

2018年01月16日

中国化学 (601117.SH)

2017 全年新签合同同比大增，有望受益于煤化工及石化建设需求增加

■**事项：**公司发布 2017 年全年经营情况简报，公司累计新签合同额 950.77 亿元，其中国内合同额 613.93 亿元，境外合同额 336.84 亿元；累计实现营业收入 576.72 亿元（以上数据未经审计）。

■**2017 全年新签合同额同比大增 34.87%，自 2015 年以来已持续回升：**公司 2017 年全年累计新签合同 950.77 亿元，较 2016 年（704.96 亿元）同比增加 34.87%，其中国内合同额较 2016 年（369.07 亿元）同比大幅增加 66.34%，境外合同额与 2016 年（335.89 亿元）基本持平。公司 2017 年新签合同额大幅增加主要来自于国内新签合同的大幅增加。从公司公告的签单笔合同额在人民币 5 亿元以上的重大合同信息来看，2017 年 11 月以来公司新签国内煤化工、石油化工及化工类项目增速较快。从单体项目合同额来看，印尼东加里曼丹 Kaltim-2 2x100MW 燃煤电站项目（24.05 亿元）、山西美锦华盛化工新材料有限公司化工新材料生产项目（20 亿元）、延长油田伴生气资源循环利用项目（19.65 亿元）、内蒙古荣信年产 40 万吨煤制乙二醇项目（17.91 亿元）等规模较大。此外，公司新签合同额自 2015 年以来已持续回升，2015-2017 年分别新签合同 630.34、704.96、950.77 亿元，CAGR 达到 22.81%。

■**煤化、石化等业务增长显著，有望受益于上游行业资本开支增加：**从公司 2017 年新签合同类型来看，公司在传统业务领域（化工、石化、煤化工）有较大恢复性增长，我们认为与石油、煤炭价格双双走高后景气度有望传导至产业链中下游产品、相关炼化及能源企业加大资本性支出有关。以煤化工为例，根据国家能源局 2017 年 2 月发布的《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》指出，“煤炭深加工产业作为延伸煤炭产业链、提高附加值的重要途径将迎来新的发展机遇，“十三五”期间煤制油、煤制天然气、低阶煤利用、煤制化学品、煤与石油综合利用以及通用技术装备 6 个方面将开展升级示范，到 2020 年，大型煤气化、加氢液化、低温费托合成、甲醇制烯烃技术进一步完善。”我们认为公司作为国内综合实力较强的煤化工全产业链工程承包商，在煤气化、煤制乙二醇等领域拥有较强优势。同时公司在炼化领域 2017 年亦有较大斩获，根据公告新签浙江石化 4000 万吨炼化一体化项目、俄罗斯 Afipka 炼油厂加氢裂化装置 EPC 项目、恒逸（文莱）石油化工项目等重大合同。

■**四季度营收同比增速创年内最高，营收后续仍有望保持持续增长：**

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

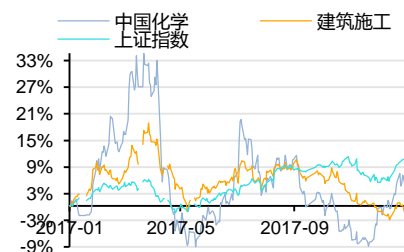
6 个月目标价：**8.50 元**

股价 (2018-01-15) **7.02 元**

交易数据

总市值 (百万元)	34,629.66
流通市值 (百万元)	34,629.66
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	6.18/9.27 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.57	-0.3	-4.94
绝对收益	3.85	0.29	4.62

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：汇兑损失及营业外收入减少影响利润增速，新签合同大幅增长/王鑫	2017-10-30
中国化学：业绩增速再度转正，境外及非化工业务占比提升/张龙	2017-08-29
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

根据公司公告，2017 年累计实现营业收入 576.72 亿元（未经审计），较 2016 年（530.76 亿元）同比增加 8.66%，基本符合我们的预期。分季度来看，公司 2017Q1、Q2、Q3、Q4 单季分别实现营收 105.15 亿元（同比-4.85%）、144.30 亿元（同比+4.78%）、134.01 亿元（同比+14.61%）、193.26 亿元（同比+16.70%），营收增速自 Q2 起已由负转正，且增速逐季加快，Q4 营收同比增速达到年内最高，同时也是自 2015Q2 以来首次连续三个季度营收增速为正，反映出公司生产经营情况已趋于稳定向好。鉴于公司 2015 年以来新签合同额实现连续增长，3 年新签合同额合计已达到 2286.07 亿元，相当于公司近两年营业收入 500-600 亿元规模的 4 倍左右，考虑到公司传统工业工程典型实施周期大多在 2-3 年时间，我们判断公司后续营业收入仍有较大概率保持持续增长。

■**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 8.5 元，相当于 2017 年 17.0 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、煤化工及石化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)	12.8	20.5	14.6	12.1	10.8
市净率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	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%	1.5%	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%
						运营效率					
						固定资产周转天数	45	54	47	37	29
						流动资产周转天数	9	10	0	4	1
						流动营业资本周转天数					
						流动资产周转天数	376	455	419	443	459
						应收帐款周转天数	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	514	521	523
						投资资本周转天数	75	92	72	30	-8
						投资回报率					
						ROE	10.9%	6.4%	8.5%	9.5%	9.8%
						ROA	3.6%	2.1%	3.1%	2.8%	3.1%
						ROIC	25.0%	10.5%	22.5%	25.8%	-1318.8
						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%	0.3%	-0.1%	-0.3%
						三费/营业收入	6.6%	7.5%	7.0%	6.9%	6.8%
						偿债能力					
						资产负债率	65.9%	65.2%	62.1%	65.9%	63.5%
						负债权益比	193.4%	187.3%	163.9%	193.0%	174.1%
						流动比率	1.42	1.43	1.49	1.53	1.60
						速动比率	1.02	1.05	1.16	1.12	1.24
						利息保障倍数	346.98	-31.36	17.57	-84.09	-19.54
						分红指标					
						DPS(元)	0.09	0.11	0.10	0.13	0.17
						分红比率	15.1%	30.1%	20.5%	21.9%	24.2%
						股息收益率	1.2%	1.5%	1.4%	1.8%	2.2%

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	2,488.2	3,008.7	3,380.2	EPS(元)	0.58	0.36	0.50	0.61	0.69
加:折旧和摊销	827.9	857.7	843.7	843.7	843.7	BVPS(元)	5.30	5.57	5.95	6.44	6.97
资产减值准备	365.4	1,126.3	-	-	-	PE(X)	12.8	20.5	14.6	12.1	10.8
公允价值变动损失	-0.0	-	183.4	61.1	-101.9	PB(X)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
财务费用	268.9	296.8	188.5	-43.5	-201.8	P/FCF	92.4	6.4	15.5	-12.3	5.7
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	60.1	69.5	56.0	EV/EBITDA	5.3	6.4	4.4	1.0	-0.3
营运资金的变动	-1,159.1	1,281.8	-367.0	-1,019.2	2,062.5	CAGR(%)	1.3%	24.6%	-7.8%	1.3%	24.6%
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	PEG	10.1	0.8	-1.9	9.6	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	2.6	1.1	2.3	2.7	-136.5
融资活动产生现金流量	701.8	-409.3	-1,424.8	-6,221.4	-530.6	REP	0.6	1.4	0.7	-6.7	-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

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	021-35082963	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	? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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