

中国化学 (601117)

证券研究报告

2019年09月01日

工程业务毛利率有所提升，费用率管控合理有所下降

公司近期公布了2019年半年度报告，上半年实现营业收入385.17亿元，同比增长13.26%；实现归属于上市公司股东净利润16.02亿元，同比增长47.75%。

新签订单高速增长，化工、基建订单表现亮眼

2019年1-7月，公司新签订单950.43亿元，同比增长4.99%。其中：境内新签订单630.74亿元，同比增长31.86%；境外新签订单319.69亿元，降幅25.12%，主要因去年达历史同期最高水平，基数较大。19年上半年分行业看，新签化工订单610.52亿元，同比增长44.40%，其中煤化工和石油化工新签订单增幅均超70%，在新型煤化工战略背景下，相关领域订单有望持续增长；基础设施新签订单240.57亿元，增长334.36%，主要系公司快速融入雄安新区、粤港澳大湾区和长江经济带等国家战略，新签多个基建项目；环保业务开发效果初显，新签订单34.25亿元，同比增长7.30%。

营收稳健增长，工程承包业务带动毛利率稳步提升

报告期内公司营业收入385.17亿元，同比增长13.26%，其中境内业务实现营业收入255.39亿元，同比增长10.84%；海外业务营收128.05亿元，同比增长19.09%，主要系公司加大海外开发力度。19年上半年，公司整体毛利率12.29%，同比增长0.37个百分点，其中公司盈利核心工程承包业务毛利率增长1.3个百分点，主要因公司加速推进项目落地，营业收入较快增长；实业及其他业务毛利率下降5.79个百分点，主要由于印尼电厂受天然气价格上涨影响生产，以及地产项目销售量和销售额同比下降。

期间费用率管控合理，加大研发投入，净利润大幅增长

公司期间费用率6.20%，同比下降0.17个百分点。其中销售费用率0.43%，同比下降0.09个百分点；管理费用率2.88%，同比下降0.28个百分点，主要系办公、差旅和其他支出减少；研发费用率2.67%，同比上升0.22个百分点，主要因公司加大技术研发投入；财务费用率0.23%，同比下降0.01个百分点。公司发生资产减值损失和信用减值损失合计2.87亿元，同比上升35.42%，主要系坏账损失增加所致。综合起来，19年上半年公司实现归属于上市公司股东净利润16.02亿元，同比增长47.75%。

经营现金流承压，资产负债率略有上升

报告期内公司收现比0.8661，同比下降0.08个百分点；付现比0.7860，同比上升3.89个百分点，主要因营收扩大支付现金增多。综合来看，公司19H1经营活动现金流净额-15.54亿元，同比下降147.17%。公司资产负债率64.96%，较去年末上升1.05个百分点，但在八大建筑央企中仍处最低水平。

投资建议

公司新签订单大幅提升，随着在手项目落地，后续有望持续保持增长。我们维持“买入”评级，小幅上调2019-2021年预测EPS 0.51、0.67、0.83元/股（原EPS为0.49、0.61元、0.77/股），对应PE为11、8、7倍。维持目标价格8元。

风险提示：订单落地不及预期，汇率风险，油价波动影响上游投资景气度

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	95,022.44	110,720.14	128,900.39
增长率(%)	10.35	39.05	16.67	16.52	16.42
EBITDA(百万元)	3,662.35	6,228.88	4,361.45	4,648.01	5,668.40
净利润(百万元)	1,557.24	1,931.77	2,521.83	3,284.12	4,101.86
增长率(%)	(12.04)	24.05	30.54	30.23	24.90
EPS(元/股)	0.32	0.39	0.51	0.67	0.83
市盈率(P/E)	17.52	14.12	10.82	8.31	6.65
市净率(P/B)	0.96	0.83	0.85	0.80	0.74
市销率(P/S)	0.47	0.33	0.29	0.25	0.21
EV/EBITDA	4.09	(0.18)	0.47	(0.12)	(0.59)

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	5.53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)	27,279.49
流通A股市值(百万元)	27,279.49
每股净资产(元)	6.24
资产负债率(%)	64.95
一年内最高/最低(元)	7.22/5.28

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



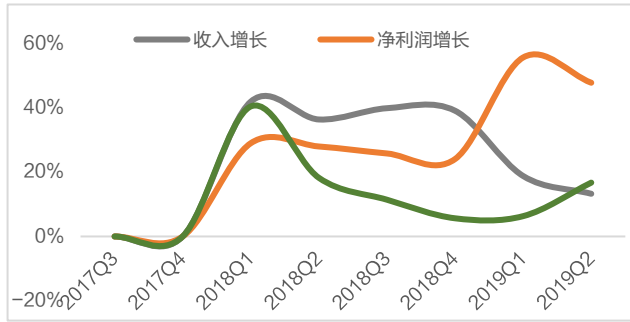
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国化学-公司点评: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》2019-06-02
- 《中国化学-半年报点评报告: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

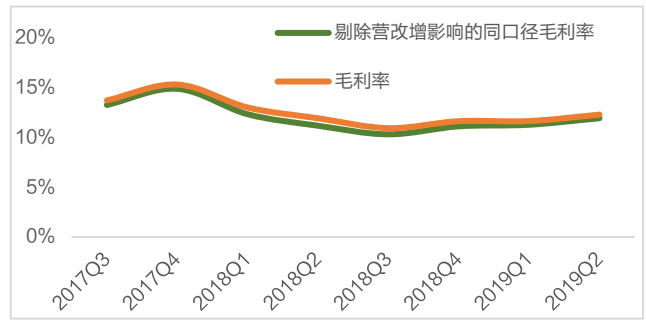


图 1：成长能力



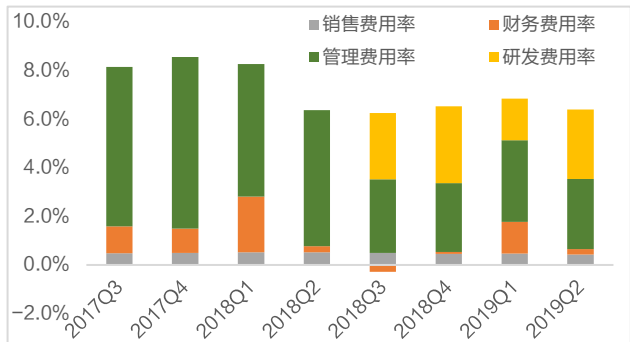
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：毛利率状况



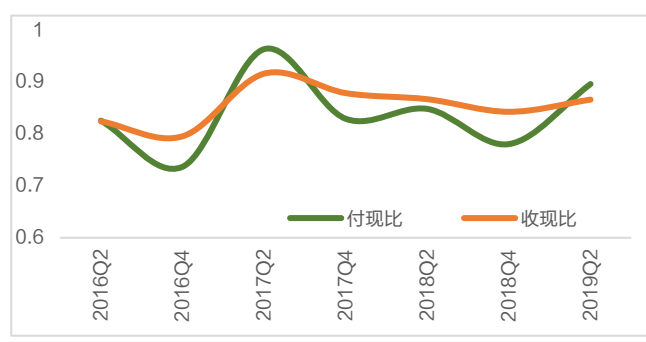
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：期间费用率状况



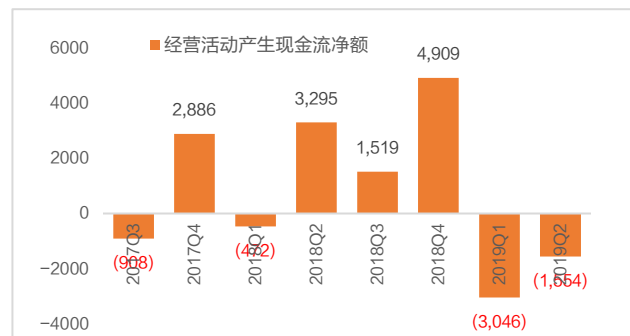
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：收现比/付现比



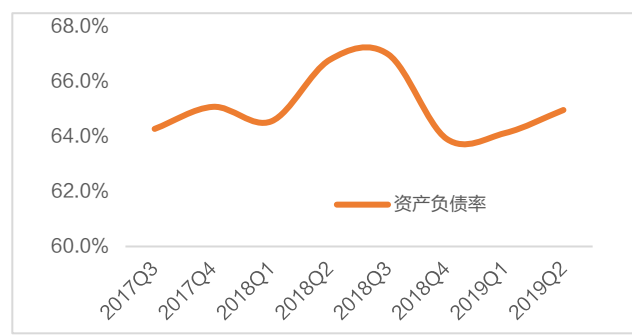
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：经营活动产生的现金流净额（百万元）



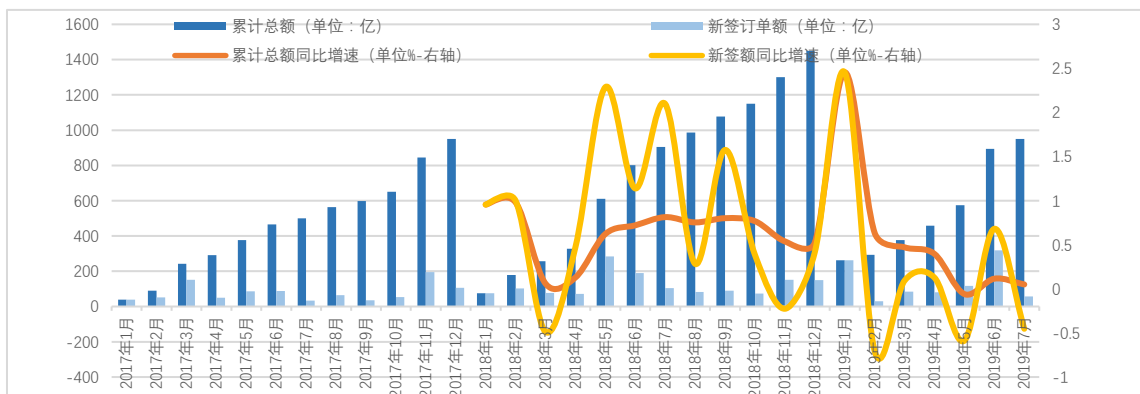
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司新签订单情况



资料来源：公司公告，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	24,730.27	27,271.95	29,653.68
应收票据及应收账款	21,004.91	23,017.39	16,575.29	32,633.66	26,803.74
预付账款	6,380.23	6,687.77	9,479.24	9,421.00	12,607.72
存货	15,891.22	13,594.10	23,359.07	19,301.46	29,791.11
其他	3,996.66	4,896.16	5,799.81	6,353.03	7,363.57
流动资产合计	70,543.08	76,329.22	79,943.68	94,981.10	106,219.82
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	9,731.39	9,557.90	9,278.74
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	4,964.45	5,276.93	5,720.44
非流动资产合计	16,938.25	20,693.45	18,205.10	17,999.32	17,884.87
资产总计	87,481.33	97,022.67	98,148.78	112,980.42	124,104.69
短期借款	487.83	270.00	410.00	411.00	421.00
应付票据及应付账款	26,318.17	29,952.85	25,476.90	39,863.91	36,292.52
其他	22,869.58	24,807.82	35,074.53	33,053.46	44,788.11
流动负债合计	49,675.58	55,030.67	60,961.43	73,328.37	81,501.63
长期借款	5,437.20	4,843.86	1,500.00	1,525.00	1,403.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,810.33	2,129.64	1,500.00	1,500.00	1,500.00
非流动负债合计	7,247.53	6,973.50	3,000.00	3,025.00	2,903.00
负债合计	56,923.11	62,004.18	63,961.43	76,353.37	84,404.63
少数股东权益	2,214.55	2,176.77	2,258.01	2,402.47	2,608.97
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	26,996.34	29,291.58	32,158.09
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	34,187.35	36,627.05	39,700.06
负债和股东权益总	87,481.33	97,022.67	98,148.78	112,980.42	124,104.69

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,596.14	2,080.05	2,521.83	3,284.12	4,101.86
折旧摊销	845.44	978.53	583.77	598.26	607.96
财务费用	387.93	(49.89)	111.75	19.36	8.18
投资损失	(84.72)	(139.24)	(108.43)	(108.43)	(108.43)
营运资金变动	(1,113.41)	(1,603.91)	25.65	(491.96)	(1,076.77)
其它	1,254.37	3,643.69	46.48	154.29	219.29
经营活动现金流	2,885.75	4,909.22	3,181.04	3,455.64	3,752.09
资本支出	73.55	1,213.64	689.64	80.00	50.00
长期投资	184.38	601.35	0.00	0.00	0.00
其他	(1,396.11)	(3,522.36)	(563.15)	(66.33)	(7.75)
投资活动现金流	(1,138.18)	(1,707.37)	126.49	13.67	42.25
债权融资	6,472.68	5,404.26	2,243.44	2,326.50	2,162.11
股权融资	(737.18)	3,084.51	(2,786.72)	(19.36)	(8.18)
其他	(5,792.90)	(7,799.94)	(6,167.77)	(3,234.77)	(3,566.53)
筹资活动现金流	(57.39)	688.83	(6,711.05)	(927.63)	(1,412.60)
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	(3,403.53)	2,541.68	2,381.73

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	95,022.44	110,720.14	128,900.39
营业成本	49,600.41	71,968.47	83,144.63	97,201.22	113,290.56
营业税金及附加	249.07	421.23	553.26	675.39	721.84
营业费用	291.76	374.04	455.33	642.18	708.95
管理费用	4,132.83	2,303.31	2,898.18	3,432.32	3,944.35
研发费用	1,728.00	2,582.31	2,945.70	3,454.47	3,970.13
财务费用	585.68	64.09	111.75	19.36	8.18
资产减值损失	1,560.59	1,264.25	1,317.05	1,380.63	1,320.64
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	108.43	108.43	108.43
其他	(1,976.49)	(427.66)	(138.79)	(231.61)	(233.04)
营业利润	2,314.80	2,756.46	3,665.94	4,030.39	5,052.26
营业外收入	32.40	83.70	140.75	85.62	103.36
营业外支出	73.71	71.92	92.88	79.50	81.43
利润总额	2,273.49	2,768.24	3,713.81	4,036.50	5,074.18
所得税	677.35	688.19	1,106.47	605.47	761.13
净利润	1,596.14	2,080.05	2,607.34	3,431.02	4,313.05
少数股东损益	38.90	148.27	85.51	146.91	211.19
归属于母公司净利润	1,557.24	1,931.77	2,521.83	3,284.12	4,101.86
每股收益(元)	0.32	0.39	0.51	0.67	0.83

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	10.35%	39.05%	16.67%	16.52%	16.42%
营业利润	14.51%	19.08%	32.99%	9.94%	25.35%
归属于母公司净利润	-12.04%	24.05%	30.54%	30.23%	24.90%
获利能力					
毛利率	15.32%	11.64%	12.50%	12.21%	12.11%
净利率	2.66%	2.37%	2.65%	2.97%	3.18%
ROE	5.49%	5.88%	7.90%	9.60%	11.06%
ROIC	17.06%	21.14%	50.05%	51.27%	67.47%
偿债能力					
资产负债率	65.07%	63.91%	65.17%	67.58%	68.01%
净负债率	-54.97%	-64.91%	-65.78%	-68.11%	-69.25%
流动比率	1.42	1.39	1.31	1.30	1.30
速动比率	1.10	1.14	0.93	1.03	0.94
营运能力					
应收账款周转率	3.10	3.70	4.80	4.50	4.34
存货周转率	3.43	5.52	5.14	5.19	5.25
总资产周转率	0.68	0.88	0.97	1.05	1.09
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.39	0.51	0.67	0.83
每股经营现金流	0.58	1.00	0.64	0.70	0.76
每股净资产	5.75	6.66	6.47	6.94	7.52
估值比率					
市盈率	17.52	14.12	10.82	8.31	6.65
市净率	0.96	0.83	0.85	0.80	0.74
EV/EBITDA	4.09	-0.18	0.47	-0.12	-0.59
EV/EBIT	5.31	-0.21	0.55	-0.14	-0.66

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com