

已迈入利润释放阶段，毛利率仍有提升空间

——中国化学(601117.SH) 2019年三季度报点评

公司简报

买入(维持)

当前价/目标价：6.07/7.14元

分析师

孙伟凤 (执业证书编号：S0930516110003)

021-52523822

sunwf@ebsec.com

联系人

武慧东

wuhuidong@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：49.33

总市值(亿元)：299.43

一年最低/最高(元)：5.20/7.08

近3月换手率：20.52%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.75	3.34	-17.49
绝对	5.75	4.29	8.97

资料来源：Wind

相关研报

迈入利润释放阶段——中国化学(601117.SH) 2019年半年报点评

..... 2019-08-30

订单及收入亮眼，期待利润率触底回升——中国化学(601117.SH) 2018年年报及2019年一季报点评

..... 2019-05-05

高基数下的订单与收入双高增长——中国化学(601117.SH) 2019年1月经营数据点评

..... 2019-02-17

事件：

公司公布2019年度三季度报。报告期，公司实现营收629亿元，同增17%；实现归母净利润24.5亿元，同增50%。三季度业绩增长略高于我们此前预期。单三季度，实现营收244亿元，同增24%；实现归母净利润8.4亿元，同增55%。单三季度收入、利润增速较单二季度分别提高15.5pcts和12.6pcts。

前三季度，公司新签订单总计1149亿元，同增6.7%。其中，境内新签752亿元，同增24%；境外新签397亿元，同减16%。考虑到9月公司中标印度塔奇尔化肥项目约55亿元（尚未签订合同）、10月新签俄罗斯波罗的海化工综合体项目FEED+EPC合同不超过943亿元（120亿欧元），公司年内订单规模已超2147亿元，而去年全年新签订单约为1450亿元。

点评：

◆毛利率尚在低位，期待后续缓步提升

前三季度，公司综合毛利率11.5%，同增0.5pct；单三季度，综合毛利率10.2%，环减2.7pcts；综合毛利率仍处底部，判断有业务结构作用，且前期低利润率业务竣工仍有影响。前三季度，公司三项费用率6.1%，同减0.5pct，环减0.5pct，主要受财务费用（汇兑收益）影响。前三季度，公司所得税率约为15%，同减约7pcts。少数股东损失占净利润比重约为6%，同减约3pcts，主要由于主营工程业务利润贡献比重提高所致。

公司净利率提高主要受综合毛利率、三项费用率、所得税率影响；考虑到目前公司综合毛利率仍处在历史低位，随着未来低油价时期低利润率项目陆续竣工结算，其毛利率将有一定弹性。判断未来1-2年，其利润增速仍将快于收入增速。前三季度，公司经营性现金净流入约17亿元，去年同期约为15亿元。收现比约为87.7%，同增2.2pcts，收现比提高带动经营性现金流好转。期末公司资产负债率约为66%，同减约1pct；但由于资产周转率以及净利润率的提高，ROE较同期有提升。

◆海外业务以及投资业务均有看点

受益于“一带一路”倡议及公司业务拓展，海外业务快速扩张，自15年境外新签178亿元，至18年境外新签504亿元，复合增速达41%。若考虑俄罗斯波罗的海项目以及印度塔奇尔化肥，19年至今境外新签订单已达1395亿元，将为历史最高水平。虽然海外订单金额受大项目签约影响较大，且20年境外新签订单规模回落几率较大，但历史上的高增速及近期大单的落地，显示公司在石化、化工工程领域已具备较强的全球竞争力。

公司利用自身技术优势，向优质下游领域拓展。前期公告参与投资己二腈项目，天辰持股34%。天辰公司有良好的实业投资经验，其旗下己内酰胺业务盈利能力好，为公司贡献较多利润。己二腈项目有较强比例，且将形成产业链配套，未来投产回报可期。

◆利润维持高增验证此前判断：已迈入利润释放阶段

公司进入利润释放阶段（19年中报点评）、其新签订单依旧维持高位。基建投融资项目陆续落地，打开后续成长空间。现阶段公司资产负债率在同类建筑央企中偏低，为后续投融资项目拓展提供了足够的财务空间。收入高速增长背景下，资产减值占收入比重有望降低。18年由于低油价时期项目陆续进入竣工决算周期，阶段性拉低公司毛利率。1-3Q19公司毛利率尚处低位，但三项费用率管控得力，净利润率已现边际改善趋势。维持公司19-21年EPS预测0.56元、0.80元、1.08元。维持目标价7.14元，维持“买入”评级。

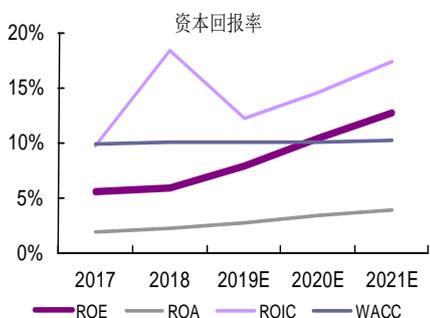
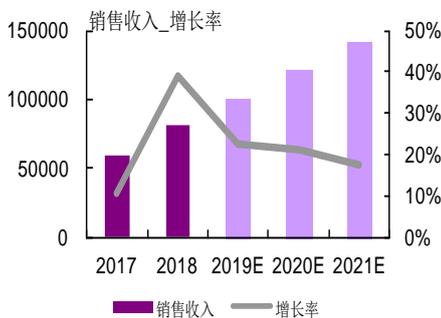
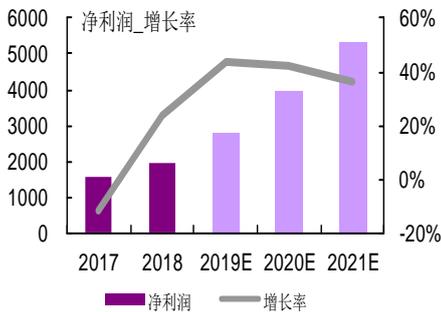
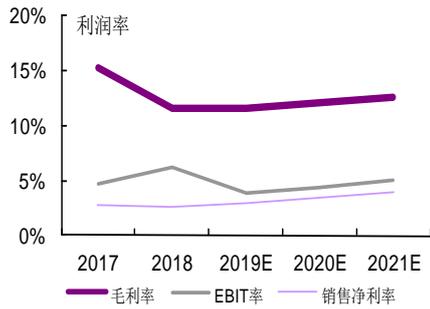
◆风险提示：

资产减值规模大幅增长，下游煤化工、石化化工投资不及预期，毛利率持续下滑，人民币快速升值。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	58,571	81,445	99,887	121,067	142,259
营业收入增长率	10.35%	39.05%	22.64%	21.20%	17.50%
净利润（百万元）	1,557	1,932	2,771	3,932	5,351
净利润增长率	-12.04%	24.05%	43.43%	41.93%	36.07%
EPS（元）	0.32	0.39	0.56	0.80	1.08
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.49%	5.88%	7.91%	10.31%	12.63%
P/E	19	16	11	8	6
P/B	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月30日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	58,571	81,445	99,887	121,067	142,259
营业成本	49,600	71,968	88,262	106,463	124,436
折旧和摊销	845	979	1,526	1,583	1,640
营业税费	249	421	517	626	736
销售费用	292	374	459	556	653
管理费用	4,133	2,303	5,993	7,264	8,536
财务费用	586	64	183	180	174
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	85	139	140	140	140
营业利润	2,315	2,756	3,875	5,342	7,080
利润总额	2,273	2,768	3,887	5,354	7,091
少数股东损益	39	148	150	150	150
归属母公司净利润	1,557	1,932	2,771	3,932	5,351

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	87,481	97,023	109,806	125,376	141,645
流动资产	70,543	76,329	87,579	101,357	115,904
货币资金	23,270	28,134	29,532	32,019	35,526
交易型金融资产	5	61	0	0	0
应收帐款	16,219	17,350	21,261	25,742	30,216
应收票据	4,786	5,668	6,951	8,425	9,900
其他应收款	2,296	3,171	3,859	4,678	5,497
存货	15,891	13,594	16,110	18,936	21,539
可供出售投资	1,362	1,567	1,567	1,567	1,567
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	375	976	976	976	976
固定资产	8,548	9,776	9,105	8,345	7,505
无形资产	1,927	2,023	1,922	1,826	1,735
总负债	56,923	62,004	72,449	84,754	96,665
无息负债	50,450	56,600	67,505	79,810	92,021
有息负债	6,473	5,404	4,944	4,944	4,644
股东权益	30,558	35,018	37,357	40,622	44,981
股本	4,933	4,933	4,933	4,933	4,933
公积金	6,079	6,346	6,624	7,017	7,552
未分配利润	17,690	18,887	20,799	23,521	27,194
少数股东权益	2,215	2,177	2,327	2,477	2,627

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,886	4,909	3,204	4,061	5,684
净利润	1,557	1,932	2,771	3,932	5,351
折旧摊销	845	979	1,526	1,583	1,640
净营运资金增加	-318	-1,533	2,039	2,462	2,307
其他	802	3,531	-3,131	-3,916	-3,614
投资活动产生现金流	-1,138	-1,707	-842	-875	-860
净资本支出	-1,519	-957	-1,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	375	976	0	0	0
其他资产变化	6	-1,726	158	125	140
融资活动现金流	-57	689	-965	-698	-1,317
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	97	-1,068	-460	0	-300
无息负债变化	2,136	6,149	10,905	12,305	12,211
净现金流	1,358	4,383	1,398	2,488	3,507

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	10.35%	39.05%	22.64%	21.20%	17.50%
净利润增长率	-12.04%	24.05%	43.43%	41.93%	36.07%
EBITDA 增长率	31.92%	70.08%	-10.65%	27.96%	25.66%
EBIT 增长率	47.31%	86.87%	-23.39%	37.38%	32.16%
估值指标					
PE	19	16	11	8	6
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	7	3	4	3	3
EV/EBIT	9	4	5	4	3
EV/NOPLAT	12	5	7	5	4
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	15.32%	11.64%	11.64%	12.06%	12.53%
EBITDA 率	6.12%	7.48%	5.45%	5.75%	6.15%
EBIT 率	4.67%	6.28%	3.92%	4.45%	5.00%
税前净利润率	3.88%	3.40%	3.89%	4.42%	4.98%
税后净利润率 (归属母公司)	2.66%	2.37%	2.77%	3.25%	3.76%
ROA	1.82%	2.14%	2.66%	3.26%	3.88%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.49%	5.88%	7.91%	10.31%	12.63%
经营性 ROIC	9.68%	18.33%	12.14%	14.55%	17.28%
偿债能力					
流动比率	1.42	1.39	1.34	1.31	1.30
速动比率	1.10	1.14	1.10	1.07	1.06
归属母公司权益/有息债务	4.38	6.08	7.09	7.72	9.12
有形资产/有息债务	13.13	17.45	21.69	24.86	29.98
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.32	0.39	0.56	0.80	1.08
每股红利	0.10	0.12	0.17	0.23	0.31
每股经营现金流	0.58	1.00	0.65	0.82	1.15
每股自由现金流(FCFF)	0.63	1.35	0.44	0.61	0.94
每股净资产	5.75	6.66	7.10	7.73	8.59
每股销售收入	11.87	16.51	20.25	24.54	28.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼