繫人 和非中國石化集團及其聯繫人 客戶劃分的新簽合同 總值(人民幣千元)</b>					
中國石化集團及其聯繫人	33.4%	13,029,781	36.6%	10,091,361	29.1%
非中國石化集團及其聯繫人	66.6%	26,033,623	63.4%	17,472,452	49.0%
<b>總計</b>	<b>100.0%</b>	<b>39,063,404</b>	<b>100.0%</b>	<b>27,563,813</b>	<b>41.7%</b>
	截至12月31日止十二個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
<b>分部未完成合同量(人民幣千元)</b>					
設計、諮詢和技術許可業務	20.1%	7,838,104	25.3%	6,977,048	12.3%
工程總承包業務	173.3%	67,712,961	250.1%	68,930,902	-1.8%
施工業務	38.1%	14,896,489	43.9%	12,110,670	23.0%
設備製造業務	1.5%	580,390	0.6%	154,642	275.3%
<b>總計</b>	<b>233.0%</b>	<b>91,027,944</b>	<b>319.9%</b>	<b>88,173,262</b>	<b>3.2%</b>

資料來源：中石化煉化工程(集團)股份有限公司

2. 新簽合同總量超預期。集團於今年1月30日發出盈利警告，集團預期截至2017年12月31日止12個月稅後淨利潤較2016年同期下降約25%至35%，主要由於集團2016年新簽合同額減少，2017年國內外煉油、石油化工及新型煤化工行業投資下降，以及工程市場競爭激烈等因素的影響。

到2月23日集團發出自願性公告，公佈2017年集團的新合同總值及未完成合同量的數據。截至2017年12月31日止十二個月期間，集團新簽訂合同總值為人民幣390.63億元，同比增長41.7%；於2017年12月31日，集團未完成合同量為人民幣910.28億元，較2016年12月31日的人民幣881.73億元增加3.2%。

以分部計(圖表三)，2017年全年當中又以工程總承包業務的新簽合同總值同比增長81.8%至198.38億元最佳。以行業計，則以石油化工的新簽合同總值同比增長1.25倍至167.44億元最佳。以地域計，中國地區的新簽合同總值同比增長69.1%至290.7億元最佳。而去年第四季度，集團新簽訂的合同總值為人民幣116.99億元。在三個月期間的簽約項目包括，與伊朗國家石油工程建設公司簽訂了伊朗ABADAN煉廠產品升級項目(二期)EPC總承包合同，集團所佔合同份額約為人民幣68.58億元；與中化泉州石化有限公司簽訂了100萬噸/年乙烯及煉油改擴建項目40萬噸/年HDPE裝置EPC總承包合同，合同總額約為人民幣6.54億元；與韓國大林實業有限公司(Daelim Industrial Co., Ltd.)簽訂了沙特拉比格苯酚丙酮管道預製安裝項目合同，合同總額約為0.33億美元，約人民幣2.16億元；及與上海賽科石油化工有限責任公司簽訂了上海賽科OSBL新建球罐、廢水罐及鍋爐煙氣脫硫脫硝工程設計項目合同，合同總額為人民幣2.15億元。而集團於去年12月12日公佈《關於H股股票增值權激勵計劃草案獲得國務院國有資產監督管理委員會批覆》的公告。集團推出的管理層激勵方案，加上集團的控股公司中國石化集團推出的五年計劃，當中將有四項世界級煉油與化工專案計劃，相信有助提升集團的新增業務量及收入。

## 股價走勢

集團於3月2日的收市價為\$7.42，股價按年升3.92%。集團的股價在股權激勵方案及油價上升的推動下於去年12月起動一路向上升，股價更於今年1月23日創出52周8.8元新高，隨後受市場波動及油價所影響而反覆回落，股價曾回落至7.3元以下的位置，現時14天相對強弱指數已跌至39.4174的水平，股價已跌至10天、20天及50天移動平均線以下，MACD線及訊號線於利淡的區間內，短期集團的股價在大市氣氛轉差及油價回落的影響下而受壓。但相信集團的業務量會隨著國內及全球的經濟回穩並重現增長的情況下而回升，集團可在國內外煉油、石油化工及新型煤化工行業投資回升下，而取得更多的新簽訂單及收入。投資者可考慮於現水平增持或吸納，以憧憬集團的收入及利潤重拾增長，扭虧轉盈。

資料來源: 彭博

## 估值預測

以3月2日的收市價\$7.42計算，其市盈率及市帳率分別為40.63及3.18倍的位置，其市盈率及市帳率維持在同行及行業中偏高的水平。但基於集團的控股股東為中國石化集團公司，為國內三大油企之一，擁有國資的背景，中石化更計劃在“十三五”期間投資2000億元於茂湛、鎮海、上海和南京等地打造世界級煉化基地。四大基地優化升級後，總煉油能力將達到1.3億噸/年，乙烯能力將達到900萬噸/年，分別約占國內產能的17%、31%。相信中石化在優化升級四大世界級煉化基地時會給予更多的新合約予中石化煉化。再加上四個世界級煉化基地分別位於我國泛珠三角、長三角和長江下游地區，正是國家實施“一帶一路”與長江經濟帶兩大戰略的核心地區。其中，茂湛基地位於泛珠三角地區，毗鄰港澳，與東南亞地區隔海相望，地理位置獨特，處在“一帶一路”戰略的核心區域。而集團為抓緊“一帶一路”的發展大好機遇，已在密切跟蹤馬來西亞、泰國和印尼等國家的多個大型項目，未來更會在“一帶一路”沿線不斷擴大市場佈局，打開沿線國家的市場。除煉化業務之外，集團亦積極環保和節能業務的推進。在節能領域上，集團廣泛交流各類低溫熱發電、動設備節能、配電節能等技術，豐富技術儲備，提升節能服務能力；在環保領域上，集團與合作夥伴共同推動國內某大型土壤修復項目工業化實施。繼續開展土壤修復技術交流，提升應對各類污染土壤修復項目的能力。相信在國家大力推動環保節能減排，大氣及土壤治理下，集團的環保節能業務將取得更多的合同，提升集團收入。所以會將中石化煉化的目標價定在\$8.68即相當於16.821市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有16.92%的潛在升幅。

資料來源: 彭博

## 風險因素

- 集團持續在海外經營一些工程業務，外匯匯率的變動可能對集團的服務的定價以及以外匯購買材料的支出產生影響，匯率波動會對集團的經營業績和財務狀況構成影響。
- 政治風險：集團與受制裁的國家有業務來往，雖然伊朗被聯合國解除數項對伊朗的制裁，但伊朗若再被制裁，會對集團在當地的業務及工程有影響。
- 集團海外項目所在國政局動盪不穩，其承接的項目或被國有化、取消、扣押、沒收、中止等風險
- 集團收入主要來源於向煉油、石油化工、新型煤化工行業的客戶提供服務，對服務的需求受傳統能源的週期變化和整體業務水平的影響，能源的供給和價格變動很大程度上影響本集團對新項目的可獲取性。

## 利益披露及免責聲明

**利益披露：**本報告的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或及其聯繫人並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務。

**免責聲明：**本研究報告由工銀亞洲的分析員所編制。閣下在收取及閱讀本研究報告時，即表示同意以下所述的條款及限制所約束。

本研究報告只提供與工銀亞洲的客戶，在未經工銀亞洲事先以書面同意前，本報告所載的資料不得以任何形式、任何理由複製、分發或公佈本研究報告的全部或部分的內容。工銀亞洲不會對任何經由利用本刊物所載的資料所構成直接或間接的損失而負責。

工銀亞洲、其有關聯及附屬公司，可能持有本研究報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。並且，工銀亞洲、其有關聯及附屬公司可能與本研究報告所述或有關公司不時會進行業務往來，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽出其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供銀行投資銀行、顧問、包銷、融資或其他的服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本研究報告時，應該要留意任何或上述的情況，因有可能導致真正或潛在的利益衝突。

本研究報告的內容及所載的資料均由公開的渠道所獲得，並相信為正確及可靠的來源，報告內所覆蓋的內容、分析、預期及意見是基於該等資料而作出的，只屬個人的意見分析。工銀亞洲不會作出明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。本報告所載的任何意見、預測、假設、估值及價格，全屬指定的日期，而在無提前通知的情況下，或可能會隨時變更。本研究報告所載的任何資料或研究會隨時變更，工銀亞洲並無任何責任更改公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在以上所提及的情況下，工銀亞洲並不會對任何使用經公開的資料或研究而帶來直接或間接的損失所負責。

本研究報告只為提供一般數據之性質及提供給客戶作閱覽之用，並沒有考慮及照顧任何某特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本研究報告所提及的產品並非適合所有的投資者，投資者不應依賴本研究報告作出任何投資決定，並應尋求獨立的財務、法律及稅務專業意見。本研究報告內的任何資料或意見均不構成或被視為邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究所述論述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料。