

# 中国化学 (601117.SH) 年报点评

业绩降幅有所扩大，海外、PPP、环保带动订单提速

## 核心观点:

- 收入降幅加大，毛利率小幅提升，新签订单尤其海外订单增势良好

公司 2016 年实现收入 530.76 亿元，同比增速-16.46%，较 15 年进一步恶化。公司 2016 年新签合同 704.96 亿元，同比增长 11.84%，为 2012 年以来最高增速，其中公司海外订单占比达近新高。

- 费用率上升，资产减值损失大幅增长，净利率下滑

2016 年公司资产减值损失为 11.26 亿元，同比增长 208.49%。归属上市公司股东的净利润 17.70 亿元，同比下降 37.70%，净利率同比降低 1.13 个百分点。

- 收现比增幅高于付现比增幅，经营性现金流增加

- 一带一路战略推动海外订单增长，公司持续受益

- PPP、环保业务大力推进，有望成为新的利润增长点

成立中化工程集团环保有限公司进行专业化运作。2016 年新签环保类合同 18.40 亿元，同比增长 31.49%，增速亮眼。

- 投资建议

受行业景气度持续低迷影响，2016 年公司国内收入、净利润继续下滑，但海外收入明显提速。受益于国际油价回升以及 PPP 等业务拓展，2016 年公司新签订单好转，达 2012 年以来最高增速，今年公司业绩有望回暖。此外，在国家“一带一路”战略的大力推动下，公司海外业务将持续受益。综上，我们看好公司未来发展，预计其 2017-2019 年 EPS 为 0.38、0.43、0.46 元，维持对公司的“买入”评级。

- 风险提示

国际油价拐头向下；国内固定资产投资持续下行等。

## 盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	63,532.34	53,075.76	56,455.26	59,909.34	63,125.37
增长率(%)	-8.26%	-16.46%	6.37%	6.12%	5.37%
EBITDA(百万元)	4,486.15	3,841.79	3,492.79	3,586.30	3,836.44
净利润(百万元)	2,841.79	1,770.38	1,893.55	2,109.16	2,291.01
增长率(%)	-10.24%	-37.70%	6.96%	11.39%	8.62%
EPS(元/股)	0.576	0.359	0.384	0.428	0.464
市盈率(P/E)	11.96	18.86	23.16	20.79	19.14
市净率(P/B)	1.29	1.21	1.51	1.43	1.36
EV/EBITDA	5.19	4.80	9.48	8.57	7.44

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

## 公司评级

买入

当前价格

9.16 元

前次评级

买入

报告日期

2017-04-24

## 相对市场表现



分析师: 郭鹏 S0260514030003



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

## 相关研究:

中国化学(601117)-2014 年 6 月份经营数据点评 2014-07-15

中国化学(601117.SH):2013 年报及 2014 年一季报点评 2014-04-17

中国化学(601117.SH):2014 年 2 月份经营数据点评 2014-03-12

联系人: 张欣劼 010-59136612

zhangxinjie@gf.com.cn

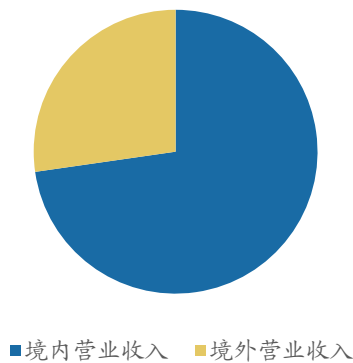
公司近日发布2016年年报，全年实现营业收入530.76亿元，同比下降16.46%；全年实现归母净利润17.70亿元，同比下降37.70%。点评如下：

## 1、收入降幅加大，毛利率小幅提升，新签订单尤其海外订单增势良好

公司2016年实现收入530.76亿元，同比增速-16.46%，较15年的-8.26%进一步恶化。分区域来看，公司国内收入同比下降24.65%，占总收入的72.73%；海外收入同比增长18.94%，占总收入的27.27%，比上年同期增加8.07个百分点，主要来源为印尼、越南、沙特、土耳其等国家项目。

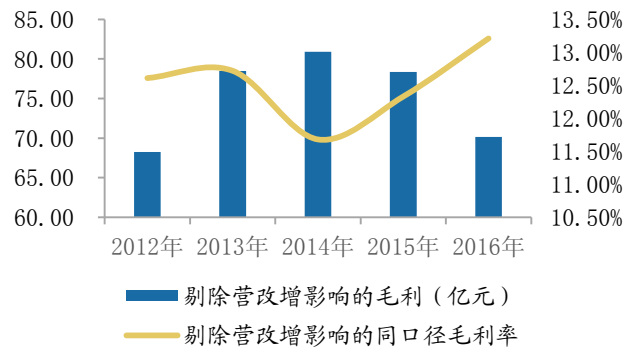
2016年公司剔除营改增影响后的毛利率((毛利-营业税金及附加)/销售收入)为13.21%，较15年提高0.88个百分点。

图1：2016年公司境内外业务收入占比



数据来源：wind、公司年报、广发证券发展研究中心

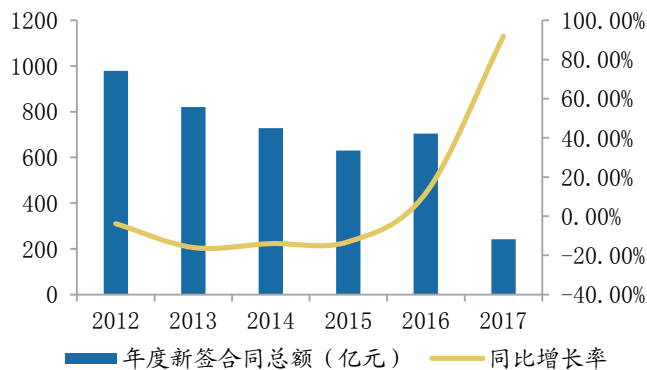
图2：剔除营改增影响的同口径毛利率、毛利（亿元）



数据来源：wind、公司年报、广发证券发展研究中心

公司2016年新签合同704.96亿元，同比增长11.84%，是2012年以来最高增速。分地区来看，公司海外订单占比达近新高。2016年公司新签境内合同369.07亿元，占新签合同总额的52.35%，比上年同期减少82.3亿元；新签境外合同335.89亿元，占新签合同总额的47.65%，比上年同期增加156.92亿元。

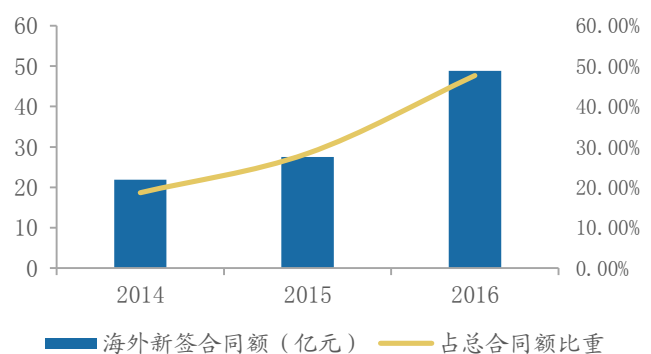
图3：公司年度新签合同总额（亿元）、增速



数据来源：wind、公司年报、广发证券发展研究中心

注：2017年为第一季度数据

图4：公司海外订单占比达近新高（亿元）

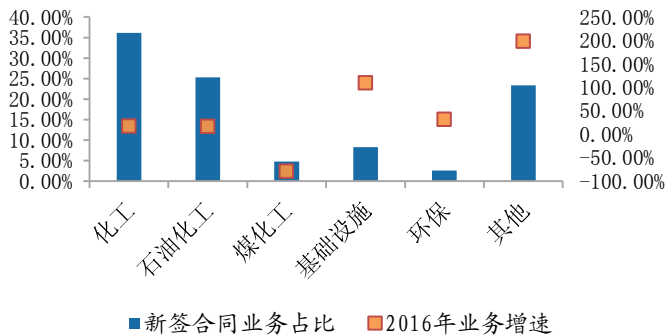


数据来源：wind、公司年报、广发证券发展研究中心

从新签订单的业务来看，占比最大的仍是化工（占比36.17%）、石油化工（占比25.31%）等业务，但是基础设施（增速109.47%）、环保（增速31.49%）业务订单增速较快。2016年新签订单的行业分布已经发生了较大变化，较为单一的业务结构初步改观，加快在市政桥梁、煤炭污水综合处理、房地产、垃圾级秸秆等方面的布局以及部分基础设施PPP项目中标，大幅提高了基础设施合同额占比。

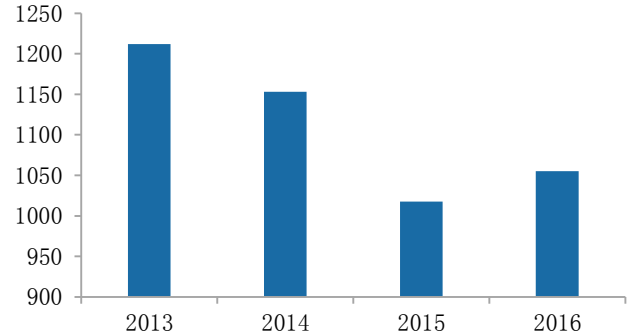
公司2016年在手订单为1055.03亿元，同比增长3.69%，为公司未来收入增长提供支撑。

图5：2016年新签合同业务占比与各业务增速



数据来源：wind、公司年报、广发证券发展研究中心

图6：公司在手订单（亿元）



数据来源：wind、公司年报、广发证券发展研究中心

注：2016年在手订单按主营业务分板块在手订单加总统计

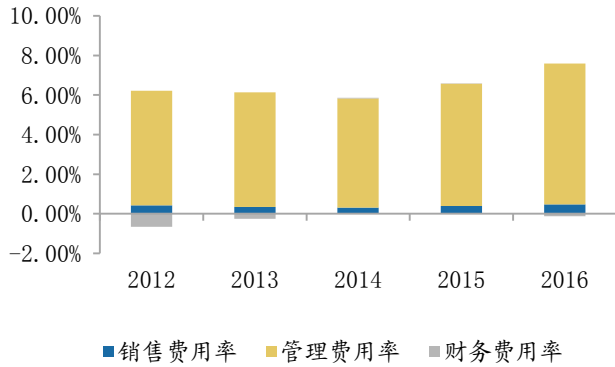
## 2、费用率上升、资产减值损失大幅增长，净利率下滑

费用方面，2016年期间费用率为7.47%，较上年提高0.88个百分点。其中，占比最大的管理费用率上升0.93个百分点；销售费用率上升0.08个百分点；财务费用率下降0.14个百分点。2016年公司资产减值损失为11.26亿元，同比增长208.49%，其中四川晟达公司苯二甲酸投资、五环公司等企业股权投资等共4个项目共计提7.47亿元资产减值准备。公司加大账款催收力度，收款能力有所提高，应收账款增速从2015年的31.49%下降至27.46%。

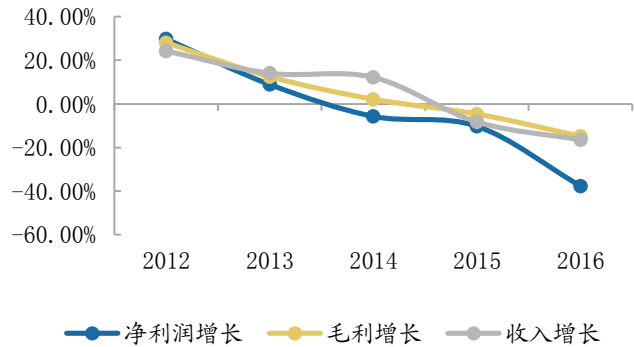
整体来看，实现归属上市公司股东的净利润17.70亿元，同比下降37.70%，净利率3.34%，同比降低1.13个百分点。2017年公司预计全年新签合同700亿元（同比减少0.70%），实现收入550亿元（同比增长3.62%），完成利润总额20亿元（同比减少8.88%），预计今年公司收入将恢复增长，利润降幅将有所缩减。

图7：期间费用率

图8：毛利、净利润、收入增速持续走低



数据来源: wind、公司年报、广发证券发展研究中心

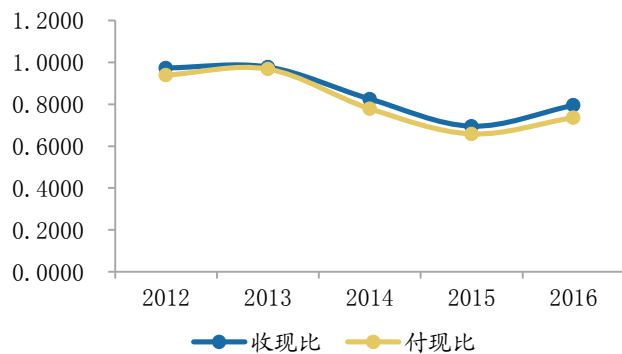


数据来源: wind、公司年报、广发证券发展研究中心

### 3、收现比增幅高于付现比增幅，经营性现金流增加

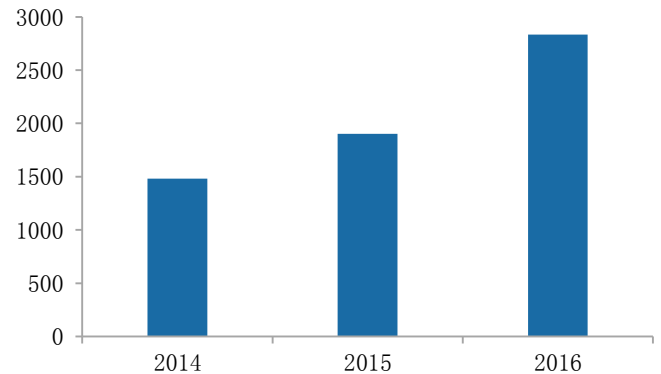
2016年公司收现比和付现比较去年同期分别上升9.99和7.79个百分点，收现比增幅高于付现比增幅。公司经营活动产生的现金流量净额同比上年提高48.86%。公司现金流量情况得到改善。

图9: 年度收付现比情况



数据来源: wind、公司年报、广发证券发展研究中心

图10: 经营活动产生的现金净流量净额(亿元)

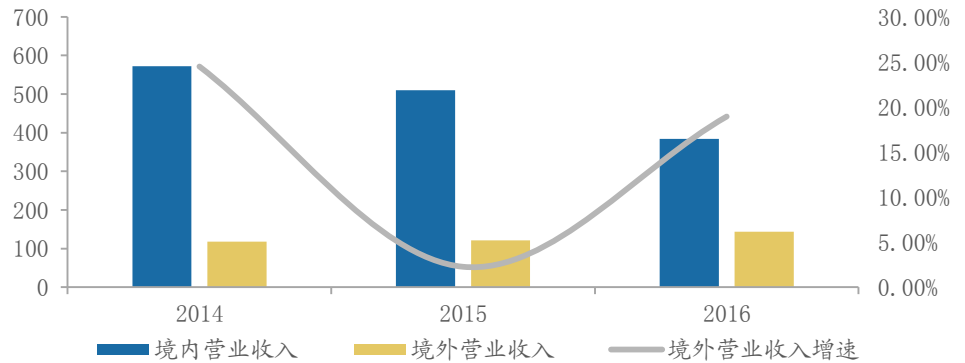


数据来源: wind、公司年报、广发证券发展研究中心

### 4、一带一路战略推动海外订单增长，公司持续受益

由于国内行业景气度持续下降以及“一带一路”战略的提出，公司加快海外机构的设立，2016年新增驻外分支机构13家，截至2016年底，公司海外分支机构总数达到66个。并且提出了以沙特为中心，辐射中东；以俄罗斯为中心，辐射中亚及俄语区；以印尼为中心，辐射东南亚；以巴基斯坦为中心，辐射南亚的海外市场布局战略。2017年一季度公司累计新签合同额241.93亿元，其中境外合同额142.08亿元，占比为58.7%。随着公司海外经营力度的不断加强，未来海外收入占比还将进一步提高。

图11: 公司海外收入及占比情况(亿元)



数据来源: wind、公司年报、广发证券发展研究中心

## 5、PPP、环保业务大力推进，有望成为新的利润增长点

2016年公司根据“十三五”战略规划，成立中化工程集团环保有限公司进行专业化运作，以求快速做大做强环保业务。2016年新签环保类合同18.40亿元，同比增长31.49%，增速较为亮眼。同时，公司鼓励、支持有能力的所属企业以PPP项目模式进入基础设施、生态环保等领域，借助基金公司，加大PPP项目运作力度。

### 投资建议

受行业景气度持续低迷影响，2016年公司国内收入、净利润继续下滑，但海外收入明显提速。受益于国际油价回升以及PPP等业务拓展，2016年公司新签订单好转，达2012年以来最高增速，今年公司业绩有望回暖。此外，在国家“一带一路”战略的大力推动下，公司海外业务将持续受益。综上，我们看好公司未来发展，预计其2017-2019年EPS为0.38、0.43、0.46元，维持对公司的“买入”评级。

### 风险提示

国际油价拐头向下；国内固定资产投资持续下行等。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	66444	67862	60693	64819	69542
货币资金	16359	21351	16559	19023	21317
应收及预付	26229	26206	26753	28734	30269
存货	18487	18231	17381	17061	17956
其他流动资产	5369	2074	0	0	0
<b>非流动资产</b>	15302	16022	15264	15246	15277
长期股权投资	166	190	190	190	190
固定资产	7884	7936	7552	7244	6983
在建工程	3477	3543	3743	4043	4343
无形资产	2288	2079	2023	2013	2004
其他长期资产	1487	2273	1756	1756	1756
<b>资产总计</b>	81746	83884	75958	80065	84819
<b>流动负债</b>	46840	47403	38707	41142	44095
短期借款	386	499	0	0	0
应付及预收	46420	46717	38697	41132	44085
其他流动负债	34	186	10	10	10
<b>非流动负债</b>	6150	6463	5827	5927	6027
长期借款	5258	5715	5815	5915	6015
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	891	749	13	13	13
<b>负债合计</b>	52990	53866	44534	47069	50122
股本	4933	4933	4933	4933	4933
资本公积	5513	5513	5513	5513	5513
留存收益	15882	17223	18623	20190	21884
归属母公司股东权益	26328	27670	29070	30636	32330
少数股东权益	1719	1723	1728	1734	1740
<b>负债和股东权益</b>	81746	83884	75958	80065	84819

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	63532	53076	56455	59909	63125
营业成本	54796	45636	48586	51667	54385
营业税金及附加	900	427	454	482	508
销售费用	254	254	282	300	316
管理费用	3923	3774	4516	4793	5050
财务费用	10	-62	230	229	225
资产减值损失	365	1126	288	52	36
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	208	101	101	101	101
<b>营业利润</b>	3491	2022	2200	2488	2708
营业外收入	165	306	88	60	60
营业外支出	44	133	0	0	0
<b>利润总额</b>	3612	2195	2288	2548	2768
所得税	647	419	389	433	471
<b>净利润</b>	2965	1775	1899	2115	2297
少数股东损益	123	5	5	6	6
<b>归属母公司净利润</b>	2842	1770	1894	2109	2291
EBITDA	4486	3842	3493	3586	3836
EPS (元)	0.58	0.36	0.38	0.43	0.46

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1903	2833	-2814	3897	3881
净利润	2965	1775	1899	2115	2297
折旧摊销	828	858	876	918	970
营运资金变动	-2274	-818	-6438	672	434
其它	385	1018	849	191	180
<b>投资活动现金流</b>	-2198	1031	-396	-739	-839
资本支出	-1474	-338	-498	-840	-940
投资变动	-724	1369	101	101	101
其他	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	773	-328	-1582	-694	-748
银行借款	2195	2192	-399	100	100
债券融资	-1006	-1586	-876	0	0
股权融资	0	28	0	0	0
其他	-417	-963	-306	-794	-848
<b>现金净增加额</b>	479	3536	-4792	2464	2294
<b>期初现金余额</b>	16062	16359	21351	16559	19023
<b>期末现金余额</b>	16541	19895	16559	19023	21317

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-8.3	-16.5	6.4	6.1	5.4
营业利润增长	-14.9	-42.1	8.8	13.1	8.8
归属母公司净利润增长	-10.2	-37.7	7.0	11.4	8.6
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	13.8	14.0	13.9	13.8	13.8
净利率	4.7	3.3	3.4	3.5	3.6
ROE	10.8	6.4	6.5	6.9	7.1
ROIC	19.3	19.2	12.0	12.7	14.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	65.4	64.7	59.1	59.3	59.5
净负债比率	-0.4	-0.5	-0.3	-0.4	-0.4
流动比率	1.42	1.43	1.57	1.58	1.58
速动比率	0.86	0.91	0.94	0.98	0.99
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.78	0.64	0.71	0.77	0.77
应收账款周转率	6.41	4.14	4.15	4.06	4.06
存货周转率	3.00	2.49	2.81	3.04	3.04
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.58	0.36	0.38	0.43	0.46
每股经营现金流	0.39	0.57	-0.57	0.79	0.79
每股净资产	5.34	5.61	5.89	6.21	6.55
<b>估值比率</b>					
P/E	12.0	18.9	23.2	20.8	19.1
P/B	1.3	1.2	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	5.2	4.8	9.5	8.6	7.4

## 广发公用事业行业研究小组

郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。  
张欣劼：联系人，俄亥俄州立大学金融硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。  
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。  
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。  
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。