

2017年08月29日

中国化学 (601117.SH)

业绩增速再度转正，境外及非化工业 务占比提升

■**事项：**公司发布2017年半年度报告，实现营业收入249.44亿元，同比增加0.49%；实现归属于上市公司股东的净利润8.48亿元，同比增加0.49%，扣非后同比增长4.87%。实现EPS 0.17元。

■**2017H1 业绩增速同比再次转正，境外业务收入实现较高增速：**公司2017年上半年实现营业收入249.44亿元，同比增加0.49%；实现归属于上市公司股东的净利润8.48亿元，同比增加0.49%。公司业绩自2015年4季度以来再次实现了增速转正。**从业务结构来看**，工程承包业务实现营收206.90亿元（同比-5.30%），占主营业务收入的83.41%，同比减少主要是受国内化工、煤化工行业产能过剩及环保因素的制约影响；勘察、设计及服务业务实现营收9.33亿元（同比+39.95%），占主营业务收入的3.76%；其他业务实现营收31.84亿元（同比+44.65%），占主营业务营收的12.83%，其他业务收入主要来源于福建天辰耀隆己内酰胺项目销售收入、印尼巨港电站发电收入等。**从市场结构来看**，境内市场实现营收160.37亿元（同比-14.76%），占比64.65%；境外市场实现营收87.70亿元（同比+48.59%），占比35.35%。境内市场仍是公司收入的主要来源，受上年度境内合同额减少影响收入同比有所下滑；境外市场收入占比同比提升11.47个pct，增长主要来自土耳其、越南、俄罗斯、印尼、沙特等市场项目收入增加。**分季度看**，公司2017Q1、Q2分别实现营收105.15亿元（同比-4.85%）、144.30亿元（同比+4.78%），Q2营收环比增速达到37.23%，营收呈现明显加速增长趋势。

■**盈利能力同比略有提升，财务费用受汇兑损失影响增幅较大：****毛利率方面**，报告期内公司综合毛利率为13.76%，同比增加0.98个pct。从业务结构来看，工程承包业务毛利率为12.25%（同比+0.22个pct），提升主要由于报告期内公司调整业务结构、境内非化工及境外业务占比逐渐提升，同时严控成本开支所致。勘察、设计及服务业务毛利率为19.09%（同比-0.79个pct），下滑主要由于竞争加剧、设计项目收费价格下降所致。其他业务毛利率为21.98%（同比+4.02个pct），提升主要由于己内酰胺售价上涨所致。从市场结构来看，境内业务毛利率14.35%，同比增加1.65个pct；境外业务毛利率12.67%，同比减少0.31个pct。**期间费用方面**，报告期内公司费用率为7.83%，同比增加1.46个pct，其中管理、销售、财务费用率分别为6.32%（同比+0.52个pct）、0.48%（同比+0.06个pct）、1.02%（同比+0.87个pct）；财务费用同比大幅增加2.17亿元（+590.70%），主要由于受人民币升值因素影响，

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **增持-A**
维持评级

6个月目标价：**9.00元**
股价（2017-08-29）**7.51元**

交易数据

总市值(百万元)	37,046.83
流通市值(百万元)	37,046.83
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	5.53/9.27元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.41	9.24	24.71
绝对收益	-3.96	17.44	34.31

张龙 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-35082939

王鑫 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517070004
wangxin4@essence.com.cn
010-83321052

苏多永 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

中国化学：计提资产减值拖累业绩不达预期，海外业务高速发展有望驱动业绩/苏多永
2017-04-25

本期公司汇兑损失较去年同期增加 1.81 亿元所致。**资产减值方面**，报告期内公司发生资产减值损失 2.43 亿元（同比-48.84%），主要为报告期内没有发生在建工程减值损失（去年同期该项减值损失为 2.16 亿元）。**净利率及 ROE 方面**，公司报告期内销售净利率为 3.76%，较 2016 年同期增加 0.38 个 pct；ROE（加权）为 3.04%，较 2016 年同期减少 0.14 个 pct。

■**经营性净现金流流出增加，货币资金余额仍处于同期较高水平：经营性净现金流方面**，报告期末公司经营活动产生的现金流量净额为 -14.23 亿元，较 2016 年同期流出增加 3.13 亿元，主要为报告期内公司收到的税费返还减少同时支付的各项税费增加所致。**投资性净现金流方面**，报告期末公司投资活动产生的现金流量净额为 -3.33 亿元，较 2016 年同期净流出增加 5.96 亿元（同比-226.97%），主要为报告期内投资收益减少同时购建固定资产等支出现金增加所致。**筹资性净现金流方面**，报告期末公司筹资活动产生的现金流量净额为 4.41 亿元，较 2016 年同期净流入减少 2.54 亿元（同比-36.55%），主要为报告期内新增借款较上年同期减少所致。**在手资金方面**，公司报告期末货币资金余额为 194.77 亿元，较 2016 年同期增加 12.19 亿元（同比+6.68%），较期初减少 18.74 亿元。**应收、预收及应付账款方面**，公司报告期末应收账款为 139.25 亿元，较去年同期增加 13.05 亿元（同比+10.34%），较期初减少 1.49 亿元；预收款项为 161.65 亿元，较 2016 年同期增加 12.59 亿元（同比+8.44%）；应付账款为 235.84 亿元，较 2016 年同期增加 1.98 亿元（同比+0.85%）。

■**新签合同同比大幅增长，境外业务增速亮眼，非化工业务大幅提升**：根据公司公告显示，2017 年 1-7 月份公司累计新签合同额 499.15 亿元（同比+53.96%），其中国内新签合同额 265.17 亿元（同比+32.05%），海外新签合同额 233.98 亿元（同比+89.61%）。在公司传统业务领域（化工、石化、煤化工），新签浙江石化 4000 万吨炼化一体化项目等重大合同。非化工领域业务的拓展成为公司业绩增长点之一，公司中报显示 2017 年上半年公司非化工业务新签合同 49.75 亿元，同比增长 115.37%。公司以 PPP 等模式参与包括基础设施建设、市政建设、棚户区改造、综合管网和码头改造等领域的项目，成功中标安徽阜阳城区水系统综合治理、南京化学工业园杜圩城市生态湿地公园、成都天府新区拔改租项目第二批次 16 条路等 PPP 项目。公司同时积极探索与各地政府的合作模式，从 2016 年至 2017 年上半年，公司所属子公司共与 5 个地方政府签订战略合作协议。国际市场方面，公司进一步完善在海外的经营网络布局，报告期内新设驻外分支机构 14 个，截至上半年末公司共设海外分支机构 89 个。新签俄罗斯 Afipka 炼油厂加氢裂化装置 EPC 项目、印尼东加里曼丹 Kaltim-2 燃煤电站 BOT 项目，恒逸（文莱）石油化工项目等重大合同。

■ **投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 9.5%、14.5%、14.8%，净利润增速分别为 40.5%、20.9%、12.3%，对应 EPS 分别为 0.50、0.61、0.69 元，维持增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 9.0 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
主营收入	63,532.3	53,075.8	58,118.0	66,545.1	76,393.7
净利润	2,841.8	1,770.4	2,488.2	3,008.7	3,380.2
每股收益(元)	0.58	0.36	0.50	0.61	0.69
每股净资产(元)	5.30	5.57	5.95	6.44	6.97
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	13.0	20.9	14.9	12.3	11.0
市净率(倍)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
净利润率	4.5%	3.3%	4.3%	4.5%	4.4%
净资产收益率	10.9%	6.4%	8.5%	9.5%	9.8%
股息收益率	1.2%	1.4%	1.4%	1.8%	2.2%
ROIC	25.0%	10.5%	22.5%	25.8%	-1318.8%

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	58,118.0	66,545.1	76,393.7	成长性					
减:营业成本	54,796.0	45,636.2	49,981.4	57,228.7	65,698.6	营业收入增长率	-8.3%	-16.5%	9.5%	14.5%	14.8%
营业税费	900.2	426.9	639.3	732.0	840.3	营业利润增长率	-14.9%	-42.1%	54.5%	18.4%	12.1%
销售费用	254.5	254.3	231.7	283.5	332.0	净利润增长率	-10.2%	-37.7%	40.5%	20.9%	12.3%
管理费用	3,923.4	3,774.3	3,642.0	4,337.2	5,066.3	EBITDA 增长率	-7.8%	-35.0%	47.9%	8.2%	6.4%
财务费用	10.1	-62.5	188.5	-43.5	-201.8	EBIT 增长率	-15.1%	-44.0%	69.1%	10.3%	7.9%
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%	69.1%	10.3%	7.9%
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%	-4.1%	-102.1%	1235.6%
投资和汇兑收益	207.9	101.3	-31.0	92.7	54.4	净资产增长率	10.2%	4.8%	6.7%	7.9%	8.0%
营业利润	3,490.8	2,021.6	3,123.7	3,698.1	4,145.5	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	3,150.0	3,805.0	4,247.6	营业利润率	5.5%	3.8%	5.4%	5.6%	5.4%
减:所得税	647.3	419.5	601.7	726.7	811.3	净利润率	4.5%	3.3%	4.3%	4.5%	4.4%
净利润	2,841.8	1,770.4	2,488.2	3,008.7	3,380.2	EBITDA/营业收入	6.8%	5.3%	7.2%	6.8%	6.3%
						EBIT/营业收入	5.5%	3.7%	5.7%	5.5%	5.2%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	45	54	47	37	29
货币资金	16,359.3	21,350.8	23,247.2	31,772.4	37,421.7	流动营业资本周转天数	9	10	0	4	1
交易性金融资产	550.1	-	183.4	244.5	142.6	流动资产周转天数	376	455	419	443	459
应收账款	14,246.9	16,844.8	7,872.3	23,388.3	14,321.1	应收账款周转天数	72	105	77	85	89
应收票据	4,262.4	2,745.3	3,774.1	4,157.5	5,096.3	存货周转天数	104	125	102	110	112
预付账款	7,719.7	6,616.3	13,469.3	7,527.9	16,187.1	总资产周转天数	462	562	514	521	523
存货	18,487.0	18,230.8	14,851.6	25,842.9	21,844.6	投资资本周转天数	75	92	72	30	-8
其他流动资产	4,818.7	2,074.3	3,873.4	3,588.8	3,178.8	投资回报率					
可供出售金融资产	780.1	1,207.5	916.5	968.0	1,030.7	ROE	10.9%	6.4%	8.5%	9.5%	9.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.6%	2.1%	3.1%	2.8%	3.1%
长期股权投资	165.8	190.2	190.2	190.2	190.2	ROIC	25.0%	10.5%	22.5%	25.8%	-1318.8
投资性房地产	257.3	251.5	251.5	251.5	251.5	费用率					
固定资产	7,878.8	7,935.6	7,194.4	6,453.2	5,712.0	销售费用率	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
在建工程	3,477.4	3,543.3	3,543.3	3,543.3	3,543.3	管理费用率	6.2%	7.1%	6.3%	6.5%	6.6%
无形资产	2,273.5	2,067.7	1,965.2	1,862.7	1,760.1	财务费用率	0.0%	-0.1%	0.3%	-0.1%	-0.3%
其他非流动资产	469.5	826.1	844.0	701.4	784.4	三费/营业收入	6.6%	7.5%	7.0%	6.9%	6.8%
资产总额	81,746.4	83,884.2	82,176.2	110,492.5	111,464.4	偿债能力					
短期债务	386.0	499.4	1,378.3	-	-	资产负债率	65.9%	65.2%	62.1%	65.9%	63.5%
应付账款	28,970.9	30,129.7	19,696.9	42,642.7	31,405.1	负债权益比	193.4%	187.3%	163.9%	193.0%	174.1%
应付票据	1,197.3	1,028.5	588.3	1,592.8	1,018.3	流动比率	1.42	1.43	1.49	1.53	1.60
其他流动负债	16,285.7	15,745.0	23,480.0	18,992.0	29,138.5	速动比率	1.02	1.05	1.16	1.12	1.24
长期借款	5,258.4	5,714.6	4,289.7	-	-	利息保障倍数	346.98	-31.36	17.57	-84.09	-19.54
其他非流动负债	1,788.6	1,573.4	1,604.0	1,655.3	1,610.9	分红指标					
负债总额	53,886.9	54,690.6	51,037.2	64,882.9	63,172.9	DPS(元)	0.09	0.11	0.10	0.13	0.17
少数股东权益	1,719.5	1,722.6	1,782.7	1,852.2	1,908.3	分红比率	15.1%	30.1%	20.5%	21.9%	24.2%
股本	4,933.0	4,933.0	4,933.0	4,933.0	4,933.0	股息收益率	1.2%	1.4%	1.4%	1.8%	2.2%
留存收益	21,395.3	22,736.5	24,423.3	26,824.4	29,450.2						
股东权益	27,859.5	29,193.6	31,139.0	33,609.7	36,291.5						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.58	0.36	0.50	0.61	0.69
现金流量表						BVPS(元)	5.30	5.57	5.95	6.44	6.97
净利润	2,964.6	1,775.2	2,488.2	3,008.7	3,380.2	PE(X)	13.0	20.9	14.9	12.3	11.0
加:折旧和摊销	827.9	857.7	843.7	843.7	843.7	PB(X)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
资产减值准备	365.4	1,126.3	-	-	-	P/FCF	94.1	6.5	15.8	-12.5	5.8
公允价值变动损失	-0.0	-	183.4	61.1	-101.9	P/S	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
财务费用	268.9	296.8	188.5	-43.5	-201.8	EV/EBITDA	5.3	6.4	4.6	1.1	-0.1
投资损失	-207.9	-101.3	-169.0	-159.4	-143.2	CAGR(%)	1.3%	24.6%	-7.8%	1.3%	24.6%
少数股东损益	122.8	4.9	60.1	69.5	56.0	PEG	10.3	0.8	-1.9	9.8	0.4
营运资金的变动	-1,159.1	1,281.8	-367.0	-1,019.2	2,062.5	ROIC/WACC	2.6	1.1	2.3	2.7	-136.3
经营活动产生现金流量	1,903.2	2,833.0	3,228.0	2,761.0	5,895.5	REP	0.6	1.4	0.7	-7.8	-0.0
投资活动产生现金流量	-2,197.7	1,030.8	93.2	-14.3	284.3						
融资活动产生现金流量	701.8	-409.3	-1,424.8	-6,221.4	-530.6						

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

张龙、王鑫、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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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