

中国化学 (601117)

证券研究报告

2018年03月13日

2月业绩亮眼, 可交债助国改稳步推进

公司近期发布2018年2月经营情况简介, 当月新签合同额102.91亿元, 其中国内合同额31.84亿元, 境外合同额71.07亿元; 当月实现营业收入41.89亿元。点评如下。

新签订单大幅增长, 业绩有望加速释放

公司2018年2月新签合同额同增99.98%, 今年已累计新签合同额178.77亿元, 同增98.08%。国内外订单均实现大幅增长, 1~2月累计新签国内合同额101.59亿元, 同增71.17%; 新签境外合同额由2017年1~2月的30.9亿元增长149.77%至77.18亿元, 其中丹格特炼油项目核心区域3002包安装施工总承包合同、俄罗斯斯鄂木斯克原油深度转化项目与恒逸文莱PMB石化项目补充三个海外大单贡献了公司海外订单合同总额的近85%。

公司2018年2月实现营收41.89亿元, 同增52.66%, 较1月增速提升4.41个百分点; 1~2月累计实现营收85.31亿元, 同增42.18%, 继2017年H1后, 收入拐点进一步得到确认。公司作为化工建设龙头, 收入高增一方面受益国内化工市场景气度提升, 需求不断释放; 另一方面是由于公司海外市场开拓逐渐取得成效, 通过紧抓“一带一路”沿线国家化工缺口这一巨大机遇促使海外订单持续放量。我们认为公司进入2018年以来订单转化速度明显加快, 将为公司未来业绩保持高速增长提供有力支撑。

大股东拟发行可交债, 国改推进有望加速

近日公司控股股东中国化学工程集团有限公司公开发行的以公司A股股票为标的的可交换公司债券方案已获得国务院国资委批复, 发行规模拟不超过人民币35亿元。此次公开发行可交债在满足大股东融资需求的同时也将为公司引入战略投资者。建筑央企改革目前已进入必要阶段和黄金窗口期, 本次拟发行的可交债顺利转股后集团持股比例将有所下降, 契合中央推进混改的方针政策。

大建筑央企优势渐显, 锚定制造强国战略

2018年政府工作报告中再次提出加快制造强国建设, 创建“中国制造2025”示范区。此前十九大报告与中央经济工作会议也强调要推进中国制造向中国创造转变, 中国速度向中国质量转变, 制造大国向制造强国转变。2017年我国制造业投资增速较以往几年回温, 全年投资增速4.8%, 预计2018年固定资产投资重点将倾向于制造业, 制造业全年投资增速预计将较为乐观。公司作为央企将显著受益制造业回暖和集中度的提升。另外随着油价攀升, 煤化工项目经济性好转, 投资意愿大幅提升, 也将直接利好公司。

投资建议

公司2018年1~2月新签订单实现较快的增长, 未来业绩高增可期。控股股东拟发行可交债, 助力公司深化体制改革, 激发经营活力。考虑公司全年经营状况简报及三季报增长较快的财务费用, 我们下调了公司2017年的业绩, 2017年归母净利润由23.32亿元下调至18.36亿元; 同时参考2018年前两个月新签合同的快速增长, 我们将2018~2019年归母净利润预测值由27.62、30.95亿元调整为24.72、31.89亿元; 2017~2019年对应的EPS分别为0.37、0.50、0.65元/股, 对应的PE分别为18、14、11倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 海外项目政治风险, 汇率风险, 订单落地不及预期

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	57,669.48	75,449.47	95,973.98
增长率(%)	(8.26)	(16.46)	8.66	30.83	27.20
EBITDA(百万元)	4,323.66	2,810.56	3,214.65	4,218.57	5,452.82
净利润(百万元)	2,841.79	1,770.38	1,836.21	2,472.11	3,188.81
增长率(%)	(10.24)	(37.70)	3.72	34.63	28.99
EPS(元/股)	0.58	0.36	0.37	0.50	0.65
市盈率(P/E)	11.84	19.00	18.32	13.61	10.55
市净率(P/B)	1.29	1.22	1.14	1.05	0.96
市销率(P/S)	0.53	0.63	0.58	0.45	0.35
EV/EBITDA	5.31	6.35	5.53	4.20	3.29

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(维持评级)
当前价格	6.82元
目标价格	9.00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)	33,643.06
流通A股市值(百万元)	33,643.06
每股净资产(元)	5.72
资产负债率(%)	64.27
一年内最高/最低(元)	9.40/6.11

作者

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

岳恒宇 分析师
SAC执业证书编号: S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势

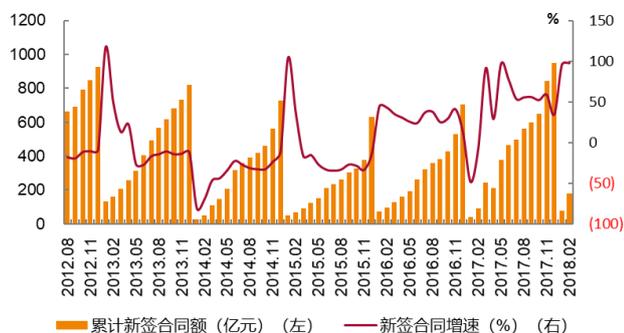


资料来源: 贝格数据

相关报告

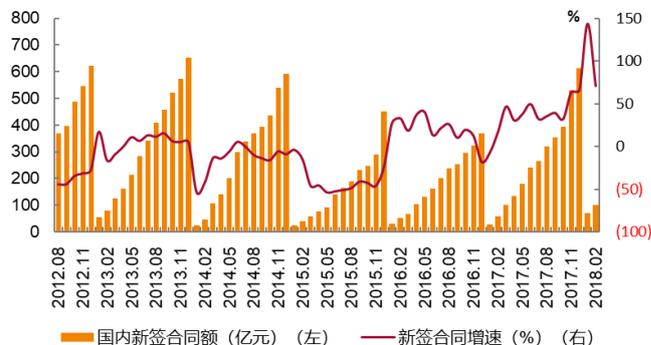
- 《中国化学-公司深度研究:海外订单快速增长, 业绩拐点正式确认》 2017-08-30
- 《中国化学-首次覆盖报告:订单增速持续回升, 一带一路助力公司海外业务发展》 2017-04-25

图 1：累计新签合同(亿元)及增速



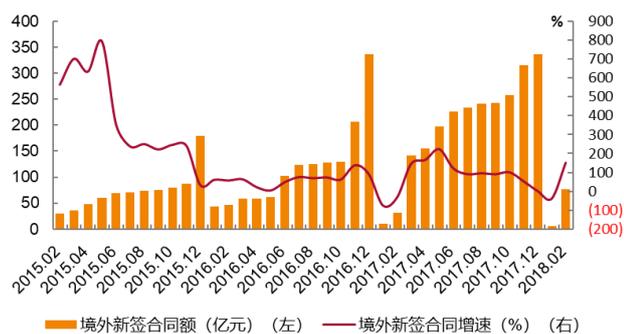
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：累计国内新签合同额(亿元)及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：累计境外新签合同额(亿元)及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：累计营收(亿元)及增速



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	17,300.85	22,634.84	28,792.19
应收账款	14,246.87	16,844.82	16,917.43	29,190.57	32,126.14
预付账款	7,719.73	6,616.30	8,983.87	11,443.49	14,772.37
存货	18,487.04	18,230.82	21,724.77	32,372.22	38,809.80
其他	9,631.20	4,819.61	8,921.04	8,947.69	10,999.86
流动资产合计	66,444.10	67,862.37	73,847.96	104,588.82	125,500.36
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	8,709.66	9,002.04	9,158.23
在建工程	3,477.39	3,543.28	2,485.97	1,851.58	1,830.95
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	15,663.65	15,086.40	15,207.31
资产总计	81,746.42	83,884.17	89,511.62	119,675.22	140,707.67
短期借款	386.00	499.37	397.95	4,510.54	9,575.81
应付账款	28,970.88	30,129.74	34,260.17	49,665.94	56,364.81
其他	17,483.00	16,773.57	20,289.21	27,345.13	32,224.17
流动负债合计	46,839.88	47,402.68	54,947.33	81,521.61	98,164.79
长期借款	5,258.44	5,714.55	1,687.56	2,696.35	3,888.37
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	3,291.55	4,351.65	5,499.26
负债合计	53,886.88	54,690.59	58,238.88	85,873.26	103,664.05
少数股东权益	1,719.49	1,722.60	1,766.97	1,824.09	1,876.95
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	24,572.76	27,044.86	30,233.67
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	31,272.73	33,801.96	37,043.63
负债和股东权益总	81,746.42	83,884.17	89,511.62	119,675.22	140,707.67

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,964.58	1,775.25	1,836.21	2,472.11	3,188.81
折旧摊销	827.87	857.71	1,001.04	1,124.70	1,247.07
财务费用	268.90	296.78	9.74	88.09	319.21
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	(2,105.97)	(2,700.87)	(3,427.57)
其它	(791.11)	(1,277.18)	227.74	118.24	(49.01)
经营活动现金流	1,903.18	2,832.99	852.25	968.28	1,124.41
资本支出	1,287.89	1,003.31	594.36	638.69	1,329.42
长期投资	2.48	24.39	10.00	10.00	5.00
其他	(3,488.11)	3.16	(1,479.58)	(1,326.94)	(2,261.58)
投资活动现金流	(2,197.75)	1,030.85	(875.22)	(678.25)	(927.16)
债权融资	5,663.92	6,376.18	2,160.37	7,292.42	13,571.74
股权融资	157.93	52.18	188.82	(88.09)	(319.21)
其他	(5,120.04)	(6,837.68)	(6,376.18)	(2,160.37)	(7,292.42)
筹资活动现金流	701.81	(409.32)	(4,026.99)	5,043.96	5,960.11
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	(4,049.96)	5,333.99	6,157.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	63,532.34	53,075.76	57,669.48	75,449.47	95,973.98
营业成本	54,796.05	45,636.16	49,690.36	64,916.40	82,662.99
营业税金及附加	900.19	426.88	463.83	606.83	771.91
营业费用	254.46	254.33	276.81	362.16	460.68
管理费用	3,923.35	3,774.31	4,100.97	5,365.34	6,824.87
财务费用	10.09	(62.47)	9.74	88.09	319.21
资产减值损失	365.38	1,126.30	1,223.79	1,300.00	1,100.00
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	2,203.87	3,005.77	3,886.55
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	2,324.93	3,126.84	4,007.61
所得税	647.28	419.46	444.35	597.61	765.95
净利润	2,964.58	1,775.25	1,880.58	2,529.23	3,241.67
少数股东损益	122.79	4.86	44.37	57.12	52.86
归属于母公司净利润	2,841.79	1,770.38	1,836.21	2,472.11	3,188.81
每股收益(元)	0.58	0.36	0.37	0.50	0.65

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-8.26%	-16.46%	8.66%	30.83%	27.20%
营业利润	-14.95%	-42.09%	9.02%	36.39%	29.30%
归属于母公司净利润	-10.24%	-37.70%	3.72%	34.63%	28.99%
获利能力					
毛利率	13.75%	14.02%	13.84%	13.96%	13.87%
净利率	4.47%	3.34%	3.18%	3.28%	3.32%
ROE	10.87%	6.44%	6.22%	7.73%	9.07%
ROIC	25.01%	10.49%	15.00%	18.34%	21.19%
偿债能力					
资产负债率	65.92%	65.20%	65.06%	71.76%	73.67%
净负债率	127.69%	109.15%	86.22%	114.72%	151.03%
流动比率	1.42	1.43	1.34	1.28	1.28
速动比率	1.02	1.05	0.95	0.89	0.88
营运能力					
应收账款周转率	5.02	3.41	3.42	3.27	3.13
存货周转率	3.48	2.89	2.89	2.79	2.70
总资产周转率	0.78	0.64	0.67	0.72	0.74
每股指标(元)					
每股收益	0.58	0.36	0.37	0.50	0.65
每股经营现金流	0.39	0.57	0.17	0.20	0.23
每股净资产	5.30	5.57	5.98	6.48	7.13
估值比率					
市盈率	11.84	19.00	18.32	13.61	10.55
市净率	1.29	1.22	1.14	1.05	0.96
EV/EBITDA	5.31	6.35	5.53	4.20	3.29
EV/EBIT	6.56	9.12	8.03	5.73	4.26

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 37 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