

关注央企出海，低估值蓝筹仍具备投资价值

——中国化学（601117）2014 年年报及 2015 年一季报点评

2015 年 04 月 18 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 2014 年年报及 2015 年一季报，2014 年实现营业收入为 692.56 亿元，同比增长 12.2%，归属于上市公司股东的净利润 31.66 亿元，小幅下滑 5.69%，扣非后净利润 33.5 亿元，同比增长 2.01%，基本每股收益 0.64 元。加权平均净资产收益率为 14.13%。利润分配方案为以总股本 49.33 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 1.05 元（含税）现金股息。

2015 年一季度营业收入为 155.09 亿元，同比增长 7.41%，归属于上市公司股东的净利润 5.32 亿元，同比下降 21.75%。

公司分季度财务指标

指标	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
营业收入（百万元）	17147.89	16776.87	14439.35	18682.64	17561.93	18571.77	15509.35
增长率（%）	11.70%	11.65%	16.46%	21.28%	2.41%	10.70%	7.41%
毛利率（%）	12.99%	17.23%	11.55%	12.48%	11.97%	16.47%	9.38%
期间费用率（%）	5.34%	8.45%	4.31%	4.10%	5.68%	9.00%	4.71%
营业利润率（%）	6.12%	6.62%	5.74%	7.15%	5.29%	5.44%	3.98%
净利润（百万元）	930.74	917.58	696.60	1156.00	791.39	608.67	510.86
增长率（%）	19.53%	-11.76%	10.18%	16.54%	-14.97%	-33.67%	-26.66%
每股盈利（季度，元）	0.18	0.18	0.14	0.23	0.16	0.12	0.11
资产负债率（%）	67.70%	68.47%	67.38%	67.99%	68.66%	68.95%	68.32%
净资产收益率（%）	4.29%	4.07%	2.98%	4.81%	3.19%	2.41%	1.98%
总资产收益率（%）	1.39%	1.28%	0.97%	1.54%	1.00%	0.75%	0.63%

观点：

- 受制于化工行业投资下降，公司业绩低于预期。在经济调结构的大背景下，2014 年我国化工行业投资增速降至 10.5%，为近十年以来最低，产能严重过剩与环保审批趋严将导致行业投资增速降至个位数，包括公司近几年着力发展的煤化工业务也因政策全面收紧，已获路条的近 7000 亿项目实际投资进展缓慢，公司作为行业绝对龙头，受到明显影响。公司 14 年新签合同额仅 728.7 亿，下滑 14%，2015 年 1-3 月新签合同额同比下滑 17%；行业竞争加剧，销售毛利率 9.38%，同比下降近 4 个百分点，销售净利率 3.29%，同比下

滑1.41个百分点。以上两因素导致业绩低于市场预期。

- 进入转型升级关键期, 业绩有保障。公司转型升级的关键有三: 1, 推进精细化管理, 2014 年销售费用率控制在 4.71%, 同比下降 1.15 个百分点, 同时严控工程款清缴与项目风险, 现金为王; 2, 加快海外市场开发, 避免新签订单青黄不接; 3, 技术成果转化对业绩的贡献, 福建 20 万吨己内酰胺项目已于 2014 年 8 月开车成功, 当年实现营收 6 亿元, 四川南充 100 万吨 PTA 项目将于 2015 年 4 月底中交, 江苏启东新材料项目也已开始前期准备阶段, 公司强大的研发与工程能力将使技术成果加快转化, 使之成为新的利润增长点。公司 2014 年底待完成合同额 1153 亿, 2015 年计划收入 717 亿, 新签合同 802 亿, 中短期业绩无忧。
- 央企出海, 受益一带一路。公司是我国化学工程行业承接海外业务的国家队, 优势地区包括东南亚、西亚、北非、中亚、俄罗斯地区, 在一带一路国家政策的带动之下, 海外基础设施与项目建设将为公司带来广阔的发展空间。央企出海将成为公司未来的重要看点。
- 低估值蓝筹仍具备投资价值。公司目前账上现金充足, 业绩将触底回升, 资产结构良好, 15 倍估值在目前火热的市场行情下仍显低估, 具备投资价值。

结论:

公司受化工行业投资增速下降影响, 2014 年经营触底, 2015 年是公司转型升级的关键之年, 业绩将触底回升, 未来重点在于央企出海, 受益一带一路政策, 三个实业项目陆续投产带动公司转型升级。此外, 公司还有国企改革预期。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.77 元、0.88 元、0.98 元, 分别对应 PE 为 15 倍、13 倍、12 倍, 给予公司未来 6 个月目标价 15.4 元, 对应 2015 年 20 倍 PE, 维持“强烈推荐”评级。

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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	60668	66191	73280	86077	99891	营业收入	61728	69256	72772	76720	80911
货币资金	15574	16062	17084	21567	26567	营业成本	52759	60095	62992	66270	69875
应收账款	6792	8398	7975	8408	8867	营业税金及附加	1119	1070	1164	1151	1214
其他应收款	2370	2654	2789	2940	3101	营业费用	216	219	233	246	259
预付款项	17093	13360	19659	26286	33274	管理费用	3572	3818	3784	3836	3803
存货	12858	18050	17258	18156	19144	财务费用	-155	21	51	1	-70
其他流动资产	2300	4511	4511	4511	4511	资产减值损失	119.89	125.87	100.00	50.00	50.00
非流动资产合计	10781	15209	16607	16386	16110	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	899	163	163	163	163	投资净收益	27.84	197.69	200.00	200.00	200.00
固定资产	4754.5	7889.0	9583.7	10366.	10709.	营业利润	4124	4104	4648	5366	5981
无形资产	2138	2348	2113	1878	1644	营业外收入	110.17	123.45	125.00	125.00	125.00
其他非流动资产	78	73	70	70	70	营业外支出	21.76	338.77	23.00	23.00	23.00
资产总计	71449	81400	89886	102464	116001	利润总额	4213	3889	4750	5468	6083
流动负债合计	46927	50524	55633	64319	73527	所得税	739	636	807	930	1034
短期借款	417	296	0	0	0	净利润	3474	3253	3942	4539	5049
应付账款	15698	20751	18984	19972	21058	少数股东损益	115	87	165	198	237
预收款项	26436	24056	31333	39005	47096	归属母公司净利润	3358	3166	3777	4341	4812
一年内到期的非流	226	43	45	45	45	EBITDA	4522	4690	5776	6588	7187
非流动负债合计	1971	5602	4532	4535	4538	BPS (元)	0.68	0.64	0.77	0.88	0.98
长期借款	824	4152	4152	4152	4152	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
负债合计	48899	56126	60165	68855	78065	成长能力					
少数股东权益	1494	1626	1791	1989	2226	营业收入增长	14.1%	12.2%	5.1%	5.4%	5.5%
实收资本(或股本)	4933	4933	4933	4933	4933	营业利润增长	8.4%	-0.5%	13.2%	15.5%	11.4%
资本公积	5450	5441	5441	5441	5441	归属于母公司净利润	8.9%	-5.7%	19.3%	14.9%	10.9%
未分配利润	10587	13264	16172	19514	23220	获利能力					
归属母公司股东权	21056	23648	27143	30833	34923	毛利率(%)	15%	13%	13%	14%	14%
负债和所有者权	71449	81400	89099	101676	115213	净利率(%)	6%	5%	5%	6%	6%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		
经营活动现金流	2069	1482	4307	5982	6499	偿债能力					
净利润	3474	3253	3942	4539	5049	资产负债率(%)	68%	69%	68%	68%	68%
折旧摊销	553.16	564.67	1077.5	1220.4	1276.3	流动比率	1.29	1.31	1.32	1.34	1.36
财务费用	-155	21	51	1	-70	速动比率	1.02	0.95	1.01	1.06	1.10
应付帐款的变化	0	0	-1767	988	1086	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	7277	7672	8091	总资产周转率	0.95	0.91	0.85	0.80	0.75
投资活动现金流	-4694	-2611	-2375	-850	-850	应收账款周转率	10	9	9	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.27	3.80	3.66	3.94	3.94
长期投资	899	163	163	163	163	每股指标(元)					
投资收益	28	198	200	200	200	每股收益(最新摊薄)	0.68	0.64	0.77	0.88	0.98
筹资活动现金流	219	2363	-910	-649	-648	每股净现金流(最新)	-0.49	0.25	0.21	0.91	1.01
短期借款	417	296	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.27	4.79	5.50	6.25	7.08
长期借款	824	4152	4152	4152	4152	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	17.25	18.33	15.32	13.33	12.03
资本公积增加	86	-8	0	0	0	P/B	2.75	2.45	2.13	1.88	1.66
现金净增加额	-2406	1234	1022	4483	5000	EV/EBITDA	9.68	9.87	7.79	6.15	4.94

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, 四年证券行业从业经验, 2014 年水晶球第三名。

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。