

公司研究/公告点评

2017年04月19日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 8.9  
合理价格区间(元): 9.00~10.80

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**黄骥** 执业证书编号: S0570516030001  
研究员 021-28972066  
huangji@htsc.com

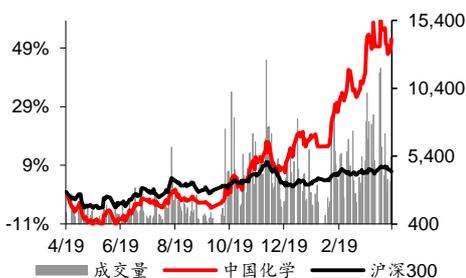
**王德彬** 执业证书编号: S0570516090001  
研究员 010-56793964  
wangdebing@htsc.com

**方晏荷** 021-28972059  
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1 《中国化学公告点评：海外再获大单，业绩订单拐点确定》 2017.03
- 2 《中国化学(601117,增持)：终端维持高景气，工程产品比翼飞》 2017.02
- 3 《中国化学(601117,增持)：受益油价回升，海外订单大幅增长》 2017.01

股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,933
流通A股 (百万股)	4,933
52周内股价区间 (元)	5.29-9.27
总市值 (百万元)	43,904
总资产 (百万元)	83,059
每股净资产 (元)	5.50

资料来源：公司公告

# Q1 订单高增长，基本面拐点再确认

## 中国化学(601117)

### 订单持续高增长，重大项目年内有望落地

公司4月14日公告，2017Q1新签订单241.93亿元，YoY+91.87%，其中国内新签99.85亿元，YoY+46.73%，海外新签142.08亿元，YOY+145.8%。公司于2015年底签约的120亿哈萨克斯坦天然气化工项目融资将于二季度到位，后期进度预计加快，121亿河北煤制天然气项目目前已列入国家能源局《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》。公司Q1收入同比增长-6.98%，相比去年全年-16.5%降幅大幅缩窄。

### 海外大单助新签合同额高增长，带路订单落地速度有望加快

公司今年一季度新签海外订单142.08亿元，其中3月16日公告的俄罗斯石油天然气集团项目合同额80.9亿元，是一季度公司海外订单呈现爆发式增长的主要原因。石化项目单体投资额普遍较大，未来石化资本开支复苏能够为公司订单提供高弹性。从去年开始，各类融资渠道对一带一路沿线项目的融资支持力度大幅加强，我国金融机构的支持一是能够帮助公司在竞标过程中相对国际对手取得优势，二是能够加快公司海外订单转化为收入的速度。公司Q1收入同比降幅相比去年大幅缩窄，我们判断主要和去年订单增长回暖及订单转化速度加快有关。

### 油价企稳符合我们预期，化工/煤化工投资复苏大趋势不改

过去一个月时间里，OPEC减产、国际政局等多方面因素导致油价由下跌趋势转为企稳上行，当前主要原油价格已在55美元/桶上下，符合我们在油价下跌时的判断。当前原油价格已基本处在触发石化行业资本支出中期向上拐点的临界点，而煤制乙二醇等煤化工项目在油价50美元上下也能够实现盈亏平衡，从公司哈萨克斯坦石化项目融资获批、公司斩获81亿元石化大单、河北煤制天然气项目列入部委十三五规划来看，种种迹象表明我们关于石化和煤化工行业复苏的观点正在逐步得到验证。

### PTA价格回落与短期因素相关，公司环保业务积极落地

我们之前独家挖掘了公司化工产品生产受益油价回升的逻辑。近期PTA价格有所回落，经我们了解，主要与之前原油价格回落过程中贸易商抛货相关，中长期来看，油价驱动的价格上涨因素和市场供需关系均未发生明显变化，我们认为未来化工品仍可以为公司创造可观利润。公司与集团合资成立环保公司，主营三废治理及节能减排，我们认为此举有助于公司充分发挥低融资成本、政府资源和品牌优势打造独立的环保板块和品牌优势。

### 基本面与订单拐点明确，看好基本面改善与估值提升，维持“增持”评级

公司一季度经营数据进一步验证了我们关于公司基本面与订单拐点的逻辑，饱满的在手订单将对公司业绩增长起到保障作用，而石化、煤化工投资复苏也将对公司国内外业务形成利好，行业景气度脱离最低点料将提升公司估值。我们维持之前的盈利预测，认可给予公司2017年15-18倍PE，对应合理价格区间9-10.8元，维持“增持”评级。

风险提示：公司项目落地速度不及预期；原油价格出现利空因素。

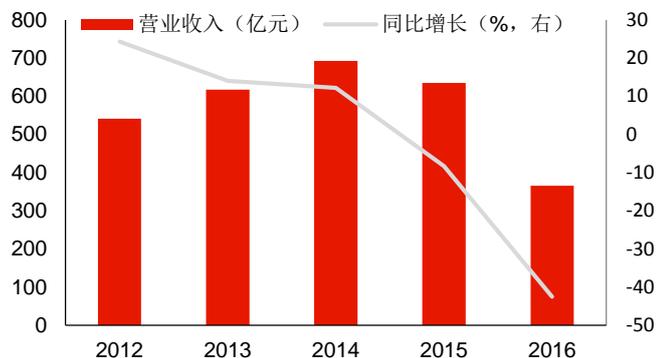
经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	69,256	63,532	52,953	56,279	62,393
+/-%	12.20	(8.26)	(16.65)	6.28	10.86
净利润 (百万元)	3,166	2,842	2,359	2,945	3,445
+/-%	(5.69)	(10.24)	(17.00)	24.86	16.97
EPS (元, 最新摊薄)	0.64	0.58	0.48	0.60	0.70
PE (倍)	11.95	13.31	16.04	12.85	10.98

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

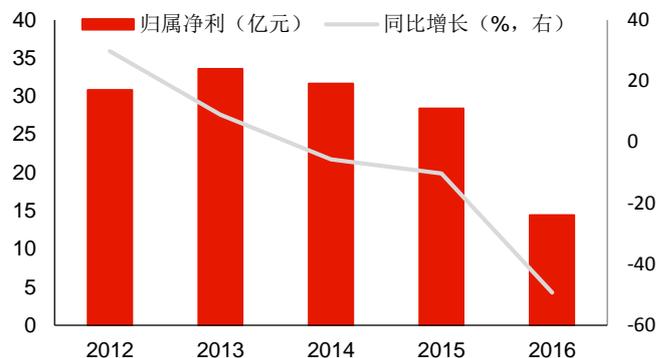
### 公司经营情况概览

图表1: 近五年公司收入及增长 (2016为Q3数值)



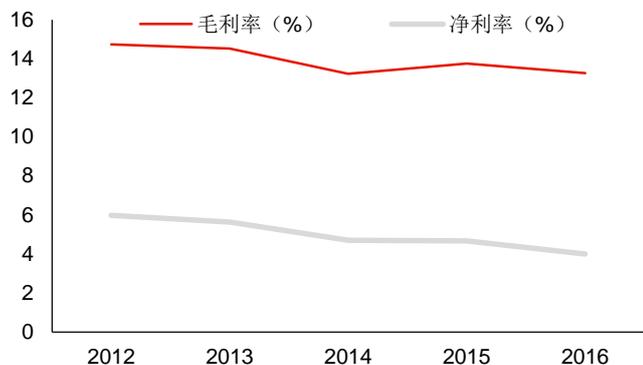
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 近五年公司归母净利润及增长 (2016为Q3数值)



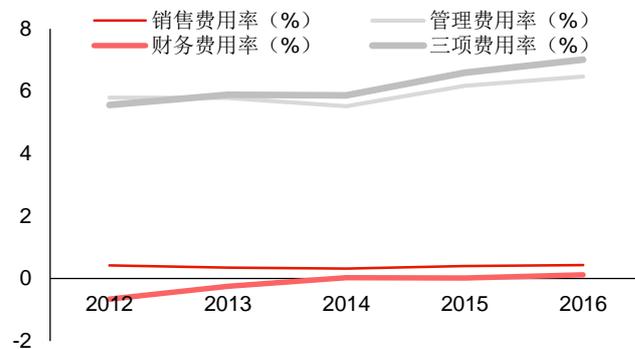
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 近五年公司盈利能力 (2016为Q3数值)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

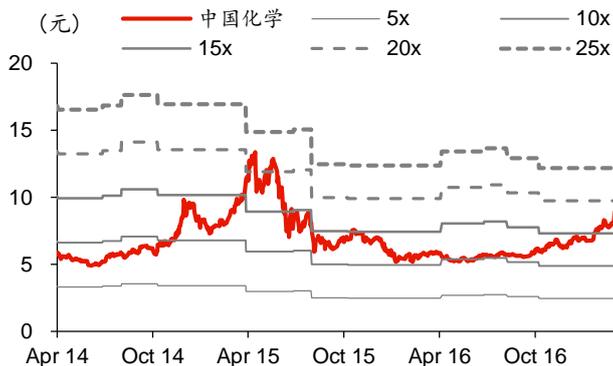
图表4: 近五年公司期间费用率 (2016为Q3数值)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

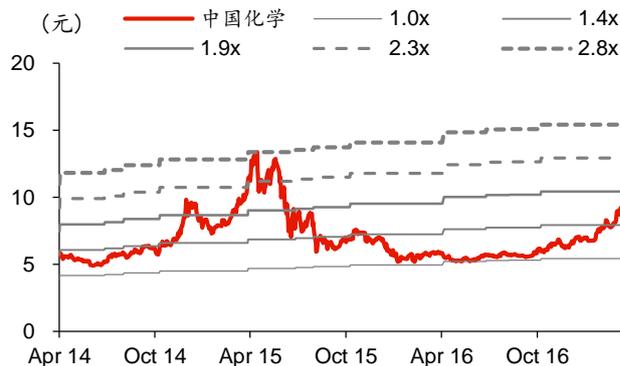
### PE/PB - Bands

图表5: 中国化学历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 中国化学历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	66,191	66,444	56,946	62,437	70,311
现金	16,062	16,359	19,439	22,042	25,225
应收账款	8,398	11,042	9,203	9,781	10,844
其他应收账款	2,654	3,205	2,679	2,843	3,155
预付账款	13,360	7,720	6,429	6,798	7,529
存货	18,050	18,487	11,057	12,611	14,786
其他流动资产	7,667	9,631	8,139	8,362	8,772
非流动资产	15,209	15,302	13,631	12,902	12,060
长期投资	163.31	165.79	0.00	0.00	0.00
固定投资	7,889	7,849	8,993	9,162	8,838
无形资产	2,348	2,273	2,238	2,202	2,118
其他非流动资产	4,808	5,014	2,400	1,538	1,105
资产总计	81,400	81,746	70,578	75,339	82,371
流动负债	50,524	46,840	39,667	41,795	45,669
短期借款	296.00	386.00	386.00	386.00	386.00
应付账款	20,751	24,845	20,691	21,879	24,232
其他流动负债	29,477	21,609	18,590	19,530	21,051
非流动负债	5,602	7,047	6,326	6,316	6,310
长期借款	4,152	5,258	5,258	5,258	5,258
其他非流动负债	1,450	1,789	1,068	1,057	1,051
负债合计	56,126	53,887	45,993	48,111	51,979
少数股东权益	1,626	1,719	1,821	1,949	2,097
股本	4,933	4,933	4,933	4,933	4,933
资本公积	5,441	5,513	207.11	207.11	207.11
留存公积	13,558	15,882	17,623	20,139	23,155
归属母公司股	23,648	26,140	22,763	25,279	28,295
负债和股东权益	81,400	81,746	70,578	75,339	82,371

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	1,482	1,903	7,354	3,256	3,737
净利润	3,253	2,965	2,461	3,072	3,594
折旧摊销	569.63	827.87	830.44	948.18	1,013
财务费用	21.18	10.09	52.15	1.01	(51.06)
投资损失	(197.69)	(207.94)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(2,325)	(2,274)	4,208	(802.37)	(886.73)
其他经营现金	160.91	582.85	(197.70)	36.98	68.41
投资活动现金	(2,611)	(2,198)	1,534	(223.59)	(176.39)
资本支出	2,508	1,476	119.84	150.00	150.00
长期投资	251.36	919.67	(945.86)	0.00	0.00
其他投资现金	148.46	198.25	707.59	(73.59)	(26.39)
筹资活动现金	2,363	701.81	(5,807)	(430.18)	(378.11)
短期借款	(121.00)	90.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,328	1,107	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	72.06	(5,306)	0.00	0.00
其他筹资现金	(844.31)	(566.79)	(500.80)	(430.18)	(378.11)
现金净增加额	1,219	478.63	3,080	2,602	3,183

### 利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	69,256	63,532	52,953	56,279	62,393
营业成本	60,095	54,796	45,634	48,255	53,445
营业税金及附加	1,070	900.19	751.93	799.16	885.99
营业费用	218.90	254.46	222.40	225.12	237.09
管理费用	3,818	3,923	3,415	3,377	3,619
财务费用	21.18	10.09	52.15	1.01	(51.06)
资产减值损失	125.87	365.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
投资净收益	197.69	207.94	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,104	3,491	2,877	3,622	4,257
营业外收入	123.45	164.72	164.72	164.72	164.72
营业外支出	338.77	43.66	43.66	43.66	43.66
利润总额	3,889	3,612	2,998	3,743	4,378
所得税	636.32	647.28	537.25	670.79	784.63
净利润	3,253	2,965	2,461	3,072	3,594
少数股东损益	86.61	122.79	101.91	127.25	148.84
归属母公司净利润	3,166	2,842	2,359	2,945	3,445
EBITDA	4,695	4,329	3,759	4,571	5,219
EPS (元)	0.64	0.58	0.48	0.60	0.70

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	12.20	(8.26)	(16.65)	6.28	10.86
营业利润	(0.45)	(14.95)	(17.59)	25.90	17.54
归属母公司净利润	(5.69)	(10.24)	(17.00)	24.86	16.97
获利能力 (%)					
毛利率	13.23	13.75	13.82	14.26	14.34
净利率	4.57	4.47	4.45	5.23	5.52
ROE	13.39	10.87	10.36	11.65	12.17
ROIC	26.20	18.06	21.36	26.36	30.69
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.95	65.92	65.17	63.86	63.10
净负债比率 (%)	8.00	10.51	12.27	11.73	10.86
流动比率	1.31	1.42	1.44	1.49	1.54
速动比率	0.95	1.02	1.16	1.19	1.21
营运能力					
总资产周转率	0.91	0.78	0.70	0.77	0.79
应收账款周转率	8.71	6.24	4.99	5.66	5.78
应付账款周转率	3.30	2.40	2.00	2.27	2.32
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.58	0.48	0.60	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.39	1.49	0.66	0.76
每股净资产(最新摊薄)	4.79	5.30	4.61	5.12	5.74
估值比率					
PE (倍)	11.95	13.31	16.04	12.85	10.98
PB (倍)	1.60	1.45	1.66	1.50	1.34
EV_EBITDA (倍)	5.76	6.25	7.19	5.92	5.18

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com