

2018年05月13日

中国化学 (601117.SH)

## 营收持续较高增速，海外经营再创佳绩

■**事项：**公司近日公告：1) 2018年1-4月，公司累计新签合同额 328.23 亿元，其中国内合同额 232.84 亿元，境外合同额 95.39 亿元；累计实现营业收入 199.92 亿元（数据未经审计）；2) 公司所属子公司中国化学工程第七建设有限公司（“七化建”）与金沙萨省政府签署了刚果（金）金沙萨基础设施建设成套项目及固体垃圾发电项目工程总承包合同，合同总金额约 25.65 亿欧元，折合人民币约 194 亿元。

■**1-4 月新签合同同比增长一成三，在手合同充裕，预计 5 月仍趋乐观：**公司 2018 年 1-4 月累计新签合同额 328.23 亿元，较 2017 年 1-4 月累计新签 290.77 亿元增加 37.46 亿元（+12.88%），其中新签国内合同额同比增加 97.56 亿元（+72.12%），新签境外合同额同比减少 60.10 亿元（-38.65%）。公司 2018 年 1-4 月单月新签合同额分别为 75.86 亿元（同比+95.57%）、102.91 亿元（同比+99.98%）、77.55 亿元（同比-48.87%）、71.91 亿元（同比+47.24%），除 3 月份因去年同期基数较大原因增速下滑外，其余 3 个月新签合同额均延续了 2017 年以来的较快增速。我们根据公司公告统计，自 2016 年以来至 2018 年 4 月底，公司累计新签合同额已达 1983.96 亿元，约相当于公司 2017 年营业收入 585.71 亿元的 3.4 倍，在手订单储备充裕。如考虑下述 5 月新签刚果（金）194 亿元大单，则可预计公司 5 月新签合同额增速仍将保持较高增速（2017 年 5 月新签合同 86.16 亿元）。

■**1-4 月营收增速延续 Q1 同比大增，预计净利润有望录得同步增长：**从收入端来看，公司 2018 年 1-4 月累计实现营业收入 199.92 亿元（未经审计），较 2017 年 1-4 月累计实现营业收入 139.54 亿元大幅增加 60.38 亿元（+43.27%），增速较 18Q1 营收增速+41.89%持续有所提高。公司 2017Q1-Q4 分别实现营收同比增速-4.85%、4.78%、14.61%、22.13%，自 17Q2 以来营收增速转正并已连续 4 个季度逐季加快。公司 2017 年全年实现营收增速 10.35%，年度增速自 2015 年以来首次实现了正向增长；2017 年实现归母净利润虽仍有所下滑，但如观察同期公司营业利润及利润总额则均已较 2016 年增速由负转正并大幅提升。我们认为随着公司充裕在手订单的陆续执行，公司经营已回归良性发展状态，后续有望持续录得营收及净利润同步正向增长。

■**海外新签刚果（金）194 亿元大单，石化、煤化及环保新签贡献突出：**根据公司公告及七化建官方网站所披露的信息，此次刚果（金）基础设施

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **增持-A**

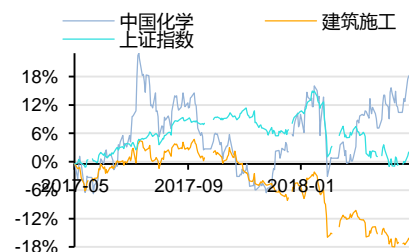
维持评级

6 个月目标价：**8.50 元**  
股价（2018-05-11）**7.76 元**

### 交易数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元)  | 38,280.08   |
| 流通市值(百万元) | 38,280.08   |
| 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 | 6.18/8.12 元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M   | 3M    | 12M   |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 4.31 | 19.99 | 17.65 |
| 绝对收益 | 2.92 | 21.06 | 20.98 |

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：汇兑损失及资产减值等拖累业绩，营收持续向好，新签合同增速强劲/王鑫    | 2018-04-27 |
| 中国化学：2018 开年经营数据强劲，石化工程业务贡献显著/王鑫          | 2018-03-14 |
| 中国化学：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/王鑫 | 2018-01-16 |
| 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        | 2017-10-30 |

及固体垃圾发电项目合同总金额约 25.65 亿欧元，折合人民币约 194 亿元，约占公司 2017 年度营业收入的 33.12%。合同按照工程量单月度结算，合同工期 36 个月。该项目是公司在中非合作论坛框架下签署的第一个助力非洲摆脱贫困实现可持续发展的市政项目，其中基础设施 EPC 项目包括铁路轨道、铁路动力和信号及机车；公路、汽车站和火车及汽车月台；住房及税务征收点、职业学校、医院等细分内容。此外，公司 2017 年在石油化工、煤化工及环保等领域新签合同额增速较快，增速分别达到+33.66%、+164.32%、+209.88%。从 18Q1 新签重大合同来看，尼日利亚丹格特炼油项目（32.66 亿元）、俄罗斯鄂木斯克原油深度转化项目（26.38 亿元）及恒逸文莱 PMB 石化项目补充（6.5 亿元）贡献较大，且均为石油化工相关项目。如考虑 2017 年公司相继中标的浙江石化 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，公司 2017、2018 年在石化工程领域有较大斩获，我们认为主要与石油价格走高后价格增量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。

■**投资建议：**我们预计公司 2018 年-2020 年收入增速分别为 15.4%、15.2%、14.9%，净利润增速分别为 64.2%、24.5%、22.1%，对应 EPS 分别为 0.52、0.65、0.79 元；维持增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 8.50 元，相当于 2018 年 16.3 倍的预期市盈率估值。

■**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)    | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入     | 53,075.8 | 58,571.4 | 67,596.1 | 77,878.4 | 89,500.4 |
| 净利润      | 1,770.4  | 1,557.2  | 2,557.2  | 3,182.8  | 3,887.7  |
| 每股收益(元)  | 0.36     | 0.32     | 0.52     | 0.65     | 0.79     |
| 每股净资产(元) | 5.57     | 5.75     | 6.23     | 6.74     | 7.37     |
| 盈利和估值    | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
| 市盈率(倍)   | 21.6     | 24.6     | 15.0     | 12.0     | 9.8      |
| 市净率(倍)   | 1.4      | 1.4      | 1.2      | 1.2      | 1.1      |
| 净利润率     | 3.3%     | 2.7%     | 3.8%     | 4.1%     | 4.3%     |
| 净资产收益率   | 6.4%     | 5.5%     | 8.3%     | 9.6%     | 10.7%    |
| 股息收益率    | 1.4%     | 2.4%     | 1.3%     | 1.7%     | 2.0%     |
| ROIC     | 10.5%    | 17.1%    | 28.0%    | 33.6%    | 39.6%    |

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)      | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    | (百万元)       | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 营业收入       | 53,075.8 | 58,571.4 | 67,596.1 | 77,878.4 | 89,500.4 | 成长性         |        |        |        |        |        |
| 减:营业成本     | 45,636.2 | 49,600.4 | 57,145.1 | 65,730.5 | 75,392.5 | 营业收入增长率     | -16.5% | 10.4%  | 15.4%  | 15.2%  | 14.9%  |
| 营业税费       | 426.9    | 249.1    | 332.4    | 357.1    | 416.8    | 营业利润增长率     | -42.1% | 14.5%  | 61.3%  | 24.3%  | 22.3%  |
| 销售费用       | 254.3    | 291.8    | 279.4    | 343.0    | 295.4    | 净利润增长率      | -37.7% | -12.0% | 64.2%  | 24.5%  | 22.1%  |
| 管理费用       | 3,774.3  | 4,132.8  | 4,762.6  | 5,439.0  | 6,246.0  | EBITDA 增长率  | -35.0% | 30.3%  | 31.9%  | 22.0%  | 20.0%  |
| 财务费用       | -62.5    | 585.7    | 252.8    | 365.6    | 483.1    | EBIT 增长率    | -44.0% | 44.0%  | 41.3%  | 25.5%  | 23.0%  |
| 资产减值损失     | 1,126.3  | 1,560.6  | 1,220.9  | 1,107.2  | 1,101.8  | NOPLAT 增长率  | -44.9% | 28.5%  | 38.0%  | 25.5%  | 23.0%  |
| 加:公允价值变动收益 | -        | 0.1      | -        | -1.7     | 1.2      | 投资资本增长率     | -21.0% | -16.0% | 4.9%   | 4.2%   | 17.5%  |
| 投资和汇兑收益    | 101.3    | 84.7     | 131.3    | 105.8    | 107.3    | 净资产增长率      | 4.8%   | 4.7%   | 8.0%   | 7.8%   | 9.1%   |
| 营业利润       | 2,021.6  | 2,314.8  | 3,734.3  | 4,640.1  | 5,673.4  | 利润率         |        |        |        |        |        |
| 加:营业外净收支   | 173.1    | -41.3    | -16.4    | -42.6    | -33.4    | 毛利率         | 14.0%  | 15.3%  | 15.5%  | 15.6%  | 15.8%  |
| 利润总额       | 2,194.7  | 2,273.5  | 3,717.9  | 4,597.5  | 5,640.0  | 营业利润率       | 3.8%   | 4.0%   | 5.5%   | 6.0%   | 6.3%   |
| 减:所得税      | 419.5    | 677.3    | 1,096.8  | 1,356.3  | 1,663.8  | 净利润率        | 3.3%   | 2.7%   | 3.8%   | 4.1%   | 4.3%   |
| 净利润        | 1,770.4  | 1,557.2  | 2,557.2  | 3,182.8  | 3,887.7  | EBITDA/营业收入 | 5.3%   | 6.3%   | 7.1%   | 7.6%   | 7.9%   |
|            |          |          |          |          |          | EBIT/营业收入   | 3.7%   | 4.8%   | 5.9%   | 6.4%   | 6.9%   |
|            |          |          |          |          |          | 运营效率        |        |        |        |        |        |
|            |          |          |          |          |          | 固定资产周转天数    | 54     | 51     | 45     | 37     | 31     |
|            |          |          |          |          |          | 流动资产周转天数    | 10     | -5     | -3     | 4      | 12     |
|            |          |          |          |          |          | 流动营业资本周转天数  | 455    | 425    | 415    | 414    | 412    |
|            |          |          |          |          |          | 应收账款周转天数    | 105    | 109    | 110    | 108    | 109    |
|            |          |          |          |          |          | 存货周转天数      | 125    | 105    | 104    | 105    | 104    |
|            |          |          |          |          |          | 总资产周转天数     | 562    | 527    | 502    | 484    | 470    |
|            |          |          |          |          |          | 投资资本周转天数    | 92     | 67     | 55     | 50     | 48     |
|            |          |          |          |          |          | 投资回报率       |        |        |        |        |        |
|            |          |          |          |          |          | ROE         | 6.4%   | 5.5%   | 8.3%   | 9.6%   | 10.7%  |
|            |          |          |          |          |          | ROA         | 2.1%   | 1.8%   | 2.6%   | 3.0%   | 3.2%   |
|            |          |          |          |          |          | ROIC        | 10.5%  | 17.1%  | 28.0%  | 33.6%  | 39.6%  |
|            |          |          |          |          |          | 费用率         |        |        |        |        |        |
|            |          |          |          |          |          | 销售费用率       | 0.5%   | 0.5%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.3%   |
|            |          |          |          |          |          | 管理费用率       | 7.1%   | 7.1%   | 7.0%   | 7.0%   | 7.0%   |
|            |          |          |          |          |          | 财务费用率       | -0.1%  | 1.0%   | 0.4%   | 0.5%   | 0.5%   |
|            |          |          |          |          |          | 三费/营业收入     | 7.5%   | 8.6%   | 7.8%   | 7.9%   | 7.8%   |
|            |          |          |          |          |          | 偿债能力        |        |        |        |        |        |
|            |          |          |          |          |          | 资产负债率       | 65.2%  | 65.1%  | 67.4%  | 67.2%  | 69.0%  |
|            |          |          |          |          |          | 负债权益比       | 187.3% | 186.3% | 206.5% | 204.8% | 222.4% |
|            |          |          |          |          |          | 流动比率        | 1.43   | 1.42   | 1.42   | 1.44   | 1.43   |
|            |          |          |          |          |          | 速动比率        | 1.05   | 1.10   | 1.03   | 1.10   | 1.05   |
|            |          |          |          |          |          | 利息保障倍数      | -31.36 | 4.82   | 15.77  | 13.69  | 12.74  |
|            |          |          |          |          |          | 分红指标        |        |        |        |        |        |
|            |          |          |          |          |          | DPS(元)      | 0.11   | 0.21   | 0.10   | 0.13   | 0.16   |
|            |          |          |          |          |          | 分红比率        | 30.1%  | 19.6%  | 20.0%  | 20.0%  | 20.0%  |
|            |          |          |          |          |          | 股息收益率       | 1.4%   | 2.4%   | 1.3%   | 1.7%   | 2.0%   |

| 现金流量表      |         |          |          |          |          | 业绩和估值指标   |       |       |       |       |       |
|------------|---------|----------|----------|----------|----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2016    | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |           | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
| 净利润        | 1,775.2 | 1,596.1  | 2,557.2  | 3,182.8  | 3,887.7  | EPS(元)    | 0.36  | 0.32  | 0.52  | 0.65  | 0.79  |
| 加:折旧和摊销    | 857.7   | 845.4    | 842.8    | 885.5    | 912.5    | BVPS(元)   | 5.57  | 5.75  | 6.23  | 6.74  | 7.37  |
| 资产减值准备     | 1,126.3 | 1,560.6  | 1,220.9  | 1,107.2  | 1,101.8  | PE(X)     | 21.6  | 24.6  | 15.0  | 12.0  | 9.8   |
| 公允价值变动损失   | -       | -0.1     | -        | -1.7     | 1.2      | PB(X)     | 1.4   | 1.4   | 1.2   | 1.2   | 1.1   |
| 财务费用       | 296.8   | 387.9    | 252.8    | 365.6    | 483.1    | P/FCF     | 6.8   | 10.7  | 8.8   | 7.6   | 8.1   |
| 投资损失       | -101.3  | -84.7    | -131.3   | -105.8   | -107.3   | P/S       | 0.7   | 0.7   | 0.6   | 0.5   | 0.4   |
| 少数股东损益     | 4.9     | 38.9     | 63.9     | 58.4     | 88.5     | EV/EBITDA | 6.4   | 4.1   | 3.7   | 2.7   | 2.1   |
| 营运资金的变动    | 1,281.8 | -1,126.6 | -1,337.2 | -1,740.4 | -3,152.1 | CAGR(%)   | 22.2% | 35.6% | -4.0% | 22.2% | 35.6% |
| 经营活动产生现金流量 | 2,833.0 | 2,885.8  | 3,469.1  | 3,751.6  | 3,215.4  | PEG       | 1.0   | 0.7   | -3.7  | 0.5   | 0.3   |
| 投资活动产生现金流量 | 1,030.8 | -1,138.2 | 326.6    | 303.1    | 238.3    | ROIC/WACC | 1.1   | 1.8   | 3.0   | 3.6   | 4.3   |
| 融资活动产生现金流量 | -409.3  | -57.4    | 648.7    | 161.1    | 416.3    | REP       | 1.3   | 0.8   | 0.6   | 0.4   | 0.3   |

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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

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      |                        |
|       | 林立    | 021-68766209  | linli1@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 | 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    |                        |
| 高思雨   |       | 021-35082350  | gaosy@essence.com.cn      |                        |
| 深圳联系人 | 姜雪    | 010-59113596  | jiangxue1@essence.com.cn  |                        |
|       | 周蓉    | 010-83321367  | zhourong@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