

2017年07月16日

证券研究报告·动态跟踪报告

中国化学 (601117) 建筑装饰

买入 (维持)

当前价: 7.25 元

目标价: 9.65 元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 新签合同额同比大增, 业绩拐点显现

### 投资要点

- **事件:** 公司发布第二季度经营数据公告, 今年 1~6 月公司新签合同额总计 465.4 亿元, 同比大增 77.4%。其中, 国内合同额 239.7 亿元, 境外合同额 225.71 亿元; 累计实现营业收入 254.3 亿元, 同比增长 2.2%, 这是 26 个月以来第一次营收增速转正, 业绩拐点显现。
- **新签合同额同比大增, 公司海外市场拓展成效显著。** 公司上半年新签合同额 465.4 亿元, 按照过去几年的经验, 上半年新签合同额平均占全年新签额的 38%, 这表明今年全年新签合同额有望突破 1000 亿元。在新签合同额中, 国内合同额 239.7 亿, 同比增速 49.7%; 海外合同额 225.7 亿, 同比增速超过 120%。公司受益于国家“一带一路”政策, 积极拓展海外市场, 上半年斩获大量海外订单, 包括巴基斯坦 50MW 风电项目约 10 亿元、俄罗斯炼油项目约 80.9 亿元、印尼燃煤电站项目月 24 亿元、格鲁吉亚天然气联合循环电站项目约 11.8 亿元等。2011~2015 年公司海外订单占比平均 23%, 从 2016 年开始海外订单占比维持在 50% 左右。公司一方面受益于国内新一轮石油化工和煤化工行业扩产周期, 另一方面积极开拓更加广阔的海外市场, 预计未来订单将保持快速增长态势。
- **营业收入同比增长, 业绩拐点显现。** 公司 6 月底累计收入 254.3 亿元, 同比增长 2.2%, 为 26 个月以来首次增速转正; 6 月份单月收入 73.7 亿元, 同比增长 27.9%。公司过去 5 年以来, 每年年末在手未完成订单平均约 1100 亿元, 这可以充分保证每年的基本工作量, 并能够平滑行业周期带来的公司业绩波动。从 2016 年开始, 公司新签订单额开始企稳回升, 考虑到从订单确认为收入需要 1~2 年的周期, 我们预计未来三年公司业绩将持续向好。
- **PPP 项目取得突破。** 公司与东华科技、大千生态和中设集团等共同成立基础设施建设有限公司, 进军市政、路桥和园林等基建领域, 分享国内 PPP 市场。6 月份公司取得南京化学工业园区杜圩城市生态湿地公园 PPP 项目合同, 总额约 8 亿元, 标志着公司在 PPP 市场取得重大突破。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.56 元、0.64 元、0.74 元, 给予公司 2018 年 15 倍估值, 对应目标价 9.65 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 油价下跌导致石化行业景气度下降的风险; 海外项目拓展不及预期的风险; 地缘政治格局发生变化的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	53075.76	62895.96	71893.14	82196.17
增长率	-16.46%	18.50%	14.30%	14.33%
归属母公司净利润 (百万元)	1770.38	2749.59	3174.51	3650.45
增长率	-37.70%	55.31%	15.45%	14.99%
每股收益 EPS (元)	0.36	0.56	0.64	0.74
净资产收益率 ROE	6.08%	8.75%	9.25%	9.75%
PE	20	13	11	10
PB	1.23	1.12	1.03	0.94

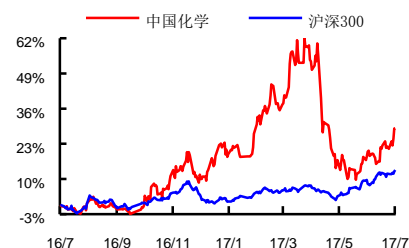
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
 执业证号: S1250513070003  
 电话: 021-50755259  
 邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩  
 电话: 010-57631196  
 邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	49.33
流通 A 股(亿股)	49.33
52 周内股价区间(元)	5.53-9.27
总市值(亿元)	357.64
总资产(亿元)	842.89
每股净资产(元)	5.63

### 相关研究

1. 中国化学(601117): 一带一路持续爆发, 订单同比大幅增长 (2017-03-23)

**关键假设：**

假设 1：2016 年开始公司新签订单额开始企稳回升，同时，2017 年上半年新签订单同比大增 77.4%，假设从订单确认为收入需要 1~2 年的周期，并假设未来三年工程承包业务毛利率稳定在 13%；

假设 2：假设勘察、设计及服务业务保持平稳增长，并且随着行业景气度逐步回升，毛利率稳定在 15%；

假设 3：假设公司其他业务保持平稳，毛利率稳定在 20%；

假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
工程承包	收入	45126.31	54151.57	62274.31	71615.45
	增速	-20.05%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	13.14	13.00	13.00	13.00
勘察、设计及服务	收入	2537.51	2791.26	3070.39	3377.43
	增速	-2.00%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	12.69	15.00	15.00	15.00
其他业务	收入	5411.94	5953.13	6548.45	7203.29
	增速	20.30%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	21.99	20.00	20.00	20.00
合计	收入	53,075.76	62,895.97	71,893.14	82,196.17
	增速	-16.46%	18.50%	14.30%	14.33%
	毛利率	14.02%	13.75%	13.72%	13.70%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	53075.76	62895.96	71893.14	82196.17	净利润	1775.25	2793.25	3210.91	3697.65
营业成本	45636.16	54246.94	62027.23	70938.88	折旧与摊销	857.71	1508.47	1667.67	1771.52
营业税金及附加	426.88	634.30	676.10	791.64	财务费用	-62.47	67.01	-11.70	-61.11
销售费用	254.33	284.90	331.93	377.11	资产减值损失	1126.30	100.00	100.00	100.00
管理费用	3774.31	4276.44	4962.93	5645.69	经营营运资本变动	3315.45	-480.35	263.61	-107.53
财务费用	-62.47	67.01	-11.70	-61.11	其他	-4179.26	-167.68	-143.99	-150.06
资产减值损失	1126.30	100.00	100.00	100.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2832.99</b>	<b>3820.69</b>	<b>5086.50</b>	<b>5250.48</b>
投资收益	101.32	50.00	50.00	50.00	资本支出	-139.22	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1170.07	50.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>1030.85</b>	<b>-450.00</b>	<b>-450.00</b>	<b>-450.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>2021.56</b>	<b>3336.37</b>	<b>3856.64</b>	<b>4453.95</b>	短期借款	113.37	-199.37	0.00	0.00
其他非经营损益	173.14	100.00	100.00	100.00	长期借款	456.11	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2194.70</b>	<b>3436.37</b>	<b>3956.64</b>	<b>4553.95</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	419.46	643.12	745.73	856.30	支付股利	-429.17	-273.57	-425.83	-489.24
净利润	1775.25	2793.25	3210.91	3697.65	其他	-549.63	-30.70	11.70	61.11
少数股东损益	4.86	43.66	36.39	47.21	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-409.32</b>	<b>-503.64</b>	<b>-414.13</b>	<b>-428.13</b>
归属母公司股东净利润	1770.38	2749.59	3174.51	3650.45	<b>现金流量净额</b>	<b>3535.85</b>	<b>2867.05</b>	<b>4222.37</b>	<b>4372.35</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	21350.81	24217.86	28440.24	32812.59	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	26206.46	27720.98	32540.19	37487.92	销售收入增长率	-16.46%	18.50%	14.30%	14.33%
存货	18230.82	21705.95	24823.91	28402.21	营业利润增长率	-42.09%	65.04%	15.59%	15.49%
其他流动资产	2074.28	2458.07	2809.69	3212.35	净利润增长率	-40.12%	57.34%	14.95%	15.16%
长期股权投资	190.18	190.18	190.18	190.18	EBITDA 增长率	-34.93%	74.38%	12.23%	11.82%
投资性房地产	251.53	251.53	251.53	251.53	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	11461.32	10719.74	9818.97	8814.34	毛利率	14.02%	13.75%	13.72%	13.70%
无形资产和开发支出	2067.69	1801.97	1536.24	1270.52	三费率	7.47%	7.36%	7.35%	7.25%
其他非流动资产	2051.08	2049.91	2048.74	2047.57	净利率	3.34%	4.44%	4.47%	4.50%
<b>资产总计</b>	<b>83884.17</b>	<b>91116.19</b>	<b>102459.69</b>	<b>114489.20</b>	ROE	6.08%	8.75%	9.25%	9.75%
短期借款	499.37	300.00	300.00	300.00	ROA	2.12%	3.07%	3.13%	3.23%
应付和预收款项	41832.13	45781.30	53502.82	61365.32	ROIC	8.81%	17.16%	19.62%	23.20%
长期借款	5714.55	5714.55	5714.55	5714.55	EBITDA/销售收入	5.31%	7.81%	7.67%	7.50%
其他负债	6644.54	7408.51	8245.41	9204.01	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>54690.59</b>	<b>59204.36</b>	<b>67762.79</b>	<b>76583.88</b>	总资产周转率	0.64	0.72	0.74	0.76
股本	4933.00	4933.00	4933.00	4933.00	固定资产周转率	6.73	7.57	8.33	9.97
资本公积	5513.39	5513.39	5513.39	5513.39	应收账款周转率	4.23	4.60	4.91	4.76
留存收益	17223.16	19699.18	22447.86	25609.07	存货周转率	2.47	2.71	2.66	2.66
归属母公司股东权益	27470.98	30145.56	32894.25	36055.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.54%	—	—	—
少数股东权益	1722.60	1766.27	1802.66	1849.86	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>29193.59</b>	<b>31911.83</b>	<b>34696.91</b>	<b>37905.33</b>	资产负债率	65.20%	64.98%	66.14%	66.89%
负债和股东权益合计	83884.17	91116.19	102459.69	114489.20	带息债务/总负债	11.36%	10.16%	8.88%	7.85%
					流动比率	1.43	1.47	1.47	1.47
					速动比率	1.05	1.05	1.05	1.06
					股利支付率	24.24%	9.95%	13.41%	13.40%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	2816.81	4911.85	5512.61	6164.36	每股收益	0.36	0.56	0.64	0.74
PE	20.20	13.01	11.27	9.80	每股净资产	5.92	6.47	7.03	7.68
PB	1.23	1.12	1.03	0.94	每股经营现金	0.57	0.77	1.03	1.06
PS	0.67	0.57	0.50	0.44	每股股利	0.09	0.06	0.09	0.10
EV/EBITDA	6.39	3.01	1.91	1.00					
股息率	1.20%	0.76%	1.19%	1.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**西南证券研究发展中心****上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn