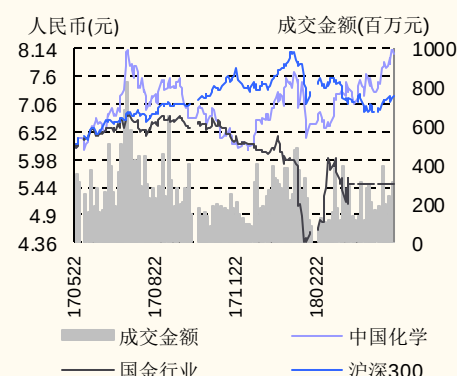


中国化学 (601117.SH) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 8.04 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	4,933.00
总市值(百万元)	39,661.32
年内股价最高最低(元)	8.15/6.17
沪深 300 指数	3921.24
上证指数	3213.84

**油价上行促产业链复苏, 业绩进入 V 型复苏通道****公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.359	0.316	0.564	0.879	1.172
每股净资产(元)	5.57	5.75	6.18	6.95	8.01
每股经营性现金流(元)	0.57	0.58	0.78	1.12	1.34
市盈率(倍)	18.86	21.38	14.13	9.06	6.80
净利润增长率(%)	-37.70%	-12.04%	78.66%	55.94%	33.23%
净资产收益率(%)	6.44%	5.49%	9.13%	12.66%	14.63%
总股本(百万股)	4,933.00	4,933.00	4,933.00	4,933.00	4,933.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **原油价格上升持续催化石化产业链景气度, 煤化工/炼油/海外订单复苏:** 1) ICE 布油自 2016 年年初的 28 美元上升, 上周最高破 80 美元; 受需求复苏+地缘紧张+俄罗斯与 OPEC 减产达成三大因素影响, 我们对 2018 年油价上涨保持乐观态度, 石化行业景气度将随着油价上涨进一步复苏。2) 民营大炼化: 据我们统计, 我国目前在建/拟在建的民炼项目总投资额超 1.36 万亿, 其中民企占比达 57%, 公司已获民炼订单 41 亿元, 随着政府放宽民企进入炼化市场, 公司有望进一步增加国内炼化市场份额。3) 煤化工: 十三五规划指出到 2020 年形成产能: 煤制油 1200 万吨, 煤制天然气 200 亿立方, 煤制烯烃 1600 万吨, 煤制乙二醇 600 万吨, 煤化工空间广阔, 随着原油价格进一步上升煤化工经济性有望提升。4) 海外业务: 预计 2018 年全球石油生产/化工资本开支达 2990/4545 亿元, 增速达 22%/4%, 公司海外订单 2017 维持高位 (337 亿元), 同时海外订单多样化, 近期承接接近 200 亿综合项目印证多样化工程能力。5) 预计公司 2018/2019 年新承接订单分别为 1394/1595 亿元, 增速达 47%/14%。
- **国改激发公司活力, 经营管理显拐点:** 1) 2017 年 8 月, 公司任命戴和根先生为新董事长, 其经营管理经验丰富, 年轻有为干劲足; 业务结构调整+新任董事长为公司发展注入新的活力。2) 公司 2016/2017 年成立环保/基建公司, 2017 年基建/环保新签订单同增 29%/210%, 在化工企业入园大浪潮中, 公司有望获得较大市场份额。3) 公司控股股东中国化学工程通过转让股份、完成发行 35 亿元 A 股可转债、转股价 7.75 元, 对山东公路建设集团成功实施战略重组等措施, 深化国改, 股权优化加速业务调整协同发展。
- **甩开包袱轻装上阵, 业绩进入 V 型复苏通道:** 1) 四川 PTA 项目 2016/2017 年计提资产减值损失达 4.9/4 亿元, 2016/2017 年资产减值损失总计 11/15.6 亿, 预计四川 PTA 减值损失已结束。公司通过 2016/17 年大额计提减值损失后资产状况更加健康, 轻装上阵拼业绩。2) 2016 年公司新签订单止步下滑 (同增 12%), 2017 年大幅回升, 全年累计新签合同金额达 951 亿元 (同增 35%); 2018 年 1-4 月累计新签合同/营收 328/200 亿元, 同增 13%/43%, 订单结转业绩增长确定性强。

投资建议: 我们预计公司 2018/2019 年 EPS 为 0.56/0.88 元/股, 给予公司 6-12 个月目标价位 10.56 元, 对应 2018 年 PE 估值 19 倍。

风险: 原油价格大幅下跌、汇率风险、宏观经济波动风险。

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
(8621)60230241
huangjunwei@gjzq.com.cn

内容目录

一、经营管理拐点：十载深耕塑造核心竞争力，业务结构调整+新任董事长为公司发展注入活力	4
1. 化学工程龙头：兼具资质、人才、技术三重优势	4
2. 公司业务结构积极转型，基建、环保板块有望成为新增长点	5
3. 国企改革进程符合预期，股权优化加速业务调整	6
4. 新任董事长面对公司发展机遇干劲十足	6
二、行业景气度拐点：下游行业景气度上升，化工订单高增确定性强	7
1. 油价上升带动石化行业回暖	7
2. 民企加入炼化促竞争，国内市场份额有望提高	8
3. 全球石化资本开支复苏，借力一带一路业务布局抢先	10
4. 能源结构决定煤化工是长期发展方向，煤化工订单增长是必然	14
三、业绩拐点：各细分行业齐头并进，订单高增营收增速加快	16
四、盈利预测与估值	20
1. 业绩预测	20
2. 估值	23
五、风险提示	24

图表目录

图表 1：公司业务链逐步发展完整	4
图表 2：公司持有完备的工程勘探/设计/施工资质	5
图表 3：研发/营收比逐步提升	5
图表 4：环保、基建订单大幅增长	6
图表 5：国改进程推进	6
图表 6：新任董事长积极调研，与各合作方展开会谈	7
图表 7：成品油价格与国际原油价格的联动关系	8
图表 8：石化行业业绩随原油价格复苏	8
图表 9：2017 年下半年以来原油价格持续上行	8
图表 10：OPEC 减产力度加大	8
图表 11：国内炼化合同以民企炼化项目为主	9
图表 12：固定资产投资额与炼化行业业绩具正相关关系	9
图表 13：目前在建/拟在建炼化项目，民营炼化投资额占比达 57%	9
图表 14：全球石油生产资本开支将呈现复苏态势	11
图表 15：各地区石油生产资本开支持续增长	11
图表 16：全球化工行业资本开支增速持续提升	11
图表 17：石化基建公司可对标中国化学业务的营收平均增幅仅 1.09%	12
图表 18：2017 年以来海外石化订单大幅增长	12
图表 19：2017 年海外新合同额增速居建筑央企中游	13

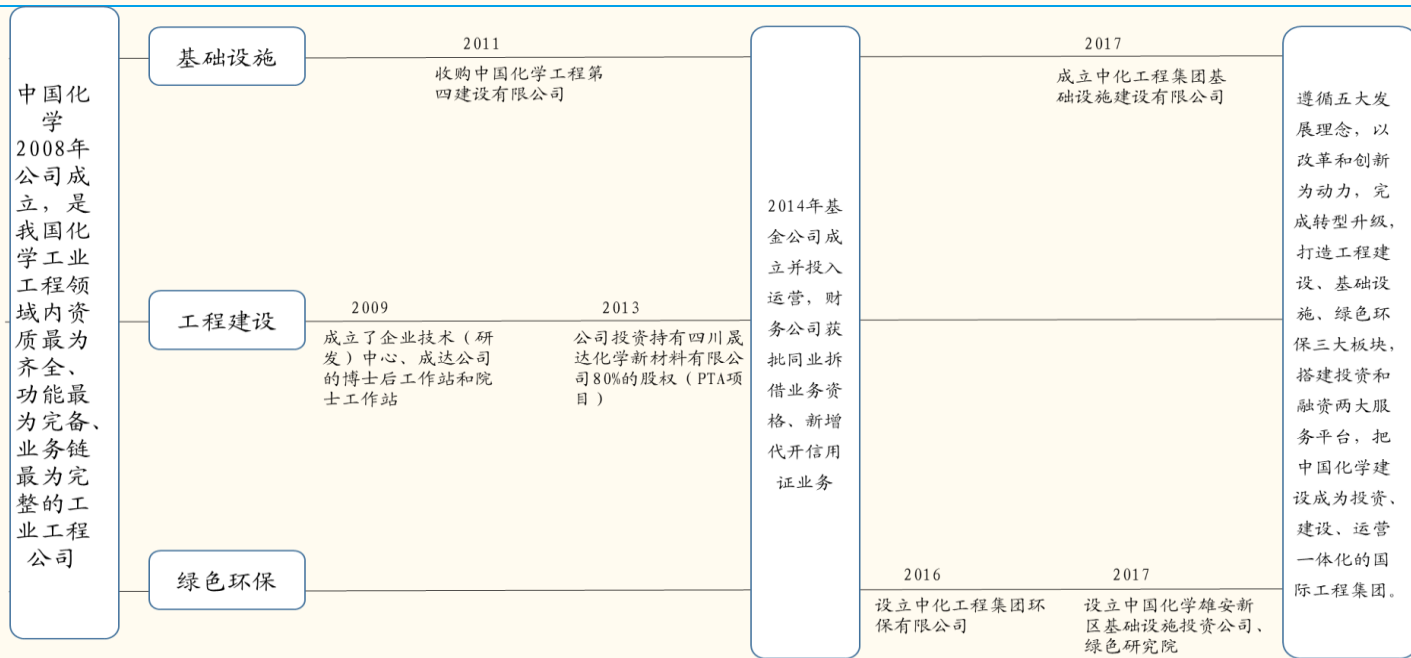
图表 20: 对外订单结转有望提速.....	13
图表 21: 一带一路沿线石化订单充足.....	13
图表 22: 我国煤炭查明储量稳定增长.....	14
图表 23: 中国能源结构中原煤占比高.....	14
图表 24: 近年来我国发布煤炭石化工业政策规划.....	14
图表 25: 石油路线乙二醇成本约为 $47.14X+2874$ (X 为原油价格)	15
图表 26: 煤制乙二醇工艺路径, 考虑经济性, 国内主要采取草酸酯法.....	15
图表 27: 内蒙草酸酯路线成本约 $6X+4350$ 元 (X 为煤价)	15
图表 28: 煤化工 2017 年新签合同额大幅回升 164%.....	16
图表 29: 2017 年营收/新签合同同比增长 10.35%/34.87%.....	17
图表 30: 公司业绩跌势显著好转.....	17
图表 31: 2017 年基建与环保业务占比 12.67%.....	17
图表 32: 毛利率基本稳定/净利率持续下滑.....	18
图表 33: 期间费用率总体保持稳定.....	18
图表 34: 资产减值损失/营业收入比重扩大.....	18
图表 35: ROE/ROA 跌速放缓	18
图表 36: 资产负债率逐年降低.....	19
图表 37: 应收账款周转天数高于八大建筑央企均值.....	19
图表 38: 存货周转天数低于八大建筑央企均值.....	19
图表 39: 收现比回升, 回款加速.....	19
图表 40: 预计 2018/2019/2020 年公司总订单增速达 47%/14%/7%.....	20
图表 41: 预计 2018/2019/2020 年公司营收达 755/1049/1313 亿元.....	21
图表 42: 实际汇兑损失略高于测算值.....	21
图表 43: 国内 PTA 市场持续低迷	22
图表 44: 预计公司 2018-2020 年归母净利达 27/41/54 亿元	23
图表 45: 公司历史 PE 估值中枢为 16 倍, 上下 1 个标准差估值区间为 (9, 23)	24
图表 46: PB 处于历史低位.....	24

一、经营管理拐点：十载深耕塑造核心竞争力，业务结构调整+新任董事长为公司发展注入活力

1. 化学工程龙头：兼具资质、人才、技术三重优势

- **综合实力强劲获全球认可，化学工程居行业领先地位。**1) 中国化学工程股份有限公司成立于 2008 年 9 月，经国务院国资委批准，由中国化学工程集团公司联合神华集团有限责任公司和中国中化集团公司共同发起设立，并于 2010 年在上海证券交易所上市。中国化学主要经营工程承包和勘察、设计及服务，涉及环境治理、工艺工程技术开发业务，积极推进多个工程领域的全过程服务和产业运营、资本运营。当前公司业务链完整，确立了工程建设、基础设施、绿色环保三大板块共同发展、力求转型的发展战略。2) 公司获国家及省部级各类奖项 1500 余项；2013 年公司被评为“中国主板上市公司价值百强”；2014 年美国《化学周刊》发布“世界工程建设公司第四次年度调查报告”，根据烃加工及相关行业，包括石化、化工、矿物和金属行业的工程建设公司的营业额排名，中国化学位列第二；2016 年在《工程新闻纪录（ENR）》国际承包商中的排名居 67 位。

图表 1：公司业务链逐步发展完整



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

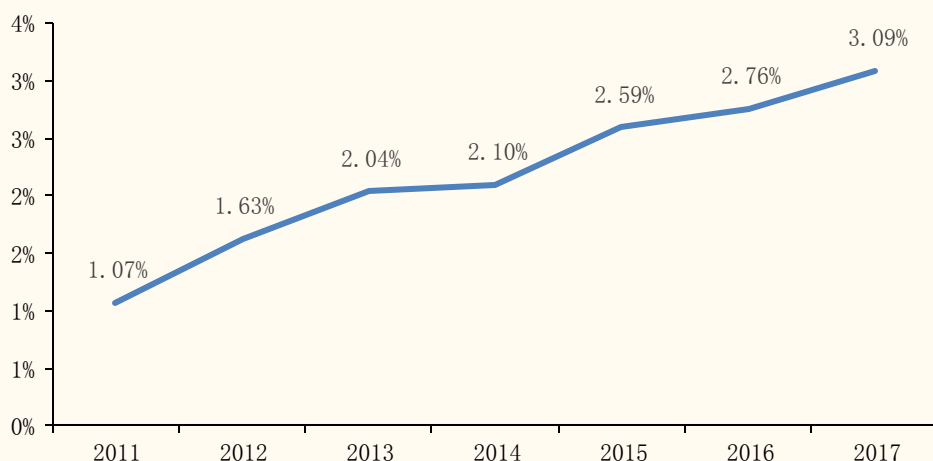
- **各项业务资质完备，人才储备与技术研发领先全球。**1) 公司拥有工程设计综合甲级资质子公司 6 家、工程勘察综合类甲级资质子公司 3 家，具备 2 个施工总承包特级资质、29 个施工总承包壹级资质，此外还有岩土、房建、路桥等方面多项资质。全面覆盖规划、科研、设计、采购、施工等全过程工程服务，工程建设质量达国内和国际先进水平。2) 公司拥有一支优秀的技术和管理人才队伍。包括工程院院士、全国工程勘察设计大师等；拥有大批具有丰富经验的工程项目管理专家，在项目管理流程建设、重大技术方案论证、项目重大管理课题攻关及项目各方干系人管理协调等方面均具有较强能力。3) 公司建立了完善的研发平台体系，具备较强的科研与成果转化能力。2017 年研发投入 18.08 亿元（同比+23%），连续 7 年保持研发/营收比增长。在化工工程领域经验丰富，尤其是在传统化工、新型煤化工、化工新材料等多个领域通过自主创新和产学研协同创新等方式掌握并形成系列的工艺技术和工程技术。

图表 2：公司持有完备的工程勘探/设计/施工资质

工程设计资质	建筑业资质	工程勘探资质与其他资质
1) 工程设计综合资质甲级 2) 化工石化医药行业设计资质：化工石化医药全行业甲级、炼油工程甲级、化工工程甲级、石油及化工产品储运甲级、中成药甲级 3) 石油天然气（海洋石油）行业设计资质：管道输送甲级、油气库甲级、油气加工乙级 4) 环境工程专项设计资质：水污染防治工程甲级、大气污染防治工程甲级、固体废弃物处理处置工程甲级、物理污染防治工程乙级 5) 建筑行业设计资质：建筑工程甲级、人防工程乙级 市政行业设计资质：给水工程甲级、排水工程甲级、城镇燃气工程甲级、热力工程甲级、环境卫生工程甲级 6) 冶金行业设计资质：焦化和耐火材料甲级 7) 电力行业设计资质：火力发电乙级 8) 建筑智能化系统专项设计资质：建筑智能化设计甲级 9) 商物粮行业设计资质、轻纺行业设计资质、军工行业设计资质	1) 施工总承包：化工石油工程特级、房屋建筑工程一级、市政公用工程一级、机电安装工程一级、冶炼工程二级 2) 施工专业承包：地基与基础工程一级、土石方工程一级、环保工程一级、防腐保温工程一级、钢结构工程一级、化工石油设备管道工程一级、管道工程一级、无损检测工程一级、消防设施工程一级、特种工程	1) 工程勘探综合资质甲级、岩土工程甲级、工程测量甲级、劳务（工程钻探） 2) 工程咨询资质：环境影响评价资格甲级、安全评价资格甲级、工程咨询甲级、工程造价咨询资质甲级、工程招标代理机构资质甲级 3) 工程监理资质：化工石油工程监理甲级、市政公用工程监理甲级、机电安装工程监理甲级、房屋建筑工程监理甲级、公路工程监理甲级、冶炼工程监理甲级、港口与航道工程监理乙级、矿山工程监理乙级 4) 压力容器、管道设计资质

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 3：研发/营收比逐步提升



来源：公司公告，国金证券研究所

2. 公司业务结构积极转型，基建、环保板块有望成为新增长点

- 公司环保、基建订单大幅增长，积极承接 PPP 项目。1) 2016 年公司设立中化工程集团环保有限公司，积极转型环保业务，主要从事工业污水、固废处理及土壤修复等业务；2017 年公司环保业务订单额大幅增长，公司环保类订单从 13 年 15.53 亿元至 17 年 50 亿元，年均复合增长率为 38.65%，但业务尚处于起步阶段，环保订单占公司全部订单比重不大（5%），业务更上一阶尚需时间。2) 2017 年公司设立中化工程集团基础设施建设有限公司；2018 年 5 月，公司与金沙萨省政府签署了刚果金沙萨基础设施建设成套项目（50 公里的双动力生态轨道交通、47 公里双向 8 车道的现代公路、住房项目及税务征收点建设工程、长途客货运站、现代医院、职业学校等）及固体垃圾发电项目（年垃圾处理能力可达 75 万吨，年上网电量约 2.68 亿度）工程总承包合同，合同额为 194 亿元，约占公司 2017 年营收 33%，建设期 3 年，该项目是公司加快结构调整步伐和推进国际化战略的重要一步。与环保业务相比，基建业务发展更迅猛。3) 公司以 PPP 等模式参与包括基础设施建设、市政建设等领域的项目，成功中标安徽阜阳市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等 PPP 项目。

同时，公司积极探索与各地政府的合作模式，从 2016 年至 2017H1 公司所属子公司共与 5 个地方政府签订战略合作协议，未来非化工订单有望持续高增。

图表 4：环保、基建订单大幅增长

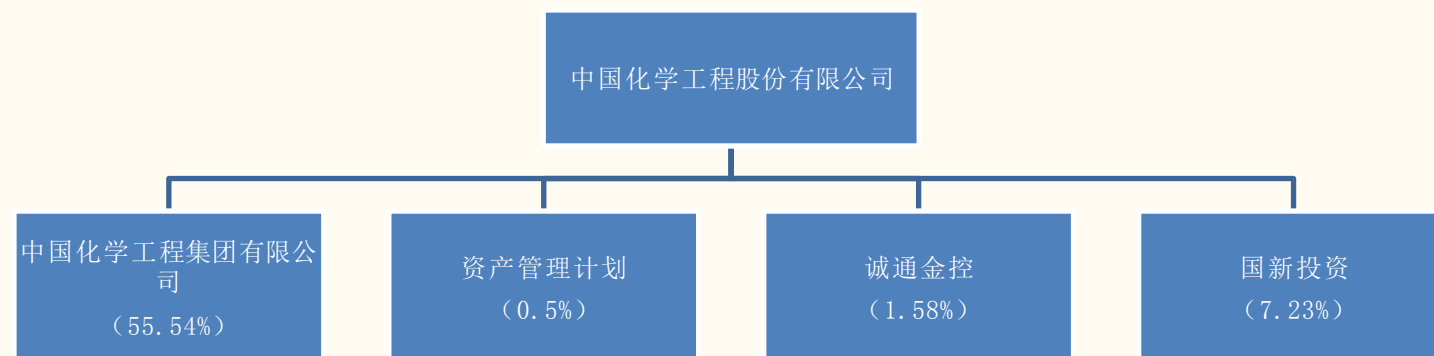
日期	项目合同名称	合同金额（亿元）
2018.5	刚果金沙萨基础设施建设成套项目及固体垃圾发电项目工程总承包合同	194
2018.4	抚宁朝阳御府住宅小区工程	6.4
2018.1	中农批（商丘）冷链物流园项目	18
2017.11	鄂州航空都市区安置小区项目工程总承包合同	12.8
2017.11	迪拜世博村开发项目 CP07&06 主体工程地块 7 和地块 10&11 施工承包合同	18.6
2017.1	迪拜世博会道路交通网升级改造项目和阿威尔道路以及国际城出入口升级改造项目	14.36
2017.1	汉中市兴汉新区袞雪路等 22 条道路及西二环路段等管廊建设 PPP 项目合同	9.51
2017.1	府谷县城市管理局环保项目	6.42
2017.6	南京化学工业园区杜圩城市生态湿地公园 PPP 项目合同	8.08
2016.11	印度尼西亚芝拉扎 1000MW 电站工程总承包合同	62.03
2016.12	荆门市竹皮河流域水环境综合治理（城区段）项目	14.44
2016.12	四川城市职业学院眉山校区二期工程	2.3
2016.7	马来西亚 PRINSIP HASIL SDN. BHD. 公司三个房建工程总承包项目	15.97

来源：公司公告，国金证券研究所

3. 国企改革进程符合预期，股权优化加速业务调整

- **公司国改成效显著，为战略转型提供基础。**1) 2018 年 2 月公司控股股东中国化学工程集团通过协议转让将所持上市公司股份的 1.85%/7.23%，给诚通金控/国新投资两大国有资本运营平台，从而优化股权结构。2) 2018 年 4 月集团完成发行 35 亿元 A 股可交债，国改进一步推进；本次发行可交换债券的初始转股价格为 7.75 元/股，股价安全边际高。3) 2018 年 1 月，集团对山东公路建设集团成功实施战略重组，后者是一家具有公路、桥梁、隧道、市政及工程设计等资质的国有大型企业，是全国第一批获得**公路工程施工总承包特级资质的企业**，该战略重组为公司战略转型、业务多元化拓展打下坚实基础。国改进程将继续催化公司工程建设、基础设施、绿色环保三大板块协同发展、搭建投资和融资两大服务平台的战略，把中国化学建设成为投资、建设、运营一体化的国际工程集团。

图表 5：国改进程推进



来源：公司公告，国金证券研究所

4. 新任董事长面对公司发展机遇干劲十足

- **2017 年 8 月，公司任命戴和根先生为新任董事长。**戴和根先生曾先后任职中国铁路工程总公司党委书记、中国中铁总裁、中国铁物董事长、新华国

际副董事长，有非常丰富的公司经营和管理经验。从去年 8 月至今，戴和根先生共前往 18 家子公司、孙公司及其在建项目进行调研，对公司下一步发展提出了指导意见和要求，并且积极与国内外各方开展合作事宜交流和探讨，为公司业务领域拓展做出努力。公司任命基建背景高管也充分彰显公司业务结构调整、进行经营管理变革的决心，在新任董事长的带领下，公司经营管理将会迎来新的拐点，释放更多活力。

图表 6：新任董事长积极调研，与各合作方展开会谈

调研子公司、项目	会谈
十六公司	湖北省常委、襄阳市委书记李乐成
六公司	福建省委常委、福州市委书记王宁
五环公司	哈萨克斯坦第一副总理马明
桂林公司	哈萨克斯坦 50 万吨聚丙烯/丙烷脱氢项目业主
伊朗马苏化肥项目	山东省公路建设有限公司总经理曹茂坤一行
天辰公司伊朗分公司	河北建工集团有限责任公司党董事长李云宵一行
十四公司	伊朗第二副总统
岩土公司	伊朗胡齐斯坦省省长
七公司	中建中东公司、迪拜联合地产有限公司等企业
成达公司	徐矿集团副董事长冯兴振
十一公司	开封市委书记侯红、代市长高建军
七公司开封清明上河城 PPP 项目	西安市政协主席、西咸新区党工委书记岳华峰
华陆科技	伊朗 MIS 公司总裁 Dr. Yousef Dawoodi 一行
陕西省富阎产业合作园区	中国石油和化学工业联合会会长李寿生
华旭公司	山东省副省长王书坚
环保公司	盘锦市委书记付忠伟
九公司	中国国新副董事长周育先
四公司	中国国际商会秘书长于健龙
赛鼎公司	中非产能合作基金执行董事韩红梅
二公司	山西省委书记骆惠宁
国化投资公司	土耳其能源和自然资源部部长
(按时间顺序排列)	长联石油控股有限公司董事长龚家龙一行

来源：公司官网，国金证券研究所

二、行业景气度拐点：下游行业景气度上升，化工订单高增确定性强

1. 油价上升带动石化行业回暖

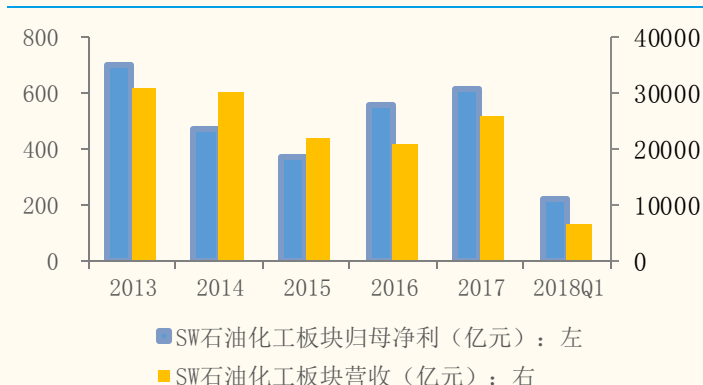
- **原油价格上行支撑石化利润，行业景气度提升。**1) 由于成品油价格与国际原油价格的联动关系，低油价时油价稳定上升提高炼油行业利润率。2) 国际原油价格在 2014 年到 2015 年处于下降走势；2016 年末 OPEC 与非 OPEC 产油国达成减产协议，同时受 2017 年石油需求的强劲带动，国际油价当前已回升至 70 美元/桶以上（截至 2018 年 5 月 18 日，美原油为 71.35 美元/桶，布伦特原油为 78.69 美元/桶）。3) 油价上升带动石化行业业绩提升，申万行业石油化工板块 2017 年归母净利润 617 亿元，同比增长 10.35%，较 2015 年增长 66.5%，2017 年营收为 2.58 万亿元，同比增长 22.5%，石化行业景气度提升。

图表 7：成品油价格与国际原油价格的联动关系

国际原油价格（美元/桶）	成品油定价机制
0~40	按原油价格每桶 40 美元，正常加工利润率计算成品油价格
40~80	按正常加工利润率计算成品油价格
80~130	开始扣减加工利润率，直至按零加工利润率计算成品油价格
高于 130	采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽柴油价格原则上不提或少提

来源：国家发改委，国金证券研究所

图表 8：石化行业业绩随原油价格复苏



来源：wind，国金证券研究所

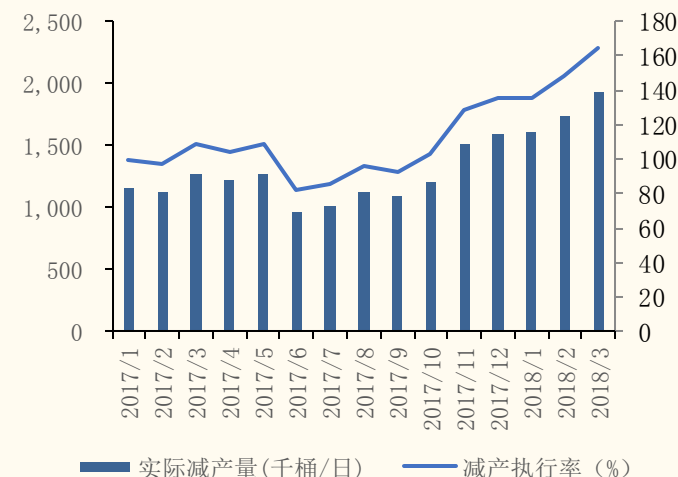
- **预计油价将继续保持上行。**截至 2018 年 3 月，OPEC 减产执行率连续第五个月创新高，OPEC 已接近达成结束石油供应过剩局面的任务，OPEC 及其盟友 6 月将在维也纳召开会议对后续减产协议进行讨论。4 月美国空袭叙利亚，5 月美国退出伊核协议，中东摩擦加剧对市场短期供给产生一定冲击。美国对伊朗经济制裁有 3-6 个月缓冲期，具体制裁落地前伊朗原油供应受影响程度不明，但预计后续 OPEC 减产计划将受到影响。考虑到地缘因素推动，我们对 2018 年国际油价上涨保持乐观态度，国际原油市场正逐步回归平衡。

图表 9：2017 年下半年以来原油价格持续上行



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：OPEC 减产力度加大



来源：OPEC，国金证券研究所

2. 民企加入炼化促竞争，国内市场份额有望提高

- **“两桶油”炼化项目难涉足，国内合作多为民企。**1) 中国石化与中国石油在国内炼化行业中居主导地位，集团下产业链完整。它们的石化基建项目大多分别由旗下中石化炼化与中油工程承建，并未在市场中完全公开竞争。因此公司在国内参与建设“两桶油”炼化项目有难度。2) 公司目前在中标的主要炼化项目如浙江石化 4000 万吨/年炼化一体化项目、恒力石化（大连）2000 万吨/年炼化一体化项目等，均属于国内大型民企炼化项目，民营企业恒逸石化也积极开辟海外市场，与文莱政府合资建设 2200 万吨炼化一体化项目，公司收获 32 亿元订单。

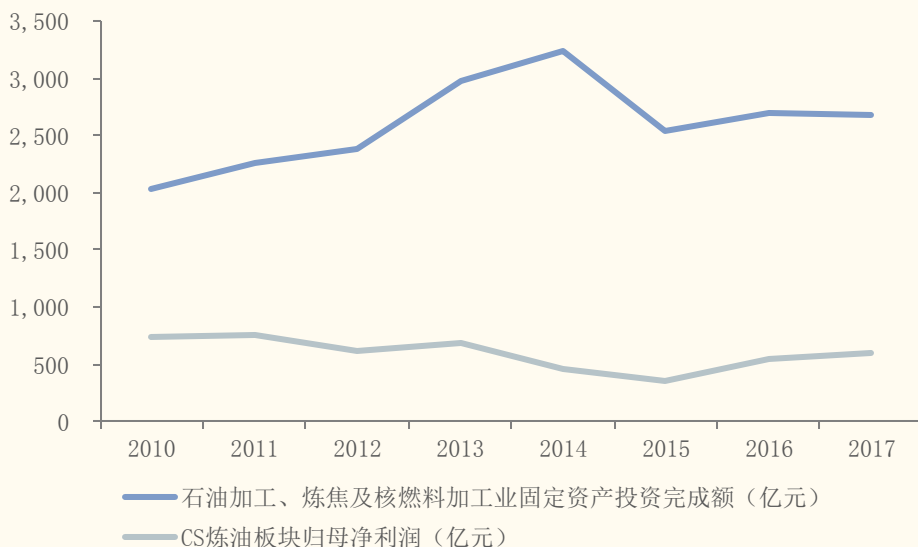
图表 11：国内炼化合同以民企炼化项目为主

日期	项目合同名称	合同金额（亿元）
2018.2	恒逸文莱 PMB 石化项目补充	6.5
2017.7	恒逸（文莱）石油化工项目物资采购合同	7
2017.5	恒逸（文莱）石油化工项目	16.5
2016.11	恒逸（文莱）PMB 石油化工项目桩基工程	2
2017.5	浙江石化 4000 万吨/年炼化一体化项目（一期部分装置）	5
2017.3	恒力石化（大连）2000 万吨/年炼化一体化项目	3.6
2014.12	中海石油惠炼二期项目 15/5 万吨/年 MTBE/丁烯-1 装置、芳烃抽提联合装置	0.79
2012.8	中化泉州 1200 万吨/年炼油项目	
2010.2	中石油四川石化炼化一体化项目公用工程及辅助生产设施部分炼油区系统管网土建安装工程 施工总承包合同	1.1

来源：公司新闻，公司公告，国金证券研究所

■ 民企加入炼化促进市场竞争，公司有望提高国内市场份额。1) 自 2015 年以来，石油加工、炼焦及核燃料加工业固定资产投资完成额缓慢增长，炼化行业业绩大幅提升。根据历史数据来看，固定资产投资额与炼化行业业绩正相关性强。我们预期民企将为炼化市场注入新活力，固定资产投资缓慢上升的情况下，炼化行业景气度将进一步提升。2) 随着政府逐步放开民营企业原油进口权，放宽民营企业进入炼油市场，民营企业正快速扩大炼化市场份额，更多的民营炼化项目将改善大型央企子公司承包多数订单的状况。公司凭借着在专业工程领域的多年积累，有望进一步扩大石化基建领域市场份额。3) 根据我们统计，我国在建和拟建的炼化项目有 22 个，总计投资高达 13648 亿元，其中民企投资额 7828 亿，占比 57%，按照项目平均建设周期 3 年、施工占总投资额 20% 计算，则平均每年民炼项目施工投资额可达 522 亿元。目前公司已参与建设的浙江石化舟山项目、恒力石化长兴岛项目、中海油惠炼二期、恒逸文莱炼化一体化等项目获得订单 41.39 亿元，预期未来每年在民炼项目中获得订单超 50 亿元，进一步扩展炼化市场份额。

图表 12：固定资产投资额与炼化行业业绩具正相关关系



来源：wind，国金证券研究所

图表 13：目前在建/拟在建炼化项目，民营炼化投资额占比达 57%

项目名称	投资者	性质	炼油规模（万吨/年）	投资额（亿元）	预计完工日期
中国石化茂湛、镇海、上海、南京四大基地优化升级	中石化	非民企	13000	2000	2020

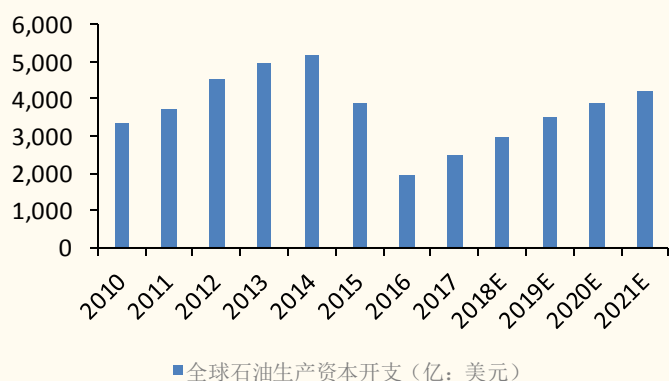
项目名称	投资者	性质	炼油规模(万吨/年)	投资额(亿元)	预计完工日期
浙江石化舟山项目	荣盛石化	民企	一期: 2000 二期: 2000	901 830	2019 2021
恒力石化长兴岛项目	恒力石化	民企	2000	740	2018.10
盛虹石化连云港项目	盛虹石化	民企	1600	714	2019
新华联合石化项目	新华石化	民企	2000	600	2019
中石化海南炼化扩建	中石化	非民企	500	417	2020
兵器工业集团精细化工及原料工程项目	中国兵器	非民企	1500	711	2020
中化泉州炼油扩建项目	中化集团	非民企	300	325	2019
中委广东石化炼油项目	中石油+委内瑞拉	非民企	2000	586	2020
燕山石化项目	中石化	非民企	1200	267	2018
河北一泓石油化工有限公司	河北一泓石油化工有限公司	民企	1500	400	2018
中东海湾炼化项目	华通投资控股+沙特阿美+沙特基础工业	民企	1500	60 亿美元	2019
唐山旭阳项目	唐山旭阳石油化工有限公司	民企	1500	259	2020
中科炼化项目	中石油	非民企	1500	90 亿美元	2019
大连福佳项目	大连福佳投资	民企	2000	968	2020
福建古雷项目	福建炼化化工有限公司+旭腾投资	民企	1500	279	2020
浙江石油化工有限公司 4000 万吨/年炼化一体化项目	浙江石油化工有限公司	民企控股	4000	1730	2019
恒力石化年产 250 万吨 PTA-4 项目	恒力石化	民企	250 万吨 PTA	29	于 2018 年年底完成土建, 2019 年四季度调试试生产
中国石化洛阳分公司 1800 万吨年炼油扩能改造工程	中石化	非民企	1800	180.68	2020
北方华锦基地原料工程优化升级改造项目	北方华锦	非民企	500		处于前期工作阶段
中海油惠炼二期 2200 万吨/年炼油改扩建及 100 万吨/年乙烯工程	中海油	非民企	1200	466	炼油项目已完工, 乙烯项目预计 2018 年第一季度完工
云南 1300 万吨/年炼油项目	中石油+沙特阿美	非民企	1300	300	2018
22 个项目		民企 11 个 非民企 11 个		民企 7828 亿元 占比 57% 非民企 5820 亿元 占比 43%	

来源: 国际能源网, 国金证券研究所

3.全球石化资本开支复苏, 借力一带一路业务布局抢先

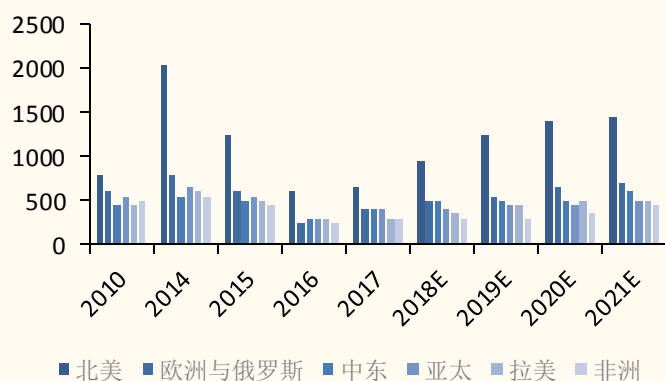
- 全球石化资本支出复苏, 利好公司业绩订单大增。1) 据麦肯锡预测, 2018 年全球石油生产资本开支将达到 2990 亿美元。全球石油生产资本开支经历 2015、2016 两年连续下跌后, 2017 年投资同比增长 24.9%, 预计 2018 年同比增长 21.5%, 市场普遍保持谨慎乐观态度, 投资改善有利于石油化工业务保持增速, 而石油化工为公司最主要的工程业务之一, 因此市场环境为公司提供稳定的业绩增长预期条件。2) 公司业务大量分布在亚太与非洲地区, 相应地区 2018 年预计石油生产投资增速为 13%/10%, 在此地区公司具备先发优势, 已抢占重要市场; 北美石油生产投资增速高达 32%, 公司战略在此地区将加大布局力度, 分享资源富集区域业务收益。3) 预计 2018 年全球化工行业资本开支达 4545 亿美元, 未来五年复合增长率 4.12%, 化工为公司第二大石化工程业务来源, 化工投资持续增长利好公司核心业务高增。

图表 14：全球石油生产资本开支将呈现复苏态势



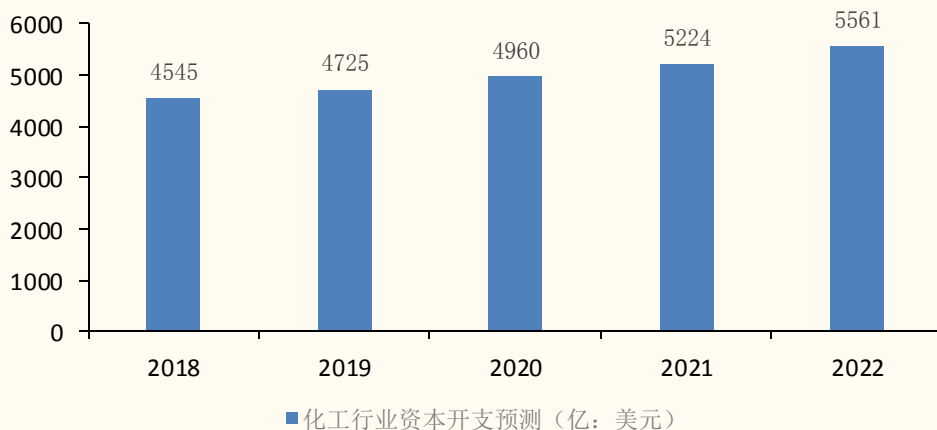
来源：麦肯锡，国金证券研究所

图表 15：各地区石油生产资本开支持续增长



来源：麦肯锡，国金证券研究所

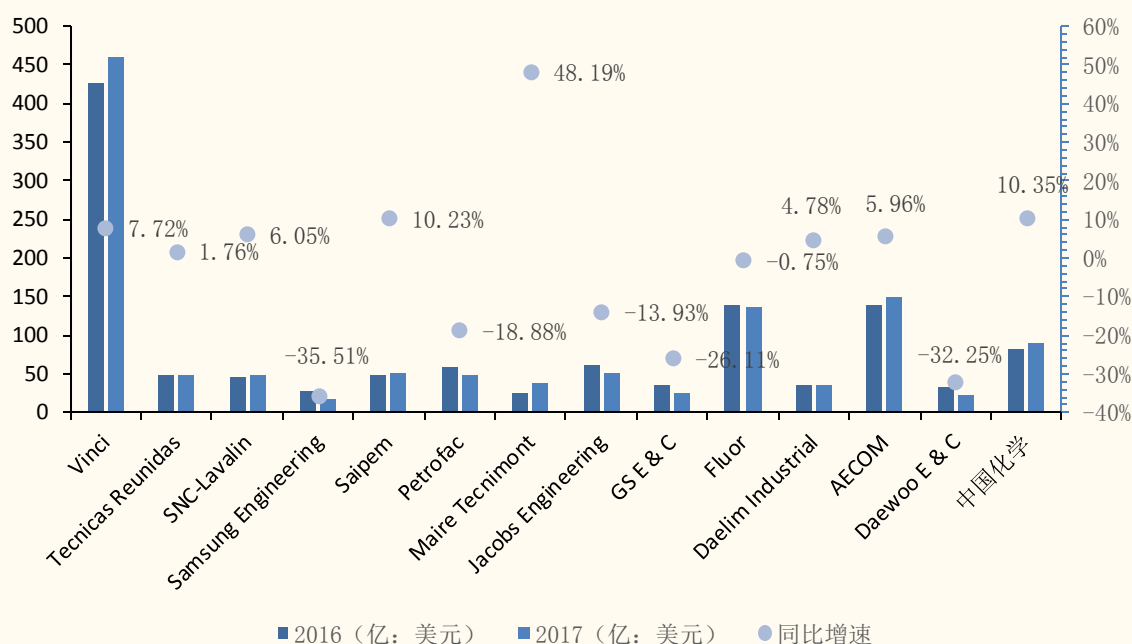
图表 16：全球化工行业资本开支增速持续提升



来源：麦肯锡，国金证券研究所

海外石化基建业绩稍有抬头，公司或引行业风向早复苏。1) 2016-2017 年公司全球对标的主要竞争者石化基建、工程总包、油气厂房等业务营收整体平均呈现小幅增长 (+1.09%)，中国化学 2017 年营收 585.7 亿元，同比增长 10.35%，远超对标企业平均水平；对标企业业务收入增速从-35.51%到 48.19%波动较大，其中美国福禄/法国万喜可对标中国化学的业务收入增速分别为-0.75%/7.72%，中国化学与之相比遥遥领先。2) 较之于下游行业资本支出现状与预期，2017 年内实现订单落地转化为业绩尚未充分消化，市场回暖氛围尚未传导到基建层面，下游资本支出与公司所持订单转为业绩可期。中国化学业绩复苏或成为行业头羊先行获益。

图表 17：石化基建公司可对标中国化学业务的营收平均增幅仅 1.09%



来源：Bloomberg，国金证券研究所

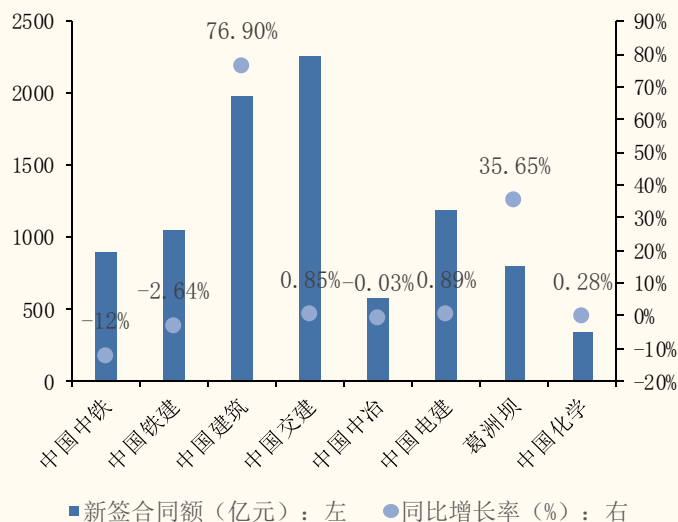
图表 18：2017 年以来海外石化订单大幅增长

日期	项目合同名称	合同金额 (亿元)
2018.3	尼日利亚储罐项目施工合同	5.1
2018.2	丹格特炼油项目核心区域 3002 包安装施工总承包合同	32.66
2018.2	俄罗斯鄂木斯克原油深度转化项目	26.38
2018.2	恒逸文莱 PMB 石化项目补充	6.5
2017.12	印度尼西亚 25MMSCFD 油田伴生气加工项目	14.38
2017.8	孟加拉宝训达拉吉大港炼油罐区项目	6.8
2017.7	恒逸(文莱)石油化工项目物资采购合同	7
2017.6	格鲁吉亚 Gardabani 天然气联合循环电站二期	10.78
2017.6	越南 Soai Rap 石油仓库(2 和 3 阶段)	5.57
2017.5	恒逸(文莱)石油化工项目	16.5
2016.11	恒逸(文莱)PMB 石油化工项目桩基工程	2

来源：公司公告，国金证券研究所

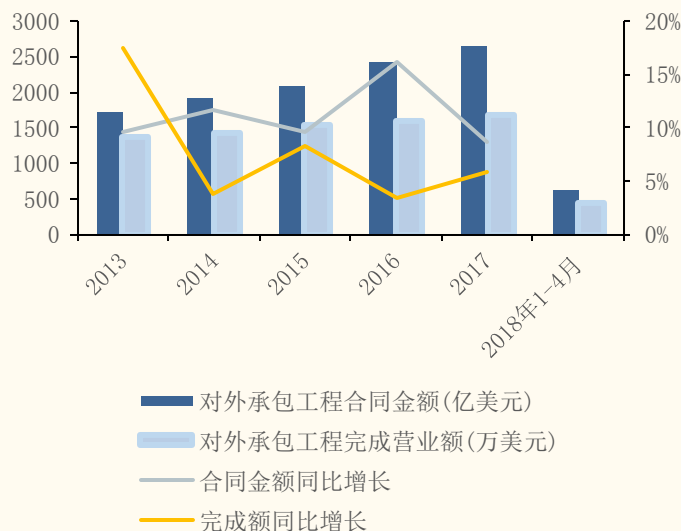
- 一带一路政策继续助力公司业绩，订单结转加快业绩兑现。1) 我国大力推行“一带一路”战略以来，对沿线国家和地区的投资规模不断扩大。公司紧贴国家“一带一路”规划与国际产能合作相关政策，承建海外项目千余个，重点开拓巴基斯坦、伊朗、哈萨克斯坦、缅甸、印尼、俄罗斯、埃及等国家市场，深挖当地石油与石油化工的市场需求，公司业绩显著收益并将持续释放增长动力。2017 年内与沿线国家签订 5 亿元以上订单共 13 项，累计金额 221.58 亿元人民币。2) 与八大建筑央企相较，公司在海外同行业公司中的竞争力处于中游，具备较强的获取订单能力。预计一带一路政策持续加码下公司业绩将稳中蓄进。公司 2015/2016/2017 年海外订单额达 179/336/337 亿元，占公司新签总订单比重达 19%/35%/35%，成为业绩贡献的重要支柱，且海外市场相比国内更加市场化，应收账款占比低项目回款快，预计公司海外业务比重将保持在 30%以上，并且具有更好的盈利质量。3) 考虑建筑公司营收由订单结转，过去五年间(2013 年-2017 年)我国对外承包工程合同额 CAGR 达 11.5%，而完成营收额 CAGR 仅 5%，2018 年 1-4 月，我国对外承包工程完成营收额同增 13.9%，订单结转率或提速，有望迎来业绩兑现期。

图表 19：2017 年海外新合同额增速居建筑央企中游



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20：对外订单结转有望提速



来源：中国对外承包工程商会，国金证券研究所

图表 21：一带一路沿线石化订单充足

一带一路沿线国家	项目
俄罗斯	炼油氢化裂解项目工程总承包合同 鄂木斯克原油深度转化项目施工总承包 西布尔公司 ZAPSIB-2 项目合同
尼日利亚	丹格特 (DANGOTE) 炼油项目核心区域 3002 包安装施工总承包合同 特变电工阿斯旺 62MW×3 光伏项目两个标段
埃及	尼日利亚储罐项目施工合同 埃及 NCIC 磷肥项目两个安装标段合同 埃及 NCIC 磷肥项目总承包合同
斯里兰卡	首都科伦坡国际机场航油改扩建 (BIA) 项目 斯里兰卡南部高速公路项目
孟加拉	孟加拉 Bashundhara Group (简称“BG”) 吉大港 500 万吨炼油罐区项目 EPCC 总包合同
伊朗	马苏兹拉伊天然气炼化项目 EWA 合同 大河镍合金 160 万吨/年红土镍矿冶炼项目热电热解建安工程 B 标段
印尼	马卡萨海藻加工项目 印尼东加里曼丹 Kaltim-2 2x100MW 燃煤电站项目
乌兹别克斯坦	UNF 化肥项目合同 日产 30 万桶炼油厂 EPC 项目
文莱	恒逸 (文莱) 石油化工项目 恒逸 (文莱) PMB 石油化工项目桩基工程 炼油厂 RAPID 项目
马来西亚	马来西亚 RAPID 项目 P12A 包桩基工程 马来西亚石化 PP 项目 马来西亚国家石油公司公用工程项目 三个房建工程总承包项目
格鲁吉亚	230MW 联合循环电站总承包建设合同
土耳其	卡赞联合循环电站项目原水预处理站和脱盐水处理站安装工程
沙特	沙特吉赞 IGCC 空分项目。
阿曼	阿曼炼油和石油工业公司年产 78 万吨乙烯主装置
哈萨克斯坦	哈萨克斯坦石化综合体项目

缅甸

缅甸亚洲绿色服务有限公司 (GASC) 迪拉瓦港油库 EPC 总承包项目

来源：公司公告，公司新闻，国金证券研究所

4. 能源结构决定煤化工是长期发展方向，煤化工订单增长是必然

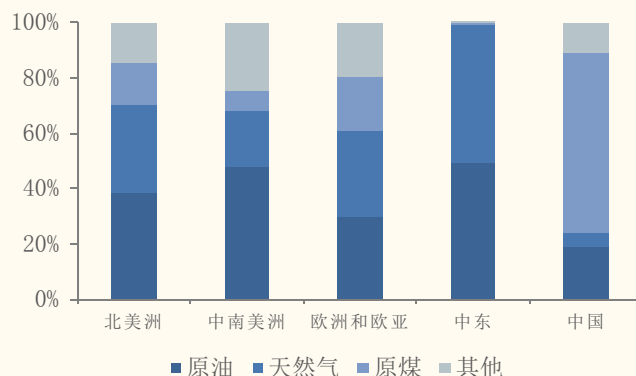
- 中国是世界上少数几个以煤炭为主要能源的国家之一。中国的能源结构表现为煤炭资源丰富，石油和天然气相对较少。2016 年煤炭资源探明储量 1.6 万亿吨，占世界探明储量的 14%，较 2010 年储量增长 19%。总体来看：我国能源结构中，煤炭基本可以自给自足，然而原油和天然气的对外依存度则是不断上升。

图表 22：我国煤炭查明储量稳定增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 23：中国能源结构中原煤占比高



来源：British Petroleum、国金证券研究所

- 煤化工是相对于石油化工来讲的，在我国有天然的优势。从技术上说，以原油和天然气为原料生产的产品都可以以煤为原料通过煤化工工艺生产，我国煤炭资源相对丰富，采用创新技术适度发展现代煤化工产业，对于保障石化产业安全、促进石化原料多元化具有重要作用。
- 根据《石油和化学工业发展规划（2016-2020）》，我国目前大宗基础材料与高技术含量的化工新材料与高端产品国内自给率仍然偏低，需要大量进口。自 2016 年年底起，我国工业和信息化部、发改委、能源局等发布了一系列政策，从石化工业整体规划，到煤化工产业布局，对未来煤炭石化工业进行了周密的设计。其中，《煤炭深加工发展十三五规划》提出，2020 年我国煤制油产能要达到 1300 万吨/年，煤制天然气达到 170 亿立方米/年，而十二五末两者产能仅有 254 万吨/年和 31 亿立方米/年，距离目标仍有非常广阔空间。根据规划，非石油制乙二醇也是重点发展对象。

图表 24：近年来我国发布煤炭石化工业政策规划

时间	政策文件	发布机构	主要内容
2016 年 10 月	《石化和化学工业发展规划（2016-2020 年）》	工业和信息化部	加快乙二醇、苯乙烯、丙烯腈等产品发展，提高有机原料保障能力；推进原料路线多元化，稳步发展非石油基乙二醇
2016 年 12 月	《煤炭工业十三五规划》	国家发展改革委、国家能源局	优化生产开发布局、加快煤炭结构优化升级、推进煤炭清洁生产、保护煤炭清洁高效利用等
2017 年 2 月	《煤炭深加工发展十三五规划》	国家能源局	十三五期间，重点开展煤制油、煤制气、煤制天然气、低阶煤分质利用、煤制化学品、煤炭和石油综合利用等 5 类模式以及通用技术装备的升级示范。开发新型煤制乙二醇技术，提高产品质量和运行稳定性
2017 年 3 月	《现代煤化工产业创新发展布局方案》	国家发展改革委、工业和信息化部	主动适应产业发展新趋势和市场新要求，突破部分环节关键技术瓶颈，提升系统集成优化水平，推动产业技术升级。重点开展煤制烯烃、煤制油升级示范，提升资源利用、环境保护水平；有序开展煤制天然气、煤制乙二醇产业化示范，逐步完善工艺技术装备及系统配置。

来源：工信部官网、国家能源局官网等、国金证券研究所

- **乙二醇需求维持高位，未来投资空间广阔。**1) 我国对乙二醇的需求逐年递增，从 2006 年的 562 万吨增长至 2015 年的 1275 万吨，2016 年略有下滑，约为 819 万吨，仍维持高位，考虑新常态下我国经济仍将保持中高速发展，乙二醇消费端有望进一步提升。2) 预计在政策大力推动下，十三五期间煤制乙二醇的投资将提速。根据《现代煤化工“十三五”发展指南》，到 2020 年，煤制乙二醇产能将达 600-800 万吨，我们预计到 2020 年煤制乙二醇产能将达 800 万吨，2016 年我国煤制乙二醇产能约 280 万吨，未来乙二醇国产化产能空间还有 520 万吨；新增产能需要在 2017-2019 年投资建厂，根据经验保守估计一万吨的产能需要的投资额为 1 亿，则 2017-2019 年煤制乙二醇投资额将达 520 亿。3) 环评松动证明煤制乙二醇投资提速。2014-2015 年，国家环保政策趋紧。2014 年，国家环保部环评批复的煤化工新建项目仅一项，2015 年无项目环评获批。政策压力之下，传统高能耗、高污染逐渐被淘汰，新型煤化工技术有望成主流。2016 年全年通过环评项目数达到 6 个，2017 年伊泰伊犁能源有限公司 100 万吨/年煤制油等三大项目通过环评，环评终“开闸”。
- **煤制乙二醇较石油更具经济性。**目前国内乙二醇主要工艺分为石油化工和煤化工，考虑两者互为替代品，我们对石油化工路线和煤化工路线的成本进行分析。
 - **石油路线成本核算：**以 40 万吨年产能的项目为基准，假设 100%开工，考虑石化企业多在东南故未考虑运输成本，以目前美元兑人民币汇率 (6.37) 预计油制乙二醇成本约 $47.14X+2874$ 元。

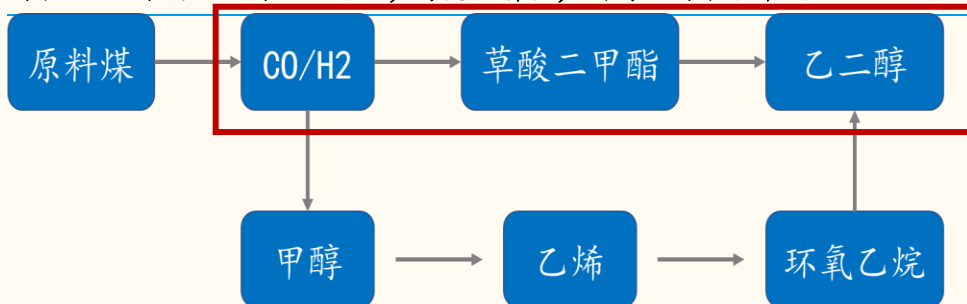
图表 25：石油路线乙二醇成本约为 $47.14X+2874$ (X 为原油价格)

科目	金额 (元)
原油	$(7.4X+145)*6.37$
辅料	400
水电气费用	300
折旧	400
管理费用、财务费用	450
人工	400
合计	$47.14X+2874$

来源：CNKI，国金证券研究所

- **煤化工成本核算：**考虑经济性，目前国内主要采取草酸酯法，以 30 万吨年产能项目为基准，生产一吨乙二醇用煤量在 6 吨煤，假设 100%开工，考虑煤制乙二醇企业在西北居多，考虑运输成本，预计煤制乙二醇成本约 $6X+4350$ 元。

图表 26：煤制乙二醇工艺路径，考虑经济性，国内主要采取草酸酯法



来源：CNKI，国金证券研究所

图表 27：内蒙草酸酯路线成本约 $6X+4350$ 元 (X 为煤价)

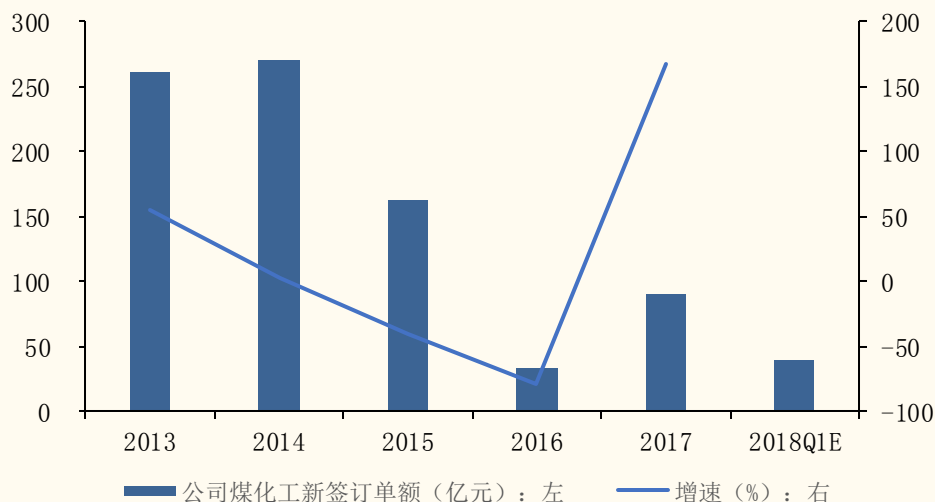
科目	金额
煤	$6X$
催化剂、液氨、硝酸、甲醇等	500
水电气费用	1300

科目	金额
折旧	1100
管理费用、财务费用	400
人工	300
运费	500
合计	6X+4350

来源：CNKI，国金证券研究所

- **综上，煤化工更具经济性受原料价格影响更小、且更符合我国资源禀赋。** 1) 当原油价格在 70 美元/桶时，石油制乙二醇成本为 6173 元/吨，内蒙褐煤价格为 304 元时成本平衡；当原油价格在 80 美元/桶时，石油制乙二醇成本为 6645 元/吨，内蒙褐煤价格为 383 元时成本平衡，考虑 OPEC 和非 OPEC 国家或启动多轮减产，同时目前的低油价不利于美国页岩油气的开发，油价未来或缓慢攀升，将显著影响石油制乙二醇成本；2) 从价格公式前面的系数不难看出，煤制乙二醇所受煤价上涨影响更小，系数为 6 倍；3) 考虑当前考虑我国贫油富煤的资源禀赋，煤化工也更符合我国的实际情况。
- **订单大幅回升，公司煤化工行业竞争力超群。** 1) 公司在煤化工领域的工程技术和业绩方面居世界领先，是国内目前资质齐全、技术实力强、有极高项目管理水平的工程公司。在新型煤化工领域，通过自主创新和产学研协同创新等方式掌握并形成系列的工艺技术和工程技术，如：大规模碎煤加压气化技术等，行业内主要竞争对手仅有中石油集团下的寰球工程，其他公司实力有限。2) 2016 年由于国内经济下行压力仍然较大，市场层面需求仍显不足，产业结构调整升级加速，供给侧改革深入推进，产能过剩和投资放缓表现愈发突出，“三去、一降、一补”是我国经济工作的主题，煤化工投资遇冷，项目锐减，煤化工行业新签合同额同比下降 79%。但由于环评政策松动+产业升级，2017 年公司煤化工行业新签合同额 89.7 亿元，同比增长 164%，回升势头迅猛。

图表 28：煤化工 2017 年新签合同额大幅回升 164%



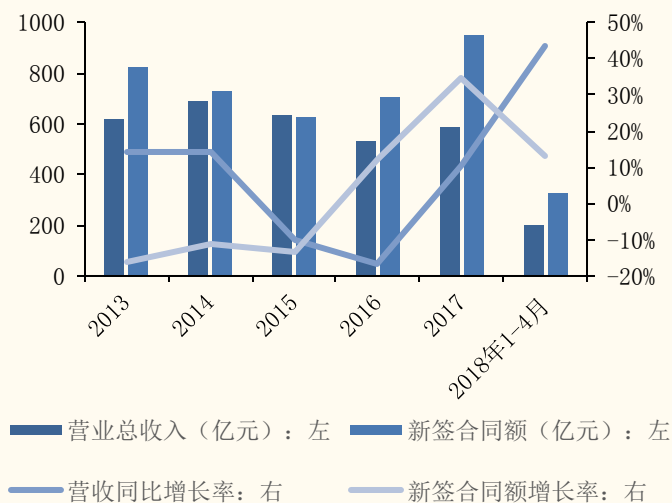
来源：wind，国金证券研究所

三、业绩拐点：各细分行业齐头并进，订单高增营收增速加快

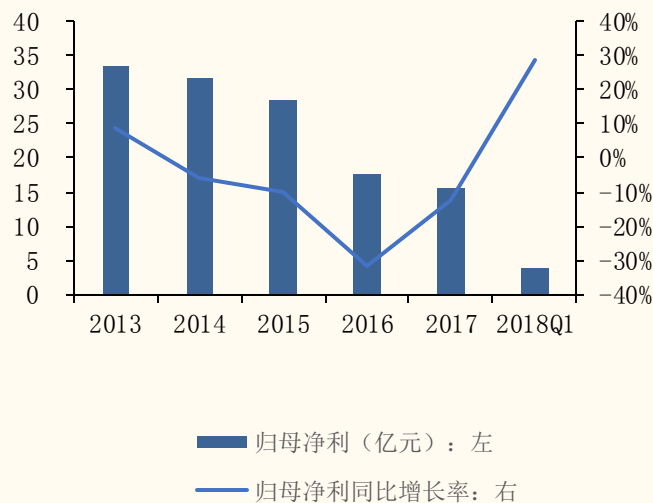
- **2018Q1 归母净利同增 29%，业绩到达拐点。** 1) 受宏观经济下行+化工行业产能过剩等因素影响，公司营收连续两年下滑（2015/16 年同比-8.62%/-16.46%），归母净利连续四年下滑（2014/15/16/17 年同比-5.69%/-10.24%/-37.7%/-12%），2017 年公司营收回暖（同比+10.35%），2018Q1 营收/归母净利同比+42%/+29%，营收增速加快，业绩扭降转升。2) 从订单来看，公司订单自 2012 年开始下滑（从 2011 年 1023 亿元下滑到 2015 年的 630 亿元），2016 年回暖（同增 12%），2017 年大幅回升，全年累计

新签合同金额达 951 亿元（同增 35%），2018 年 1-4 月累计新签合同 328 亿元（同增 13%）延续增长趋势，订单高增下业绩到达拐点。

图表 29：2017 年营收/新签合同同比增长 10.35%/34.87%



图表 30：公司业绩跌势显著好转

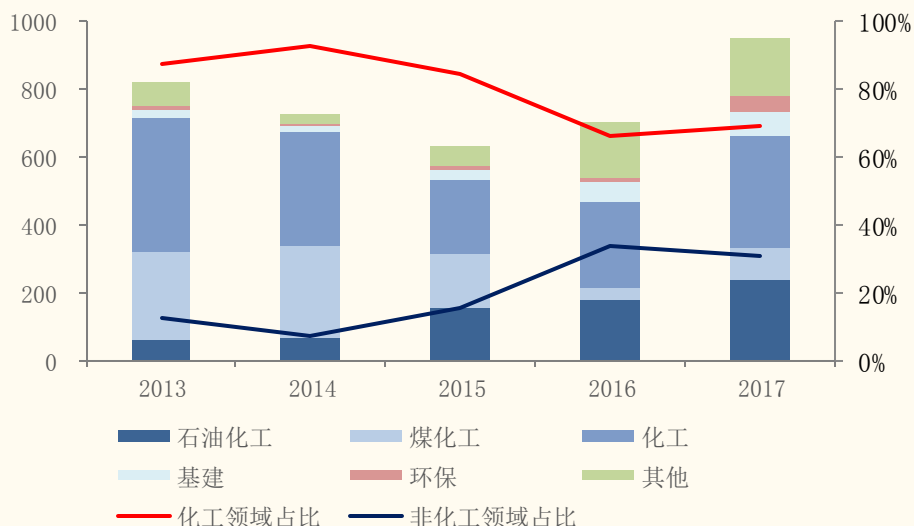


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- **传统石化、非化工订单高增促总订单高增。** 1) 公司订单以化学工程订单为主，2017 年化学工程订单占比达 69.4%，其中化工/石油化工/煤化工占比分别为 34.65%/25.3%/9.44%，非化学工程业务订单占比达 30.6%，其中基础设施/环保/电力/其他分别为 7.7%/5%/5.64%/12.3%。2) 公司订单趋于多样化，2013 年化学工程订单占比达 87%，2017 年该值仅有 69.4%，化学工程中石油化工业务增长迅猛，订单额由 2013 年 60 亿元增长至 2017 年 241 亿元。3) 从订单增速来看，2016/2017 年公司订单增速达 12%/35%，非化工领域订单表现亮眼，2017 年基础设施/环保新签订单额同比增长 29%/210%。

图表 31：2017 年基建与环保业务占比 12.67%

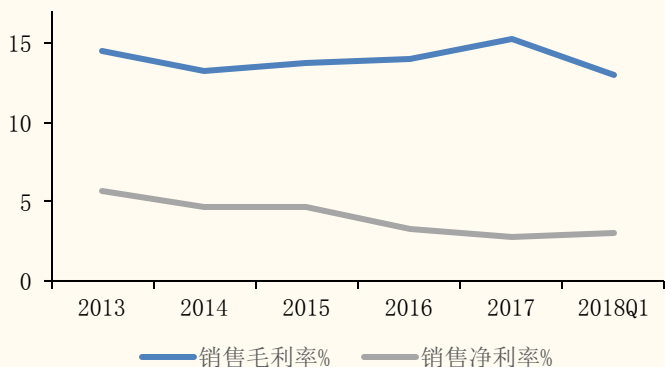


来源：公司公告，国金证券研究所

- **盈利能力稳中有升，ROE/ROA 不及往期、待获提振。** 1) 公司 2017 年销售毛利率为 15.32%，同比增长 1.3pct，小幅提升。2017 年净利率 2.73%，同比下降 0.61pct，仍处于下滑趋势。其中，由于公司国内调整业务结构进军非化工项目工程+海外项目占比优化，2017 年工程承包业务毛利率提升 0.76pct 达 14%，部分设计业务毛利较高+公司专利技术附加值高使得

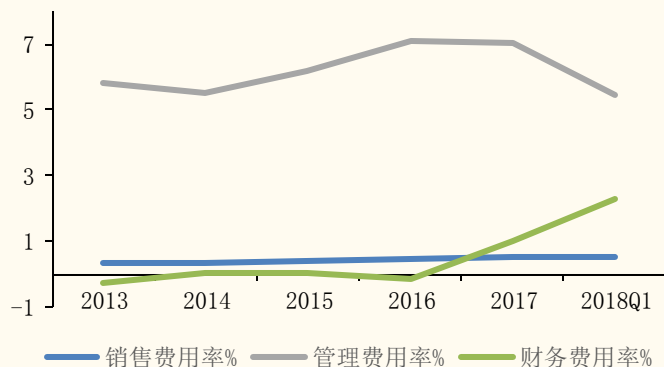
2017 年勘察、设计业务毛利率提升 5.78pct 达 22.4%。其他主营业务毛利率为 21.42%，同增 2.53pct，主要来自己内酰胺价格上涨且伴随产量提升与销量稳定。2) 2017 年期间费用率攀升至 8.56% (同增 1.09pct)，销售/管理/财务费用率分别为 0.5%/7.06%/1% (同比+0.02/-0.05/+1.12pct)。2017 年财务费用率大幅上升主要由于人民币汇率变动产生的汇兑损失同比增加所致。但 2013 年以来公司期间费用率总体保持稳定。3) 2016 年公司资产减值损失出现大幅增长的异常情况，主要原因是晟达公司 100 万吨/年精对苯二甲酸项目在建工程计提减值损失较多。2017 年公司资产减值损失 15.61 亿元，占营收比重继续扩大，主要为四川晟达 PTA 项目计提在建工程、固定资产减值损失 4.02 亿元，东华公司刚果钾肥项目计提存货跌价准备 2.7 亿元。4) 2017 年公司 ROE/ROA 为 5.56%/1.86%，同比下降 1.03/0.28pct 跌速放缓。可期公司伴随未来 1-2 年收入确认，盈利能力将有所好转。

图表 32：毛利率基本稳定/净利率持续下滑



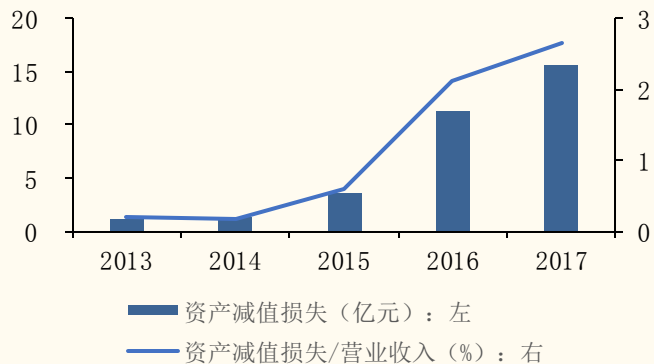
来源：wind，国金证券研究所

图表 33：期间费用率总体保持稳定



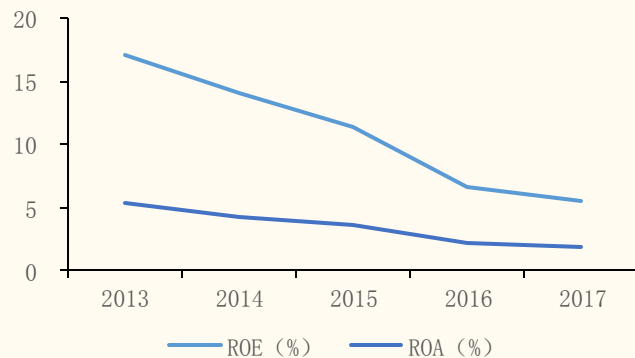
来源：wind，国金证券研究所

图表 34：资产减值损失/营业收入比重扩大



来源：wind，国金证券研究所

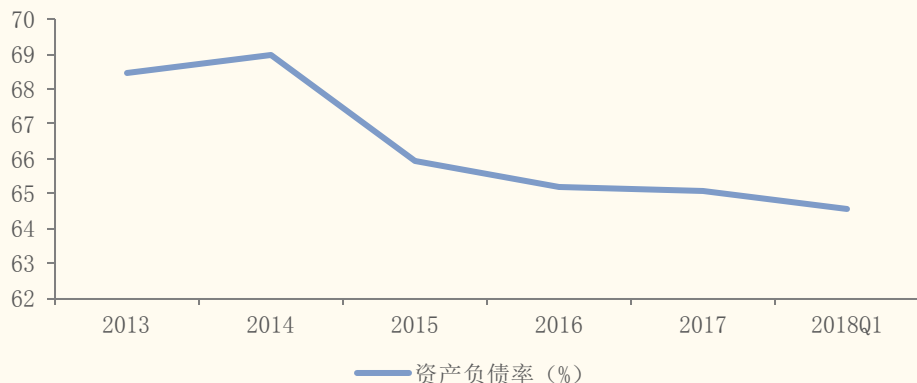
图表 35：ROE/ROA 跌速放缓



来源：wind，国金证券研究所

- 资本结构趋于优化，国改去杠杆效果显著。公司资产负债率 2014 年以来共下降 4.41pct，2018Q1 为 64.54%，低于同期八大建筑央企资产负债率平均水平 75.37%，去杠杆效果显著，公司资本结构趋于优化。

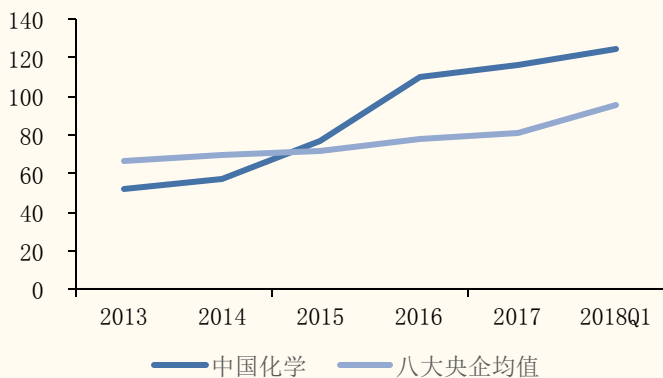
图表 36：资产负债率逐年降低



来源：wind，国金证券研究所

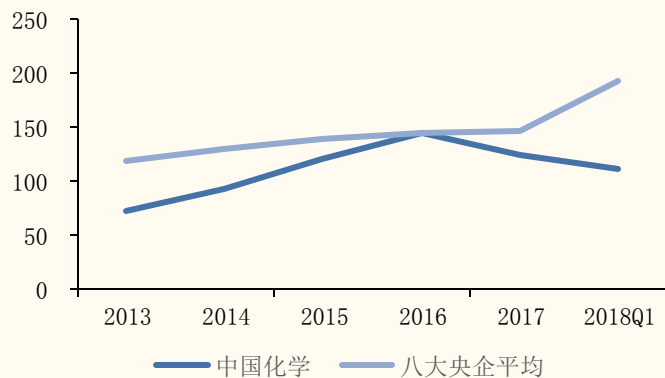
- **资金周转加速，营运能力尚存优化空间。**公司收现比自 2015 年起开始回升，2018Q1 达到 98.75%，回款加速，预计随着行业景气度提升，项目质量提升，公司现金流将持续得到改善。2018Q1 应收账款周转天数 124 天，高于建筑央企均值 95 天，但与行业均值差距有所收窄。公司存货周转天数始终低于建筑央企平均水平，并随着 2016 年末业绩拐点的确认，2017 年存货周转加快，存货周转天数回落至 2018Q1 的 111 天，远低于行业均值 193 天，营运能力略有提升。

图表 37：应收账款周转天数高于八大建筑央企均值



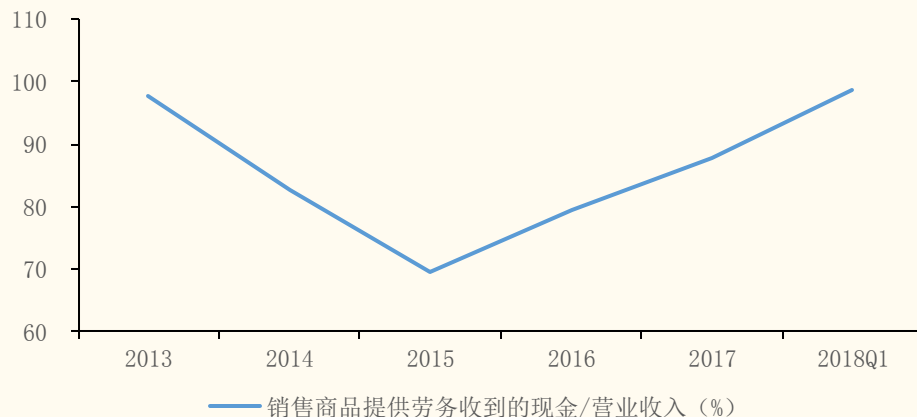
来源：wind，国金证券研究所

图表 38：存货周转天数低于八大建筑央企均值



来源：wind，国金证券研究所

图表 39：收现比回升，回款加速



来源：wind，国金证券研究所

四、盈利预测与估值

1. 业绩预测

- **预计 2018/2019/2020 年公司总订单增速达 47%/14%/7%。** 1) 全球来看，油价上升支撑石化行业复苏，麦肯锡预计 2018 年全球石油生产资本开支增速 21%，全球石化行业呈现复苏态势，国内来看，公司作为专业工程领域的龙头企业，借助民企加入炼化市场的浪潮，进一步扩大石化市场基建领域的份额，预计石化订单 2018/2019/2020 年石化订单增速 50%/10%/5%。2) 煤化工作为我国能源战略主要方向之一，经济性更强且符合我国资源禀赋，公司凭借煤化工领域技术和业绩优势，并借助环评松动和产业升级的推动，预计 2018/2019/2020 年订单增速 100%/20%/10%。3) 考虑油价上涨带动化工企业盈利复苏，化工企业投资意愿增加，但考虑去产能影响，新增产能受到一定压制，保守预计 2018/2019/2020 年订单增速 10%/5%/3%。4) 公司近些年积极在环保、基建领域发力，刚果金沙萨基础设施建设成套项目及固体垃圾发电项目的超大订单将带动公司环保、基建板块业绩迅猛增长，预计 2018/2019/2020 年基建订单增速在 200%/40%/15%，环保订单增速在 100%/20%/10%。5) 保守估计其他订单增速为 4%/2%/1%。

图表 40：预计 2018/2019/2020 年公司总订单增速达 47%/14%/7%

单位：亿元	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
新签订单	820.40	728.70	630.34	704.96	950.75	1394.16	1594.50	1706.54
同比		-11%	-13%	12%	35%	47%	14%	7%
石油化工	59.69	65.80	153.24	178.43	240.61	360.92	397.01	416.86
同比		10%	133%	16%	35%	50%	10%	5%
煤化工	261.72	270.71	162.44	33.63	89.71	179.42	215.30	236.83
同比		3%	-40%	-79%	167%	100%	20%	10%
化工	393.92	339.94	217.78	254.98	329.48	362.43	380.55	391.97
同比		-14%	-36%	17%	29%	10%	5%	3%
基建	22.34	12.97	27.80	58.23	73.12	219.36	307.10	353.17
同比		-42%	114%	109%	26%	200%	40%	15%
环保	13.53	5.54	13.99	15.23	47.38	94.76	113.71	125.08
同比		-59%	153%	9%	211%	100%	20%	10%
其他	69.20	33.74	55.15	164.40	170.46	177.28	180.82	182.63
同比		-51%	63%	198%	4%	4%	2%	1%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **预计 2018/2019/2020 年公司营收达 755/1049/1313 亿元。** 1) 公司 2017 年末完工合同额约 1300 亿元，根据各业务板块历史新签订单数据及建设周期，我们预计 2017 年末石油化工/煤化工/化工/基建/环保/其他未完工额为 353/105/457/91/44/251 亿元。2) 我们以“第 N 年末未完工合同额+第 N+1 年新签合同额-第 N+1 年营业收入”来估计第 N+1 年末未完工合同额。3) 根据各业务板块订单转化收入周期，我们预计 2018/2019/2020 年公司营收达 755/1049/1313 亿元，增速为 29%/39%/25%。

图表 41：预计 2018/2019/2020 年公司营收达 755/1049/1313 亿元

单位：亿元	2018E	2019E	2020E
石油化工在手订单	713.49	889.09	1010.28
上年结转订单	352.57	492.09	593.42
今年新签订单	360.92	397.01	416.86
营业收入	221.40	295.67	348.82
煤化工在手订单	284.25	456.79	609.25
上年结转订单	104.83	241.48	372.41
今年新签订单	179.42	215.30	236.83
营业收入	42.77	84.37	123.32
化工在手订单	818.93	980.64	1094.51
上年结转订单	456.50	600.09	702.55
今年新签订单	362.43	380.55	391.97
营业收入	218.84	278.09	320.22
基建在手订单	310.78	520.38	680.18
上年结转订单	91.42	213.27	327.01
今年新签订单	219.36	307.10	353.17
营业收入	97.51	193.37	276.87
环保在手订单	138.57	196.03	265.74
上年结转订单	43.81	82.32	140.66
今年新签订单	94.76	113.71	125.08
营业收入	56.25	55.37	85.96
其他在手订单	428.22	490.94	531.44
上年结转订单	250.94	310.11	348.81
今年新签订单	177.28	180.82	182.63
营业收入	118.10	142.13	157.79
总营收	754.87	1049.00	1312.97

来源：公司公告，国金证券研究所

- **人民币持续升值的情况下，预计 2018/2019/2020 年汇兑损失达 3.16/1.76/1.1 亿元。**1) 我们以公司“货币资金+应收账款-应付账款+预付账款-预收账款+其他应收账款-其他应付款+长期应收款-短期借款”中的美元项目衡量公司需“计提汇兑损益基数”，再用计提汇兑损益基数*人民币升值比率衡量公司汇兑损益，2017 年人民币兑美元升值 6.3%，根据公司 2017 年报披露美元项目测算得公司汇兑损失约 2.81 亿元，公司实际汇兑损失为 3.38 亿元，实际汇兑损失高于我们计算值。2) 截止 5 月 15 日，2018 年人民币兑美元升值 2.43%，我们考虑悲观情况下，人民币持续升值，假设 2018/19/20 年人民币升值幅度为 5%/2%/1%，计提汇兑损益基数与公司营收保持同样增速，测算汇兑损失为 2.87/1.6/1 亿元，预计实际汇兑损失约 3.16/1.76/1.1 亿元。

图表 42：实际汇兑损失略高于测算值

2017 年美元项目（折算为人民币）	
货币资金	77.74
加：应收账款	7.37
减：应付账款	13.74
加：预付账款	2.15
减：预收账款	30.33

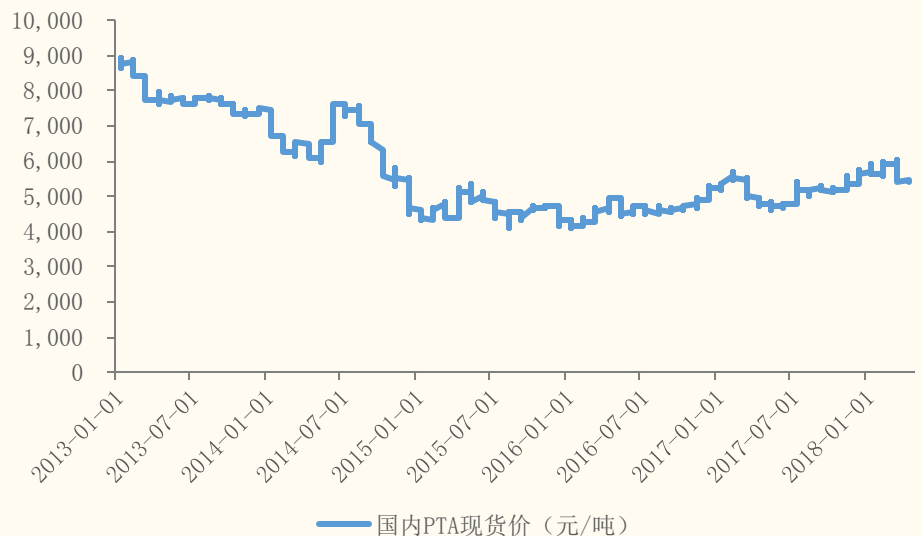
2017 年美元项目（折算为人民币）

加：其它应收款	4.02
减：其它应付款	1.57
加：长期应收款	0.00
减：短期借款	1.08
计提汇兑损益基数（美元）	44.56
测算的汇兑损失	2.81
实际的汇兑损失	3.38
财务费用	5.86

来源：公司公告，国金证券研究所

- **预计公司资产减值损失 2018/2019/2020 年为 10.77/11.5/13 亿元。**1) 2016 年，公司在四川南充建设的 100 万吨/年 PTA 项目受 PTA 市场持续低迷，且建设进度较计划延迟的影响，预计建成投产后经济效益低于预期。于是 2016 年公司对该 PTA 项目计提在建工程减值准备 4.92 亿元，导致 2016 年资产减值损失增长至 11.3 亿元，同比增长 305%，从而致使净利润大幅下滑。2017 年因 PX 原材料优惠政策变化，公司继续对该项目计提在建工程减值准备 1.76 亿元、固定资产减值准备 2.26 亿元。2) 自 2014 年起，公司积极落实国资委关于“退出四川南充 PTA 项目工作”的要求，公司正广泛寻求项目转让的合作方，我们认为未来该项目将有所好转。4) 由于公司 2016/2017 年计提资产减值准备共 11.26/15.61 亿元，增速高达 305%/39%，部分预计无法完全收回的应收账款已计提较多资产减值准备，我们认为 2018 年资产减值损失会下降至 10.77 亿元，之后再随着公司订单高速增长而同步上升至 11.5/13 亿元。

图表 43：国内 PTA 市场持续低迷



来源：wind，国金证券研究所

- **预计公司 2018/2019/2020 年归母净利达 28/43/58 亿元。**1) 伴随下游景气度提升，预计公司未来毛利率有所提升，2018-2020 年毛利率为 15.4%/15.5%/15.5%；2) 考虑过去两年管理费用绝对值波动不大，管理费率上升主要系营收下降而管理费用中固定成本变化不大，预计未来管理费率有所下降至 7%；5) 2017 年公司所得税率高达 30%，系本期末确认递延所得税资产的可抵扣暂时性差异为 2.21 亿元，显著高于历史水平，预计未来递延所得税将回归正常，所得税率下降至 27%左右；4) 营业税金及附加率、销售费率、投资收益、营业外收支参考历史情况，预计公司 2018/2019/2020 年归母净利达 28/43/58 亿元。

图表 44：预计公司 2018-2020 年归母净利达 28/43/58 亿元

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收	617.28	692.56	635.32	530.76	585.71	754.87	1049.00	1312.97
毛利	89.69	91.61	87.36	74.4	89.71	116.40	162.07	203.25
毛利率	14.53%	13.23%	13.75%	14.02%	15.32%	15.42%	15.45%	15.48%
营业税金及附加	11.19	10.7	9	4.27	2.49	4.53	6.29	7.88
营业税金及附加率	1.81%	1.54%	1.42%	0.80%	0.43%	0.60%	0.60%	0.60%
销售费用	2.16	2.19	2.54	2.54	2.92	3.77	5.25	6.56
销售费率	0.35%	0.32%	0.40%	0.48%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
管理费用	35.72	38.18	39.23	37.74	41.33	52.84	73.85	91.91
管理费率	5.79%	5.51%	6.17%	7.11%	7.10%	7.00%	7.00%	7.00%
财务费用	-1.55	0.21	0.10	-0.62	5.86	6.04	5.78	5.19
财务费率	-0.25%	0.03%	0.02%	-0.12%	1.00%	0.80%	0.55%	0.40%
资产减值损失	1.2	1.26	3.65	11.26	15.61	10.77	11.52	13.04
投资收益	0.28	1.98	2.08	1.01	0.85	0.50	1.00	1.50
营业外收支	0.88	-2.16	1.21	1.73	-0.41	0.50	0.50	0.50
所得税率	18%	16%	18%	19%	30%	27%	27%	27%
净利润	34.74	32.53	29.65	17.75	15.96	28.82	44.38	58.80
减：少数股东损益	1.15	0.87	1.23	0.05	0.39	1.00	1.00	1.00
归母净利	33.58	31.66	28.42	17.7	15.57	27.82	43.38	57.80

来源：wind，国金证券研究所

2.估值

- 考虑到“确定性溢价”等因素，给予公司目标价 10.56 元。自公司 2010 年上市以来，公司历史 PE (TTM) 估值中枢为 16 倍，截至 5 月 18 日收盘公司股票当前 PE 为 24 倍，已超过中枢上下 1 个标准差的估值区间 (9, 23)。此外，当前中国化学的 PE (TTM) 估值远超过可比公司估值水平。我们认为，公司估值水平较高至少有以下几个方面的原因：①“确定性溢价”：相较于其他建筑类企业，公司目前的风险暴露点较少，原油价格/化工类产品价格不断上涨使得石油化工、煤化工以及一般化工资本开支增加有迹可循，公司未来的订单业绩增长趋势更加明确，从而提升公司估值水平；②当前动态 PE 估值存在一定“虚假性”。公司 2017 年计提资产减值损失高达 15.6 亿元，远超历史正常资产减值水平，若扣除“一次性”的资产减值损失，公司动态 PE 估值料大幅下降。我们认为 2016/17 年计提大额资产减值损失一方面说明公司在历史上某些布局的失误，另外一方面也说明了公司目前资产健康程度远超过去几年的水平，且随着下游景气度复苏，公司未来的订单质量较历史上预计将有较大提升，资产减值损失比例亦将逐步下滑。③根据我们预测，公司 2018-2020 年业绩增速将分别达到 79%/56%/33%，我们认为公司 2018 年下游行业景气度高涨，公司 PB 仅 1.4 倍处于历史低位，且公司龙头属性/流动性较强提升风险偏好，我们给予公司 2018 年 PE 估值 19 倍，目标价 10.56 元，对应 2018/2019/2020 年 PE 估值分别为 19/12/9 倍（未考虑可转债转股影响），目标价对应上涨空间 32%，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 45：公司历史 PE 估值中枢为 16 倍，上下 1 个标准差估值区间为 (9, 23)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 46：PB 处于历史低位



来源：公司公告，国金证券研究所

五、风险提示

- **原油价格大幅下跌：**下游行业景气度与原油价格高度相关，若原油价格出现大幅下跌，下游石化企业将减少资本支出，同时煤化工替代产品经济性减弱，化工订单无法延续高增长。
- **汇率风险：**公司海外业务持续扩张，如果人民币快速升值，公司将承担更多汇兑损失。
- **宏观经济波动风险：**公司所属行业的发展与国家宏观经济形势及相关政策具有较强的关联性，如果出现较大波动将对公司市场需求造成一定影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	63,532	53,076	58,571	75,487	104,900	131,297
增长率		-16.5%	10.4%	28.9%	39.0%	25.2%
主营业务成本	-54,796	-45,636	-49,600	-63,847	-88,693	-110,973
%销售收入	86.2%	86.0%	84.7%	84.6%	84.6%	84.5%
毛利	8,736	7,440	8,971	11,640	16,207	20,325
%销售收入	13.8%	14.0%	15.3%	15.4%	15.5%	15.5%
营业税金及附加	-900	-427	-249	-453	-629	-788
%销售收入	1.4%	0.8%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-254	-254	-292	-377	-525	-656
%销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-3,923	-3,774	-4,133	-5,284	-7,385	-9,191
%销售收入	6.2%	7.1%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	3,658	2,984	4,297	5,526	7,668	9,690
%销售收入	5.8%	5.6%	7.3%	7.3%	7.3%	7.4%
财务费用	-10	62	-586	-600	-561	-481
%销售收入	0.0%	-0.1%	1.0%	0.8%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-365	-1,126	-1,561	-1,077	-1,152	-1,304
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	208	101	85	50	75	100
%税前利润	5.8%	4.6%	3.7%	1.3%	1.2%	1.2%
营业利润	3,491	2,022	2,315	3,898	6,030	8,005
营业利润率	5.5%	3.8%	4.0%	5.2%	5.7%	6.1%
营业外收支	121	173	-41	50	50	50
税前利润	3,612	2,195	2,273	3,948	6,080	8,055
利润率	5.7%	4.1%	3.9%	5.2%	5.8%	6.1%
所得税	-647	-419	-677	-1,066	-1,642	-2,175
所得税率	17.9%	19.1%	29.8%	27.0%	27.0%	27.0%
净利润	2,965	1,775	1,596	2,882	4,438	5,880
少数股东损益	123	5	39	100	100	100
归属于母公司的净利润	2,842	1,770	1,557	2,782	4,338	5,780
净利率	4.5%	3.3%	2.7%	3.7%	4.1%	4.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,965	1,775	1,596	2,882	4,438	5,880
少数股东损益	123	5	39	100	100	100
非现金支出	1,188	1,978	2,401	1,964	2,197	2,556
非经营收益	20	-108	240	442	558	549
营运资金变动	-2,274	-818	-1,356	-1,424	-1,649	-2,379
经营活动现金净流	1,898	2,827	2,881	3,864	5,544	6,606
资本开支	-1,474	-338	-1,519	-2,348	-2,809	-3,409
投资	-910	1,162	301	1,200	1,300	1,300
其他	186	207	80	50	75	100
投资活动现金净流	-2,198	1,031	-1,138	-1,098	-1,434	-2,009
股权募资	0	28	37	0	0	0
债权募资	1,190	607	403	3,465	15	-155
其他	-417	-963	-829	-1,200	-1,225	-1,241
筹资活动现金净流	773	-328	-390	2,265	-1,210	-1,397
现金净流量	474	3,530	1,353	5,030	2,900	3,200

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	16,359	21,351	23,270	28,300	31,200	34,400
应收款项	18,509	19,590	23,301	27,127	34,090	40,127
存货	18,487	18,231	15,891	20,991	27,944	30,403
其他流动资产	13,089	8,691	8,081	8,381	9,544	10,617
流动资产	66,444	67,862	70,543	84,799	102,778	115,548
%总资产	81.3%	80.9%	80.6%	82.1%	83.3%	83.4%
长期投资	1,288	1,884	3,461	3,561	3,761	4,061
固定资产	11,362	11,480	10,906	12,369	14,175	16,373
%总资产	13.9%	13.7%	12.5%	12.0%	11.5%	11.8%
无形资产	2,288	2,079	1,935	1,984	1,992	2,001
非流动资产	15,302	16,022	16,938	18,550	20,565	23,072
%总资产	18.7%	19.1%	19.4%	17.9%	16.7%	16.6%
资产总计	81,746	83,884	87,481	103,349	123,343	138,619
短期借款	405	662	1,035	988	963	847
应付款项	45,366	45,739	47,426	56,996	72,233	81,569
其他流动负债	1,068	1,003	1,214	1,302	1,594	1,749
流动负债	46,840	47,403	49,676	59,286	74,790	84,165
长期贷款	5,258	5,715	5,437	5,687	5,987	6,287
其他长期负债	1,789	1,573	1,810	5,593	5,887	6,151
负债	53,887	54,691	56,923	70,567	86,664	96,604
普通股股东权益	26,140	27,471	28,344	30,468	34,264	39,501
少数股东权益	1,719	1,723	2,215	2,315	2,415	2,515
负债股东权益合计	81,746	83,884	87,481	103,349	123,343	138,619

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.576	0.359	0.316	0.564	0.879	1.172
每股净资产	5.299	5.569	5.746	6.176	6.946	8.008
每股经营现金净流	0.385	0.573	0.584	0.783	1.124	1.339
每股股利	0.087	0.108	0.108	0.110	0.110	0.110
回报率						
净资产收益率	10.87%	6.44%	5.49%	9.13%	12.66%	14.63%
总资产收益率	3.48%	2.11%	1.78%	2.69%	3.52%	4.17%
投入资本收益率	8.95%	6.78%	8.14%	9.39%	11.87%	13.43%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.26%	-16.46%	10.35%	28.88%	38.96%	25.16%
EBIT增长率	-9.75%	-18.43%	44.01%	28.58%	38.78%	26.36%
净利润增长率	-10.24%	-37.70%	-12.04%	78.66%	55.94%	33.23%
总资产增长率	0.43%	2.62%	4.29%	18.14%	19.35%	12.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.8	86.4	94.4	95.0	85.0	80.0
存货周转天数	121.7	146.8	125.5	120.0	115.0	100.0
应付账款周转天数	151.9	200.3	184.9	159.0	130.0	101.0
固定资产周转天数	45.1	54.5	53.3	44.5	35.6	32.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.36%	-51.29%	-54.99%	-51.34%	-48.95%	-46.10%
EBIT利息保障倍数	362.6	-47.8	7.3	9.2	13.7	20.2
资产负债率	65.92%	65.20%	65.07%	68.28%	70.26%	69.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	5
增持	0	0	0	0	19
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.79

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH