

2017年04月25日

中国化学 (601117.SH)

计提资产减值拖累业绩不超预期，海外业务高速发展有望驱动业绩增长

■**事项：**公司发布2016年年度报告，实现营业收入530.76亿元，同比减少16.46%；实现归属于上市公司股东的净利润17.70亿元，同比减少37.70%，扣非后同比减少39.96%。实现EPS 0.36元，拟每10股派红1.08元（含税）。

■**业绩低于预期，计提资产减值拖累业绩，营收增速趋势已向好：**公司2016年营业收入及归属于股东的净利润均出现了下滑，其中营收为连续第2年下滑（2015年同比-8.26%）、净利润为连续第3年下滑（2015年同比-10.24%、2014年同比-5.69%）。营收下降主要为公司主业工程承包受化工、煤化工行业产能过剩及环保因素制约等影响，净利润大幅下滑主要由于公司2016年度计提资产减值准备11.26亿元（同比+208.25%），其中四川晟达公司对其投资的100万吨/年PTA项目计提4.92亿元资产减值准备，是占比最大的减值项目。分季度来看，公司2016Q1-Q4分别实现营收同比增速-28.75%、-11.23%、-14.76%、-11.87%，实现归属于上市公司股东的净利润同比增速-28.19%、-23.31%、-20.02%、-65.82%，下半年营收降幅已逐渐缩窄，Q4净利润因计提减值损失而降幅较大。根据公司公布的2017Q1经营数据，公司新签合同额241.93亿元（同比+91.87%），实现营收102.8亿元（同比-6.98%），营收降幅已同比、环比均进一步缩窄，后续随着新签合同的陆续履约营收增速有望得到转正。

■**海外业务实现高速发展，或将成为公司后续发展主要驱动：**2016年公司新签合同额704.96亿元（同比+11.84%），其中国内新签合同369.07亿元（同比-18.23%），占新签合同总额的52.35%；海外新签合同335.89亿元（同比+87.68），占新签合同总额的47.65%。从收入地区结构来看，报告期内公司国内收入占比72.37%（同比-7.87个pct），海外收入占比27.14%（同比+8.08个pct）。从毛利贡献结构来看，报告期内公司国内业务毛利贡献占比74.79%（同比-13.4个pct），海外业务毛利贡献占比24.25%（同比+13.59个pct）。报告期内公司海外业务新签合同额、收入及毛利贡献均实现了较大提升，并提出将紧随“一带一路”战略，分别以沙特、印尼、俄罗斯、巴基斯坦等国家中心辐射周边市场。我们预计随着上述新签合同的逐步执行，公司海外业务收入及毛利占比还将进一步提升。

■“营改增”后毛利率仍维持较高水平，净利润率有所下滑：报告期

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **增持-A**
首次评级

6个月目标价：**10.25元**
股价（2017-04-25）**7.56元**

交易数据

总市值(百万元)	37,293.48
流通市值(百万元)	37,293.48
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	5.29/9.27元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.78	11.27	30.8
绝对收益	-15.91	11.01	36.73

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

021-35082325

王鑫

报告联系人

wangxin4@essence.com.cn

相关报告

内，公司综合毛利率达到 14.02%，同比提升了 0.27 个 pct。从业务结构来看，工程承包/勘察设计/其他主营业务毛利率分别变化 0.1、3.93、-3.1 个 pct，其中工程承包业务毛利率在“营改增”后仍有微升主要是公司部分项目进入项目执行和运行阶段毛利较高，勘察设计业务毛利上升主要是部分设计业务毛利较高且去年同期项目前期成本费用较高。从地区结构来看，公司境内业务毛利率 14.49%，同比下降 0.63 个 pct；境外业务毛利率 12.53%，同比提升 4.83 个 pct。境外业务毛利率提升主要是受报告期内美元兑人民币汇率上行的影响。报告期内公司期间费用率为 7.47%，尽管公司三项费用同比均有所减少，但由于营业收入同比下滑较多，期间费用率同比仍增加 0.88 个 pct。销售净利率达到 3.34%，同比下降了 1.33 个 pct。

■**经营性净现金流持续增加，货币资金余额达到历史最佳：**报告期末，公司经营性净现金流为 28.33 亿元，较 2015 年大幅增加 48.86%，自 2014 年以来已连续 3 年增加，主要是 2016Q4 经营回款较好及收到境外项目预付款；投资性净现金流为 10.31 亿元，较 2015 年增加 32.29 亿元，主要是公司购买理财产品收回投资增加及购置固定资产减少。公司货币资金余额达到 213.51 亿元，同比增加 30.5%，为上市以来的历史最高。报告期内公司应收账款同比增加 27.46%，占营收比例 26.52%。预收款项同比减少 4.06%，应付账款同比增加 1.61%，存货同比减少 1.39%。

■**业务结构进一步调整，PPP 项目及市政环保业务有望突围：**公司积极发展非化工工程类业务，在市政基础设施、煤炭污水综合处理、房地产、垃圾级秸秆等方面业务进行布局，成立中化工程环保公司以快速做大做强环保业务，并鼓励、支持有能力的所属企业以 PPP 项目模式进入基础设施、生态环保等领域，借助基金公司，加大 PPP 项目运作力度。2016 年，公司先后签约内蒙古包头棚户区改造、开封宋都古城文化产业园区清明上河城、南京市浦口区道路拓宽等 PPP 项目，业务结构调整初见成效。公司在传统化工、煤化工及环保领域仍然具有较强的全产业链、全生命周期方案解决能力，我们认为公司传统主业在上游需求有所复苏的背景下凭借竞争优势仍可巩固既有的市场份额，为业务结构转型奠定基础。

■**投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 10.5%、16.5%、15.8%，净利润增速分别为 57.6%、17.1%、10.1%，对应 EPS 分别为 0.57、0.66、0.73 元，首次给予增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 10.25 元，相当于 2017 年 18.0 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	58,648.7	68,325.7	79,121.2
净利润	2,841.8	1,770.4	2,790.3	3,268.3	3,599.2
每股收益(元)	0.58	0.36	0.57	0.66	0.73
每股净资产(元)	5.30	5.57	6.09	6.73	7.43

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	13.1	21.1	13.4	11.4	10.4
市净率(倍)	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
净利润率	4.5%	3.3%	4.8%	4.8%	4.5%
净资产收益率	10.9%	6.4%	9.3%	9.8%	9.8%
股息收益率	1.2%	0.0%	0.4%	0.4%	0.5%
ROIC	25.0%	10.5%	24.1%	27.3%	-1103.3%

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	58,648.7	68,325.7	79,121.2	成长性					
减:营业成本	54,796.0	45,636.2	50,426.2	58,746.5	68,028.4	营业收入增长率	-8.3%	-16.5%	10.5%	16.5%	15.8%
营业税费	900.2	426.9	645.1	751.6	870.3	营业利润增长率	-14.9%	-42.1%	73.4%	14.8%	9.8%
销售费用	254.5	254.3	233.8	291.1	343.9	净利润增长率	-10.2%	-37.7%	57.6%	17.1%	10.1%
管理费用	3,923.4	3,774.3	3,675.2	4,453.3	5,247.1	EBITDA 增长率	-7.8%	-35.0%	56.6%	6.5%	7.8%
财务费用	10.1	-62.5	51.0	-185.4	-213.1	EBIT 增长率	-15.1%	-44.0%	81.6%	8.0%	9.5%
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%	81.6%	8.0%	9.5%
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%	-4.5%	-102.7%	973.7%
投资和汇兑收益	207.9	101.3	169.0	159.4	143.2	净资产增长率	10.2%	4.8%	9.0%	10.2%	10.1%
营业利润	3,490.8	2,021.6	3,506.1	4,026.5	4,420.6	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	3,532.4	4,133.3	4,522.7	营业利润率	5.5%	3.8%	6.0%	5.9%	5.6%
减:所得税	647.3	419.5	674.7	789.5	863.8	净利润率	4.5%	3.3%	4.8%	4.8%	4.5%
净利润	2,841.8	1,770.4	2,790.3	3,268.3	3,599.2	EBITDA/营业收入	6.8%	5.3%	7.5%	6.9%	6.4%
						EBIT/营业收入	5.5%	3.7%	6.1%	5.6%	5.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	45	54	46	36	28
						流动资产周转天数	9	10	0	4	1
						流动营业资本周转天数	376	455	402	430	461
						应收账款周转天数	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	497	506	523
						投资资本周转天数	75	92	72	29	-8
						投资回报率					
						ROE	10.9%	6.4%	9.3%	9.8%	9.8%
						ROA	3.6%	2.1%	3.7%	2.9%	3.2%
						ROIC	25.0%	10.5%	24.1%	27.3%	-1103.3%
						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%	0.1%	-0.3%	-0.3%
						三费/营业收入	6.6%	7.5%	6.8%	6.7%	6.8%
						偿债能力					
						资产负债率	65.9%	65.2%	59.2%	65.6%	62.9%
						负债权益比	193.4%	187.3%	145.1%	190.8%	169.8%
						流动比率	1.42	1.43	1.42	1.53	1.61
						速动比率	1.02	1.05	1.08	1.12	1.25
						利息保障倍数	346.98	-31.36	69.75	-20.72	-19.74
						分红指标					
						DPS(元)	0.09	-	0.03	0.03	0.04
						分红比率	15.1%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%
						股息收益率	1.2%	0.0%	0.4%	0.4%	0.5%

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	2,790.3	3,268.3	3,599.2	EPS(元)	0.58	0.36	0.57	0.66	0.73
加:折旧和摊销	827.9	857.7	843.7	843.7	843.7	BVPS(元)	5.30	5.57	6.09	6.73	7.43
资产减值准备	365.4	1,126.3	-	-	-	PE(X)	13.1	21.1	13.4	11.4	10.4
公允价值变动损失	-0.0	-	183.4	61.1	-101.9	PB(X)	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
财务费用	268.9	296.8	51.0	-185.4	-213.1	P/FCF	94.7	6.6	-12.5	12.5	5.6
投资损失	-207.9	-101.3	-169.0	-159.4	-143.2	P/S	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
少数股东损益	122.8	4.9	67.4	75.5	59.7	EV/EBITDA	5.3	6.4	4.2	0.8	-0.5
营运资金的变动	-1,159.1	1,281.8	-330.1	-989.6	2,077.3	CAGR(%)	4.1%	27.3%	-4.2%	4.1%	27.3%
经营活动产生现金流量	1,903.2	2,833.0	3,436.7	2,914.3	6,121.6	PEG	3.2	0.8	-3.2	2.8	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	2.4	1.0	2.3	2.6	-105.2
融资活动产生现金流量	701.8	-409.3	-6,584.2	84.2	117.8	REP	0.6	1.5	0.7	-4.7	-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

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
	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
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

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