

公司研究/年报点评

2017年04月22日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 8.89
合理价格区间(元): 10.8~12.0

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

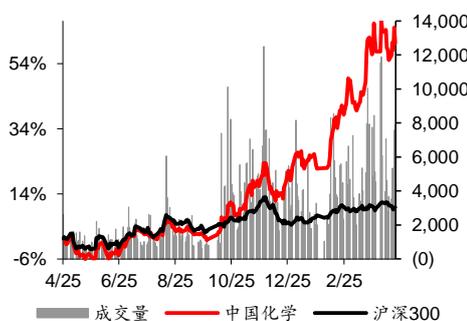
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

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

相关研究

- 1 《中国化学(601117,增持): Q1 订单高增长, 基本面拐点再确认》2017.04
- 2 《中国化学公告点评: 海外再获大单, 业绩订单拐点确定》2017.03
- 3 《中国化学(601117,增持): 终端维持高景气, 工程产品比翼飞》2017.02

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)	43,854
总资产 (百万元)	83,884
每股净资产 (元)	5.57

资料来源: 公司公告

减值影响业绩, 现金订单趋好未变

中国化学(601117)

资产减值致 16 年业绩低于预期, 下游化工景气回升促业绩改善

2016 年公司实现营收 530.76 亿元, 同比下滑 16.46%; 实现归母净利润 17.70 亿元, 同比下滑 37.70% (扣非后下滑 39.96%), 低于市场预期, 主要是公司 2016 年度计提资产减值准备 11.26 亿元, 同比增长 208.25%, 导致归母净利润减少 8.28 亿元。其中子公司四川晟达持股 80% 的 100 万吨/年 PTA 项目计提 4.92 亿元在建工程减值损失; 坏账损失 4.68 亿元, 同比增长 157.56%。我们认为 PTA 项目基本完工年内将转为固定资产, 且公司下游部分化工品 2016Q4 以来, 价格持续上涨, 一定程度上改善了公司应收账款和对化工企业股权投资, 资产减值因素有望减轻。

汇兑收益翻番降低整体财务费用率, 经营投资现金流大幅改善

公司 16 年综合毛利率微升至 14.02%, 主要是勘察设计毛利率增加 3.93 个百分点。净利率 3.34%, 下降 1.33 个百分点, 平均净资产回报率 6.59% (扣非后 6.13%)。期间费用率 7.47%, 销售/管理费用率分别上升 0.08/0.93 个百分点, 财务费用率因汇兑收益 3.21 亿元 (同比增长 115%) 降低 0.14 个百分点。资产负债率 65.20%, 同比降低 0.72 个百分点, 已是连续第三年下降。受海外项目预收款影响, 公司 16 年经营净现金实现净流入 28.33 亿元, 同比增长 48.86%; 理财收回及资产购置减少致投资净现金由负转正, 实现净流入 10.31 亿元, 为上市以来首次, 年末在手现金 213.51 亿元。

新签合同受益化工/石化景气度回升, PPP 加速建筑环保拓展

2016 年公司新签合同 705 亿元, 同比增长 11.84%; 年末未完工合同 1055 亿元, 约是去年营收的 2 倍。其中新签化工/石油化工/煤化工订单占比分别为 36%/25%/5%, 除煤化工同比下降 79% 外, 化工/石化分别增长 17%、16%。去年以来随着油价震荡企稳, 化工石化投资景气度有所回升, 公司工程订单预计将继续维持较快增长。受益于 PPP 模式的大力推广, 公司去年签约包头棚户改造、开封清明上河城、南京浦口道路拓宽等 PPP 项目, 累计新签基础设施和环保订单分别为 58/15 亿元, 同比增长 39%/60%。

海外订单翻倍增长, 一带一路能源基建龙头地位显著

2016 年公司新签海外合同额 335.89 亿元, 占新签合同总额的 47.65%, 同比增长 87.68%; 境外营收占总收入比重 27.27%, 同比增长 18.94%。受益于一带一路战略的推进, 公司主要市场印尼、越南、沙特、土耳其等国订单继续快速增长, 2017Q1 新签海外订单 142 亿元, 同比大幅增长 145%。

看好公司受益石化/煤化工和海外拓展, 维持“增持”评级

公司订单已企稳回升, 2017Q1 收入同比下滑 6.98%, 降幅较去年大幅收窄。我们预计公司 17 年 PTA 项目转固定资产和化工景气度回升将减少减值损失影响, 天辰耀隆极大受益己内酰胺涨价, 年内净利润预计 5~7 亿元。因此我们维持此前盈利预测, 即 2017-19 年 EPS 为 0.60/0.70/0.82 元, 合理价格区间 10.8-12.0 元 (对应 17 年 18-20xPE), 维持“增持”评级。

风险提示: 油价大幅下跌、煤化工订单低于预期、海外项目落地周期长等。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	63,532	53,076	56,306	62,431	69,039
+/-%	(8.26)	(16.46)	6.09	10.88	10.58
归母净利润 (百万元)	2,842	1,770	2,937	3,447	4,027
+/-%	(10.24)	(37.70)	65.92	17.34	16.85
EPS (元, 最新摊薄)	0.58	0.36	0.60	0.70	0.82
PE (倍)	15.43	24.77	14.93	12.72	10.89

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司在手订单结构与占比

2016年公司新签合同705亿元，同比增长11.84%；其中新签国内合同额369.07亿元，占新签合同总额的52.35%，主要是煤化工订单占比下滑；海外合同额335.89亿元，占新签合同总额的47.65%，同比增长87.68%，未来有望跟随一带一路战略推进继续维持较快增长。当前来看，公司订单止跌回升趋势继续维持，根据公司经营简报，2017Q1预计实现营收102.8亿元，同比下滑6.98%，降幅较去年16.46%大幅收窄。我们预计公司今年订单止跌趋势将反映到收入业绩中。

图表1：2012年以来公司新签订单同比增速（%）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表2：近五年公司新签订单国内外占比（%）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表3：2010-2016年公司分项新签订单统计（亿元）

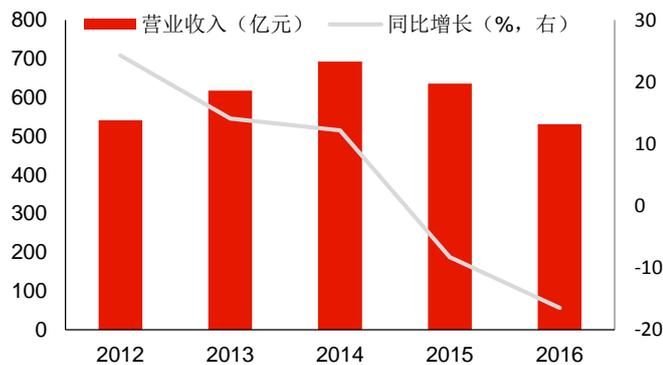
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
(1) 化工	308.89	406.97	430.73	393.93	339.94	217.78	254.98
(2) 石油化工	33.73	48.06	48.27	59.69	65.80	153.24	178.43
(3) 煤化工	132.23	340.23	168.70	261.72	270.72	162.44	33.63
(4) 电力	13.32	85.99	46.81	13.75	5.03	27.80	58.23
(5) 建筑	14.28	59.24	205.15	22.35	12.97	13.99	
(6) 环保	6.64	3.93	22.95	13.53	5.54	9.52	15.23
(7) 其他	56.41	73.43	56.33	55.44	28.71	45.64	164.40
合计	565.50	1017.86	978.95	820.41	728.71	630.40	704.96

资料来源：公司年报、华泰证券研究所

注：公司2016年年报中未对电力与建筑订单做拆分，统一汇总为基础设施订单。

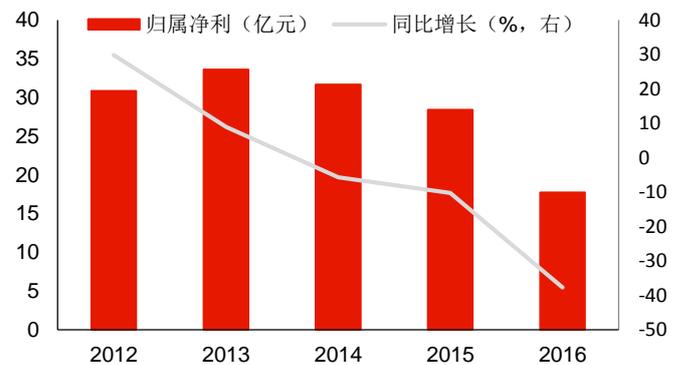
公司经营情况概览

图表4：近五年公司收入及增长



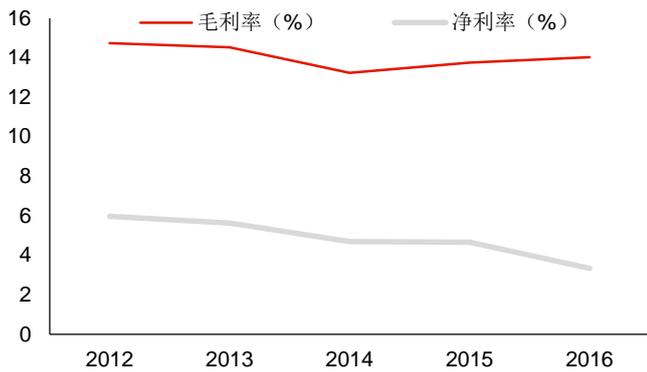
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表5：近五年公司归母净利润及增长



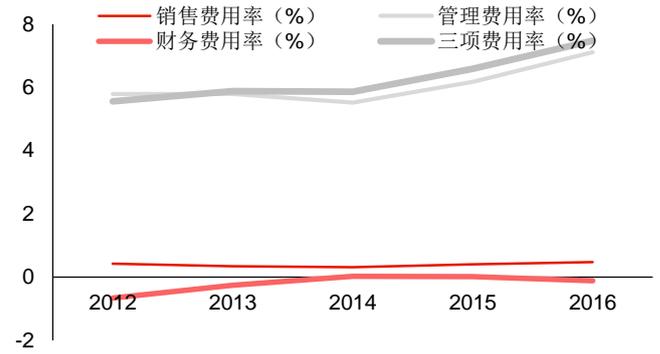
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表6: 近五年公司毛利率稳定、净利率下滑



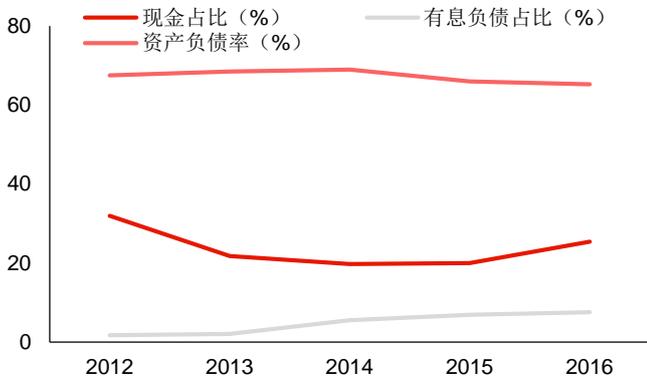
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表7: 近五年公司期间费用率趋于上升



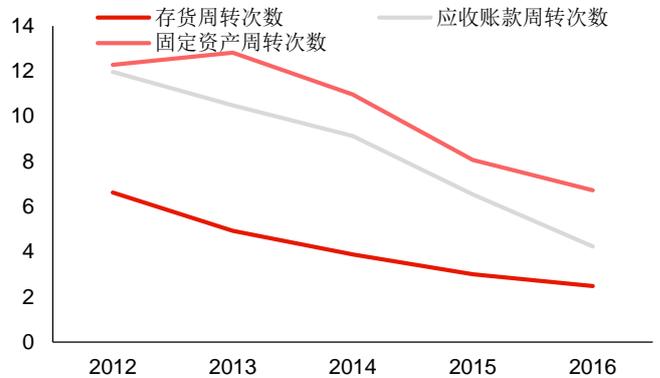
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表8: 近五年公司资产负债率稳趋降



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

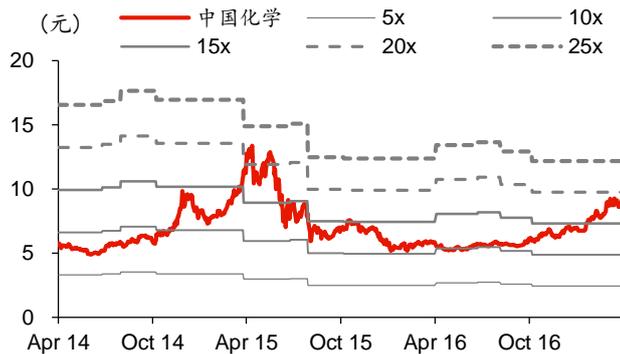
图表9: 近五年公司营运能力因产能利用率低持续下滑



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

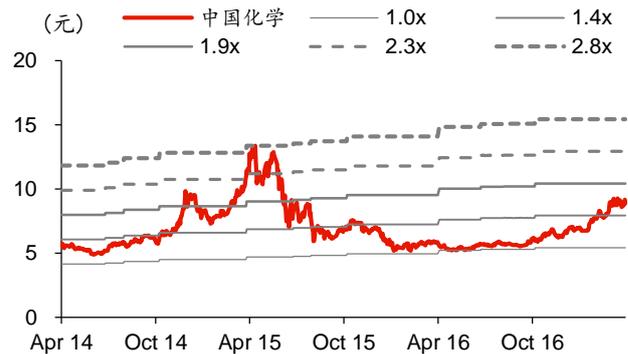
PE/PB - Bands

图表10: 中国化学历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表11: 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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	66,444	67,862	69,477	78,704	88,612
现金	16,359	21,351	25,492	29,054	33,113
应收账款	11,042	14,074	14,930	16,555	18,307
其他应收账款	3,205	2,771	2,971	3,277	3,633
预付账款	7,720	6,616	6,990	7,741	8,548
存货	18,487	18,231	14,106	16,774	19,367
其他流动资产	9,631	4,820	4,987	5,304	5,645
非流动资产	15,302	16,022	15,118	14,187	13,231
长期投资	165.79	190.18	177.57	179.81	180.79
固定投资	7,849	7,918	9,086	9,258	8,928
无形资产	2,273	2,068	1,937	1,728	1,510
其他非流动资产	5,014	5,846	3,919	3,021	2,612
资产总计	81,746	83,884	84,595	92,891	101,843
流动负债	46,840	47,403	49,193	54,042	58,958
短期借款	386.00	499.37	499.37	499.37	499.37
应付账款	24,845	25,245	26,673	29,536	32,614
其他流动负债	21,609	21,658	22,021	24,007	25,845
非流动负债	7,047	7,288	7,285	7,276	7,273
长期借款	5,258	5,715	5,715	5,715	5,715
其他非流动负债	1,789	1,573	1,570	1,561	1,559
负债合计	53,887	54,691	56,478	61,318	66,232
少数股东权益	1,719	1,723	1,731	1,740	1,751
股本	4,933	4,933	4,933	4,933	4,933
资本公积	5,513	5,513	1,492	1,492	1,492
留存公积	15,882	17,223	19,962	23,409	27,436
归属母公司股	26,140	27,471	26,387	29,833	33,861
负债和股东权益	81,746	83,884	84,595	92,891	101,843

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,903	2,833	8,014	3,475	3,876
净利润	2,965	1,775	2,945	3,456	4,038
折旧摊销	827.87	857.71	843.46	963.96	1,030
财务费用	10.09	(62.47)	(1.99)	(71.32)	(139.91)
投资损失	(207.94)	(101.32)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(2,274)	(817.99)	4,263	(910.14)	(1,083)
其他经营现金	582.85	1,182	63.82	136.58	130.96
投资活动现金	(2,198)	1,031	214.63	5.96	35.81
资本支出	1,476	649.11	132.46	150.00	150.00
长期投资	919.67	(1,162)	(229.32)	39.36	18.54
其他投资现金	198.25	518.41	117.77	195.32	204.35
筹资活动现金	701.81	(409.32)	(4,087)	81.27	146.18
短期借款	90.00	113.37	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,107	456.11	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	72.06	0.00	(4,021)	0.00	0.00
其他筹资现金	(566.79)	(978.80)	(65.51)	81.27	146.18
现金净增加额	478.63	3,536	4,141	3,562	4,058

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	63,532	53,076	56,306	62,431	69,039
营业成本	54,796	45,636	48,217	53,393	58,958
营业税金及附加	900.19	426.88	452.86	502.12	555.27
营业费用	254.46	254.33	253.38	249.72	262.35
管理费用	3,923	3,774	3,716	4,058	4,384
财务费用	10.09	(62.47)	(1.99)	(71.32)	(139.91)
资产减值损失	365.38	1,126	300.00	300.00	300.00
公允价值变动收益	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	207.94	101.32	100.00	100.00	100.00
营业利润	3,491	2,022	3,468	4,099	4,819
营业外收入	164.72	306.17	306.17	306.17	306.17
营业外支出	43.66	133.03	133.03	133.03	133.03
利润总额	3,612	2,195	3,641	4,273	4,993
所得税	647.28	419.46	695.95	816.60	954.19
净利润	2,965	1,775	2,945	3,456	4,038
少数股东损益	122.79	4.86	8.07	9.46	11.06
归属母公司净利润	2,842	1,770	2,937	3,447	4,027
EBITDA	4,329	2,817	4,310	4,992	5,710
EPS (元)	0.58	0.36	0.60	0.70	0.82

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(8.26)	(16.46)	6.09	10.88	10.58
营业利润	(14.95)	(42.09)	71.56	18.20	17.56
归属母公司净利润	(10.24)	(37.70)	65.92	17.34	16.85
获利能力 (%)					
毛利率	13.75	14.02	14.37	14.48	14.60
净利率	4.47	3.34	5.22	5.52	5.83
ROE	10.87	6.44	11.13	11.55	11.89
ROIC	18.06	12.25	35.32	41.88	48.94
偿债能力					
资产负债率 (%)	65.92	65.20	66.76	66.01	65.03
净负债比率 (%)	10.51	11.66	11.17	10.30	9.55
流动比率	1.42	1.43	1.41	1.46	1.50
速动比率	1.02	1.05	1.12	1.14	1.17
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.64	0.67	0.70	0.71
应收账款周转率	6.24	4.00	3.66	3.74	3.73
应付账款周转率	2.40	1.82	1.86	1.90	1.90
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.36	0.60	0.70	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.57	1.62	0.70	0.79
每股净资产(最新摊薄)	5.30	5.57	5.35	6.05	6.86
估值比率					
PE (倍)	15.43	24.77	14.93	12.72	10.89
PB (倍)	1.68	1.60	1.66	1.47	1.30
EV_EBITDA (倍)	6.68	10.26	6.71	5.79	5.06

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