

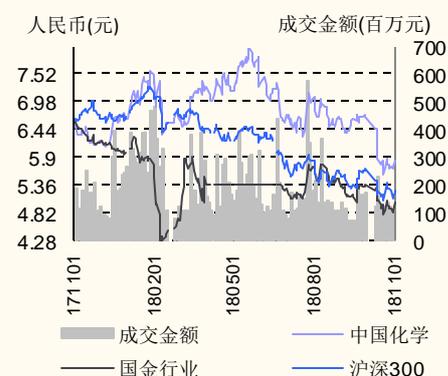
中国化学 (601117.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.79 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)	28,562.07
年内股价最高最低(元)	8.03/5.58
沪深 300 指数	3177.03
上证指数	2606.24



3Q18 营收创六年新高，毛利率下滑拖累利润水平

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	0.479	0.560	0.666
每股净资产(元)	5.57	5.75	6.09	6.54	7.10
每股经营性现金流(元)	0.57	0.58	0.79	0.68	0.72
市盈率(倍)	18.86	21.38	12.10	10.33	8.70
净利润增长率(%)	-37.70%	-12.04%	51.60%	17.11%	18.80%
净资产收益率(%)	6.44%	5.49%	7.86%	8.57%	9.38%
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

业绩简评

■ 公司前三季度营收/归母净利 536.22/16.26 亿元，同比+39.84%/25.78%。

经营分析

■ **3Q18 营收增速创近六年新高，毛利率/税金及附加侵蚀业绩增速。**公司前三季度实现营收/归母净利/扣非净利为 536.22/16.26/14.89 亿元，同比+39.84%/25.78%/17.35%。利润增速大幅低于营收增速的主要原因是毛利率下降以及税金及附加增加（同比+0.16pct）。公司积极应对市场萎缩、产能过剩等困难，业务结构调整取得积极进展，2018Q1-Q3 营收增速为 41.9%/32.3%/46.4%，其中 3Q18 营收增速创近六年新高。

■ **毛利率下降 2.79pct，汇兑收益降低财务费用。**报告期内公司毛利率/净利率分别为 10.94%/3.35%，较去年同期下降 2.79pct/0.41pct，毛利率下滑主要与材料、人工费用上涨等因素有关。公司 2018 年 1-9 月期间费用率为 5.96%（含研发费用），同比-2.19pcts，主要得益于管理费用率/财务费用率下降 0.81pct/1.39pct 至+5.75%/-0.29%。其中，人民币贬值导致汇兑收益大增使得财务费用较去年同期下降 5.77 亿元。

■ **现金流恶化，负债率保持较低水平。**公司前三季度经营性现金流净流入 15.2 亿元，较 2017 年前三季净流出 9.1 亿元大幅好转，但 Q3 单季净流出 17.8 亿元。投资活动现金流净流出 9.2 亿元（去年同期净流出 7.2 亿元）。收付现比分别为 85.4%/84.8%，较去年同期-5.4pct/-9.5pct。报告期内，公司长期应收款和其他应收款快速增长，两者之和较年初增加 17 亿，增速达 53%，占资产比重提升 1.4pct，主要是因为质保金、垫款以及 BOT 项目款增加。资产负债率较年初提升 1.8pct 至 66.97%，较八大央企平均值 77.94% 低近 11pct，剔除预收款后的资产负债率为 46.8%，负债率保持较低。

■ **订单充裕营收有保障，资产证券化料将大幅改善公司现金流状况。**1) 公司 2018 年 1-9 月新签合同 1077 亿元，同增 80%，新签/2017 营收为 1.8 倍。其中国内新签 606 亿元，同比+71%，海外新签 471 亿元，同比+94%。9 月单笔 5 亿元以上的煤化工及化工项目金额占 9 月新签金额的 71%，煤化工景气度仍旧较高；2) 公司拟进行应收账款资产证券化，发行规模不超过 100 亿元。公司目前应收账款 172 亿元，若证券化成功，现金流料将大幅改善。

投资建议

■ 预计公司 2018/2019 年 EPS 为 0.48/0.56 元，当前股价对应 PE 分别为 12/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：海外市场风险、宏观经济政策风险、订单落地不及预期风险等。

相关报告

1. 《经营现金流净额五年首次转正，下游复苏带动订单强劲增长-《2018-03-20》, 2018.3.20
2. 《海外订单创新高+结转提速，中报业绩有望超预期-《2018-0-...》, 2018.7.12
3. 《订单持续高增+加速结转，中报业绩大概率超预期-《2018-0-...》, 2018.6.13
4. 《油价上行促产业链复苏，业绩进入 V 型复苏通道-《2018-05-...》, 2018.5.22

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

曾智勤 联系人
zengzhiqin@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	63,532	53,076	58,571	79,657	93,199	109,975	货币资金	16,359	21,351	23,270	24,700	25,000	25,500
增长率		-16.5%	10.4%	36.0%	17.0%	18.0%	应收账款	18,509	19,590	23,301	26,976	30,814	33,569
主营业务成本	-54,796	-45,636	-49,600	-68,585	-80,291	-94,842	存货	18,487	18,231	15,891	20,294	23,757	26,504
%销售收入	86.2%	86.0%	84.7%	86.1%	86.2%	86.2%	其他流动资产	13,089	8,691	8,081	9,931	11,336	11,660
毛利	8,736	7,440	8,971	11,072	12,908	15,133	流动资产	66,444	67,862	70,543	81,901	90,908	97,233
%销售收入	13.8%	14.0%	15.3%	13.9%	13.9%	13.8%	%总资产	81.3%	80.9%	80.6%	81.7%	81.9%	81.9%
营业税金及附加	-900	-427	-249	-478	-559	-660	长期投资	1,288	1,884	3,461	4,281	4,481	4,581
%销售收入	1.4%	0.8%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	11,362	11,480	10,906	11,418	13,030	14,222
营业费用	-254	-254	-292	-398	-466	-550	%总资产	13.9%	13.7%	12.5%	11.4%	11.7%	12.0%
%销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	无形资产	2,288	2,079	1,935	1,984	1,992	2,001
管理费用	-3,923	-3,774	-4,133	-5,576	-6,561	-7,698	非流动资产	15,302	16,022	16,938	18,320	20,140	21,441
%销售收入	6.2%	7.1%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%	%总资产	18.3%	19.1%	19.4%	18.3%	18.1%	18.1%
息税前利润 (EBIT)	3,658	2,984	4,297	4,620	5,322	6,225	资产总计	81,746	83,884	87,481	100,221	111,047	118,674
%销售收入	5.8%	5.6%	7.3%	5.8%	5.7%	5.7%	短期借款	405	662	1,035	1,783	2,406	2,753
财务费用	-10	62	-586	-165	-293	-403	应付款项	45,366	45,739	47,426	57,259	64,901	69,091
%销售收入	0.0%	-0.1%	1.0%	0.2%	0.3%	0.4%	其他流动负债	1,068	1,003	1,214	1,390	1,386	1,364
资产减值损失	-365	-1,126	-1,561	-1,296	-1,317	-1,397	流动负债	46,840	47,403	49,676	60,432	68,693	73,208
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	5,258	5,715	5,437	5,687	5,987	6,287
投资收益	208	101	85	80	80	80	其他长期负债	1,789	1,573	1,810	1,800	1,804	1,833
%税前利润	5.8%	4.6%	3.7%	2.4%	2.1%	1.8%	负债	53,887	54,691	56,923	67,920	76,484	81,329
营业利润	3,491	2,022	2,315	3,239	3,792	4,504	普通股股东权益	26,140	27,471	28,344	30,046	32,269	35,010
营业利润率	5.5%	3.8%	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%	少数股东权益	1,719	1,723	2,215	2,255	2,295	2,335
营业外收支	121	173	-41	50	50	50	负债股东权益合计	81,746	83,884	87,481	100,221	111,047	118,674
税前利润	3,612	2,195	2,273	3,289	3,842	4,554	比率分析						
利润率	5.7%	4.1%	3.9%	4.1%	4.1%	4.1%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-647	-419	-677	-888	-1,037	-1,230	每股指标						
所得税率	17.9%	19.1%	29.8%	27.0%	27.0%	27.0%	每股收益	0.576	0.359	0.316	0.479	0.560	0.666
净利润	2,965	1,775	1,596	2,401	2,805	3,324	每股净资产	5.299	5.569	5.746	6.091	6.541	7.097
少数股东损益	123	5	39	40	40	40	每股经营现金净流	0.385	0.573	0.584	0.787	0.681	0.724
归属于母公司的净利润	2,842	1,770	1,557	2,361	2,765	3,284	每股股利	0.087	0.108	0.108	0.110	0.110	0.110
净利率	4.5%	3.3%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%	回报率						
							净资产收益率	10.87%	6.44%	5.49%	7.86%	8.57%	9.38%
							总资产收益率	3.48%	2.11%	1.78%	2.36%	2.49%	2.77%
							投入资本收益率	8.95%	6.78%	8.14%	8.48%	9.04%	9.79%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-8.26%	-16.46%	10.35%	36.00%	17.00%	18.00%
							EBIT增长率	-9.75%	-18.43%	44.01%	7.51%	15.18%	16.97%
							净利润增长率	-10.24%	-37.70%	-12.04%	51.60%	17.11%	18.80%
							总资产增长率	0.43%	2.62%	4.29%	14.56%	10.80%	6.87%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	55.8	86.4	94.4	90.0	89.0	87.0
							存货周转天数	121.7	146.8	125.5	108.0	108.0	102.0
							应付账款周转天数	151.9	200.3	184.9	140.0	130.0	101.0
							固定资产周转天数	45.1	54.5	53.3	39.2	35.9	31.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-40.36%	-51.29%	-54.99%	-53.36%	-48.07%	-44.09%
							EBIT利息保障倍数	362.6	-47.8	7.3	28.0	18.2	15.4
							资产负债率	65.92%	65.20%	65.07%	67.77%	68.88%	68.53%

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	4	10	19	30	61
增持	0	0	1	5	11
中性	0	0	1	1	7
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.14	1.19	1.32

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-05-22	买入	8.04	10.00~11.00
2	2018-06-13	买入	7.21	10.00~11.00
3	2018-07-12	买入	6.39	10.00~11.00
4	2018-08-30	买入	6.64	10.00~11.00

来源：国金证券研究所



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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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