

汇兑损失及营业外收入减少影响利润增速，新签合同大幅增长

■**事项**：公司发布2017年第三季度报告，前三季度累计实现营业收入383.45亿元，同比增长5.01%。前三季度累计实现归属于上市公司股东的净利润12.93亿元，同比减少10.40%，扣非后同比减少4.13%。前三季度实现基本每股收益0.26元。

■**前三季度营收增速持续改善，Q3净利润受汇兑损失增加及营业外收入减少影响同比出现回落**：公司2017Q1-Q3实现营业收入383.45亿元（同比+5.01%），相当于公司2016年全年营收530.76亿元的72.25%。分季度看，公司2017Q1、Q2、Q3单季分别实现营收105.15亿元（同比-4.85%）、144.30亿元（同比+4.78%）、134.01亿元（同比+14.61%），营收增速自Q2起已由负转正，增速逐季加快，Q3营收同比增速达到年内最高，同时也是自2015Q2以来首次连续两个季度营收增速为正，反映出公司生产经营情况已趋于稳定向好。**净利润方面**，公司2017Q1-Q3实现归属于上市公司股东的净利润12.93亿元（同比-10.40%），相当于公司2016年全年实现归母净利润17.70亿元的73.05%。分季度看，公司2017Q1、Q2、Q3分别实现归母净利润3.10亿元（同比-18.85%）、5.37亿元（同比+16.52%）、4.45亿元（同比-25.74%），Q3归母净利润同比回落较多拖累前三季度业绩增速，我们认为主要为17Q3汇兑损失影响财务费用增加及营业外收入同比减少所致。

■**汇兑损失致使财务费用大幅增加，资产减值及营业外收入有所减少，经营性现金流净流出大幅增加**：公司三季报综合毛利率达到13.73%，较去年同期（13.26%）提升0.47个pct，较2017年中报（13.76%）基本持平，其中Q3单季毛利率为13.66%，低于去年同期（14.28%）及17Q2（14.21%）毛利水平。**期间费用方面**，公司三季报期间费用率为8.15%，较去年同期（7.01%）提高了1.14个pct，较2017年中报（7.83%）亦有所提高；其中管理费用较去年同期增加约1.54亿元（+6.51%），销售费用较去年同期增加约0.3亿元（+18.56%），财务费用较去年同期大幅增加约3.82亿元（+922.67%）。财务费用同比大幅增加主要是报告期内汇率变动产生的汇兑损失同比增加所致，其中Q2、Q3分别增加2.19、1.64亿元。**净利润率及ROE方面**，公司三季报销售净利率为3.76%，较去年同期（3.99%）降低了0.23个pct，较2017年中报（3.76%）持平；ROE（加权）为4.66%，较去年同期（5.44%）降低了0.78个pct。**资产减值方面**，公司前三季度资产减值损失较去年同期减少2.58亿元（-52.29%），主要是上年同期晟达公司对100万吨/年精对苯二甲酸

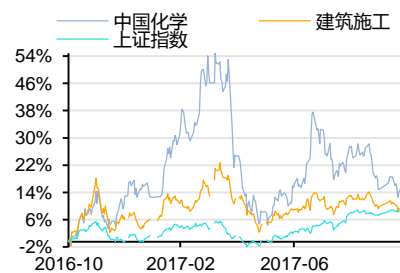
投资评级 **增持-A**
维持评级

6个月目标价：**8.5元**
股价（2017-10-27）**6.93元**

交易数据

总市值(百万元)	34,185.69
流通市值(百万元)	34,185.69
总股本(百万股)	4,933.00
流通股本(百万股)	4,933.00
12个月价格区间	5.89/9.27元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.6	-13.6	4.3
绝对收益	-0.57	-8.58	14.36

王鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070004
wangxin4@essence.com.cn
010-83321052

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

- 中国化学：业绩增速再度转正，境外及非化工业务占比提升/张龙 2017-08-29
- 中国化学：计提资产减值拖累业绩不达预期，海外业务高速发展有望驱动业绩/苏多永 2017-04-25

(PTA) 项目在建工程计提减值金额较大所致。**营业外收入方面**，公司前三季度营业外收入为 0.47 亿元，较去年同期 1.61 亿元大幅减少 70.77%，其中 Q3 单季同比减少 86.64%，主要为去年同期处置启东新材料无形资产土地使用权等清理收入增加所致。**现金流方面**，前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为-9.08 亿元，较去年同期净流出大幅增加 17.71 亿元，主要由于付现及支付的各项税费增加、以及收到的税费返还现金流入减少所致。

■**应收票据增幅较大，当前总体资产负债率水平良好适中**：货币资金方面，期末公司货币资金余额为 198.95 亿元，同比增加 8.02 亿元 (+4.2%)，较年初减少 6.8%。**预收款项、应付账款及应收账款方面**，三季度末公司预收款项为 160.69 亿元，较去年同期 (160.52 亿元) 基本持平，较年初增加 10.2%。应付账款为 234.68 亿元，同比略减 0.86 亿元，较年初减少 7.0%。应收账款为 140.45 亿元，同比增加 8.71 亿元 (+6.6%)，较年初 (140.74 亿元) 基本持平。应收票据为 42.85 亿元，较去年同期 (27.60 亿元) 及年初 (27.45 亿元) 增加近 55%，主要为项目业主在支付工程款时使用银行承兑汇票结算增多所致。**存货(含已完工未结算)方面**，存货为 184.87 亿元，较年初略增 1.4%，根据年初数据，已完工未结算款约占存货账面余额 65%。**资本结构方面**，报告期末剔除预收账款后公司的资产负债率为 55.97%，同比降低 0.94 个 pct，较 2017 年中报 (56.97%) 降低 1 个 pct，总体负债率处于良好适中水平，在建筑央企中位居前列。

■**新签合同同比大幅增长，境外业务增速亮眼，非化工业务大幅提升**：根据公司经营情况公告显示，2017 年 1-9 月份公司累计新签合同额 597.7 亿元 (同比+56.15%)，其中国内新签合同额 354.33 亿元 (同比+39.33%)，海外新签合同额 243.37 亿元 (同比+89.44%)。公司中报显示，公司在传统业务领域 (化工、石化、煤化工) 年内新签浙江石化 4000 万吨炼化一体化项目等重大合同。非化工领域业务的拓展成为公司业绩增长点之一，2017 年上半年公司非化工业务新签合同 49.75 亿元，同比增长 115.37%。此外公司积极探索以 PPP 等模式参与包括基础设施建设、市政建设、棚户区改造、综合管网和码头改造等领域的项目，成功中标安徽阜阳城区水系统综合治理、南京化学工业园杜圩城市生态湿地公园、成都天府新区拔改租项目第二批次 16 条路等 PPP 项目。报告期内公司海外业务发展增速强劲，公司进一步完善在海外的经营网络布局，报告期内新设驻外分支机构 14 个，截至报上半年末公司共设海外分支机构 89 个。新签俄罗斯 Afipka 炼油厂加氢裂化装置 EPC 项目、印尼东加里曼丹 Kaltim-2 燃煤电站 BOT 项目，恒逸 (文莱) 石油化工项目等重大合同。

■**投资建议**：我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 9.5%、14.5%、14.8%，净利润增速分别为 40.5%、20.9%、12.3%，对应

EPS 分别为 0.50、0.61、0.69 元，维持增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 8.5 元，相当于 2017 年 17.0 倍的动态市盈率。

■风险提示：宏观经济大幅波动风险，国内化工及煤化工项目投资增速不达预期风险，PPP 项目执行不达预期风险，海外项目执行不达预期风险，项目回款风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	63,532.3	53,075.8	58,118.0	66,545.1	76,393.7
净利润	2,841.8	1,770.4	2,488.2	3,008.7	3,380.2
每股收益(元)	0.58	0.36	0.50	0.61	0.69
每股净资产(元)	5.30	5.57	5.95	6.44	6.97
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	12.0	19.3	13.7	11.4	10.1
市净率(倍)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
净利润率	4.5%	3.3%	4.3%	4.5%	4.4%
净资产收益率	10.9%	6.4%	8.5%	9.5%	9.8%
股息收益率	1.3%	1.6%	1.5%	1.9%	2.4%
ROIC	25.0%	10.5%	22.5%	25.8%	-1318.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	63,532.3	53,075.8	58,118.0	66,545.1	76,393.7	成长性					
减:营业成本	54,796.0	45,636.2	49,981.4	57,228.7	65,698.6	营业收入增长率	-8.3%	-16.5%	9.5%	14.5%	14.8%
营业税费	900.2	426.9	639.3	732.0	840.3	营业利润增长率	-14.9%	-42.1%	54.5%	18.4%	12.1%
销售费用	254.5	254.3	231.7	283.5	332.0	净利润增长率	-10.2%	-37.7%	40.5%	20.9%	12.3%
管理费用	3,923.4	3,774.3	3,642.0	4,337.2	5,066.3	EBITDA 增长率	-7.8%	-35.0%	47.9%	8.2%	6.4%
财务费用	10.1	-62.5	188.5	-43.5	-201.8	EBIT 增长率	-15.1%	-44.0%	69.1%	10.3%	7.9%
资产减值损失	365.4	1,126.3	463.7	462.8	465.3	NOPLAT 增长率	-16.7%	-44.9%	69.1%	10.3%	7.9%
加:公允价值变动收益	0.0	-	183.4	61.1	-101.9	投资资本增长率	31.5%	-21.0%	-4.1%	-102.1%	1235.6%
投资和汇兑收益	207.9	101.3	-31.0	92.7	54.4	净资产增长率	10.2%	4.8%	6.7%	7.9%	8.0%
营业利润	3,490.8	2,021.6	3,123.7	3,698.1	4,145.5	利润率					
加:营业外净收支	121.1	173.1	26.3	106.8	102.1	毛利率	13.8%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
利润总额	3,611.9	2,194.7	3,150.0	3,805.0	4,247.6	营业利润率	5.5%	3.8%	5.4%	5.6%	5.4%
减:所得税	647.3	419.5	601.7	726.7	811.3	净利润率	4.5%	3.3%	4.3%	4.5%	4.4%
净利润	2,841.8	1,770.4	2,488.2	3,008.7	3,380.2	EBITDA/营业收入	6.8%	5.3%	7.2%	6.8%	6.3%
						EBIT/营业收入	5.5%	3.7%	5.7%	5.5%	5.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	45	54	47	37	29
						流动资产周转天数	9	10	0	4	1
						流动营业资本周转天数					
						流动资产周转天数	376	455	419	443	459
						应收帐款周转天数	72	105	77	85	89
						存货周转天数	104	125	102	110	112
						总资产周转天数	462	562	514	521	523
						投资资本周转天数	75	92	72	30	-8
						投资回报率					
						ROE	10.9%	6.4%	8.5%	9.5%	9.8%
						ROA	3.6%	2.1%	3.1%	2.8%	3.1%
						ROIC	25.0%	10.5%	22.5%	25.8%	-1318.8
						费用率					
						销售费用率	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
						管理费用率	6.2%	7.1%	6.3%	6.5%	6.6%
						财务费用率	0.0%	-0.1%	0.3%	-0.1%	-0.3%
						三费/营业收入	6.6%	7.5%	7.0%	6.9%	6.8%
						偿债能力					
						资产负债率	65.9%	65.2%	62.1%	65.9%	63.5%
						负债权益比	193.4%	187.3%	163.9%	193.0%	174.1%
						流动比率	1.42	1.43	1.49	1.53	1.60
						速动比率	1.02	1.05	1.16	1.12	1.24
						利息保障倍数	346.98	-31.36	17.57	-84.09	-19.54
						分红指标					
						DPS(元)	0.09	0.11	0.10	0.13	0.17
						分红比率	15.1%	30.1%	20.5%	21.9%	24.2%
						股息收益率	1.3%	1.6%	1.5%	1.9%	2.4%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,964.6	1,775.2	2,488.2	3,008.7	3,380.2	EPS(元)	0.58	0.36	0.50	0.61	0.69
加:折旧和摊销	827.9	857.7	843.7	843.7	843.7	BVPS(元)	5.30	5.57	5.95	6.44	6.97
资产减值准备	365.4	1,126.3	-	-	-	PE(X)	12.0	19.3	13.7	11.4	10.1
公允价值变动损失	-0.0	-	183.4	61.1	-101.9	PB(X)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
财务费用	268.9	296.8	188.5	-43.5	-201.8	P/FCF	86.9	6.0	14.6	-11.5	5.3
投资损失	-207.9	-101.3	-169.0	-159.4	-143.2	P/S	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4
少数股东损益	122.8	4.9	60.1	69.5	56.0	EV/EBITDA	5.3	6.4	3.9	0.5	-0.7
营运资金的变动	-1,159.1	1,281.8	-367.0	-1,019.2	2,062.5	CAGR(%)	1.3%	24.6%	-7.8%	1.3%	24.6%
经营活动产生现金流量	1,903.2	2,833.0	3,228.0	2,761.0	5,895.5	PEG	9.5	0.8	-1.8	9.0	0.4
投资活动产生现金流量	-2,197.7	1,030.8	93.2	-14.3	284.3	ROIC/WACC	2.6	1.1	2.3	2.7	-137.2
融资活动产生现金流量	701.8	-409.3	-1,424.8	-6,221.4	-530.6	REP	0.6	1.4	0.6	-3.4	-0.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王鑫、苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034