证券研究报告—动态报告

建筑工程

专业工程

中国化学(601117)

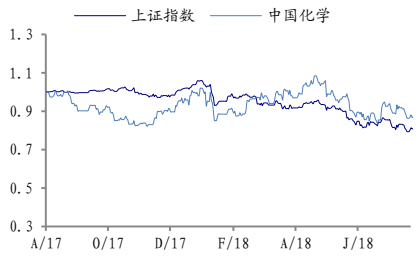
买入

2018 年半年报业绩点评

（维持评级）

2018 年 08 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	4933/4933
总市值/流通(百万元)	32700/32700
上证综指/深圳成指	2769/8678
12 个月最高/最低(元)	8.15/6.18

相关研究报告:

《国信证券-建筑与工程行业 3 月投资策略：风劲帆满，蓄势谋远》——2018-03-19

《国信证券-建筑工程行业年报&一季报总结：业绩提速，基本面持续向好，重点关注低估值央企和国际工程》——2018-05-08

《国信证券-建筑工程行业 2018 年下半年投资策略：博观约取，坚守价值》——2018-07-02

《国信证券-建筑工程行业 2018 年中报业绩前瞻暨 8 月投资策略：基建投资迎拐点，重点推荐设计咨询龙头和补短板受益股》——2018-08-06

证券分析师：周松
电话： 021-60875163
E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码:
S0980518030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

化建龙头，营收回暖订单高增长，业绩迎拐点

●营收持续回暖，订单实现高增长

2018 年上半年公司实现营业收入 340.08 亿，同比增长 36.34%；归属于上市公司股东的净利润 10.85 亿，同比增长 27.95%，营收持续回暖，净利润拐点确立。主营业务工程承包增长提速，完成营收 285.69 亿，同比增长 38.09%，占总营收比重为 84.01%;化工品销售、电站运营、房地产等其他业务营收 43.52 亿，同比增长 36.70%，占总营收比重为 12.80%，规模逐步扩大，多元化业务格局初现。公司新签订单 800.74 亿，同比增长 72.05%，其中海外订单 396.57 亿，占比达到 49.53%。目前在手订单充沛，未来业绩有望持续放量增长。

● 期间费用率大幅下降，建筑央企中负债率最低

公司 2018 年上半年毛利率为 11.93%，同比下降 1.83pct；净利率为 3.47%，同比下降 0.29pct。毛利率下降主要是因为毛利率较高的设计业务占比下降。期间费用率下降 1.45pct 至 6.38%，主要原因是去年同期汇率波动较大，其中管理费用率下降 0.71pct 至 5.61%，财务费用率下降 0.78pct 至 0.24%，销售费用率提升 0.05pct 至 0.53%。资产负债率为 66.78%，在八大建筑央企中是最低的。总资产周转率和应收账款周转率同比提升 26.67%、15.17%。

● Q2 业绩延续高增长

公司去年 Q3、Q4 和今年 Q1、Q2 分别完成营收 134.01 亿、202.26 亿、149.19 亿、190.90 亿，分别同比增长 14.61%、22.13%、41.89%、32.29%；实现净利润 4.45 亿、2.65 亿、4.00 亿、6.84 亿，分别同比增长-25.74%、-19.25%、28.97%和 27.37%。Q2 业绩延续了 Q1 的高增长趋势，业绩拐点确立。

●ENR 排名再创新高，海外业务持续推进

在《工程新闻纪录》(ENR)最新发布的 2018 年度“全球最大 250 家国际承包商”排行榜中，公司排名提升至全球第 46 位，在国内同行业企业中也稳居前十。报告期内公司大力推动海外合作，与埃及、加拿大等海外企业签订合作协议，在石化工程、环保以及投融资等重要业务领域开展深度交流与合作。

盈利预测与投资建议：预计公司 18-20 年 EPS 为 0.45/0.59/0.76 元，对应 PE 分别为 14.7/11.2/8.7 倍。维持**“买入”**评级。

风险提示：应收账款坏账，工建投资增速放缓、海外市场拓展不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	53,076	58,571	70,756	85,569	102,896
(+/-%)	-16.5%	10.4%	20.8%	20.9%	20.2%
净利润(百万元)	1770	1557	2225.58	2933.14	3773.62
(+/-%)	-37.7%	-12.0%	42.9%	31.8%	28.7%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.32	0.45	0.59	0.76
EBIT Margin	5.6%	7.3%	6.1%	6.2%	6.2%
净资产收益率(ROE)	6.4%	5.5%	7.5%	9.4%	11.3%
市盈率 PE)	18.5	21.0	14.7	11.2	8.7
EV/EBITDA	22.8	17.5	17.9	16.8	16.0
市净率(PB)	1.19	1.16	1.11	1.05	0.98

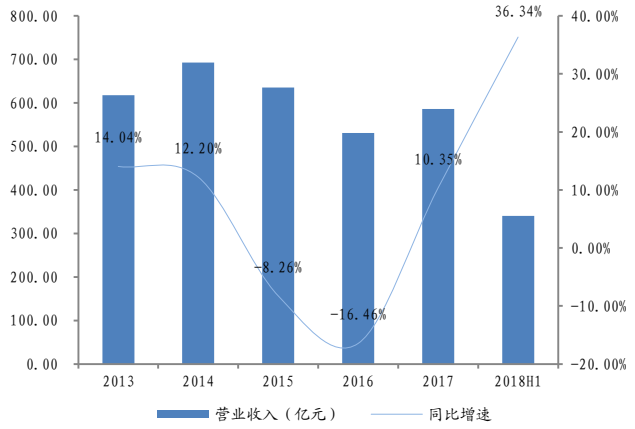
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

营收持续回暖，净利润拐点确立

2017 年公司完成营业收入 585.71 亿元，同比增长 10.35%，经过前几年的负增长后，公司去年迎来营收拐点，增速企稳回正；实现归母净利润 15.57 亿元，同比减少 12.04%。

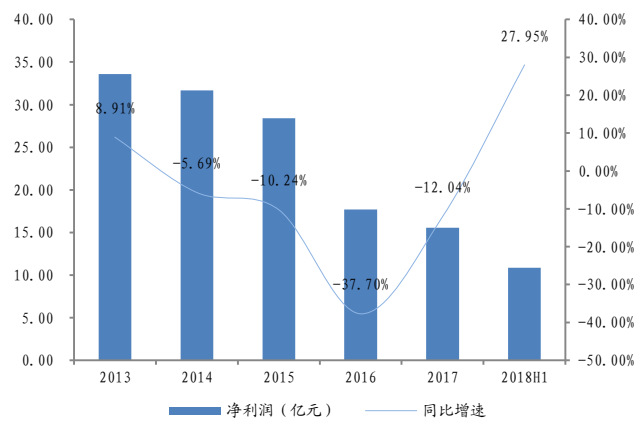
2018 年上半年公司实现营业收入 340.08 亿，同比增长 36.34%；归属于上市公司股东的净利润 10.85 亿，同比增长 27.95%，公司营收持续回暖的同时，净利润拐点也已确立。

图 1：2018H1 公司营收同比增长 36.34%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

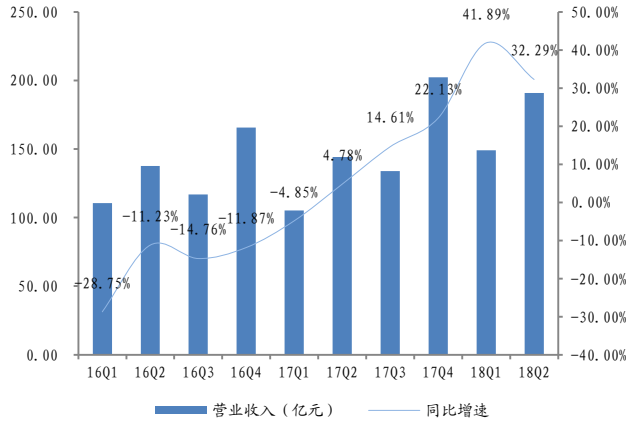
图 2：2018H1 公司净利润同比增长 27.95%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

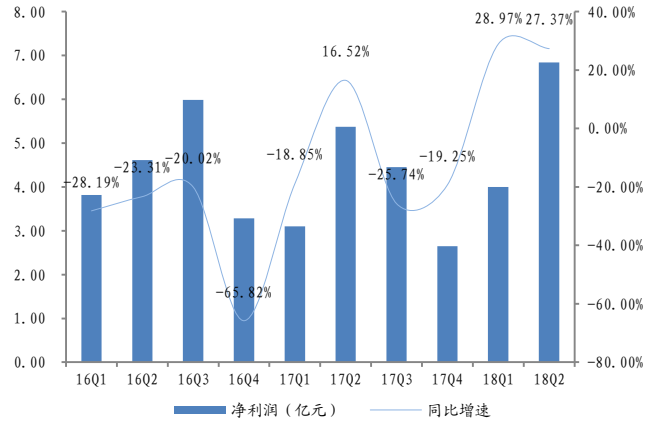
分季度来看，公司的营业收入确认时间主要集中在第二、四季度。今年一季度营收同比增长 41.89%，净利润同比增长 28.97%；二季度营收同比增长 32.29%，净利润同比增长 23.37%。二季度业绩增速稍有下滑，但四季度收入确认高峰后，业绩增速依然有望回升。

图 3：公司近几年各季度营收情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司近几年各季度净利润情况



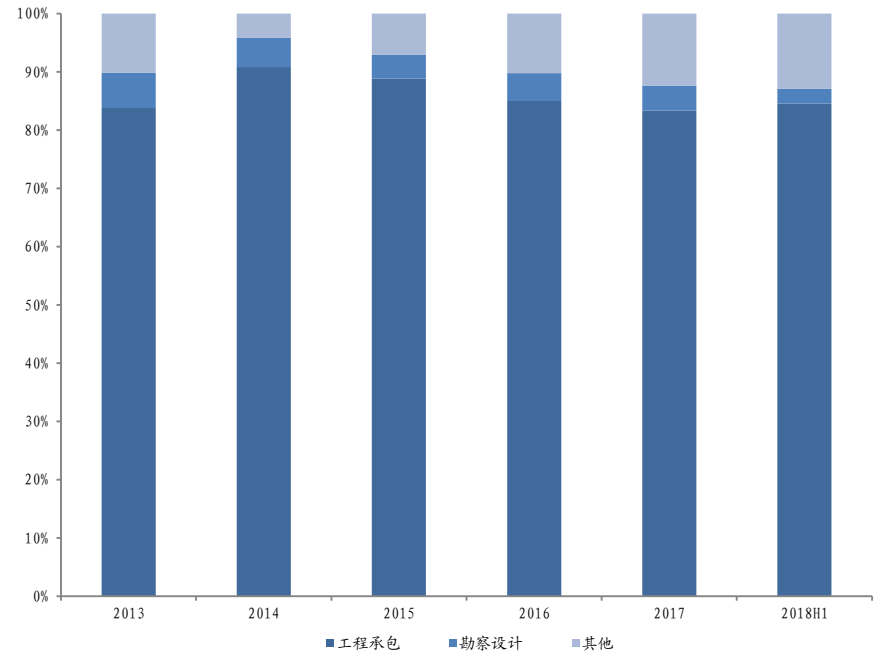
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

业务多元化格局初现，订单实现高增长

公司主营业务工程承包完成营收 285.69 亿，同比增长 38.09%，占总营收比重

为 84.01%;勘查设计业务营收 8.70 亿,同比减少 6.75%,占总营收比重为 2.56%;其他业务营收 43.52 亿，同比增长 36.70%，占总营收比重为 12.80%。公司主营业务工程承包增长稳健,设计业务规模有所下滑,以化工品销售、电站运营、房地产等为代表的其他业务收入占比在逐步提升，表明公司在逐渐向多元化业务扩张。

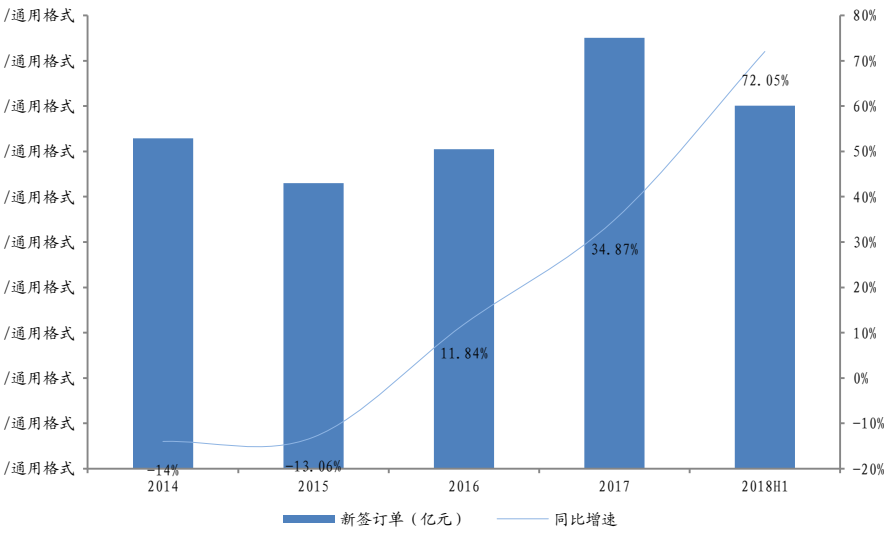
图 5：公司近几年各业务收入占比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公司新签订单 800.74 亿，同比增长 72.05%，其中海外订单 396.57 亿，在总订单额中占比达到 49.53%。今年上半年的新签订单延续了去年的高增长趋势，达到历史同期最高水平。目前公司在手订单充沛,未来业绩有望继续放量增长。

图 6：公司近几年新签订单情况

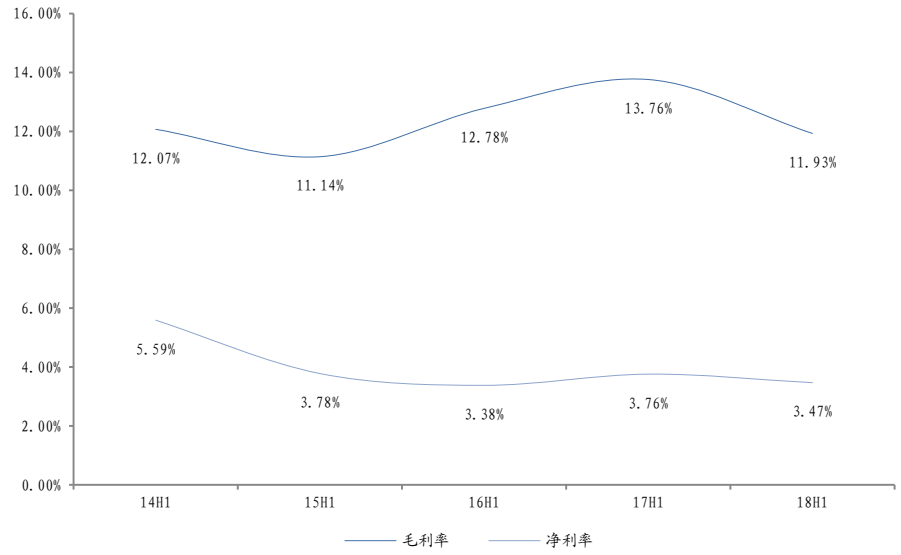


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

净利率有所下滑，期间费用率下降显著

公司 2018 年上半年毛利率为 11.93%，同比下降 1.83pct；净利率为 3.47%，同比下降 0.29pct。毛利率下降主要是因为毛利率较高的设计业务占比下降，同时毛利率较低的工程承包业务占比提升。

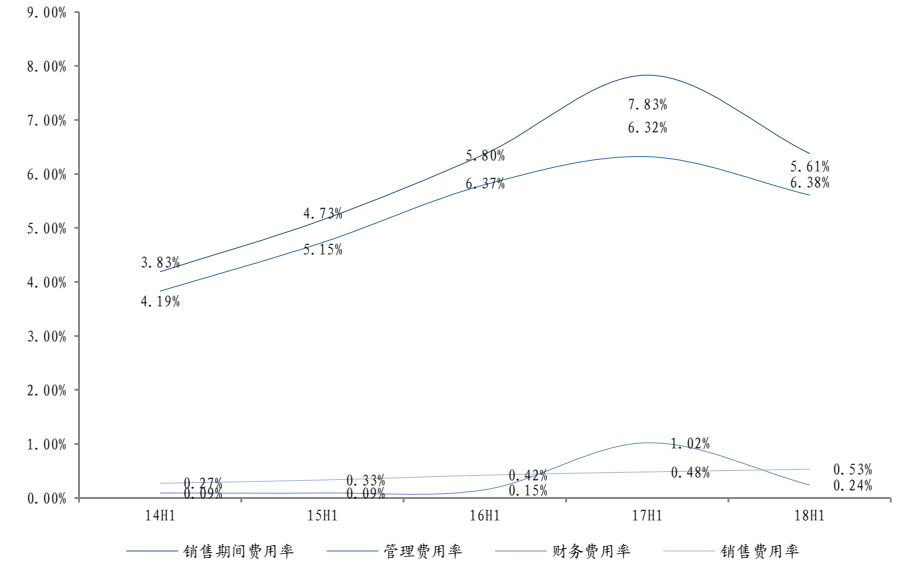
图 7：公司报告期及近几年内的毛利率和净利率情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

期间费用率下降 1.45pct 至 6.38%，主要原因是去年同期汇率波动较大产生较多的汇兑损失，其中管理费用率下降 0.71pct 至 5.61%，财务费用率下降 0.78pct 至 0.24%，销售费用率提升 0.05pct 至 0.53%。

图 8：公司报告期及近几年内的费用率指标情况

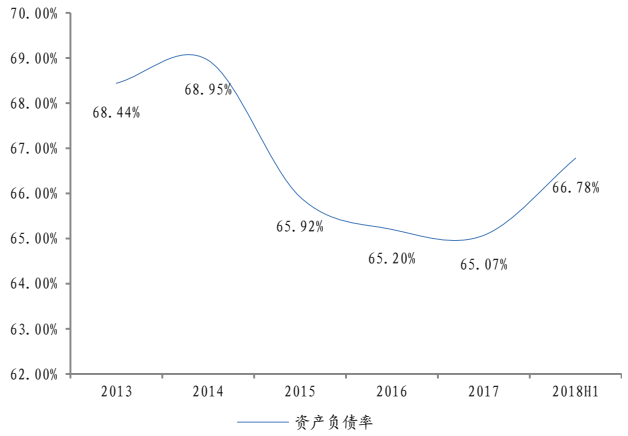


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资产负债率最低央企，偿债能力持续改善

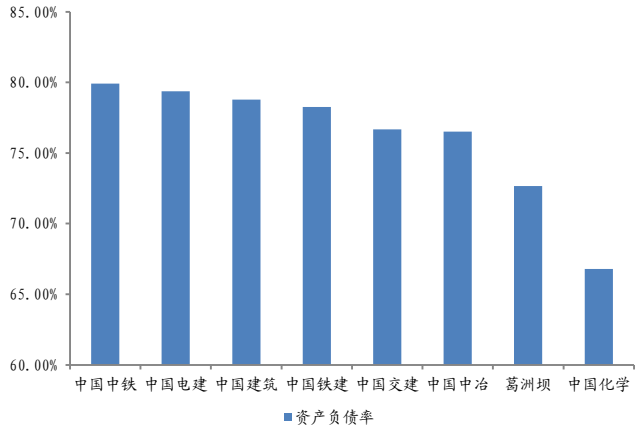
截至 2018 年上半年，公司的资产负债率为 66.78%，相对年初提升 1.71pct。公司的资产负债率在八大上市建筑央企中是最低的，长期偿债能力较好。

图 9：公司近几年资产负债率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

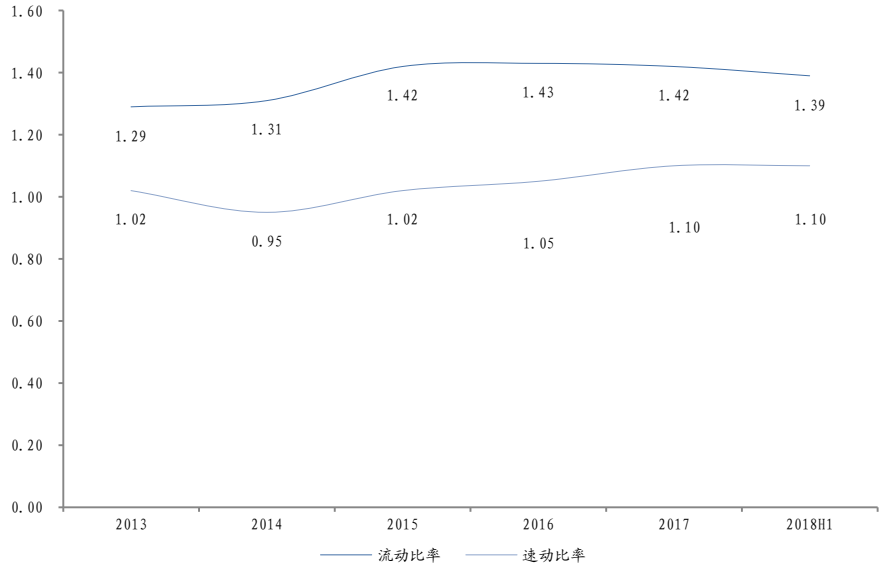
图 10：八大建筑央企资产负债率排名



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

截至 2018 年上半年，公司的流动比率和速动比率分别为 1.39、1.10 倍，均大于 1 倍，且敞口逐渐在缩小，表明公司的短期偿债能力持续改善中。

图 11：公司近几年速动比率和流动比率情况

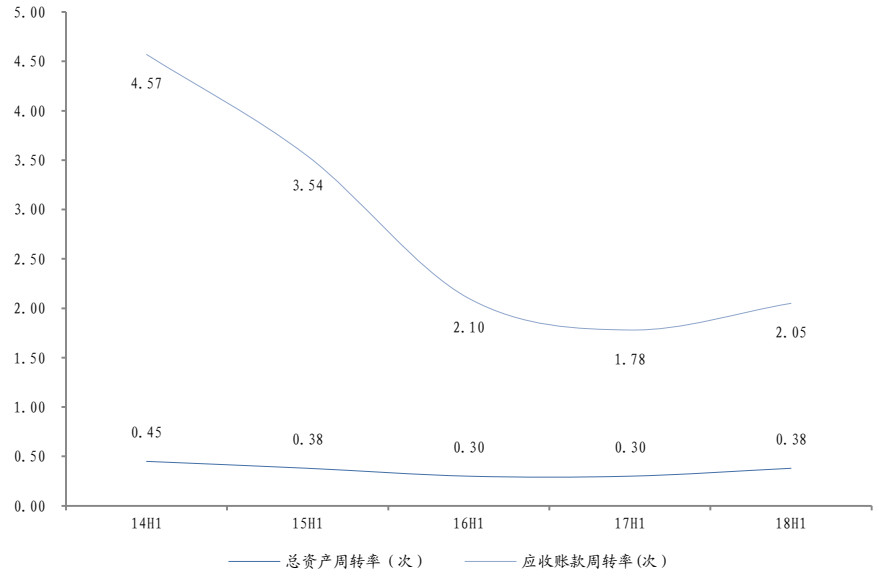


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

总资产周转率和应收账款周转率企稳回升

去年以来，公司的总资产周转率与应收账款周转率达到拐点，目前已逐渐企稳回升。2018 年上半年，公司总资产周转率为 0.38 次，同比提升 26.67%；应收账款周转率为 2.05 次，同比提升 15.17%，运营能力未来有望继续提升。

图 12：公司总资产周转率和应收账款周转率企稳回升



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

ENR 排名再创新高，海外合作持续推进

近期美国《工程新闻纪录》(ENR)发布了 2018 年度“全球最大 250 家国际承包商”排行榜，榜单主要依据公司的海外收入进行排名，是全世界范围内最权威的国际工程承包商排行榜。中国化学排名再创新高，继去年首次跻身全球 50 强后，今年名次提升至第 46 位，在国内同行业企业中也稳居前十。

表 1：近几年中国化学在 ENR 国际承包商 250 强上的排名情况

年份	全球排名	国内排名
2014	82	16
2015	76	15
2016	67	11
2017	50	9
2018	46	10

资料来源：《工程新闻纪录》(ENR)，国信证券经济研究所整理

公司持续推进海外业务扩张，在全球范围内寻求优质的战略合作伙伴。报告期内，公司分别与埃及 Carbon Holding 公司以及加拿大尼尔森环境修复公司签订合作协议，在石化工程、环保以及投融资等重要业务领域开展深度交流与合作，实现优势互补。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	23270	25093	28572	32641
应收款项	23301	28148	34041	40934
存货净额	15891	19328	23393	28172
其他流动资产	8076	9755	11798	14187
流动资产合计	**70543**	**82330**	**97810**	**115939**
固定资产	10906	9195	7645	6054
无形资产及其他	1927	1850	1773	1696
投资性房地产	3731	3731	3731	3731
长期股权投资	375	445	515	586
资产总计	**87481**	**97551**	**111474**	**128006**
短期借款及交易性金融负债	1035	701	701	701
应付款项	26318	32010	38742	46657
其他流动负债	22322	25639	31029	37364
流动负债合计	**49676**	**58350**	**70472**	**84722**
长期借款及应付债券	5437	5437	5437	5437
其他长期负债	1810	1930	2051	2171
长期负债合计	**7248**	**7368**	**7488**	**7608**
负债合计	**56923**	**65718**	**77960**	**92330**
少数股东权益	2215	2246	2287	2339
股东权益	28344	29588	31227	33337
负债和股东权益总计	**87481**	**97551**	**111474**	**128006**

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.32	0.45	0.59	0.76
每股红利	0.18	0.20	0.26	0.34
每股净资产	5.75	6.00	6.33	6.76
ROIC	9%	9%	12%	15%
ROE	5%	8%	9%	11%
毛利率	15%	14%	14%	15%
EBIT Margin	7%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	9%	8%	8%	8%
收入增长	10%	21%	21%	20%
净利润增长率	-12%	43%	32%	29%
资产负债率	68%	70%	72%	74%
息率	2.7%	3.0%	3.9%	5.1%
P/E	21.0	14.7	11.2	8.7
P/B	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	17.5	17.9	16.8	16.0

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**58571**	**70756**	**85569**	**102896**
营业成本	49600	60542	73178	87947
营业税金及附加	249	301	364	438
销售费用	292	566	685	823
管理费用	4133	5030	6067	7280
财务费用	586	(277)	(351)	(445)
投资收益	85	131	131	131
资产减值及公允价值变动	(1561)	(1561)	(1561)	(1561)
其他收入	79	0	0	0
营业利润	2315	3165	4198	5425
营业外净收支	(41)	84	84	84
利润总额	**2273**	**3249**	**4282**	**5509**
所得税费用	677	968	1276	1641
少数股东损益	39	56	73	94
归属于母公司净利润	**1557**	**2226**	**2933**	**3774**

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	**1557**	**2226**	**2933**	**3774**
资产减值准备	434	40	(255)	(287)
折旧摊销	841	1186	1322	1394
公允价值变动损失	1561	1561	1561	1561
财务费用	586	(277)	(351)	(445)
营运资本变动	384	(793)	(13)	22
其它	(418)	(9)	296	339
经营活动现金流	**4360**	**4209**	**5843**	**6803**
资本开支	946	(1000)	(1000)	(1000)
其它投资现金流	(5)	0	0	0
投资活动现金流	**757**	**(1070)**	**(1070)**	**(1070)**
权益性融资	37	0	0	0
负债净变化	(277)	0	0	0
支付股利、利息	(893)	(982)	(1294)	(1664)
其它融资现金流	(894)	(335)	0	0
融资活动现金流	**(3197)**	**(1316)**	**(1294)**	**(1664)**
现金净变动	**1919**	**1823**	**3479**	**4068**
货币资金的期初余额	21351	23270	25093	28572
货币资金的期末余额	23270	25093	28572	32641
企业自由现金流	5189	2423	4013	4916
权益自由现金流	4017	2283	4259	5228

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032