

公司研究/公告点评

2017年06月13日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 6.68
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

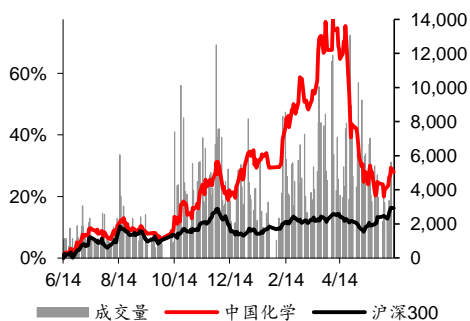
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

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

相关研究

- 1 《中国化学(601117,增持): 预付款快速增长,新签订单加速落地》2017.04
- 2 《中国化学(601117,增持): 减值影响业绩,现金订单趋好未变》2017.04
- 3 《中国化学(601117,增持): Q1 订单高增长,基本面拐点再确认》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

海外订单继续高增, 炼化景气回升

中国化学(601117)

事件

公司公布 2017 年 1-5 月经营情况简报, 前五个月累计新签合同额 376.93 亿元, 其中国内合同额 178.77 亿元, 境外合同额 198.16 亿元; 累计实现营业收入 180.58 亿元。此外, 公司近期回复了交易所年报问询。

新签订单增速继续向好, 营收降幅重新收窄

2017 年 1-5 月, 公司累计新签合同 376.93 亿元, 同比增长 97.22%。其中新签国内合同 178.77 亿元, 同比增长 37.93%; 新签国外合同 198.16 亿元, 同比增长 222.16%。公司新签订单止跌回升趋势继续维持, 同比增速创 2015 年 1 月以来新高。公司 1-5 月累计实现营业收入 180.58 亿元, 同比下滑 5.57%, 尽管仍处下滑, 但降幅进一步收窄, 经历了 4 月 9.21% 的同比降幅后, 公司收入增速继续回暖。与此前几年的季节性高增长不同, 公司新签订单是在去年较高增速平台上, 今年继续维持快速增长。

业务结构进一步改观, 海外大项目接连落地

公司公告显示, 5 月公司下属子公司新签两个单体 5 亿元以上的海外重大项目, 包括成达工程新签的 24.05 亿元印尼东加里曼丹 22x100MW 燃煤电站项目, 以及中化二建新签的 16.5 亿元恒逸(文莱)石化项目。目前公司以 BOOT 方式运营的印尼巨港电站项目情况良好, 印尼芝拉扎 1x1000MW 超超临界大型电站项目也进展顺利, 电力等基础设施业务成为公司传统主业以外的重要发展方向, 业务结构进一步改善。2016 年公司新签电力合同 68.5 亿元, 占其他类业务的 41.72%。我们预计随着一带一路战略的推进, 公司今年海外新签订单和基础设施业务有望继续保持较快增长。

民营推动国内炼化景气回升, 公司工程优势地位尽显

公司此次中标的浙江石化 4000 万吨/年炼化一体化项目和恒逸(文莱)石化项目, 占据了目前国内民营石化投资进展较快的四大炼化一体化企业中的两个。受益于涤纶长丝和 PTA 涨价, 民营企业为了获取原料 PX 进军上游炼厂, 成为推动石化投资的最主要力量。“十三五”期间石化/新型煤化工将迎来规范有序的发展, 总投资预计将分别达 8000/6000 亿元。公司作为国内化工工程的龙头企业之一, 优势显著, 预计将受益行业景气回升。

公司订单收入逻辑正逐渐向业绩体现, 维持“增持”评级

2016 年末公司未完工合同 1055 亿元, 约是去年营收的 2 倍。我们认为公司订单已企稳回升, 2017Q1 收入及业绩降幅均收窄, 且预付工程款及货币资金项目均表明公司 2016 年新签订单正快速落地。我们预计公司今年订单增长逻辑将向利润表进一步体现, 且充分受益于石化/煤化工/海外景气度回升, 预计公司 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

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)	5.30-9.27
总市值(百万元)	32,952
总资产(百万元)	84,289
每股净资产(元)	5.63

资料来源: 公司公告

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)	11.60	18.61	11.22	9.56	8.18

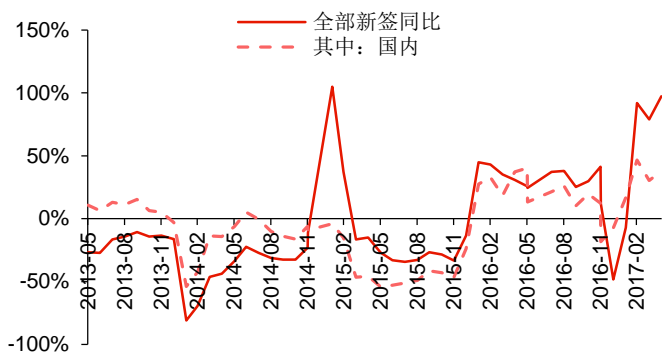
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司新签订单与营业收入增长

2017年1-5月，公司累计新签合同376.93亿元，同比增长97.22%。其中新签国内合同178.77亿元，同比增长97.22%，增速较上月提升18.12个百分点，环比增长29.63%；新签国外合同198.16亿元，同比增长222.16%，较前四个月同比增速165.21%大幅提升，环比增长27.44%。公司订单止跌回升趋势继续维持，新签订单同比增速创2015年1月以来新高。

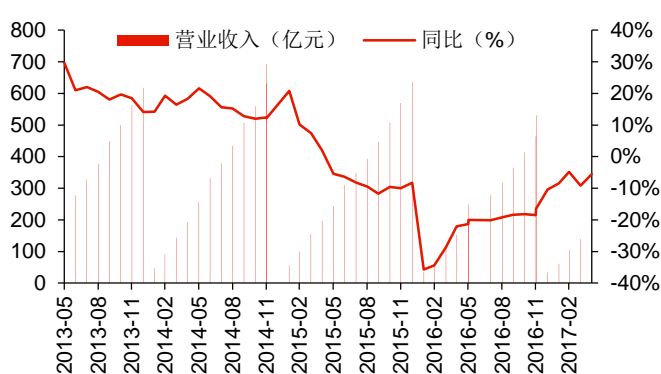
公司1-5月累计实现营业收入180.58亿元，同比下滑5.57%，尽管仍处下滑，但降幅进一步收窄，2017年公司1-5月收入分别同比下滑10.38%、8.51%、4.85%、9.21%、5.57%，经历了4月9.21%的同比降幅后，公司收入增速继续回暖。与此前几年的季节性高速增长不同，公司新签订单在去年较高增速平台上，今年继续维持快速增长，且公司2017Q1预付工程款及货币资金均表明新签订单正加速落地，我们继续维持公司今年订单止跌趋势将反映到收入业绩中的观点。

图表1：2012年以来公司新签订单累计同比增速（%）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

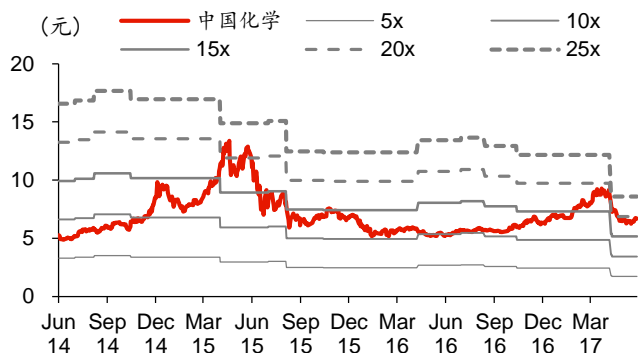
图表2：2012年以来公司新签订单累计环比增速（%）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

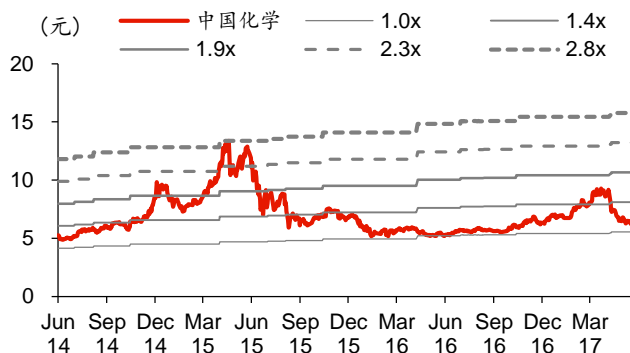
PE/PB - Bands

图表3：中国化学历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：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

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

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)	11.60	18.61	11.22	9.56	8.18
PB (倍)	1.26	1.20	1.25	1.10	0.97
EV_EBITDA (倍)	4.16	6.39	4.18	3.61	3.15

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