



2018 年 08 月 30 日

# 增持(维持)

当前价: 6.64 元

目标价: - 元

## 分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001

电话: 0755-83331495

邮箱: liuping\_bf@lxsec.com

## 盈利预测

| 百万元    | 2017   | 2018E | 2019E | 2020E   |
|--------|--------|-------|-------|---------|
| 主营收入   | 58,571 | 78,97 | 98,40 | 117,961 |
| (+/-)  | 10.4%  | 34.8% | 24.6% | 19.9%   |
| 净利润    | 1557   | 1999  | 2595  | 2996    |
| (+/-)  | -12.0% | 28.4% | 29.8% | 15.5%   |
| EPS(元) | 0.32   | 0.41  | 0.53  | 0.61    |
| P/E    | 21.0   | 16.4  | 12.6  | 10.9    |

资料来源: 联讯证券研究院

《中国化学(601117)》\_【联讯建筑年报点评】中国化学(601117): 业务结构优化叠加景气周期, 18 年将迎业绩拐点》

2018-04-27

中国化学(601117.SH)

# 【联讯建筑中报点评】中国化学(601117): 全面转型初见成效, 景气上行业绩拐点确立

## 投资要点

### ✧ 事件:

2018 年 8 月 29 日, 公司发布 2018 年半年度报告。报告期内, 公司实现营业收入 340.08 亿元, 同比增长 36.34%; 实现归母净利润 10.84 亿元, 同比增长 27.95%; 基本每股收益为 0.22 元/股, 同比增长 29.41%。

### ✧ 点评:

#### ✧ 工程施工业务回暖, 业绩拐点确定

分业务来看, 工程施工(承包)、勘察、设计及服务和其他业务的营业收入分别为 285.69 亿元、8.70 亿元、43.52 亿元, 同比增长分别为 38.09%、-6.75%、27.17%。报告期内, 工程总承包业务营业收入增幅较快, 其次为其他业务。工程施工业务为公司主要收入来源, 占营业收入的 84.55%; 勘察、设计及服务业务占主营业务收入的 2.85%, 公司上半年其他业务收入主要来源于福建天辰耀隆己内酰胺项目的销售收入、印尼巨港电站发电收入、部分地产项目销售收入及部分加工制造收入, 占主营业务收入的 27.42%。

分季度来看, 公司在 Q2 实现营业收入 190.90 亿元, 同比增长 32.29%; 实现净利润 6.84 亿元, 同比增长 27.35%

#### ✧ 施工业务毛利率下滑, 其它业务毛利率显著提升

报告期公司销售毛利率 11.93%, 同比下降 1.83 个百分点; 分业务看, 工程施工(承包)、勘察设计及服务以及其他业务毛利率分别为 9.28%、19.64%、27.42%, 分别提升-2.97、0.55、5.44 个百分点。工程施工业务毛利率下降的主要原因是受行业市场竞争加剧, 合同利润空间进一步缩小, 且部分项目处于停缓建状态, 同时材料、人工等费用不断增长, 致使毛利率较上年同期有所下降; 勘察、设计及服务业务毛利率小幅提升主要系公司保留优质设计项目导致; 其他业务毛利率有所提升主要系公司福建天辰耀隆己内酰胺项目及印尼电站生产及销售处于稳定状态以及部分房地产项目上半年实现销售, 收入、毛利及毛利率均有较大增长。

#### ✧ 全面转型见成效, 新签合同爆发式增长

报告期内, 公司新签合同额 800.74 亿元, 较上年同期增长 332.42 亿元, 增幅 41.51%。其中: 新签工程总承包合同 425.37 亿元, 同比增长 96.66%, 新签施工承包及总承包合同 351.22 亿元, 同比增长 51.70%, 新签勘察设计及监理咨询合同 13.64 亿元, 同比增长 92.11%, 新签其他业务合同 10.51 亿元, 同比增长 0.38%; 按地区划分, 新签境内合同 404.17 亿元, 占新签合同总额的 50.47%, 比上年同期增幅 68.62%。新签境外合同 396.57 亿元, 占新签合同总额的 49.53%, 比上年同期增幅 75.70%。



新签合同的行业占比分别为：化工 26.71%，石油化工 16%，煤化工 10.08%，电力 0.57%，建筑 6.35%，环保 3.99% 其他 36.3%。

2018 年上半年新签合同中，石油化工、电力占比进一步降低，煤化工、化工占比提升，公司非化工类合同额占比已经达到 50%，建筑类、环保类新签合同额占比都有较大幅度的增长，公司已经全面开展转型升级的发展战略，并取得了初步的成效。

#### ✧ 期间费用率明显下降，上半年汇兑净收益超 3 亿

2018 年上半年，公司期间费用率为 6.38%，比去年同期下降 1.45 个百分点。其中，销售费率为 0.53% (+0.05pct)，销售费用增长主要是公司为完成全年收入目标实现，加大销售力度，营销费用投入增加；管理费率为 5.61% (-0.71pct)，管理费用增长主要是研发费增加所致。财务费率为 0.24% (-0.78%)，财务费用下降主要原因为去年同期汇兑净损失 3.38 亿元，而今年受人民币贬值影响，录得汇兑收益 3.21 亿元。

#### ✧ 积极布局“一带一路”，拓展海外市场

报告期内，国内、国外分别实现营业收入 230.41 亿元、107.52 亿元，同比分别增长 43.67%、22.6%。公司上半年境外新签合同额达到历史同期最高水平，公司先后签订迪拜汽车城发展建设综合体工程总承包项目，阿联酋沙迦阿尔玛莎房施工总承包项目，尼日利亚丹格特炼油施工总承包项目，俄罗斯鄂木斯克原油深度转化施工总承包项目，刚果（金）金沙萨省基础设施一揽子项目及固体垃圾发电项目等，境外传统领域和跨领域经营订单均收获不菲，多元化的业务结构格局正在逐步形成。

#### ✧ 公司加大研发投入，增强核心竞争力

上半年共获得国家授权专利 162 项。其中，发明专利 57 项，实用新型专利 105 项。持续推进技术创新平台建设，成立国家新一代煤（能源）化工产业技术创新战略联盟环保专业委员会，新增 3 家国家级企业技术中心。

#### ✧ 维持“增持”评级

我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 789.8 亿元、984.0 亿元、1179.6 亿元，同比分别增加 34.8%、24.6%、19.9%；归母净利润分别为 20.0 亿元、25.9 亿元、30.0 亿元，同比分别增加 28.4%、29.8%、15.5%。EPS 分别为 0.41、0.53 和 0.61 元/股，对应的 PE 分别为 16/13/11x；公司业务结构转型已经见到成效，随着公司在传统基建领域布局加快，公司业绩的波动性有望减小，同时公司优势领域的化工、煤化工市场有望迎来一轮复苏周期，公司业绩拐点确定，维持“增持”评级。

#### ✧ 风险提示

市场需求风险；

项目停工风险；

化工产品价格波动风险；

海外市场风险，国际经济及政治局势变化风险。



图表1: PE Band



资料来源: Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

| 资产负债表（百万元）       |              |               |               |               | 利润表（百万元）         |               |               |              |              |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| 2017             | 2018E        | 2019E         | 2020E         |               | 2017             | 2018E         | 2019E         | 2020E        |              |
| 现金及现金等价物         | 23270        | 29126         | 34237         | 40048         | 营业收入             | 58571         | 78978         | 98404        | 117961       |
| 应收款项             | 23301        | 32457         | 40440         | 48477         | 营业成本             | 49600         | 68626         | 86274        | 103986       |
| 存货净额             | 15891        | 22324         | 28134         | 33967         | 营业税金及附加          | 249           | 316           | 394          | 472          |
| 其他流动资产           | 8076         | 11057         | 13777         | 16515         | 销售费用             | 292           | 395           | 492          | 590          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>70543</b> | <b>95429</b>  | <b>117099</b> | <b>139570</b> | 管理费用             | 4133          | 4886          | 5973         | 7029         |
| 固定资产             | 10906        | 9439          | 7599          | 5378          | 财务费用             | 586           | 667           | 298          | 243          |
| 无形资产及其他          | 1927         | 1858          | 1789          | 1720          | 投资收益             | 85            | 93            | 103          | 113          |
| 投资性房地产           | 3731         | 3731          | 3731          | 3731          | 资产减值及公允价值变动      | (1561)        | (1717)        | (1888)       | (2077)       |
| 长期股权投资           | 375          | 385           | 395           | 405           | 其他收入             | 79            | 0             | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>87481</b> | <b>110842</b> | <b>130612</b> | <b>150804</b> | 营业利润             | 2315          | 2465          | 3188         | 3677         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 1035         | 1100          | 1100          | 1100          | 营业外净收支           | (41)          | 0             | 0            | 0            |
| 应付款项             | 26318        | 36387         | 45856         | 55364         | <b>利润总额</b>      | <b>2273</b>   | <b>2465</b>   | <b>3188</b>  | <b>3677</b>  |
| 其他流动负债           | 22322        | 30708         | 38627         | 46564         | 所得税费用            | 677           | 419           | 542          | 625          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>49676</b> | <b>68194</b>  | <b>85584</b>  | <b>103028</b> | 少数股东损益           | 39            | 47            | 51           | 56           |
| 长期借款及应付债券        | 5437         | 8437          | 8437          | 8437          | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1557</b>   | <b>1999</b>   | <b>2595</b>  | <b>2996</b>  |
| 其他长期负债           | 1810         | 1810          | 1810          | 1810          |                  |               |               |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>7248</b>  | <b>10248</b>  | <b>10248</b>  | <b>10248</b>  | 现金流量表（百万元）       |               |               |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>56923</b> | <b>78442</b>  | <b>95831</b>  | <b>113276</b> | 2017             | 2018E         | 2019E         | 2020E        |              |
| 少数股东权益           | 2215         | 2257          | 2303          | 2354          | 净利润              | 1557          | 1999          | 2595         | 2996         |
| 股东权益             | 28344        | 30143         | 32478         | 35174         | 资产减值准备           | 434           | (290)         | (343)        | (398)        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>87481</b> | <b>110842</b> | <b>130612</b> | <b>150804</b> | 折旧摊销             | 841           | 1109          | 1163         | 1210         |
|                  |              |               |               |               | 公允价值变动损失         | 1561          | 1717          | 1888         | 2077         |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2017</b>  | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>  | <b>2020E</b>  | 财务费用             | 586           | 667           | 298          | 243          |
| 每股收益             | 0.32         | 0.41          | 0.53          | 0.61          | 营运资本变动           | 384           | (405)         | 534          | 439          |
| 每股红利             | 0.18         | 0.04          | 0.05          | 0.06          | 其它               | (418)         | 332           | 389          | 448          |
| 每股净资产            | 5.75         | 6.11          | 6.58          | 7.13          | <b>经营活动现金流</b>   | <b>4360</b>   | <b>4462</b>   | <b>6226</b>  | <b>6773</b>  |
| ROIC             | 9%           | 11%           | 12%           | 14%           | 资本开支             | 946           | (1000)        | (800)        | (600)        |
| ROE              | 5%           | 6.6%          | 8%            | 9%            | 其它投资现金流          | (5)           | (460)         | (47)         | (51)         |
| 毛利率              | 15%          | 13%           | 12%           | 12%           | <b>投资活动现金流</b>   | <b>757</b>    | <b>(1470)</b> | <b>(857)</b> | <b>(661)</b> |
| EBIT Margin      | 7%           | 6%            | 5%            | 5%            | 权益性融资            | 37            | 0             | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 9%           | 7%            | 7%            | 6%            | 负债净变化            | (277)         | 3000          | 0            | 0            |
| 收入增长             | 10%          | 35%           | 25%           | 20%           | 支付股利、利息          | (893)         | (200)         | (259)        | (300)        |
| 净利润增长率           | -12%         | 28%           | 30%           | 15%           | 其它融资现金流          | (894)         | 65            | 0            | 0            |
| 资产负债率            | 68%          | 73%           | 75%           | 77%           | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(3197)</b> | <b>2865</b>   | <b>(259)</b> | <b>(300)</b> |
| 息率               | 2.7%         | 0.6%          | 0.8%          | 0.9%          | <b>现金净变动</b>     | <b>1919</b>   | <b>5856</b>   | <b>5110</b>  | <b>5812</b>  |
| P/E              | 21.0         | 16.4          | 12.6          | 10.9          | 货币资金的期初余额        | 21351         | 23270         | 29126        | 34237        |
| P/B              | 1.2          | 1.1           | 1.0           | 0.9           | 货币资金的期末余额        | 23270         | 29126         | 34237        | 40048        |
| EV/EBITDA        | 17.5         | 19.0          | 20.0          | 20.6          | 企业自由现金流          | 5189          | 3651          | 5272         | 5933         |
|                  |              |               |               |               | 权益自由现金流          | 4017          | 6494          | 5025         | 5732         |

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学本科、硕士，2017 年 9 月加入联讯证券，任建筑建材行业首席分析师。

## 研究院销售团队

|    |     |              |             |                      |
|----|-----|--------------|-------------|----------------------|
| 北京 | 周之音 | 010-66235704 | 13901308141 | zhouzhiyin@lxsec.com |
| 上海 | 徐佳琳 | 021-51782249 | 13795367644 | xujialin@lxsec.com   |

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)