

中国化学 (601117)

证券研究报告

2019年04月12日

营收大幅上升, 在手现金充裕, 业务拓展具潜力

在手订单充足, 海外市场发展迅速

公司2018年新签合同额1450.11亿元, 同增52.52%, 其中工程总承包、施工承包及总承包、勘察设计和其他类业务分别同增57.84%、46.54%、33.40%、61.81%。分区域来看, 境内、境外分别新签946.39、503.72亿元, 分别同增54.15%、49.54%。原油价格的攀升带动了国内新一轮现代煤化工的投资热潮, 且公司确立了“突出主业、相关多元化”的发展方向, 预计非化工市场订单将持续增长。2019年公司计划新签订单总额1616亿元, 同增11.95%。2019年Q1累计新签订单377.13亿元, 同增47.13%。

其他类主营业务发展迅速, 营业收入大幅增加

公司2018年实现营业收入814.45亿元, 同比增加39.05%, 其中毛利率较高的其他类主营业务增幅最大, 实现营收126.88亿元, 同增85.42%, 主因房地产项目2018年开始销售。2019年计划完成营业收入935亿元, 较2018年增长10.58%。2018年公司毛利率为11.64%, 同减3.68个百分点, 其中其他主营业务毛利率降低5.75个百分点, 或因化工产品毛利率降低、地产业务初期毛利率低。随着公司业务结构的优化, 我们预计2019年毛利率将有所好转。

管理效率提高, 期间费用率大幅下降

2018年公司期间费用率为6.54%, 较去年降低2.01个百分点, 其中销售费用率0.46%和研发费用率3.17%, 基本稳定; 在相同会计口径下管理费用降低1.14个百分点, 主因公司实施精细化管理; 财务费用率降低0.90个百分点至0.1%, 主要由于人民币贬值导致汇兑收益增加, 预计今年可能有较多汇兑损失。计提资产减值损失12.64亿元, 同比降低19.03%, 主因去年钾肥项目计提减值基数大。2018年结合PTA产品未来市场走势及未来现金流量的变化情况, PTA项目计提资产减值损失3.96亿元, 与上年基本持平。2018年公司实现归母净利润19.32亿元, 同增24.08%, 但仍低于市场一致预期。2019年计划实现利润总额29.7亿元, 较2018年增长10.24%。

经营性现金流好转, 盘活资产发展业务

报告期公司收现比降低3.59个百分点至0.8426, 或因工程垫资增多; 付现比降低4.88个百分点至0.7804, 或受益于所得税下降; 经营性现金流为49.09亿元, 较上年增加20.23亿元。公司控股股东去年底增持公司股票, 占公司总股本的比例约为1.06%, 彰显了对公司未来长期发展信心。此外, 公司拟开展不超过100亿元(首期30亿)应收账款资产证券化项目, 拟发行不超过30亿元的长期限含权中期票据, 盘活资产优化结构。公司当前在手现金充裕, 资产负债率仅63.9%, 明显低于其他建筑央企, 拓展基建、环保、实业等新业务极具潜力。

投资建议

大股东的增持表现了股东对公司未来发展的信心, 财务报表具备一定张力。由于2018年利润未达市场一致预期, 海外工程落地存在低于预期的可能, 我们下调了公司的盈利预测, 预测2019~2020年EPS分别为0.49、0.61元/股(原EPS为0.75、0.86元/股), 新增2021年EPS预测为0.77元/股, 对应PE为14、11、9倍, 下调目标价至8元(原目标价9.7元), 维持“买入”评级。

风险提示: 海外项目政治风险; 汇率风险; 订单落地不及预期

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 58,571.43 | 81,445.48 | 102,162.87 | 126,692.91 | 159,064.40 |
| 增长率(%) | 10.35 | 39.05 | 25.44 | 24.01 | 25.55 |
| EBITDA(百万元) | 3,662.35 | 6,228.88 | 4,789.15 | 5,522.62 | 6,753.35 |
| 净利润(百万元) | 1,557.24 | 1,931.77 | 2,416.76 | 3,032.67 | 3,818.43 |
| 增长率(%) | (12.04) | 24.05 | 25.11 | 25.49 | 25.91 |
| EPS(元/股) | 0.32 | 0.39 | 0.49 | 0.61 | 0.77 |
| 市盈率(P/E) | 21.29 | 17.16 | 13.72 | 10.93 | 8.68 |
| 市净率(P/B) | 1.17 | 1.01 | 1.02 | 0.93 | 0.84 |
| 市销率(P/S) | 0.57 | 0.41 | 0.32 | 0.26 | 0.21 |
| EV/EBITDA | 4.09 | (0.18) | 1.77 | 1.94 | 0.04 |

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 | 6.72元 |
| 目标价格 | 8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) | 33,149.76 |
| 流通A股市值(百万元) | 33,149.76 |
| 每股净资产(元) | 6.05 |
| 资产负债率(%) | 63.91 |
| 一年内最高/最低(元) | 8.21/5.30 |

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 分析师
SAC执业证书编号: S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

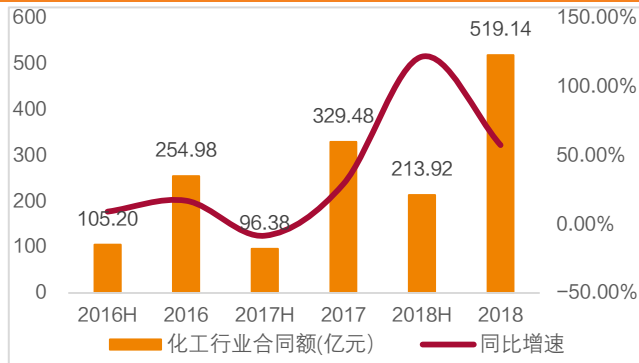
- 1 《中国化学-公司研究简报:寻找财报超预期系列之中国化学:油价上涨助营收反转, 资产减值或将回落》 2018-06-12
- 2 《中国化学-年报点评报告:新签订单增速提升, 利润改善空间充足》 2018-05-02
- 3 《中国化学-公司点评:2月业绩亮眼, 可交债助国改稳步推进》 2018-03-13

图 1：2016-2018 公司新签合同金额累计值及同比增速



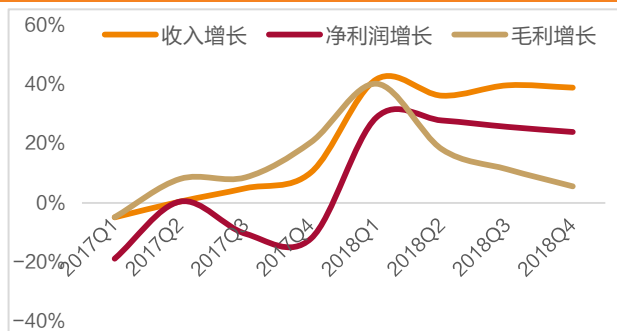
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：2016-2018 公司化工板块新签合同金额累计值及同比增速



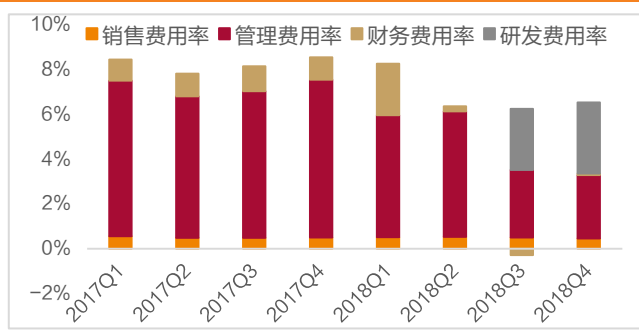
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：成长能力



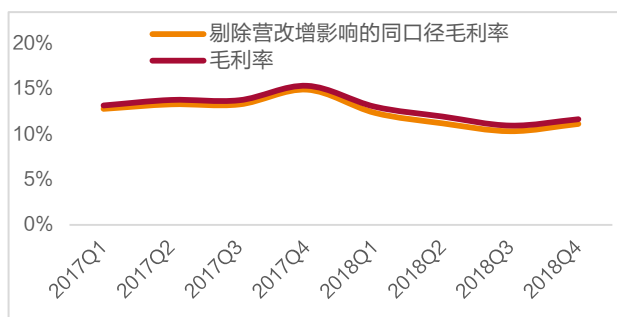
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：期间费用率



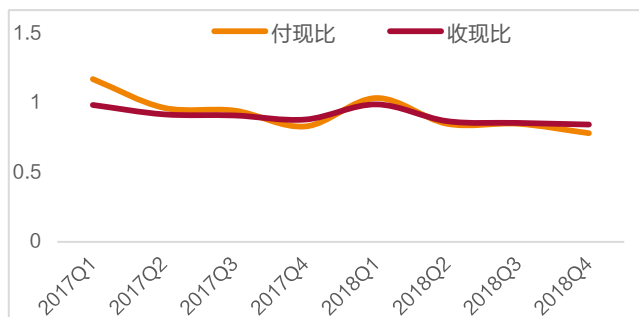
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：毛利率状况



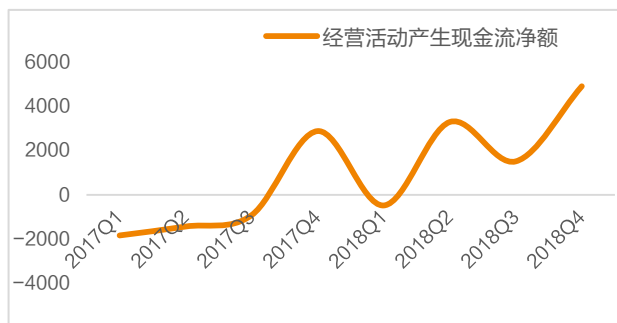
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：收现比/付现比



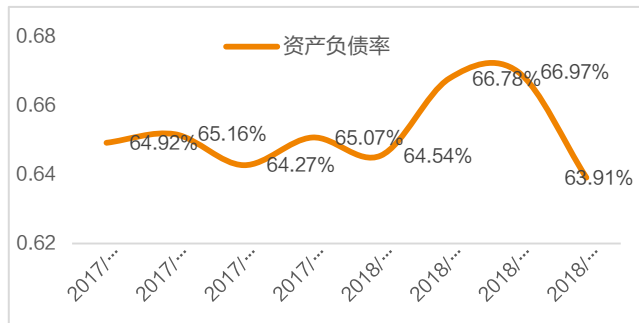
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：经营活动产生的现金流量净额（百万）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：资产负债率



资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| 货币资金 | 23,270.08 | 28,133.80 | 18,462.46 | 19,003.94 | 28,425.44 |
| 应收账款 | 18,515.14 | 17,359.69 | 11,262.94 | 27,751.44 | 21,152.03 |
| 预付账款 | 6,380.23 | 6,687.77 | 6,947.32 | 5,637.19 | 10,741.71 |
| 存货 | 15,891.22 | 13,594.10 | 25,690.08 | 17,595.72 | 24,876.67 |
| 其他 | 6,486.43 | 10,553.86 | 10,461.43 | 11,015.29 | 7,664.50 |
| 流动资产合计 | 70,543.08 | 76,329.22 | 72,824.22 | 81,003.58 | 92,860.34 |
| 长期股权投资 | 374.55 | 975.90 | 975.90 | 975.90 | 975.90 |
| 固定资产 | 8,549.05 | 9,750.40 | 9,330.45 | 8,725.53 | 8,009.62 |
| 在建工程 | 2,355.98 | 1,014.84 | 608.90 | 365.34 | 219.21 |
| 无形资产 | 1,926.87 | 2,023.27 | 1,888.46 | 1,753.64 | 1,618.82 |
| 其他 | 3,731.79 | 6,929.04 | 8,956.89 | 6,607.62 | 7,494.50 |
| 非流动资产合计 | 16,938.25 | 20,693.45 | 21,760.60 | 18,428.03 | 18,318.05 |
| 资产总计 | 87,481.33 | 97,022.67 | 94,584.83 | 99,431.61 | 111,178.39 |
| 短期借款 | 487.83 | 270.00 | 0.00 | 290.03 | 0.00 |
| 应付账款 | 30,339.61 | 34,738.74 | 34,411.37 | 33,766.55 | 41,903.81 |
| 其他 | 18,848.14 | 20,021.93 | 23,448.21 | 25,369.36 | 25,210.98 |
| 流动负债合计 | 49,675.58 | 55,030.67 | 57,859.57 | 59,425.93 | 67,114.79 |
| 长期借款 | 5,437.20 | 4,843.86 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 1,810.33 | 2,129.64 | 1,837.77 | 1,925.92 | 1,964.44 |
| 非流动负债合计 | 7,247.53 | 6,973.50 | 1,837.77 | 1,925.92 | 1,964.44 |
| 负债合计 | 56,923.11 | 62,004.18 | 59,697.35 | 61,351.85 | 69,079.23 |
| 少数股东权益 | 2,214.55 | 2,176.77 | 2,303.97 | 2,463.58 | 2,664.55 |
| 股本 | 4,933.00 | 4,933.00 | 4,933.00 | 4,933.00 | 4,933.00 |
| 资本公积 | 5,521.97 | 5,636.95 | 5,636.95 | 5,636.95 | 5,636.95 |
| 留存收益 | 23,769.31 | 25,233.75 | 27,650.51 | 30,683.18 | 34,501.61 |
| 其他 | (5,880.60) | (2,961.98) | (5,636.95) | (5,636.95) | (5,636.95) |
| 股东权益合计 | 30,558.22 | 35,018.50 | 34,887.48 | 38,079.76 | 42,099.16 |
| 负债和股东权益总 | 87,481.33 | 97,022.67 | 94,584.83 | 99,431.61 | 111,178.39 |

| 现金流量表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------|------------------|
| 净利润 | 1,596.14 | 2,080.05 | 2,416.76 | 3,032.67 | 3,818.43 |
| 折旧摊销 | 845.44 | 978.53 | 960.99 | 983.48 | 996.97 |
| 财务费用 | 387.93 | (49.89) | 493.52 | 418.47 | 368.65 |
| 投资损失 | (84.72) | (139.24) | (120.00) | (120.00) | (120.00) |
| 营运资金变动 | (1,126.55) | (4,771.32) | (5,580.08) | (3,900.28) | 4,743.37 |
| 其它 | 1,267.51 | 6,811.09 | 88.16 | 166.99 | 209.06 |
| 经营活动现金流 | 2,885.75 | 4,909.22 | (1,740.65) | 581.33 | 10,016.47 |
| 资本支出 | 73.55 | 1,214.36 | 291.87 | (88.14) | (38.53) |
| 长期投资 | 184.38 | 601.35 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,396.11) | (3,523.08) | (93.80) | 193.38 | 142.35 |
| 投资活动现金流 | (1,138.18) | (1,707.37) | 198.07 | 105.24 | 103.82 |
| 债权融资 | 6,472.68 | 5,404.26 | 444.00 | 717.38 | 387.25 |
| 股权融资 | (737.18) | 3,084.51 | (3,168.49) | (418.47) | (368.65) |
| 其他 | (5,792.90) | (7,799.94) | (5,404.26) | (444.00) | (717.38) |
| 筹资活动现金流 | (57.39) | 688.83 | (8,128.75) | (145.09) | (698.78) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 1,690.18 | 3,890.68 | (9,671.34) | 541.48 | 9,421.51 |

| 利润表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业收入 | 58,571.43 | 81,445.48 | 102,162.87 | 126,692.91 | 159,064.40 |
| 营业成本 | 49,600.41 | 71,968.47 | 89,508.26 | 110,768.34 | 139,000.55 |
| 营业税金及附加 | 249.07 | 421.23 | 490.38 | 722.15 | 906.67 |
| 营业费用 | 291.76 | 374.04 | 469.95 | 696.81 | 922.57 |
| 管理费用 | 4,132.83 | 2,303.31 | 6,947.07 | 8,893.84 | 11,166.32 |
| 财务费用 | 585.68 | 64.09 | 493.52 | 418.47 | 368.65 |
| 资产减值损失 | 1,560.59 | 1,264.25 | 1,000.00 | 1,200.00 | 1,440.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.06 | (0.26) | (39.03) | 7.38 | 8.09 |
| 投资净收益 | 84.72 | 139.24 | 120.00 | 120.00 | 120.00 |
| 其他 | (248.49) | 2,154.65 | (161.93) | (254.76) | (256.18) |
| 营业利润 | 2,314.80 | 2,756.46 | 3,334.65 | 4,120.68 | 5,387.72 |
| 营业外收入 | 32.40 | 83.70 | 83.70 | 66.60 | 66.60 |
| 营业外支出 | 73.71 | 71.92 | 71.92 | 71.92 | 70.00 |
| 利润总额 | 2,273.49 | 2,768.24 | 3,346.43 | 4,115.36 | 5,384.32 |
| 所得税 | 677.35 | 688.19 | 802.47 | 923.08 | 1,364.93 |
| 净利润 | 1,596.14 | 2,080.05 | 2,543.95 | 3,192.28 | 4,019.40 |
| 少数股东损益 | 38.90 | 148.27 | 127.20 | 159.61 | 200.97 |
| 归属于母公司净利润 | 1,557.24 | 1,931.77 | 2,416.76 | 3,032.67 | 3,818.43 |
| 每股收益(元) | 0.32 | 0.39 | 0.49 | 0.61 | 0.77 |

| 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|--------|--------|---------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 10.35% | 39.05% | 25.44% | 24.01% | 25.55% |
| 营业利润 | 14.51% | 19.08% | 20.98% | 23.57% | 30.75% |
| 归属于母公司净利润 | -12.04% | 24.05% | 25.11% | 25.49% | 25.91% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 15.32% | 11.64% | 12.39% | 12.57% | 12.61% |
| 净利率 | 2.66% | 2.37% | 2.37% | 2.39% | 2.40% |
| ROE | 5.49% | 5.88% | 7.42% | 8.51% | 9.68% |
| ROIC | 17.06% | 21.14% | 54.91% | 44.62% | 32.66% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 65.07% | 63.91% | 63.12% | 61.70% | 62.13% |
| 净负债率 | 88.24% | 77.62% | 81.59% | 107.12% | 98.89% |
| 流动比率 | 1.42 | 1.39 | 1.26 | 1.36 | 1.38 |
| 速动比率 | 1.10 | 1.14 | 0.81 | 1.07 | 1.01 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 3.31 | 4.54 | 7.14 | 6.49 | 6.51 |
| 存货周转率 | 3.43 | 5.52 | 5.20 | 5.85 | 7.49 |
| 总资产周转率 | 0.68 | 0.88 | 1.07 | 1.31 | 1.51 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.32 | 0.39 | 0.49 | 0.61 | 0.77 |
| 每股经营现金流 | 0.58 | 1.00 | -0.35 | 0.12 | 2.03 |
| 每股净资产 | 5.75 | 6.66 | 6.61 | 7.22 | 7.99 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 21.29 | 17.16 | 13.72 | 10.93 | 8.68 |
| 市净率 | 1.17 | 1.01 | 1.02 | 0.93 | 0.84 |
| EV/EBITDA | 4.09 | -0.18 | 1.77 | 1.94 | 0.04 |
| EV/EBIT | 5.31 | -0.21 | 2.21 | 2.36 | 0.04 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 |