

公司研究/公告点评

2018年06月12日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 7.21
合理价格区间(元): 8.16~9.60

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
021-28972085
baorongfu@htsc.com

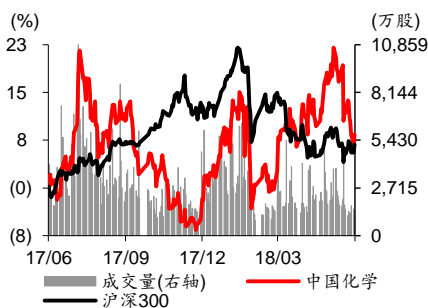
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
021-28972059
fangyanhe@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
021-28972066
huangji@htsc.com

相关研究

- 1《中国化学(601117,买入): 4月增长再提速,煤化工龙头崛起》2018.05
- 2《中国化学(601117,买入): 收入增长逐季加速, Q1业绩拐点确立》2018.04
- 3《中国化学(601117,买入): 3月订单波动,不改收入持续大增》2018.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

5月大单落地, 收入增长继续加速 中国化学(601117)

订单收入延续加快增长, 退城入园项目破冰

公司 2018 年 1-5 月累计新签订单 611.49 亿元, 同比增长 62.23%, 高于 1-4 月增速 12.88%; 累计实现营收 (未经审计) 259.70 亿元, 同比增长 43.81%, 高于 1-4 月增速 43.27%, 5 月新签订单和营业收入延续加速增长态势。公司 5 月签订新疆宜化厂区升级改造和天津渤化化工两化搬迁改造类项目, 技改搬迁类项目相继破冰。公司基本面继续向好, 近期受市场因素影响有所回调, 当前仅 1.24 xPB (If), 维持“买入”评级。

国内订单维持 70%以上增长, 海外大单波动

今年 1-5 月, 公司国内新签订单 314.04 亿元, 占全部新签订单的 51.36%, 同比增长 75.67%, 高于 1-4 月累计增速 72.12%, 延续了今年以来国内新签订单 70%以上的同比增速。今年 1-5 月海外新签订单 297.45 亿元, 同比增长 50.11%, 系 5 月新签刚果 (金) 基础设施 EPC 项目和固体废弃物发电项目影响, 该项目合同金额 194 亿元人民币。我们认为海外订单单项目金额较大, 单月波动影响属于正常, 继续关注油价中枢提升后海外炼油炼化和化工工程投资的增长, 以及公司基础设施相关业务的拓展。

升级改造和退城入园打开化工投资新市场

根据我们的深度报告《景气周期上行, 化学工程谱新篇》, 2017 年炼油投资同比增长 5.6%, 油气开采投资同比增长 13.9%, 目前市场对化工投资持续性存在不确定。我们认为生态环保理念进一步提升, 环保安全监管大幅升级, 将推动 2018 年化工企业技改和搬迁投资开启, 总投资预计约 7540 亿元, 成为化工投资增长的重要部分。5 月公司新签新疆宜化技改和天津渤化搬迁两个项目, 是今年以来首次公告签署的技改搬迁类重大合同, 该类项目既能发挥公司化学工程的技术优势, 又符合公司拓展基础设施业务的战略方向, 我们预期年内相关大型项目还将有望增加。

收入增长继续加速, 中期业绩有望超预期

今年 1-5 月公司累计实现营业收入 (未经审计) 259.70 亿元, 同比增长 43.81%, 高于 1-4 月增速 43.27%, 其中 5 月单月实现营业收入 59.78 亿元, 同比增长 45.66%。2016/17 年公司新签订单同比增长 12%/35%, 而 2017 年收入同比增长 10%, 今年前五个月收入同比增长 44%, 订单转化收入加速。且近期人民币兑美元汇率基本稳定, 汇兑损失影响有望减小, 因此我们预计公司今年中期业绩有望超市场预期。

短期调整迎来机遇, 维持公司“买入”评级

公司 18Q1 实现毛利 19 亿元, 同比增长 40%; 实现归母净利润 4 亿元, 同比增长 29%。公司 18 年计划新签合同 1100 亿元, 1-5 月已完成计划数的 56%。我们维持公司 2018-20 年 EPS 0.48/0.64/0.80 元的预测, 维持合理目标价 8.16-9.60 元 (对应 18 年 17-20xPE), 维持“买入”评级。

风险提示: 人民币继续大幅升值, 油价大幅下跌, 四川 PTA 项目潜在减值损失等。

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)	6.18-8.15
总市值 (百万元)	35,567
总资产 (百万元)	87,026
每股净资产 (元)	5.83

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	53,076	58,571	71,886	84,561	97,102
+/-%	(16.46)	10.35	22.73	17.63	14.83
归属母公司净利润 (百万元)	1,770	1,557	2,391	3,144	3,932
+/-%	(37.70)	(12.04)	53.54	31.49	25.08
EPS (元, 最新摊薄)	0.36	0.32	0.48	0.64	0.80
PE (倍)	20.09	22.84	14.88	11.31	9.04

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司近期经营情况一览

图表1： 2018 年以来公司已公告新签重大订单情况

签订月份	签约主体	项目名称	项目金额 (亿元)
1 月	化工七建	中农批 (商丘) 冷链物流园项目	18.00
2 月	化工七建	丹格特炼油项目核心区域 3002 包安装施工总承包合同	32.66
2 月	化工七建	俄罗斯鄂木斯克原油深度转化项目	26.38
2 月	化工三建	恒逸文莱 PMB 石化项目补充	6.50
3 月	天辰工程	陕西神华榆林循环经济煤炭综合利用项目甲醇合成、硫磺回收等装置总承包项目	20.99
3 月	化工十三建	尼日利亚储罐项目施工合同	5.10
4 月	华陆工程	陕西神华榆林循环经济煤炭综合利用项目空分装置工程总承包项目	5.11
4 月	化工三建	抚宁朝阳御府住宅小区工程	6.40
5 月	化工十六建	新疆宜化厂区升级改造工程	6.00
5 月	天辰工程	天津渤化化工发展有限公司两化搬迁改造 30 万吨/年聚丙烯一期项目总承包	6.89
5 月	化工七建	刚果金基础设施 EPC 项目和固体废弃物发电项目	194
合计			328.03

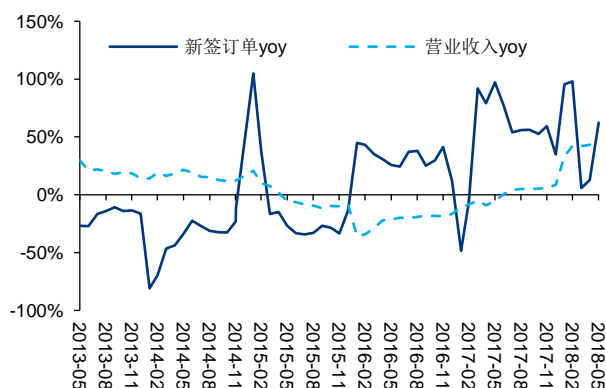
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表2： 公司新签订单分类型统计 (亿元)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
(1) 化工	246.40	406.97	430.73	393.93	339.94	217.78	255.82	329.48
(2) 石油化工	30.80	48.06	48.27	59.69	65.80	153.24	180.02	240.61
(3) 煤化工	138.60	340.23	168.70	261.72	270.72	162.44	33.94	89.71
(4) 电力	25.67	85.99	46.81	13.75	5.03	27.80	68.61	53.58
(5) 建筑	15.40	59.24	205.15	22.35	12.97	13.99	56.83	73.12
(6) 环保	5.13	3.93	22.95	13.53	5.54	9.52	15.29	47.38
(7) 其他	51.33	73.43	56.33	55.44	28.71	45.64	94.46	116.88
合计	513.34	1017.86	978.95	820.41	728.71	630.40	704.97	950.76

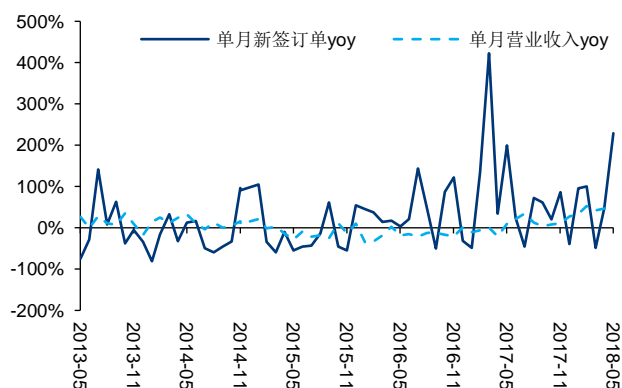
资料来源：公司年报、华泰证券研究所

图表3： 中国化学累计新签订单与营收同比增速



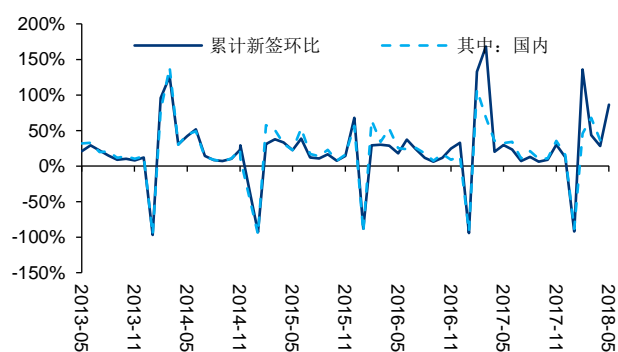
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表4： 中国化学单月新签订单与营收同比增速



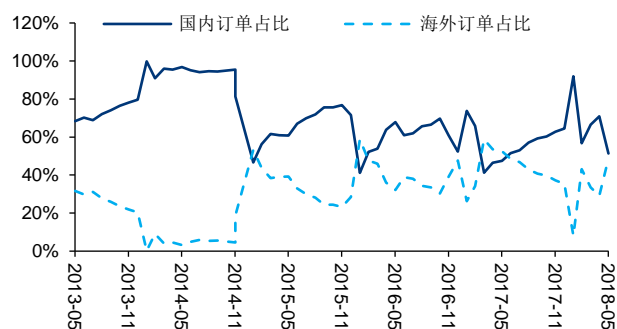
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表5：中国化学累计新签订单与国内订单环比增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

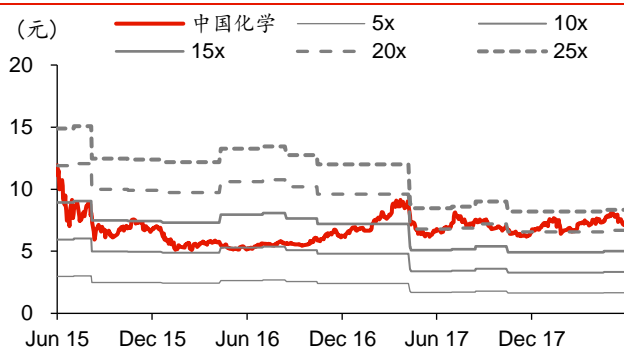
图表6：中国化学国内外新签订单占比



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

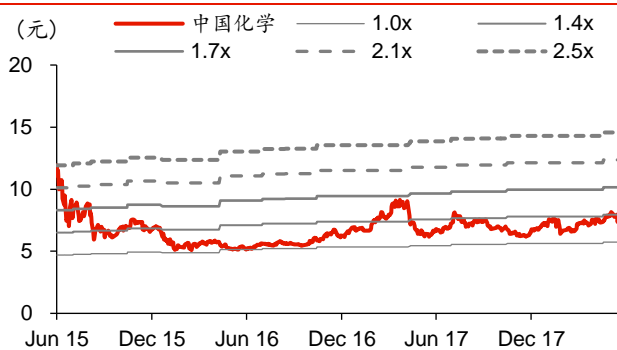
PE/PB - Bands

图表7：中国化学历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8：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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	67,862	70,543	86,158	102,212	117,739
现金	21,351	23,270	28,560	33,595	38,578
应收账款	14,074	16,219	19,906	23,416	26,888
其他应收账款	2,771	2,296	2,714	3,254	3,701
预付账款	6,616	6,380	7,843	9,224	10,609
存货	18,231	15,891	19,575	24,128	28,342
其他流动资产	4,820	6,486	7,559	8,596	9,621
非流动资产	16,022	16,938	15,537	14,692	13,719
长期投资	190.18	374.55	278.30	295.70	303.04
固定投资	7,918	8,548	9,092	8,974	8,521
无形资产	2,068	1,927	1,682	1,416	1,164
其他非流动资产	5,846	6,088	4,484	4,006	3,731
资产总计	83,884	87,481	101,694	116,905	131,458
流动负债	47,403	49,676	65,266	76,706	86,589
短期借款	499.37	487.83	7,359	9,605	10,511
应付账款	25,245	25,000	30,733	36,142	41,570
其他流动负债	21,658	24,188	27,174	30,958	34,507
非流动负债	7,288	7,248	7,202	7,424	7,657
长期借款	5,715	5,437	5,637	5,837	6,037
其他非流动负债	1,573	1,810	1,565	1,587	1,619
负债合计	54,691	56,923	72,468	84,130	94,245
少数股东权益	1,723	2,215	2,522	2,926	3,432
股本	4,933	4,933	4,933	4,933	4,933
资本公积	5,513	5,522	1,492	1,492	1,492
留存公积	17,223	18,247	20,280	23,424	27,356
归属母公司股东权益	27,471	28,344	26,705	29,848	33,781
负债和股东权益	83,884	87,481	101,694	116,905	131,458

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	2,833	2,886	2,318	2,709	3,834
净利润	1,775	1,596	2,698	3,548	4,438
折旧摊销	857.71	845.44	869.42	952.84	1,001
财务费用	(62.47)	585.68	194.71	205.56	56.98
投资损失	(101.32)	(84.72)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(817.99)	(1,356)	(1,331)	(1,865)	(1,638)
其他经营现金	1,182	1,299	(13.23)	(32.24)	76.39
投资活动现金	1,031	(1,138)	341.53	41.43	84.78
资本支出	649.11	1,528	149.42	150.00	150.00
长期投资	(1,162)	(337.80)	(244.54)	65.86	7.83
其他投资现金	518.41	51.86	246.41	257.29	242.61
筹资活动现金	(409.32)	(57.39)	2,630	2,285	1,063
短期借款	113.37	(11.54)	6,871	2,246	906.16
长期借款	456.11	(277.35)	200.00	200.00	200.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	8.58	(4,030)	0.00	0.00
其他筹资现金	(978.80)	222.92	(411.20)	(161.54)	(42.90)
现金净增加额	3,536	1,358	5,290	5,035	4,982

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	53,076	58,571	71,886	84,561	97,102
营业成本	45,636	49,600	60,974	71,707	82,475
营业税金及附加	426.88	249.07	305.69	359.59	412.91
营业费用	254.33	291.76	323.49	338.24	368.99
管理费用	3,774	4,133	4,744	5,496	6,166
财务费用	(62.47)	585.68	194.71	205.56	56.98
资产减值损失	1,126	1,561	1,600	1,500	1,400
公允价值变动收益	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00
投资净收益	101.32	84.72	100.00	100.00	100.00
营业利润	2,108	2,315	3,844	5,054	6,321
营业外收入	208.32	32.40	50.00	50.00	50.00
营业外支出	121.88	73.71	50.00	50.00	50.00
利润总额	2,195	2,273	3,844	5,054	6,321
所得税	419.46	677.35	1,145	1,506	1,883
净利润	1,775	1,596	2,698	3,548	4,438
少数股东损益	4.86	38.90	307.48	404.31	505.70
归属母公司净利润	1,770	1,557	2,391	3,144	3,932
EBITDA	2,904	3,746	4,908	6,212	7,379
EPS (元, 基本)	0.36	0.32	0.48	0.64	0.80

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	(16.46)	10.35	22.73	17.63	14.83
营业利润	(39.60)	9.80	66.04	31.49	25.08
归属母公司净利润	(37.70)	(12.04)	53.54	31.49	25.08
获利能力 (%)					
毛利率	14.02	15.32	15.18	15.20	15.06
净利率	3.34	2.66	3.33	3.72	4.05
ROE	6.44	5.49	8.95	10.53	11.64
ROIC	12.80	17.57	23.72	28.64	33.21
偿债能力					
资产负债率 (%)	65.20	65.07	71.26	71.96	71.69
净负债比率 (%)	11.66	11.37	18.39	18.80	17.97
流动比率	1.43	1.42	1.32	1.33	1.36
速动比率	1.05	1.10	1.02	1.02	1.03
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.68	0.76	0.77	0.78
应收账款周转率	4.00	3.76	3.98	3.90	3.86
应付账款周转率	1.82	1.97	2.19	2.14	2.12
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.32	0.48	0.64	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.59	0.47	0.55	0.78
每股净资产(最新摊薄)	5.57	5.75	5.41	6.05	6.85
估值比率					
PE (倍)	20.09	22.84	14.88	11.31	9.04
PB (倍)	1.29	1.25	1.33	1.19	1.05
EV_EBITDA (倍)	6.28	4.87	3.72	2.94	2.47

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：91320000704041011J。

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 2018 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