

中国化学 (601117)

证券研究报告

2019年06月02日

新型煤化工战略意义值得关注，公司有望维持订单高位增长

新型煤化工与海外订单增速有望维持高位，未来业绩保障度提升

2019年公司订单增速大概率维持高位增长，后续煤化以及海外项目新签项目值得期待。2019年1-4月公司新签订单合计金额458亿，同增约40%，其中海外合同187亿，增长96%；国内合同271亿，同增16%。公司2019年1-4月实现营收238亿，同增19%，较去年增速有所下滑。

近期中央全面深化改革委员会第八次会议审议通过了《关于在山西开展能源革命综合改革试点的意见》等重要文件。山西正式成为全国首个能源革命综合改革试点，文件强调推进能源科技创新等重要举措，我们认为目前阶段推动能源改革对于国家克服外部不稳定因素或将起到关键作用。同时近期中国电力网新发文章再次强调“煤制油”等新型煤化工发展的战略意义。公司2018年煤化工相关新签订单总额252亿（同期新签合同总额1450亿），大幅增长181%，后续该板块贡献收入有望显著提升。我们认为在一带一路以及国内新型煤化工的战略意义进一步增强的背景下，公司作为化工工程建设龙头，相关领域订单增速仍有望维持高位。

晟达PTA项目一次开车成功，后续减值压力逐步下滑

近期公司之前旗下PTA项目（四川晟达化学新材料有限责任公司）一次开车成功，该项目在过去三年的资产减值中为主要组成部分之一。公司2016、2017、2018年资产减值损失分别为11.26、15.61、12.64亿元，其中上述PTA项目在2016、2017、2018年产生减值为4.92、4.52、3.96亿元。公司于2018年9月将该PTA项目交于四川能投生产经营管理，结合近年来的充分计提减值，公司后续减值压力有望显著减轻，从而提升后续公司订单向净利润转化的确定性。

控股股东增持公司股票体现发展信心，公司财报扩张弹性良好

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。2019年3月底公司在手现金充裕，资产负债率仅64.12%，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

公司前期旗下PTA项目一次开车成功，在去年交于四川能投管理后，后续减值压力显著下降。订单方面，在一带一路以及国内新型煤化工的战略意义进一步增强的背景下，公司作为化工工程建设龙头，相关领域订单增速仍有望维持高位。此外，大股东的增持体现股东对公司未来发展的信心，财务报表具备一定张力。我们看好公司业绩的稳健增长，预测2019~2021年EPS分别为0.49、0.61、0.77元/股，对应PE为12、10、8倍，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	4,806.82	5,535.99	7,019.06
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	25.48	25.91
EPS(元/股)	0.32	0.39	0.49	0.61	0.77
市盈率(P/E)	19.23	15.50	12.39	9.87	7.84
市净率(P/B)	1.06	0.91	0.92	0.84	0.76
市销率(P/S)	0.51	0.37	0.29	0.24	0.19
EV/EBITDA	4.09	(0.18)	2.47	1.28	2.11

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	6.07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)	29,943.31
流通A股市值(百万元)	29,943.31
每股净资产(元)	6.18
资产负债率(%)	64.12
一年内最高/最低(元)	7.64/5.30

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

- 《中国化学-年报点评报告:营收大幅上升，在手现金充裕，业务拓展具潜力》2019-04-12
- 《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
- 《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

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	15,366.32	19,557.31	23,859.66
应收票据及应收账款	21,004.91	23,017.39	33,733.64	38,950.57	54,840.13
预付账款	6,380.23	6,687.77	10,015.63	11,332.73	16,200.96
存货	15,891.22	13,594.10	24,093.77	24,074.51	38,049.73
其他	3,996.66	4,896.16	5,806.85	6,992.10	8,495.16
流动资产合计	70,543.08	76,329.22	89,016.20	100,907.21	141,445.64
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	9,351.98	8,786.83	8,107.80
在建工程	2,356.71	1,014.84	644.90	434.94	290.97
无形资产	1,926.87	2,023.27	1,888.46	1,753.64	1,618.82
其他	3,731.06	6,929.03	5,436.50	6,179.44	5,806.04
非流动资产合计	16,938.25	20,693.45	18,297.74	18,130.75	16,799.53
资产总计	87,481.33	97,022.67	107,313.94	119,037.96	158,245.17
短期借款	487.83	270.00	0.00	0.00	9,323.33
应付票据及应付账款	26,318.17	29,952.85	38,092.25	43,354.82	56,012.15
其他	22,869.58	24,807.82	32,364.22	35,553.57	46,635.69
流动负债合计	49,675.58	55,030.67	70,456.47	78,908.39	111,971.18
长期借款	5,437.20	4,843.86	0.00	0.00	2,164.93
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,810.33	2,129.64	1,969.99	2,049.81	2,009.90
非流动负债合计	7,247.53	6,973.50	1,969.99	2,049.81	4,174.83
负债合计	56,923.11	62,004.18	72,426.46	80,958.20	116,146.01
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	34,501.62
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	38,079.77	42,099.17
负债和股东权益总	87,481.33	97,022.67	107,313.94	119,037.96	158,245.17

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	963.18	989.93	1,007.82
财务费用	387.93	(49.89)	509.00	425.38	623.51
投资损失	(84.72)	(139.24)	(120.00)	(120.00)	(120.00)
营运资金变动	(1,113.41)	(1,603.91)	(8,618.40)	112.80	(12,114.95)
其它	1,254.37	3,643.69	88.16	166.99	209.06
经营活动现金流	2,885.75	4,909.22	(4,761.31)	4,607.77	(6,576.12)
资本支出	73.55	1,213.64	219.66	0.17	89.91
长期投资	184.38	601.35	0.00	0.00	0.00
其他	(1,396.11)	(3,522.36)	(81.59)	25.07	(36.10)
投资活动现金流	(1,138.18)	(1,707.37)	138.07	25.24	53.82
债权融资	6,472.68	5,404.26	444.00	427.35	11,875.52
股权融资	(737.18)	3,084.51	(3,183.97)	(425.38)	(623.51)
其他	(5,792.90)	(7,799.94)	(5,404.26)	(444.00)	(427.35)
筹资活动现金流	(57.39)	688.83	(8,144.23)	(442.03)	10,824.66
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	(12,767.47)	4,190.98	4,302.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	858.95
营业费用	291.76	374.04	469.95	696.81	874.85
管理费用	4,132.83	2,303.31	3,707.90	4,876.92	6,108.07
研发费用	0.00	2,582.31	3,223.24	4,018.70	4,931.00
财务费用	585.68	64.09	509.00	425.38	623.51
资产减值损失	1,560.59	1,264.25	1,000.45	1,191.31	1,407.83
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)	(427.66)	(161.93)	(254.76)	(256.18)
营业利润	2,314.80	2,756.46	3,334.65	4,120.68	5,387.73
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	5,384.33
所得税	677.35	688.19	802.47	923.08	1,364.93
净利润	1,596.14	2,080.05	2,543.96	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%	25.48%	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%	55.14%	24.31%	35.22%
偿债能力					
资产负债率	65.07%	63.91%	67.49%	68.01%	73.40%
净负债率	-54.97%	-64.91%	-42.77%	-50.24%	-28.47%
流动比率	1.42	1.39	1.26	1.28	1.26
速动比率	1.10	1.14	0.92	0.97	0.92
营运能力					
应收账款周转率	3.10	3.70	3.60	3.49	3.39
存货周转率	3.43	5.52	5.42	5.26	5.12
总资产周转率	0.68	0.88	1.00	1.12	1.15
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	-0.97	0.93	-1.33
每股净资产	5.75	6.66	6.61	7.22	7.99
估值比率					
市盈率	19.23	15.50	12.39	9.87	7.84
市净率	1.06	0.91	0.92	0.84	0.76
EV/EBITDA	4.09	-0.18	2.47	1.28	2.11
EV/EBIT	5.31	-0.21	3.09	1.55	2.46

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