

# 业绩低于预期，新签合同额下滑逾三成，关注“沪港通+国改”

——中国化学（601117）三季度报点评

2014 年 11 月 03 日

强烈推荐/维持

中国化学

财报点评

杨伟	分析师	执业证书编号：S1480512110002
	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034

## 事件：

公司发布三季度报，1-9 月实现营业收入 506.84 亿元，同比增长 12.75%，归属于上市公司股东的净利润 25.72 亿元，同比增长 3.26%，基本每股收益 0.52 元。加权平均净资产收益率为 11.71%。

## 公司分季度财务指标

指标	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
营业收入（百万元）	12398.03	15404.9	17147.89	16776.87	14439.35	18682.64	17561.93
增长率（%）	27.40%	9.90%	11.70%	11.65%	16.46%	21.28%	2.41%
毛利率（%）	13.32%	14.27%	12.99%	17.23%	11.55%	12.48%	11.97%
期间费用率（%）	5.28%	4.20%	5.34%	8.44%	4.31%	4.10%	5.68%
营业利润率（%）	6.05%	7.88%	6.12%	6.62%	5.74%	7.15%	5.29%
净利润（百万元）	632.21	991.91	930.74	918.98	696.60	1156.00	791.39
增长率（%）	47.57%	0.32%	19.53%	-11.63%	10.18%	16.54%	-14.97%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.19	0.18	0.18	0.14	0.23	0.16
资产负债率（%）	67.62%	68.20%	67.70%	68.44%	67.38%	67.99%	68.66%
净资产收益率（%）	3.19%	4.77%	4.29%	4.08%	2.98%	4.81%	3.19%
总资产收益率（%）	1.03%	1.52%	1.39%	1.29%	0.97%	1.54%	1.00%

## 观点：

- **业绩低于预期，Q3 净利润下滑。**公司 1-9 月收入与净利润增速均为近几年低点，尤其在第三季度收入与净利润增速分别降至 2.41%、-14.97%，我们判断主要与以下因素有关：1，新签订单不达预期，新增合同额与当期收入比值由 2012 年的 1.8，降至 2013 年的 1.3，今年前三季度更低至只有 0.8，直接影响业绩增长；2，经济转型的大背景下煤炭与化工行业受影响较大，化工制造业净资产收益率已经低至近十年的低点，公司受下游企业盈利下降影响，在手订单建设进度放缓。公司整体毛利率下滑至 12.04%，同比下降 1.48 个百分点。
- **新签合同额同比下滑逾三成。**公司 1-9 月新签合同额 416.85 亿元，同比下降 33%，7-9 月单月新签合同额分别同比下降 49%、60%、45%，我们认为这主要是由于化工大行业黄金投资期已过，21 世纪前十年化学品制造业投资增速动辄 30%以上，随后在产能过剩+需求下降+政策限制的影响下增速下滑，2014 年 1-9 月固定资产投资增速仅有 8%，而工程公司新签订单与下游投资息息相关，同时历年稳定贡献至少 150-200 亿合同的海外市场今年仅签 23.26 亿元，说明公司在国内经济转型及海外政治局势不稳的背景之下，签订订单更趋于稳健保守。

- **财务状况持续表现良好，现金充沛。**公司实行的精细化管理保障了良好的财务状况，应收账款同比增幅不大，收现比与付现比分别为 0.68、0.64，账上现金高达 137.59 亿元。
- **仍然看好公司的投资价值。**我们判断公司已处于行业最差时期，传统化工产品投资严格受限，现代煤化工行业 2013 年至 2014 年上半年获前期路条项目总投资额近 7000 亿，但目前为止实际投资预计仅数百亿，大部分项目仍处于前期工作阶段，后续发展空间仍然很大。随着海外政治局势逐步企稳，有利于公司订单回升；公司投资的实业项目也开始进入投产期，开辟新的利润增长点。此外，公司存在国企改革预期，沪港通开启之后，公司“低估值+高现金+护城河”的优势将进一步被市场挖掘，

### 结论：

公司三季度业绩与新签订单均低于预期，但我们判断公司已处于最差时期，仍然看好公司未来的投资价值。公司估值低，现金充足，是国内化学工程行业的国家队，且有国企改革预期，受益沪港通。我们下调对公司的盈利预测，预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 0.72 元（-0.08）、0.90 元（-0.06），分别对应 PE 为 9.1 倍、7.3 倍，维持“强烈推荐”评级。

### 风险提示：

已承接项目建设延缓的风险；煤化工行业招标低于预期的风险

### 公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产合计</b>	49374	60668	73806	88805	107379	<b>营业收入</b>	54117	61728	72631	84462	99814
货币资金	18868	15574	18163	21116	24954	<b>营业成本</b>	46146	52759	62774	72749	85618
应收账款	4992	6792	7960	9256	10939	营业税金及附加	1146	1119	1525	1689	1996
其他应收款	2157	2370	2789	3243	3833	营业费用	228	216	218	296	349
预付款项	12162	17093	23370	30645	39207	管理费用	3134	3572	3915	4476	5290
存货	8542	12858	15135	17540	20642	财务费用	-354	-155	-183	-226	-257
其他流动资产	0	2300	2300	2300	2300	资产减值损失	10.85	119.89	10.00	20.00	20.00
<b>非流动资产合计</b>	9677	10781	10376	12133	13791	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	895	899	900	1000	1000	投资净收益	-1.33	27.84	27.80	30.00	30.00
固定资产	4884.8	4754.5	5317.4	6463.5	7928.9	<b>营业利润</b>	3805	4124	4400	5487	6827
无形资产	2059	2138	1924	1710	1497	营业外收入	90.98	110.17	120.00	120.00	120.00
其他非流动资产	88	78	80	80	80	营业外支出	13.84	21.76	23.00	23.00	23.00
<b>资产总计</b>	59051	71449	84182	100938	121170	<b>利润总额</b>	3882	4213	4497	5584	6924
<b>流动负债合计</b>	38272	46927	56206	68762	83787	所得税	646	739	764	949	1177
短期借款	230	417	0	342	614	<b>净利润</b>	3236	3474	3732	4635	5747
应付账款	13197	15698	18058	20928	24630	少数股东损益	152	115	165	198	237
预收款项	20593	26436	33699	42990	53970	归属母公司净利润	3084	3358	3567	4437	5510
一年内到期的非流	415	226	225	225	225	EBITDA	3941	4522	4898	6085	7481
<b>非流动负债合计</b>	1586	1971	1979	1987	1998	<b>BPS (元)</b>	0.63	0.68	0.72	0.90	1.12
长期借款	407	824	824	824	824	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	39858	48899	58185	70750	85785	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1208	1494	1659	1857	2094	营业收入增长	24.3%	14.1%	17.7%	16.3%	18.2%
实收资本(或股本)	4933	4933	4933	4933	4933	营业利润增长	25.4%	8.4%	6.7%	24.7%	24.4%
资本公积	5364	5450	5450	5450	5450	归属于母公司净利润	29.8%	8.9%	6.2%	24.4%	24.2%
未分配利润	7645	10587	13619	17390	22074	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	17986	21056	24320	28313	33272	毛利率(%)	15%	15%	14%	14%	14%
<b>负债和所有者权</b>	59051	71449	84164	100920	121152	净利率(%)	6%	6%	5%	5%	6%
<b>现金流量表</b>			单位:百万元			总资产净利润(%)	5%	5%	4%	4%	5%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	17%	16%	15%	16%	17%
<b>经营活动现金流</b>	2995	2069	3361	5391	6407	<b>偿债能力</b>					
净利润	3236	3474	3732	4635	5747	资产负债率(%)	67%	68%	69%	70%	71%
折旧摊销	490.45	553.16	681.39	823.24	910.59	流动比率	1.29	1.29	1.31	1.29	1.28
财务费用	-354	-155	-183	-226	-257	速动比率	1.07	1.02	1.04	1.04	1.04
应付账款的变化	0	0	2361	2870	3702	<b>营运能力</b>					
预收账款的变化	0	0	7263	9291	10980	总资产周转率	1.03	0.95	0.93	0.91	0.90
<b>投资活动现金流</b>	-1913	-4694	-259	-2570	-2559	应收账款周转率	12	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.72	4.27	4.30	4.33	4.38
长期投资	895	899	900	1000	1000	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-1	28	28	30	30	每股收益(最新摊薄)	0.63	0.68	0.72	0.90	1.12
<b>筹资活动现金流</b>	430	219	-513	132	-10	每股净现金流(最新)	0.31	-0.49	0.52	0.60	0.78
短期借款	230	417	0	342	614	每股净资产(最新摊)	3.65	4.27	4.93	5.74	6.74
长期借款	407	824	824	824	824	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	10.46	9.69	9.11	7.33	5.90
资本公积增加	56	86	0	0	0	P/B	1.81	1.54	1.34	1.15	0.98
<b>现金净增加额</b>	1512	-2406	2589	2952	3838	EV/EBITDA	3.73	4.07	3.14	2.10	1.23

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 杨伟

化学工程硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（石油化工/煤化工/化肥/民爆/精细化工等）研究。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。