

# 中国化学 (601117)

## 寻找财报超预期系列之中国化学：油价上涨助营收反转，资产减值或将回落

油价、政策等因素助力订单增速上扬，订单转化为营收更流畅

据我们测算，公司新签订单转化为营业收入时滞约为1年。过去由于原油市场低迷，业主效益降低，建设资金无法到位，部分业主合同履行能力降低，停建、缓建的项目较多，订单难以转化为收入。自2016年以来，在油价上涨及国内政策向好的积极影响下，石化、煤化工项目投资不断增加。由于业主履约能力增强，17年仅一个项目缓建，较前几年大幅好转，订单转化为营业收入更为流畅。所以在17年公司订单较上年同增34.87%背景下，2018年度营业收入增速预计将继续提升。

公司转变经营理念，其他业务将保持高速增长，精细化管理提质增效

戴和根董事长自2017年8月上任以来，积极转变公司经营理念，一是通过加强与地方政府在非化工领域的合作，推动其他业务增长，逐步提高其他业务收入占比；二是推行项目精细化管理，控制采购成本，有效管理费用成本，对毛利率、费用率产生积极影响，进一步提升企业的利润水平。同时由于有继续建设己内酰胺项目二期的计划，料中国化学将在28万吨基础上进一步扩能改造，助力其他业务收入保持较高增长。

资产减值损失及财务费用料将回落

中国化学2016、2017年资产减值损失较多，原因为公司对多个项目集中进行资产减值。由于PTA-PX价差正呈现扩大趋势，且刚就PX新的供应价格达成协议，2018年PTA项目继续减值的空间极小。同时，在经历了2016和2017年集中减值，目前市场环境复苏，民营企业履约能力加强，公司2018年资产减值损失预计不会再出现大额计提；财务费用方面，2017年中国化学财务费用增长明显，原因是人民币升值导致汇兑损失。而公司管理层认为2018年度人民币兑美元可能发生的合理变动范围为1%，若波动剧烈，为规避汇率风险，预计公司将采用公告所称的期货外汇合约等工具，通过减少汇兑损失来降低财务费用。

投资建议

将上述预测带入模型中，我们略微上调了公司的盈利预测，2018~2020年归母净利润预测值由24.09、31.49、39.06亿元调整至26.58、37.17、42.29亿元；2018~2020年EPS预测值为0.54、0.75、0.86元/股，对应的PE为13、9、8倍。由于EPS的提升，我们上调公司目标价至9.70元，对应目标PE18倍（原目标价9.00元，对应目标PE18倍）。根据我们的预测，预计今年Q2业绩增速将会较Q1出现进一步提升，可能超出市场预期，中报业绩持续快速增长的公司在目前的市场环境下可能更受投资者所偏好，维持“买入”评级。

风险提示：项目推进不及预期、汇率风险、油价大幅下跌

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	53,075.76	58,571.43	70,249.26	89,490.36	109,396.84
增长率(%)	(16.46)	10.35	19.94	27.39	22.24
EBITDA(百万元)	2,810.56	3,662.35	5,370.05	6,824.24	7,903.29
净利润(百万元)	1,770.38	1,557.24	2,658.05	3,717.06	4,229.39
增长率(%)	(37.70)	(12.04)	70.69	39.84	13.78
EPS(元/股)	0.36	0.32	0.54	0.75	0.86
市盈率(P/E)	19.81	22.52	13.20	9.44	8.29
市净率(P/B)	1.28	1.24	1.12	1.00	0.89
市销率(P/S)	0.66	0.60	0.50	0.39	0.32
EV/EBITDA	6.35	4.09	2.78	1.56	1.10

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	7.11元
目标价格	9.7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)	35,566.93
流通A股市值(百万元)	35,566.93
每股净资产(元)	5.83
资产负债率(%)	64.54
一年内最高/最低(元)	8.27/6.11

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

肖文劲 联系人  
xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰 联系人  
chenhangjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1《中国化学-年报点评报告:新签订单增速提升，利润改善空间充足》2018-05-02
- 2《中国化学-公司点评:2月业绩亮眼，可交债助国改稳步推进》2018-03-13
- 3《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



## 1. 油价、政策等因素助力订单增速上扬，订单转化为营收更流畅

### 1.1. 油价上涨、国内政策放松，迎新签订单增长

#### 1.1.1. 石化及煤化工项目受益于石油价格上涨，订单增速提升

由于全球有 65% 的原油交易量是以布伦特原油为基准油作价，且整体上 WTI 原油和布伦特原油价格的涨跌基本同步，所以我们选取布伦特原油指数作为油价变动的比较基础。从 2009 年到 2017 年末，中国化学工程股份有限公司每年新签合同金额与石油价格指数收盘价的变动基本趋同，但存在一定的时滞性，由于不同时期石油价格对行业影响程度及传导效率有所不同，其时滞程度也存在一定的差异，整体来看，我们测算出二者增速的相关系数为 0.5。

在经历了先升后降的趋势后，2015 年油价及新签订单金额均达到低点，其中 2015 年新签订单金额为 630.34 亿元。随着国际石油价格的提升，公司新签订单金额不断增加，到 2017 年末，新签订单 950.77 亿元，同比增长 34.87%，其中国内新签订单总额增长 66.35%，达到 613.93 亿元，国内市场已呈现复苏迹象。油价的上涨能够刺激石化及煤化工的投资需求，加之近年民营龙头企业大举进军石化领域，将进一步促进公司订单的增长。

图 1：2009-2017 布伦特原油指数收盘价（单位：元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：2009-2017 年每年新签订单额（单位：亿元）

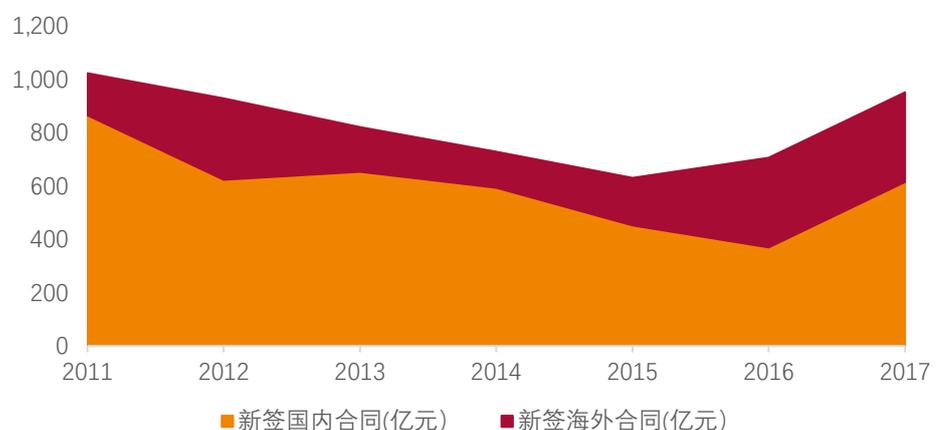


资料来源：公司公告、天风证券研究所

#### 1.1.2. 多因素助力国内市场复苏，国内订单增速远超海外

中国化学 2016 年以前海外订单金额保持相对稳定，基本维持在 200 亿元以内，2016、2017 年由于石油价格的上涨，新签海外订单金额分别达到 336、337 亿元。而国内新签订单总额相较于国外订单波动较大，除受石油价格影响外，国家政策、市场需求以及民营龙头积极布局上游炼化环节也是影响国内订单波动的重要因素。

图 3：2011-2017 国内外新签订单



资料来源：公司公告、天风证券研究所

煤化工项目方面，2014 年伊始，政府出台一系列政策促使煤化工项目环评收紧，同年仅有一个煤化工项目通过环评审核，而 2015 年未有项目通过环评。**进入“十三五”期间，国家政策先行，煤化工产业迎来曙光。**2017 年 3 月，工信部发布了《现代煤化工产业创新发展布局方案》，大力推动现代煤化工与煤炭开采、电力、石油化工、化纤、盐化工、冶金建材等六大产业融合发展，延伸产业链，壮大产业集群。作为煤化工工程建设总承包领域的龙头之一，中国化学受煤化工项目影响较大，2017 年煤化工项目订单增速为 164.32%。

石化项目方面，2015 年 7 月商务部发布《关于原油加工企业申请非国营贸易进口资格有关工作的通知》，放松对民营原油加工企业进口原油管制，民营龙头大举布局上游炼化环节，出现一批较大民营炼化一体化项目，如浙江石化、恒力石化及恒逸石化等民营企业的炼化项目，助力公司国内新签订单增长。2015-2017 年公司石化项目订单平均增速超过 60%，其占比也维持在 25%左右，**民营企业大举进军石化领域将为公司工程建设总承包项目创造新的增长点。**同时国内其他民营企业业主也开始加大对化工、基础建设及环保等产业投资，促进国内订单增长。

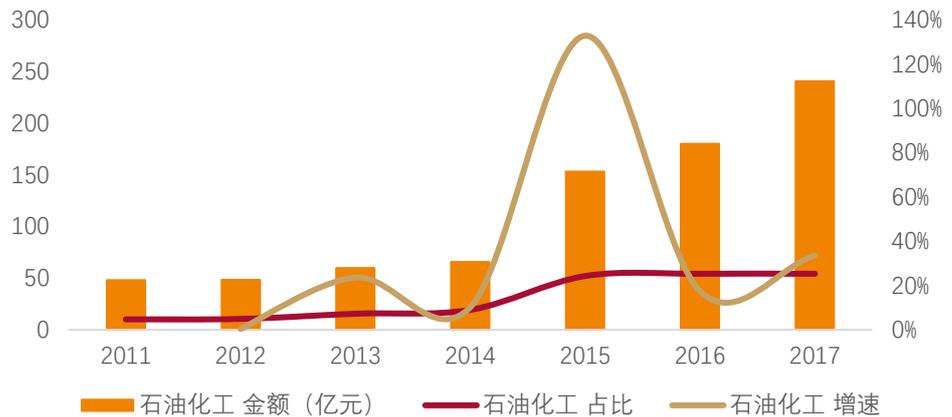
表 1：中国化学部分民营企业业主投资项目

公司	日期	项目名称	合同金额	预计投产时间	业主预计总投资
浙江石化	2017 年 5 月	浙江石化 4000 万吨/年炼化一体化项目（一期部分装置）	5 亿元	2020 年（一期 2018 年投产）	1731 亿元（一期 901 亿元）
恒力石化(大连)	2017 年 3 月	恒力石化（大连）2000 万吨/年炼化一体化项目	3.6 亿元	2018 年底	740 亿元
恒逸石化	2017 年 5 月	恒逸（文莱）石油化工项目	16.5 亿元	2018 年底	约 206 亿元
	2017 年 7 月	恒逸（文莱）石油化工项目物资采购合同	7 亿元		
恒逸石化	2018 年 2 月	恒逸文莱 PMB 石化项目补充	6.5 亿元		
	2018 年 1 月	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	--	--
内蒙古荣信	2017 年 12 月	内蒙古荣信年产 40 万吨煤制乙二醇项目空分、气化装置 EPC 及净化、硫回收装置 EPC 总承包合同	17.91 亿元	2019 年	76.8 亿元
	2017 年 12 月	内蒙古荣信年产 40 万吨煤制乙二醇及 30 万吨聚甲氧基二甲醚循环经济示范项目公用工程及辅助工程 EPC 总承包合同	9.87 亿元		
山东民祥	2017 年 12 月	山东民祥化工科技产业园年 15 万吨离子膜烧碱、20 万吨双氧水、15 万吨环氧丙烷装置 PC 合同	16 亿元	--	--

资料来源：公司公告、化工网、内蒙古达拉特经济开发区网站、天风证券研究所

所以，在政策、油价等因素的多重影响下，国内订单 2017 年和 2018Q1 增速较高，分别达到 66.35%和 70.82%，呈现复苏迹象，而海外订单影响因素较为复杂，除油价外还会有地缘政治、政府履约能力等因素的影响，且公司 2016 年海外订单就已大幅增长了 87.68%，增长边际有所降低，导致 2017 年和 2018Q1 增速仅为 0.28%和-39.64%，但公司新签海外订单依然乐观，2018 年 5 月 9 日，中国化学与金沙萨省政府签署了刚果（金）金沙萨基础设施成套项目及固体垃圾发电项目工程总承包合同，**总金额 194 亿元**，占 2017 年度公司营收的 33.12%。

图 4：2011-2017 石油化工类新签订单变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

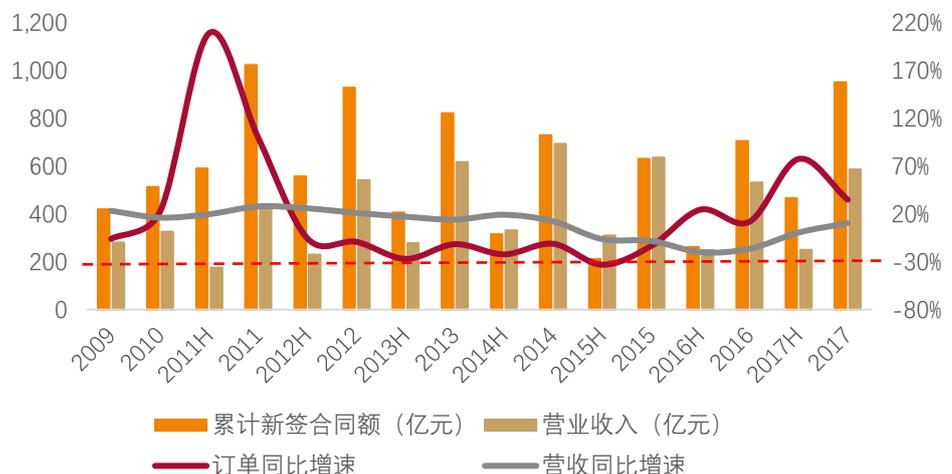
## 1.2. 转化效率改善及订单反弹助力营收增速上行

### 1.2.1. 新签订单触底反弹，公司营收增速上行

整体来看，由于新签订单转化为营业收入具有一定的时滞性，中国化学的订单增速变化将一定程度上影响公司未来的营收增速。在 2009 年国际金融危机以及 2014、2015 年环评收紧、国际油价下跌，石化、煤化工投资持续降低的消极影响下，公司相关联产业出现萎缩，订单减少，根据订单及营业收入历史数据我们测算出公司营业收入增速约延期 1 年出现回落，且相关系数最高，为 0.53。

而自 2016 年以来在石油价格上涨及国内政策向好的积极影响下，石化、煤化工项目投资不断增加，年末新签订单增速达到 11.84%，助力 2017 年营收增速触底反弹，营业收入较上年增长 10.35%。所以在 17 年公司订单较上年同增 34.87% 背景下，2018 年度营业收入增速预计将继续提升。

图 5：新签订单与营业收入变动比较



资料来源：公司公告、天风证券研究所

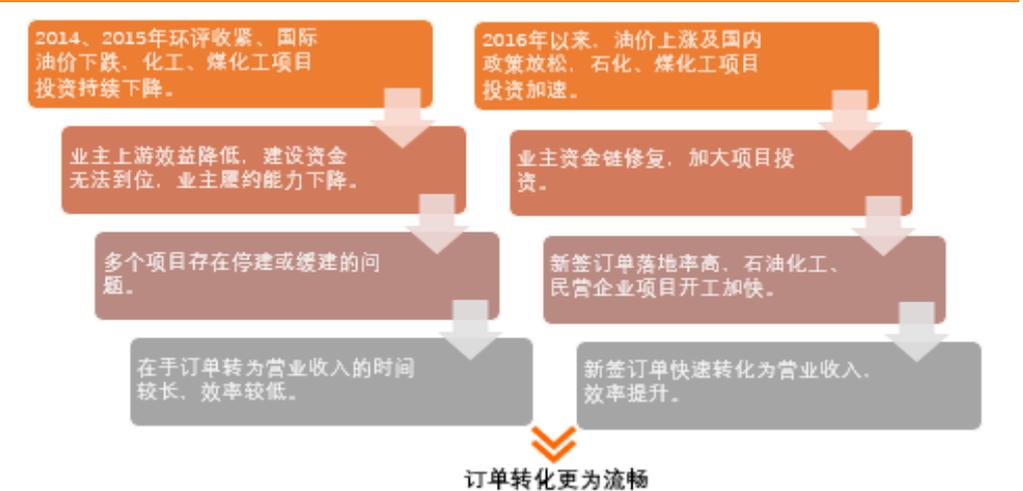
### 1.2.2. 停建或缓建项目减少，订单转化更为流畅

除订单拉动外，公司订单转化效率的提升，同样也助力营收增速上行。2014、2015 年由于化工、煤化工行业投资持续下降，市场低迷，业主效益降低，建设资金无法到位，部分业主合同履约能力降低，已签订合同的项目无法按期开工，在建工程执行进度缓慢，即使订单充裕却难以转化为营业收入，导致公司 2015、2016 年度主营业务收入减少，利润迟迟无法实现。

而自 2016 年以后，经历过压缩产能的传统化工、煤化工项目呈现复苏迹象，加上 2017 年度石油化工项目、民营企业项目开工更快，除“河北武安新峰煤制天然气综合利用项目 EPC

工程总承包”项目外，其余项目均已开工，新签订单可以快速转化为营业收入，所以 2017 年新签订单增速的提升很快体现在营业收入增速上，**预计 2018 年度公司的营业收入增长率将进一步上调。**

图 6：订单转化效率改善



资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2. 公司转变经营理念，其他业务收入将保持高速增长

### 2.1. 新任董事长加强与地方政府合作，强调精细化管理

戴和根自 2017 年 8 月就任公司董事长以来，提出不少新的公司经营理念：**一是加强与地方政府的合作关系。**公司将充分发挥企业在化工、石油化工等领域的技术研发、总体规划、设计咨询、投资建设运营一体化优势，通过合资合作等方式，积极参与地方政府老化工园区改造升级以及新化工园区的建设，加快城市转型升级。同时加快推进中央企业与地方企业间的资产重组和资源整合，实现优势互补、强强联合。

**公司希望在与民企合作的基础上，通过和地方政府的沟通交流来加强基础设施、环保产业、军工融合等非化工领域的合作，推动其他业务收入增长。**基础设施方面，新董事长上任后公司基建业务拓展提速，集团战略重组山东公路获得公路特级资质；公司 2017 年新签环保订单高增，达到 209.88%。公司在基建、环保等方面与地方政府会谈及合作较为频繁，为后续订单获取提供支撑。

表 2：戴和根董事长上任以来与地方政府加强合作

日期	地方政府	活动形式	主要内容
2017 年 8 月	湖北省宜昌市人民政府	战略合作 框架协议	一是参与宜昌老化工园区改造升级以及新化工园区的建设；二是加快中央企业与地方企业间的资源整合；三是宜昌市支持十六化建利用自有土地实施棚户区改造项目；四是参与宜昌城市基础设施以及环保、地产等领域投资建设。
2017 年 8 月	湖北省委常委、襄阳市委书记李乐成	会谈	不断深化与襄阳的交流合作，着重在工业园区建设，城市基础设施建设，环境保护等领域，与襄阳开展合资合作。
2017 年 8 月	武汉市政府	战略合作 框架协议	一是强化技术领域合作；二是推进投资领域合作；三是加强工程领域合作；四是与市属规划、设计、施工等企业开展资产重组和资源整合；五是开展科研技术合作。
2017 年 9 月	福建省委常委、福州市委书记王宁	会谈	中国化学将不断深化与福州市的战略合作，进一步加快中国化学福州江阴工业园区化工新材料产业基地二期工程投资建设，服务支持福州滨海新城开发建设。
2017 年 9 月	福州市委常委、副市长林飞	会谈	围绕兼并重组福州市规划设计、建筑施工、市政环保等领域的地方国企，投资建设福州滨海新城等问题进行了交流。

2017年10月	雄安新区临时党委副书记党晓龙	会谈	双方就加深合作等事宜进行了交流。
2017年10月	内蒙古自治区鄂尔多斯市人民政府	战略合作框架协议	环保公司率先推进同鄂尔多斯市筹建平台公司及相关具体项目的技术、投资等方面的合作
2017年10月	宜都市政府	会谈	主要就化工园区建设进行了交流，就宜都市的市政基础设施、河道治理等方面项目进行了深入探讨
2017年10月	攀枝花市委书记李建勤	会谈	积极参与攀枝花的市政基础设施、园区建设、特色小镇、健康养老等 PPP 项目。
2017年11月	山西省副省长王一新	会谈	扩大在山西的投资规模，积极参与山西省工业园区投资、建设、运营，深化多领域合作。
2017年12月	西安市政协主席、西咸新区党工委书记岳华峰	会谈	希望与西咸新区在投资公司总部建设、研究院建设方面进行深入探讨，在基础设施、环保产业、军工融合等方面进行广泛合作
2017年12月	陕西省富阎产业合作园区管委会主任姚涌	会谈	对富阎产业合作园区未来基础建设规划、资金筹备计划和与央企的合作模式进行了介绍，对中国化学参与富阎产业合作园区发展寄予很高的期待。
2018年1月	三水区委书记黄福洪	会谈	诚挚邀请中国化学派出专家组对大塘工业园产业升级、产城融合开发等事项进行考察，尽快促成项目落地。
2018年3月	盘锦市委书记付忠伟	会谈	与盘锦市在技术研发与共享、化工园区建设、基础设施建设等方面加强合作。
2018年4月	岳阳会见岳阳市市长李爱武、岳阳市副市长杨昆	岳阳路桥合作框架	希望与岳阳市在化工、基础设施、环保等方面深化合作。
2018年4月	山西省委书记骆惠宁	会谈	与山西省在煤化工转型发展、基础设施建设、环保等方面加强合作。
2018年4月	淄博市委书记周连华	合作框架协议	化工产业园区化，解决基础化工占比较高的现状，逐步向精细化工转变，转型、取缔低端化工产业，压缩化工企业数量，提升化工产业层次。
2018年5月	重庆市委、区政府	战略合作框架协议	与重庆市发改委战略合作框架协议计划投资额达 200 亿元、与重庆市长寿区战略合作框架协议计划投资额达 300 亿元、与重庆市九龙坡区战略合作框架协议计划投资额达 100 亿元

资料来源：公司官网、天风证券研究所

**二是项目要精细化管理。**公司严格推行可控费用集中管理制度，将全部收支纳入预算管理范畴；完善财务关键业绩指标（KPI）考核和可控费用考核；将费用指标层层分解，规范上报、审批和执行流程，形成涵盖各业务和各层面的预算管理体系，从源头上控制费用支出，实现从事后算账到事前控制和事中监督的转变。**公司希望通过加强项目精细化管理，控制成本，提升利润水平。**

此前，**戴和根在就任中国中铁董事长期间就大力推行精细化管理**：在调查研究方面，曾多次带领总部多部门及所属多家单位到中建、中交等公司学习精细化管理经验；在体系建设方面，股份公司专门成立了成本管理部，研究出台精细化管理的办法及考核意见；在配套措施方面，对公司各单位法人的控制要素施行“一定编两定额”，即项目部人员定编、工程项目分包限价定额、项目部人员管理费用定额。同时构建了劳务队伍管理平台、物资采购电子商务平台以及资金集中调剂和市场化管理平台。

综上，管理层积极转变经营理念，将对公司财务报表产生一定影响，**一是通过加强与地方政府在基础设施、环保产业、军工融合等非化工领域的合作，推动其他业务增长，逐步提高其他业务收入占比；二是大力推行项目精细化管理，控制物资采购成本，有效管理费用成本，对毛利率产生积极影响，并将进一步提升企业的利润水平。**

## 2.2. 己内酰胺项目扩能改造将继续推动其他业务收入增长

中国化学工程股份有限公司的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及印尼巨港电站发电收入。2017年印尼巨港电站发电收入占其他营业收入比例较小，仅 8.14%，且近年运营平稳，故其他业务收入波动的主要原因是己内酰胺项目销售收入的

增长。

己内酰胺项目 2014 年开始投产使用，2016 年扩能改造后，产量由 20 万吨/年提升为 28 万吨/年，己内酰胺项目的投产及改造推动公司 2015、2016、2017 年其他业务收入分别增长 51%、27.02%、32.81%，其中 2017 年度其他业务收入 68.43 亿元，占总营业收入的比例为 11.76%，主要原因为己内酰胺项目扩能改造后，其产能提升，并且同时期产品的市场价格出现大幅上涨，导致其他业务收入和毛利均较大幅度增长。

而中国化学工程股份有限公司新任董事长在 2017 年 9 月即刚上任一个月就到天辰耀隆新材料有限公司进行考察，并对二期项目建设提出要求。可以看出，中国化学较为重视己内酰胺二期项目建设，预计将在 28 万吨/年的产量基础上继续扩能改造，进一步推动其他业务收入的增长。

图 7：其他业务收入（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

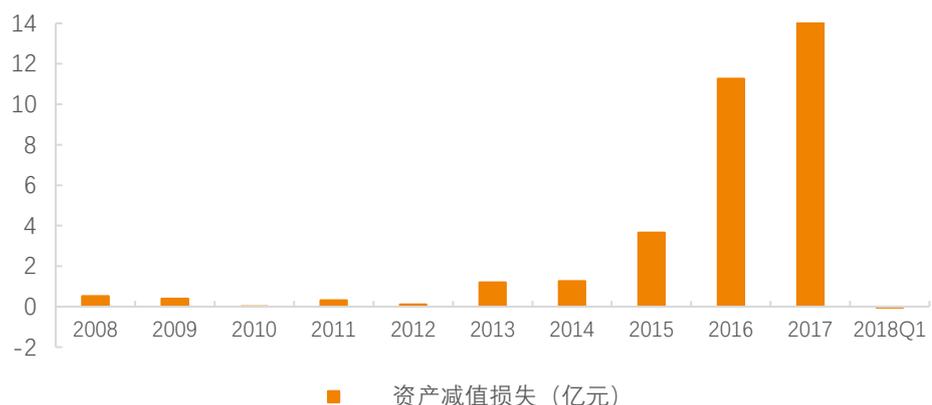
由于 2014-2017 年己内酰胺项目扩能改造对公司其他业务收入产生了积极影响，其每年增速均高于营业收入增速，导致其他业务收入占比逐年提高，由 2014 年的 3.88% 提升为 2017 年的 11.68%，成为推动营业收入增长的重要因素之一。2018 年的扩能改造以及管理层的经营战略，预计将进一步提升其他业务收入占比。

### 3. 资产减值损失及财务费用料将回落

#### 3.1. 集中计提减值准备后，减值空间将大幅压缩

中国化学 2016 年和 2017 年度资产减值损失分别为 11.26 亿元和 15.61 亿元，较 2015 年的 3.65 亿元有较大幅度增长，主要原因为 2016 年和 2017 年公司对在在建工程及固定资产、存货、应收账款等项目集中进行减值测试，对缓建、停建项目、坏账等大比例计提减值准备。

图 8：2008-2018Q1 资产减值损失（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

其中四川晟达化学新材料有限责任公司 PTA 项目在 2016 年度由于 PTA 产品价格走弱计提在建工程及固定资产减值准备共计 4.92 亿元，2017 年由于 PX 原材料采购的优惠政策力度降低，继续减值 4.52 亿元，截止 2017 年末四川晟达化学新材料有限责任公司总资产仅为 29.95 亿元，净资产为-7288.13 万元，PTA 项目已资不抵债，考虑到 2017 年和 2018 年一季度 PTA 整体行情好转，PTA-PX 价差呈现扩大趋势，以及 2017 年第四季度刚就 PX 原料的新供应价格达成协议，2018 年 PTA 项目继续减值的空间极小。无论该 PTA 项目今年是否运营或转让，在目前市场行情较好的背景下，很难存在减值或者折价的可能性。

2017 年度公司应收账款计提减值的比例较高，期末单独计提应收账款减值准备的重大项目共计 16 个，相较于 2016 年增加了 12 个项目，而计提比例在 50%（包括）以上的就有 14 个项目，其中 7 个项目的计提比例达 100%。考虑到 2016 年以来，受益于石油价格上涨和国内政策的放松，国内相关产业投资增加，业主资金链复苏，项目回款加快，应收账款减值空间进一步被压缩，其周转率将有所提升，也反映了订单转化更为流畅。

而存货的计提主要是针对完工未结算项目，其中“东华工程科技股份有限公司刚果（布）蒙哥 1200kt/a 钾肥”项目计提 2.7 亿元的存货跌价准备，主要原因为原业主资金链断裂，转让后对新业主的履行情况采取谨慎性原则而计提跌价准备。随着国内市场复苏，下游业主资产负债表会得到修复，存货的跌价准备也将相应减少。

整体来看，经历了 2016 年和 2017 年集中减值测试和市场环境复苏之后，2018 年公司资产减值损失的数额将呈下降趋势，其一季度为-451.21 万元，预计年末将回到 2015-2016 年之间的水平。

表 3：2017 年重大减值情况

2017 计提减值项目	减值原因	减值情况	累计计提比例
<b>PTA 项目</b>			
四川晟达化学新材料有限责任公司 PTA 项目	PX 原材料优惠政策变化以及 PTA 产品市场走势。	减值准备：在建工程 1.76 亿元、固定资产 2.26 亿元	34.19%
<b>应收账款</b>			
应收南京蓝星化工新材料有限公司债权 9590.99 万元	2017 年业主方原定的重组安排没有成功公司拟通过重组解决债务问题无法实施。	2017 年 7957.23 万元，2016 年前按照账龄已计提 1,633.76 万元	100.00%
应收安中国际石油有限公司 -等三家公司债权合计 14,043.57 万元	因资金问题缓建，2017 年业主方恢复建设的计划没有实施成功	已归还 3148.44 万元和 80 万美元，计提 7021.78 万元	74.47%
应收天津一化化工有限公司债权 1,367.35 万元	因环保问题停产	计提坏账 683.68 万元	50.00%
应收云南先锋化工有限公司债权 4,664.54 万元	业主方能否恢复生产存在重大不确定性。	计提 4664.54 万元	100.00%
应收新疆天同能源有限公司债权 1,994.32 万元	2017 年公司原定重组安排没有实施	计提 1503.1 万元	75.37%
<b>存货</b>			
东华工程科技股份有限公司刚果（布）蒙哥 1200kt/a 钾肥项目	项目新业主对原总承包合同的履行亦存在风险	存货计提 2.7 亿元	8.08%
香港荃湾区、葵涌区主供水管网更换改造项目	项目成本增加	存货计提 7201.87 万元	
沙特 SWCC 延布-麦地那三期输水工程项目	与总包方对合同结算方面出现争议，合同理解存差异。	存货计提 3107.12 万元	
云南先锋褐煤洁净化利用试验示	业主方能否恢复生产存在重大不确定	存货计提 7,212.57 万元	

范项目 性。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

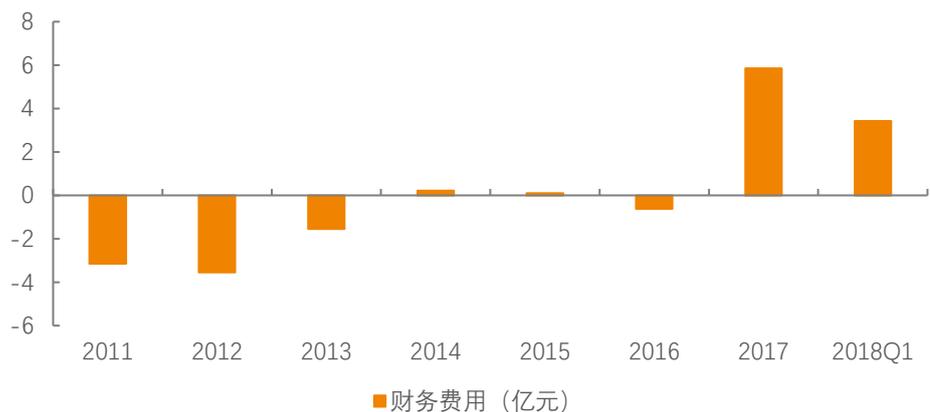
### 3.2. 汇兑损失产生财务费用, 公司认为 2018 年度汇率的合理波动范围在 1% 以内

2017 年和 2018 年第一季度, 公司财务费用分别为 5.86 亿元和 3.43 亿元, 相较于前几年增长明显, 原因主要为公司拥有外汇数额较大, 2017 年末达 87.79 亿元, 人民币升值将导致汇兑损失, 2017 年末由汇兑损失产生的财务费用为 3.39 亿元, 占比 57.85%, 而 2018 年第一季度有接近 3 个亿的汇兑损失, 是财务费用的主要来源。

公司曾公告称, 在面对汇率波动风险时, 公司首先在工程项目投标报价和合同中, 合理选择合同计价货币; 二是考虑一定的汇率损失准备; 三是合同中争取与对方约定汇率风险的保值条款; 四是投保外汇汇率风险保险; 五是合理运用外汇风险规避的金融工具, 降低汇兑成本。但 2017 年在面对较高的汇兑损失时, 公司未签署任何远期外汇合约或货币互换合约, 只是尽可能将外币收入与外币支出相匹配以降低汇率风险。

2017 年年报披露, 公司管理层认为 2018 年度人民币兑美元可能发生的合理变动范围为 1%, 即以 2017 年度的公司拥有的外汇期末余额为基础, 增加或减少净利润 4434.88 万元。由于 2017 年及 2018Q1 汇率合理变动范围已超过 1%, 给公司净利润带来了一定的损失, 我们预计公司将在 2018 年运用外汇风险规避工具, 如远期外汇合约、货币互换合约等, 来降低汇兑成本, 进而降低公司财务费用。

图 9: 财务费用 (亿元)



资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 4. 盈利预测

前面我们主要是定性判断油价上涨、公司新战略以及减值测试和汇兑损失对公司产生的影响, 现在我们定量测算一下对财务报表带来的影响:

预测一: 依据文中第一点, 石油价格上涨, 国内政策放松, 石化、煤化工行业呈现复苏迹象, 新签订单增幅明显, 转化效率有所提升, 我们认为将调高公司未来营业收入增速。

预测二: 依据文中第二点, 公司积极转变经营理念, 加强与地方政府合作, 考虑到己内酰胺项目扩产能的积极影响, 我们预计公司其他业务收入将继续保持高增长且毛利率有所提升。

预测三: 依据文中第三点, 2016 年、2017 年度公司集中进行了减值测试, PTA 项目、应收账款及存货的减值空间被大幅压缩, 加上管理层对 2018 年度汇率合理变动范围的预估, 我们认为资产减值损失及财务费用预计将双双回落。

表 4: 营业收入预测

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
---------	------	------	-------	-------	-------

工程收入					
营业收入	45,126.31	48,819.50	58,583.40	76,744.25	95,930.32
增长率	-20.05%	8.18%	20.00%	31.00%	25.00%
毛利率	13.24%	14.00%	14.00%	13.90%	13.90%
勘察、设计及服务					
营业收入	2,537.51	2,524.15	2,650.36	2,782.88	2,922.02
增长率	-1.99%	-0.53%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	16.62%	22.40%	22.50%	22.40%	22.30%
其他主营业务					
营业收入	5,152.14	6,842.79	8,553.49	9,408.84	9,879.28
增长率	27.03%	32.81%	25.00%	10.00%	5.00%
毛利率	18.89%	21.42%	22.00%	22.00%	22.00%
其他业务					
营业收入	259.80	384.98	461.98	554.37	665.25
增长率	-41.35%	48.18%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	27.40%	27.55%	28.00%	27.00%	27.00%
销售收入合计					
营业收入	53,075.76	58,571.43	70,249.26	89,490.36	109,396.84
收入增长率	-16.46%	10.35%	19.94%	27.39%	22.24%
平均毛利率	14.02%	15.32%	15.39%	15.10%	14.94%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 5：费用率预测表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用率	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
财务费用率	-0.1%	1.0%	0.7%	0.3%	0.4%
三费/营业收入	7.5%	8.6%	8.3%	7.9%	8.0%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 6：预测利润表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	53,075.8	58,571.4	70,249.3	89,490.4	109,396.8
营业成本	45,636.2	49,600.4	59,440.1	75,979.9	93,057.8
营业税金及附加	426.9	249.1	309.1	393.8	481.3
营业费用	254.3	291.8	351.2	447.5	547.0
管理费用	3,774.3	4,132.8	4,987.7	6,353.8	7,767.2
财务费用	-62.5	585.7	471.1	293.7	470.7
资产减值损失	1,126.3	1,560.6	800.0	600.0	850.0
公允价值变动收益	-	0.1	-5.2	-	-
投资净收益	101.3	84.7	97.4	100.0	100.0
其他	-	-	-	-	-
营业利润	2,021.6	2,314.8	3,982.1	5,521.7	6,322.8
营业外收入	306.2	32.4	32.4	32.4	32.4
营业外支出	133.0	73.7	140.0	170.0	200.0
利润总额	2,194.7	2,273.5	3,874.5	5,384.1	6,155.2
所得税	419.5	677.3	1,154.4	1,604.1	1,833.8
净利润	1,775.2	1,596.1	2,720.2	3,780.0	4,321.4
少数股东损益	4.9	38.9	62.1	62.9	92.0
归属于母公司净利	1,770.4	1,557.2	2,658.0	3,717.1	4,229.4

润

每股收益 (元)	0.359	0.316	0.539	0.754	0.857
----------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司公告、天风证券研究所

总体来看，由于订单的增长及转化效率的提升，公司未来收入平均增速预计将高于 23%，增长迅速。作为化工、煤化工工程建设总承包领域的龙头之一，中国化学受化工及煤化工项目影响较大，2018 年料石油炼化投资进一步加速，同时在环评放松以及油价上涨等因素的影响下，整体项目将进展顺畅，项目回款迅速，加上公司积极增加拥有高毛利率的其他业务比重，以及公司的精细化管理，综合毛利率也将不断提升。而资产减值损失以及汇兑损失的双双回落，也将推动净利润高增长，预计 2018~2020 平均利润增速高于 40%。

2018Q1 营收增速达 41.89%，但净利润增速仅为 28.97%，而按照我们的预测，2018Q2 营业成本增速及财务费用将有所降低，在营收增速保持相对高位的背景下，净利润增速将会迅速拉升，出现超预期的可能。在目前市场环境下，我们认为投资者会更青睐于业绩快速增长且持续超预期的公司。

## 5. 投资建议

将上述预测带入模型中，我们略微上调了公司的盈利预测，2018~2020 年归母净利润预测值由 24.09、31.49、39.06 亿元调整至 26.58、37.17、42.29 亿元；2018~2020 年 EPS 预测值为 0.54、0.75、0.86 元/股，对应的 PE 为 13、9、8 倍。由于 EPS 的提升，我们上调公司目标价至 9.70 元，对应目标 PE18 倍（原目标价 9.00 元，对应目标 PE18 倍）。根据我们的预测，预计今年 Q2 业绩增速将会较 Q1 出现进一步提升，可能超出市场预期，中报业绩持续快速增长的公司在目前的市场环境下可能更受投资者所偏好，维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

项目推进不及预期、汇率风险、油价大幅下跌

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	21,350.81	23,270.08	24,587.24	31,321.62	38,288.89
应收账款	16,844.82	18,515.14	23,905.74	30,237.24	36,194.37
预付账款	6,616.30	6,380.23	9,208.10	10,846.17	14,022.43
存货	18,230.82	15,891.22	25,035.52	27,616.44	37,272.73
其他	4,819.61	6,486.43	7,117.51	9,547.04	9,266.32
<b>流动资产合计</b>	<b>67,862.37</b>	<b>70,543.08</b>	<b>89,854.12</b>	<b>109,568.52</b>	<b>135,044.74</b>
长期股权投资	190.18	374.55	384.55	394.55	399.55
固定资产	7,935.58	8,549.05	8,930.34	9,051.51	9,171.86
在建工程	3,543.28	2,355.98	1,773.59	1,424.15	1,574.49
无形资产	2,067.69	1,926.87	1,826.50	1,726.13	1,625.76
其他	2,285.08	3,731.79	3,207.72	3,351.06	3,425.59
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,021.80</b>	<b>16,938.25</b>	<b>16,122.70</b>	<b>15,947.41</b>	<b>16,197.26</b>
<b>资产总计</b>	<b>83,884.17</b>	<b>87,481.33</b>	<b>105,976.82</b>	<b>125,515.93</b>	<b>151,242.00</b>
短期借款	499.37	487.83	904.86	2,911.29	6,974.60
应付账款	30,129.74	30,339.61	42,062.56	49,890.09	61,324.23
其他	16,773.57	18,848.14	23,429.12	28,928.96	33,882.02
<b>流动负债合计</b>	<b>47,402.68</b>	<b>49,675.58</b>	<b>66,396.54</b>	<b>81,730.35</b>	<b>102,180.85</b>
长期借款	5,714.55	5,437.20	4,219.16	4,665.97	5,577.08
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,573.35	1,810.33	1,724.08	1,702.59	1,745.67
<b>非流动负债合计</b>	<b>7,287.90</b>	<b>7,247.53</b>	<b>5,943.24</b>	<b>6,368.55</b>	<b>7,322.74</b>
<b>负债合计</b>	<b>54,690.59</b>	<b>56,923.11</b>	<b>72,339.78</b>	<b>88,098.90</b>	<b>109,503.59</b>
少数股东权益	1,722.60	2,214.55	2,276.68	2,339.62	2,431.62
股本	4,933.00	4,933.00	4,933.00	4,933.00	4,933.00
资本公积	5,513.39	5,521.97	5,521.97	5,521.97	5,521.97
留存收益	22,736.55	23,769.31	26,427.35	30,144.41	34,373.80
其他	(5,711.95)	(5,880.60)	(5,521.97)	(5,521.97)	(5,521.97)
<b>股东权益合计</b>	<b>29,193.59</b>	<b>30,558.22</b>	<b>33,637.04</b>	<b>37,417.03</b>	<b>41,738.41</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>83,884.17</b>	<b>87,481.33</b>	<b>105,976.82</b>	<b>125,515.93</b>	<b>151,242.00</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,775.25	1,596.14	2,658.05	3,717.06	4,229.39
折旧摊销	857.71	845.44	916.77	1,008.80	1,109.79
财务费用	296.78	387.93	471.15	293.74	470.67
投资损失	(101.32)	(84.72)	(97.42)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	1,281.75	(1,126.55)	(953.14)	107.80	(2,205.13)
其它	(1,277.18)	1,267.51	56.89	62.94	91.99
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,832.99</b>	<b>2,885.75</b>	<b>3,052.29</b>	<b>5,090.34</b>	<b>3,596.71</b>
资本支出	1,003.31	73.55	711.25	711.49	1,241.92
长期投资	24.39	184.38	10.00	10.00	5.00
其他	3.16	(1,396.11)	(1,238.33)	(1,311.49)	(2,431.92)
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,030.85</b>	<b>(1,138.18)</b>	<b>(517.08)</b>	<b>(590.00)</b>	<b>(1,185.00)</b>
债权融资	6,376.18	6,472.68	5,367.15	7,894.93	12,921.16
股权融资	52.18	(737.18)	(112.51)	(293.74)	(470.67)
其他	(6,837.68)	(5,792.90)	(6,472.68)	(5,367.15)	(7,894.93)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(409.32)</b>	<b>(57.39)</b>	<b>(1,218.05)</b>	<b>2,234.04</b>	<b>4,555.56</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>3,454.51</b>	<b>1,690.18</b>	<b>1,317.17</b>	<b>6,734.38</b>	<b>6,967.27</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>53,075.76</b>	<b>58,571.43</b>	<b>70,249.26</b>	<b>89,490.36</b>	<b>109,396.84</b>
营业成本	45,636.16	49,600.41	59,440.11	75,979.89	93,057.84
营业税金及附加	426.88	249.07	309.10	393.76	481.35
营业费用	254.33	291.76	351.25	447.45	546.98
管理费用	3,774.31	4,132.83	4,987.70	6,353.82	7,767.18
财务费用	(62.47)	585.68	471.15	293.74	470.67
资产减值损失	1,126.30	1,560.59	800.00	600.00	850.00
公允价值变动收益	0.00	0.06	(5.25)	0.00	0.00
投资净收益	101.32	84.72	97.42	100.00	100.00
其他	(202.64)	(248.49)	(184.35)	(200.00)	(200.00)
<b>营业利润</b>	<b>2,021.56</b>	<b>2,314.80</b>	<b>3,982.14</b>	<b>5,521.70</b>	<b>6,322.82</b>
营业外收入	306.17	32.40	32.40	32.40	32.40
营业外支出	133.03	73.71	140.00	170.00	200.00
<b>利润总额</b>	<b>2,194.70</b>	<b>2,273.49</b>	<b>3,874.54</b>	<b>5,384.10</b>	<b>6,155.22</b>
所得税	419.46	677.35	1,154.35	1,604.10	1,833.84
<b>净利润</b>	<b>1,775.25</b>	<b>1,596.14</b>	<b>2,720.18</b>	<b>3,780.00</b>	<b>4,321.38</b>
少数股东损益	4.86	38.90	62.14	62.94	91.99
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,770.38</b>	<b>1,557.24</b>	<b>2,658.05</b>	<b>3,717.06</b>	<b>4,229.39</b>
每股收益(元)	0.36	0.32	0.54	0.75	0.86

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-16.46%	10.35%	19.94%	27.39%	22.24%
营业利润	-42.09%	14.51%	72.03%	38.66%	14.51%
归属于母公司净利润	-37.70%	-12.04%	70.69%	39.84%	13.78%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.02%	15.32%	15.39%	15.10%	14.94%
净利率	3.34%	2.66%	3.78%	4.15%	3.87%
ROE	6.44%	5.49%	8.48%	10.60%	10.76%
ROIC	10.49%	17.06%	31.19%	36.42%	44.83%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.20%	65.07%	68.26%	70.19%	72.40%
净负债率	109.15%	88.24%	80.80%	113.28%	117.12%
流动比率	1.43	1.42	1.35	1.34	1.32
速动比率	1.05	1.10	0.98	1.00	0.96
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.41	3.31	3.31	3.31	3.29
存货周转率	2.89	3.43	3.43	3.40	3.37
总资产周转率	0.64	0.68	0.73	0.77	0.79
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.36	0.32	0.54	0.75	0.86
每股经营现金流	0.57	0.58	0.62	1.03	0.73
每股净资产	5.57	5.75	6.36	7.11	7.97
<b>估值比率</b>					
市盈率	19.81	22.52	13.20	9.44	8.29
市净率	1.28	1.24	1.12	1.00	0.89
EV/EBITDA	6.35	4.09	2.78	1.56	1.10
EV/EBIT	9.12	5.31	3.35	1.83	1.28

### 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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com