



601117.SH

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 6.56

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4.1)	(14.7)	(7.2)	2.1
相对上证指数	10.9	(5.2)	2.0	12.8

发行股数(百万)	4,933
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	33,051
3个月日均交易额(人民币 百万)	175
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
中国化学工程集团有限公司	65

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年6月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰: 专业工程

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100003

\*余斯杰为本报告重要贡献者

# 中国化学

## 油价高增驱动煤化工订单高速增长

油价高企推动公司订单高速增长, 未来营收增长确定性高。公司培育化工、基建、环保、实业、金融五大板块, 并收购山东公路集团, 未来环保与基建业务有望高速增长。

### 支撑评级的要点

- **外围油价高企驱动公司新签订单增速明显:** 外围油价高企, 煤化工作为重要能源替代品, 新增产能需求明显。公司作为化学工程行业龙头, 订单数量高增, 未来收入高速增长确定性较高。预计未来三年, 公司煤化工业务营收增长 100%, 25%, 20%; 石油化工业务增长 35%, 12%, 12%; 普通化工业务增长 24%, 21%, 18%; 基建业务增长 30%, 30%, 25%。总体收入增长率可达到 56%, 19%, 17%。
- **非化工业务有一定突破, 打造公司新营收增长点:** 公司确立化工/基建/环保/实业/金融五大业务板块, 致力于拓展非化工业务, 并已经在 2017 年形成一定体量的收入。我们认为未来基建和环保量达板块将是公司未来营收的新增长点。
- **母公司收购山东公路, 整合后资质提升:** 母公司中国化学工程集团完成对山东省公路建设有限公司的战略重组, 是山东省公路建设核心企业。整合后, 公司将具有公路工程施工总承包特级资质, 是未来公司基建业务加速增长的有力保证。

### 评级面临的主要风险

- 油价波动风险, 订单落地风险, 新业务增长不及预期

### 估值

- 预计 2018-2020 年公司营收分别为 880.13 亿元, 1046.71 亿元, 1217.65 亿元; 归母净利润分别为 25.73 亿元, 29.35 亿元, 33.31 亿元; EPS 分别为 0.52, 0.60, 0.68。目前行业平均 PE 为 23 倍, 综合考虑公司增长预期以及整体规模, 给予 18 倍市盈率, 目标价 9.36 元。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	53,076	58,571	88,013	104,671	121,766
变动(%)	(16)	10	50	19	16
净利润(人民币 百万)	1,770	1,557	2,573	2,936	3,331
全面摊薄每股收益(人民币)	0.359	0.316	0.522	0.595	0.675
变动(%)	(37.7)	(12.0)	65.2	14.1	13.5
市场预期每股收益(人民币)	0.359	0.316	0.500	0.642	0.766
全面摊薄市盈率(倍)	18.8	21.4	12.9	11.3	10.0
价格/每股账面价值(倍)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
每股现金流量(人民币)	0.78	1.46	1.01	1.13	1.32
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.1	9.1	7.6	6.8	6.1
每股股息(人民币)	0.11	0.10	0.16	0.18	0.20
股息率(%)	1.6	1.4	2.4	2.7	3.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**损益表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	53,076	58,571	88,013	104,671	121,766
销售成本	45,636	49,600	77,162	91,952	107,130
经营费用	4,456	4,674	7,041	8,374	9,741
息税折旧前利润	2,985	3,666	4,391	4,925	5,423
折旧及摊销	858	845	942	1,028	1,054
经营利润(息税前利润)	2,127	2,820	3,449	3,897	4,369
净利息收入/(费用)	62	(586)	49	95	163
其他收益/(损失)	274	43	70	70	70
税前利润	2,190	2,235	3,498	3,993	4,532
所得税	419	677	925	1,057	1,202
少数股东权益	5	39	201	235	274
净利润	1,770	1,557	2,573	2,936	3,331
核心净利润	1,496	1,514	2,503	2,866	3,261
每股收益(人民币)	0.359	0.316	0.522	0.595	0.675
核心每股收益(人民币)	0.303	0.307	0.507	0.581	0.661
每股股息(人民币)	0.108	0.095	0.160	0.180	0.200
收入增长(%)	(16)	10	50	19	16
息税前利润增长(%)	(41)	33	22	13	12
息税折旧前利润增长(%)	(33)	23	20	12	10
每股收益增长(%)	(38)	(12)	65	14	13
核心每股收益增长(%)	(43)	1	65	14	14

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	2,190	2,235	3,498	3,993	4,532
折旧与摊销	858	845	942	1,028	1,054
净利息费用	(62)	586	(49)	(95)	(163)
运营资本变动	(3,586)	(1,517)	(761)	(816)	(1,321)
税金	1,628	2,113	806	601	390
其他经营现金流	(5,366)	(4,410)	(1,388)	(1,271)	(1,168)
经营活动产生的现金流	2,833	2,886	4,570	5,071	5,966
购买固定资产净值	338	1,519	18	6	2
投资减少/增加	(1,369)	(381)	(50)	(50)	(50)
其他投资现金流	0	5,460	396	445	513
投资活动产生的现金流	1,031	4,321	428	490	561
净增权益	(226)	34	0	0	0
净增债务	607	403	0	0	0
支付股息	533	469	789	888	987
其他融资现金流	(263)	(424)	(323)	(337)	(341)
融资活动产生的现金流	(415)	(456)	(1,112)	(1,225)	(1,328)
现金变动	3,530	960	3,868	4,330	5,197
期初现金	16,359	21,351	23,270	27,138	31,468
公司自由现金流	3,864	7,207	4,998	5,560	6,527
权益自由现金流	4,208	7,186	4,676	5,223	6,186

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	21,351	23,270	27,138	31,468	36,665
应收帐款	19,705	23,448	35,400	42,052	48,850
库存	18,231	15,891	17,421	18,245	19,088
其他流动资产	12,856	8,576	7,934	7,934	7,934
流动资产总计	67,862	70,543	87,893	99,699	112,537
固定资产	7,918	8,548	9,333	8,872	8,034
无形资产	2,068	1,927	1,863	1,798	1,734
其他长期资产	6,036	6,463	4,820	4,323	4,174
长期资产总计	16,022	16,938	16,015	14,993	13,942
总资产	83,884	87,481	103,908	114,692	126,479
应付帐款	26,273	26,318	39,910	47,204	54,689
短期债务	499	488	588	588	588
其他流动负债	20,630	22,870	23,421	24,419	25,896
流动负债总计	47,403	49,676	63,919	72,211	81,173
长期借款	5,715	5,437	5,437	5,437	5,437
其他长期负债	1,573	1,810	2,009	2,218	2,424
股本	4,933	4,933	4,933	4,933	4,933
储备	24,261	25,625	27,610	29,893	32,511
股东权益	29,194	30,558	32,543	34,826	37,444
少数股东权益	1,723	2,215	2,416	2,651	2,925
总负债及权益	83,884	87,481	103,908	114,692	126,479
每股帐面价值(人民币)	5.57	5.75	6.11	6.52	7.00
每股有形资产(人民币)	16.48	17.23	20.57	22.77	25.17
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.75)	(3.15)	(3.87)	(4.71)	(5.72)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	5.6	6.3	5.0	4.7	4.5
息税前利润率(%)	4.0	4.8	3.9	3.7	3.6
税前利润率(%)	4.1	3.8	4.0	3.8	3.7
净利率(%)	3.3	2.7	3.2	3.0	3.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	47.8	6.3	9.9	11.1	12.5
净权益负债率(%)	(46.5)	(50.8)	(58.7)	(66.7)	(75.4)
速动比率(倍)	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	18.8	21.4	12.9	11.3	10.0
核心业务市盈率(倍)	22.2	22.0	13.3	11.6	10.2
市净率(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
价格/现金流(倍)	8.6	4.6	6.7	6.0	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.1	9.1	7.6	6.8	6.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	125.4	99.0	72.2	63.6	57.2
应收帐款周转天数	135.5	146.1	146.8	146.6	146.4
应付帐款周转天数	210.1	193.7	188.8	187.4	186.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	30.1	30.1	30.7	30.2	29.6
净资产收益率(%)	6.1	5.2	8.5	9.1	9.6
资产收益率(%)	2.1	1.8	2.7	2.8	2.9
已运用资本收益率(%)	9.4	14.2	22.1	29.7	44.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测