

中国化学 (601117)

证券研究报告
2017年04月22日

订单增速持续回升，一带一路助力公司海外业务发展

新签合同额增速止跌回升，海外订单成为亮点

16年H1新签合同额同比增速自2012年以来首次为正，全年公司新签合同额704.96亿，同增11.84%，延续同比增速上扬态势。具体来看，新签国内合同额为369.07亿，同比下降18.23%；新签国外合同额为335.89亿，同增87.68%，其中俄罗斯西布尔公司聚乙烯装置施工总承包项目（29.12亿）与印尼芝拉扎电站工程项目总承包合同（62.03亿）的签订贡献大幅增量。从订单结构上看，公司国内业务总体稳定，境外高速发展，充分布局一带一路沿线国家，预计在海外订单驱动以及国内业务结构转型的背景下，公司新签合同额的增长将维持正增长趋势。17年一季度新签合同额241.94亿（占16年营收45.58%），同增91.87%。

营收有所下降，毛利率小幅提升

16年公司营业收入530.76亿元，同比下降16.46%。从区域来看，国内营收为384.12亿，同比减少24.65%；国外营收为144.04亿，同增18.95%。主要由于国内竞争加剧，公司乘风“一带一路”等相关政策，加强海外经营力度。16年境外收入主要来源为印尼、越南、沙特等国家项目。从业务结构上看，公司核心业务工程施工为451.26亿元，同比减少20.14%；其他业务（主要来源于己内酰胺项目以及电站发电项目）营收为51.52亿元，同增27.03%。

我们使用“毛利率-营业税金及附加/销售收入”这一指标来剔除“营改增”所带来的核算口径的变化，用该指标计算得出16年度的毛利率为13.21%，较去年同期上升0.88个百分点。主要原因如下：部分项目进入了执行期以及后期运营阶段，毛利较高；工程成本控制加强；人民币贬值所引起的境外项目毛利增加。

三项费用率小幅上升，净利润负增长预期不可持续

公司16年三项费用率为7.47%，较15年提升0.88个百分点。其中销售费用率为0.48%（升0.08个百分点）；管理费用率为7.11%（升0.94个百分点），财务费用率为-0.12%（降低0.13个百分点），主因为人民币贬值形成的汇兑收益增加。公司16年计提资产减值11.26亿，较15年增加7.61亿，主因为子公司四川晟达化学新材料有限公司对在建设工程计提减值损失4.92亿。公司归母净利润17.7亿，同比下降37.7%。目前订单增速启动上行趋势后，营收预计由负转正，16年大额的减值计提不具备持续性。

收现比上升幅度高于付现比，公司资金状况较好

投资建议

公司海外业务乘风一带一路，作为央企龙头企业，出海优势显著。国内业务在国家煤炭深加工政策出台后有望迎来阶段性发展。目前公司在手订单充裕，未来业绩有望持续释放。首次覆盖，给予“买入”评级，预计公司17-19年EPS分别为0.56/0.64/0.74，PE分别为16/14/12。

风险提示：海外项目政治风险，固定资产投资增速大幅下滑，独立董事对部分董事会议案投出了反对票

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	63,532.34	53,075.76	58,205.27	66,531.17	75,529.86
增长率(%)	(8.26)	(16.46)	9.66	14.30	13.53
EBITDA(百万元)	4,323.66	2,810.56	4,294.93	4,846.19	5,488.05
净利润(百万元)	2,841.79	1,770.38	2,762.28	3,161.90	3,659.08
增长率(%)	(10.24)	(37.70)	56.03	14.47	15.72
EPS(元/股)	0.58	0.36	0.56	0.64	0.74
市盈率(P/E)	15.43	24.77	15.88	13.87	11.99
市净率(P/B)	1.68	1.60	1.44	1.31	1.18
市销率(P/S)	0.69	0.83	0.75	0.66	0.58
EV/EBITDA	5.31	6.35	6.19	4.42	3.18

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	8.89元
目标价格	11.11元

基本数据

A股总股本(百万股)	4,933.00
流通A股股本(百万股)	4,933.00
A股总市值(百万元)	43,854.37
流通A股市值(百万元)	43,854.37
每股净资产(元)	5.50
资产负债率(%)	65.24
一年内最高/最低(元)	9.40/5.21

作者

唐笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

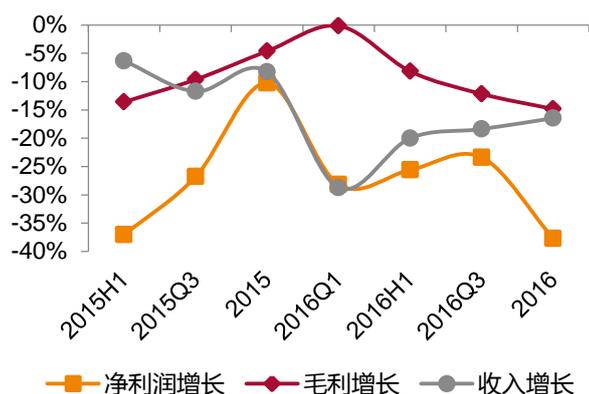
股价走势



资料来源：贝格数据

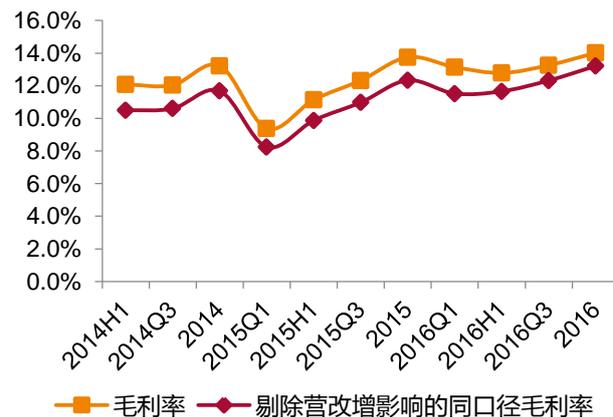
相关报告

图 1：成长能力



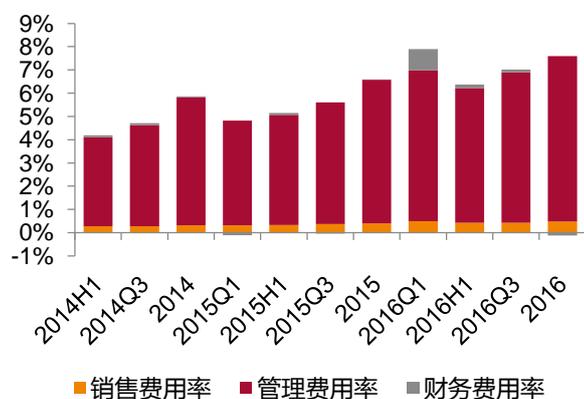
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：毛利率



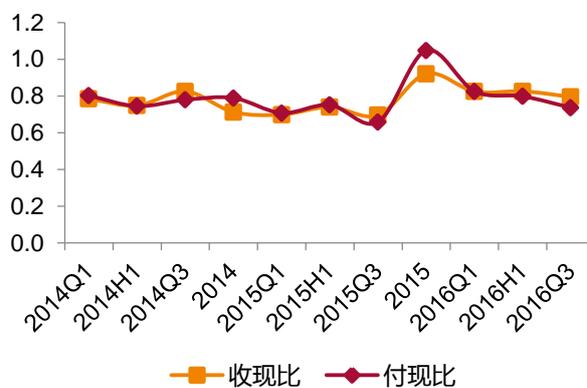
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：三项费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：收现比、付现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司新签合同额（左-亿人民币，右-百分比）



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	16,359.27	21,350.81	17,461.58	21,976.11	26,051.29
应收账款	14,246.87	16,844.82	17,236.48	21,715.35	22,650.27
预付账款	7,719.73	6,616.30	9,099.61	8,815.23	11,747.28
存货	18,487.04	18,230.82	22,021.22	23,862.77	28,802.50
其他	9,631.20	4,819.61	8,992.95	7,676.38	9,477.85
流动资产合计	66,444.10	67,862.37	74,811.85	84,045.83	98,729.19
长期股权投资	165.79	190.18	200.18	210.18	215.18
固定资产	7,878.81	7,935.58	8,516.11	8,460.03	8,018.93
在建工程	3,477.39	3,543.28	2,165.50	1,338.84	842.84
无形资产	2,273.46	2,067.69	1,965.17	1,862.65	1,760.13
其他	1,506.87	2,285.08	2,302.68	2,159.95	2,242.83
非流动资产合计	15,302.32	16,021.80	15,149.64	14,031.65	13,079.91
资产总计	81,746.42	83,884.17	89,961.50	98,077.49	111,809.09
短期借款	386.00	499.37	325.79	0.00	0.00
应付账款	28,970.88	30,129.74	34,717.45	39,220.39	45,088.81
其他	17,483.00	16,773.57	20,602.07	21,745.66	25,933.54
流动负债合计	46,839.88	47,402.68	55,645.31	60,966.05	71,022.35
长期借款	5,258.44	5,714.55	491.03	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,788.56	1,573.35	1,603.99	1,655.30	1,610.88
非流动负债合计	7,047.00	7,287.90	2,095.02	1,655.30	1,610.88
负债合计	53,886.88	54,690.59	57,740.32	62,621.36	72,633.23
少数股东权益	1,719.49	1,722.60	1,789.35	1,862.41	1,923.06
股本	4,933.00	4,933.00	4,933.00	4,933.00	4,933.00
资本公积	5,513.39	5,513.39	5,513.39	5,513.39	5,513.39
留存收益	21,395.33	22,736.55	25,498.82	28,660.72	32,319.80
其他	(5,701.66)	(5,711.95)	(5,513.39)	(5,513.39)	(5,513.39)
股东权益合计	27,859.54	29,193.59	32,221.17	35,456.13	39,175.86
负债和股东权益总	81,746.42	83,884.17	89,961.50	98,077.49	111,809.09

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,964.58	1,775.25	2,762.28	3,161.90	3,659.08
折旧摊销	827.87	857.71	980.94	1,066.34	1,120.62
财务费用	268.90	296.78	(62.42)	(98.40)	(110.14)
投资损失	(207.94)	(101.32)	(116.52)	(134.00)	(154.10)
营运资金变动	(1,159.11)	1,281.75	(2,138.99)	1,171.39	(803.16)
其它	(791.11)	(1,277.18)	250.12	134.18	(41.22)
经营活动现金流	1,903.18	2,832.99	1,675.41	5,301.41	3,671.08
资本支出	1,287.89	1,003.31	60.25	39.58	130.31
长期投资	2.48	24.39	10.00	10.00	5.00
其他	(3,488.11)	3.16	(411.37)	(128.73)	136.64
投资活动现金流	(2,197.75)	1,030.85	(341.11)	(79.14)	271.95
债权融资	5,663.92	6,376.18	891.67	85.53	107.55
股权融资	157.93	52.18	260.98	98.40	110.14
其他	(5,120.04)	(6,837.68)	(6,376.18)	(891.67)	(85.53)
筹资活动现金流	701.81	(409.32)	(5,223.52)	(707.74)	132.15
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	407.24	3,454.51	(3,889.23)	4,514.53	4,075.18

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	63,532.34	53,075.76	58,205.27	66,531.17	75,529.86
营业成本	54,796.05	45,636.16	50,051.14	57,060.87	65,279.44
营业税金及附加	900.19	426.88	468.14	535.10	607.48
营业费用	254.46	254.33	232.82	319.35	362.54
管理费用	3,923.35	3,774.31	4,139.07	4,731.14	4,664.24
财务费用	10.09	(62.47)	(62.42)	(98.40)	(110.14)
资产减值损失	365.38	1,126.30	300.00	299.96	300.95
公允价值变动收益	0.04	0.00	183.37	61.12	(101.87)
投资净收益	207.94	101.32	116.52	134.00	154.10
其他	(415.96)	(202.64)	(599.78)	(390.24)	(104.45)
营业利润	3,490.80	2,021.56	3,376.41	3,878.25	4,477.57
营业外收入	164.72	306.17	164.72	164.72	164.72
营业外支出	43.66	133.03	43.66	43.66	43.66
利润总额	3,611.86	2,194.70	3,497.47	3,999.32	4,598.63
所得税	647.28	419.46	668.45	764.36	878.90
净利润	2,964.58	1,775.25	2,829.03	3,234.96	3,719.73
少数股东损益	122.79	4.86	66.75	73.06	60.65
归属于母公司净利润	2,841.79	1,770.38	2,762.28	3,161.90	3,659.08
每股收益(元)	0.58	0.36	0.56	0.64	0.74

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-8.26%	-16.46%	9.66%	14.30%	13.53%
营业利润	-14.95%	-42.09%	67.02%	14.86%	15.45%
归属于母公司净利润	-10.24%	-37.70%	56.03%	14.47%	15.72%
获利能力					
毛利率	13.75%	14.02%	14.01%	14.23%	13.57%
净利率	4.47%	3.34%	4.75%	4.75%	4.84%
ROE	10.87%	6.44%	9.08%	9.41%	9.82%
ROIC	25.01%	10.49%	22.46%	23.22%	31.65%
偿债能力					
资产负债率	65.92%	65.20%	64.18%	63.85%	64.96%
净负债率	127.69%	109.15%	83.68%	111.09%	103.53%
流动比率	1.42	1.43	1.34	1.38	1.39
速动比率	1.02	1.05	0.95	0.99	0.98
营运能力					
应收账款周转率	5.02	3.41	3.42	3.42	3.40
存货周转率	3.48	2.89	2.89	2.90	2.87
总资产周转率	0.78	0.64	0.67	0.71	0.72
每股指标(元)					
每股收益	0.58	0.36	0.56	0.64	0.74
每股经营现金流	0.39	0.57	0.34	1.07	0.74
每股净资产	5.30	5.57	6.17	6.81	7.55
估值比率					
市盈率	15.43	24.77	15.88	13.87	11.99
市净率	1.68	1.60	1.44	1.31	1.18
EV/EBITDA	5.31	6.35	6.19	4.42	3.18
EV/EBIT	6.56	9.12	8.02	5.67	4.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com