

证券研究报告—动态报告

建筑工程

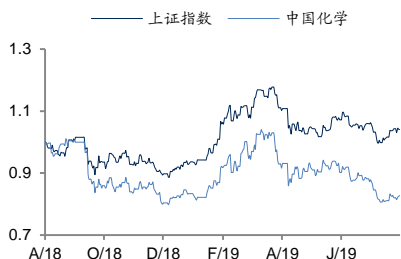
化建工程

中国化学(601117)
买入

合理估值: 7.42-7.95 元 昨收盘: 5.52 元

(维持评级)

2019年09月02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)	33150/33150
上证综指/深圳成指	2886/9366
12个月最高/最低(元)	6.94/5.32

相关研究报告:

《国信证券-中国化学(601117.SH): 订单延续高增长, 业绩加速回暖》——2018-09-14

《国信证券-中国化学(601117.SH): 订单高增长, 业绩迎来拐点》——2019-04-12

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

联系人: 江剑

电话: 021-60933161

E-MAIL: jiangjian@guosen.com.cn

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。

2019年中报点评

业绩兑现高增长, 转型提速正当时

●业绩逐步兑现, 石油化工和基建订单实现高增长

2019年上半年公司实现营业收入385.17亿, 同比增长13.26%; 实现归母净利润16.02亿, 同比增长47.75%, 净利润增速大于营收增速主要由于报告期内公司的盈利能力增强以及适用所得税率调整; 主营业务工程承包实现营收324.28亿, 同比增长13.50%。累计新签订单893.23亿, 同比增长11.55%, 其中石油化工和基建订单分别同比增长99.47%、334.36%。

●盈利能力有所提升, 运营能力改善

公司2019年上半年毛利率为12.29%, 同比提升0.36pct, 毛利率提升的主要原因是去年同期部分新开工项目毛利率较低而今年逐步恢复; 净利率为4.42%, 同比提升0.95pct。期间费用率为6.20%, 同比下降0.18pct; 其中管理费用率下降0.07pct至5.54%, 财务费用率下降0.01pct至0.23%, 销售费用率下降0.10pct至0.43%。总资产周转率为0.39次, 同比提升2.63%, 应收账款周转率为2.17次, 同比提升5.85%; 资产负债率为64.95%, 比2018年提升1.04pct。实现经营性净现金流-15.54亿, 同比减少48.49亿。

●Q2业绩保持高增长

公司18Q3、Q4、19Q1和Q2分别完成营收196.14亿、278.23亿、177.19亿、207.98亿, 同比增长46.36%、37.50%、18.77%、8.95%; 实现净利润5.41亿、3.06亿、6.23亿、9.80亿, 同比增长21.66%、15.59%、55.61%、43.16%。二季度公司净利润继续保持高增长。

●环保领域拓展初见成效, 海外业务稳步推进

报告期内公司新签污水、污泥处理和垃圾焚烧发电等环保项目订单34.25亿, 在总订单中占比3.83%, 同比增长7.30%。公司深入推进“一带一路”沿线工程市场开拓, 上半年海外业务实现收入128.05亿元, 同比增长19.09%, 在总收入中占比达到33.40%。

●投资建议: 化建龙头, 上调盈利预测, 维持“买入”评级

上调19-21年EPS至0.53/0.69/0.87元, PE分别为10.4/8.0/6.3倍。维持19年PE合理估值为14-15倍, 对应价值7.42-7.95元, 维持“买入”评级。

风险提示: 应收账款坏账, 固定资产投资放缓, 订单转化率不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	58,571	81,445	96,565	113,161	132,658
(+/-%)	10.4%	39.1%	18.6%	17.2%	17.2%
净利润(百万元)	1557	1932	2624.25	3409.79	4290.14
(+/-%)	-12.0%	24.1%	35.8%	29.9%	25.8%
摊薄每股收益(元)	0.32	0.39	0.53	0.69	0.87
EBIT Margin	7.3%	7.8%	4.5%	4.7%	4.8%
净资产收益率(ROE)	5.5%	5.9%	7.7%	9.5%	11.3%
市盈率 PE	17.5	14.1	10.4	8.0	6.3
EV/EBITDA	16.4	12.1	18.9	17.8	17.0
市净率(PB)	0.96	0.83	0.80	0.76	0.72

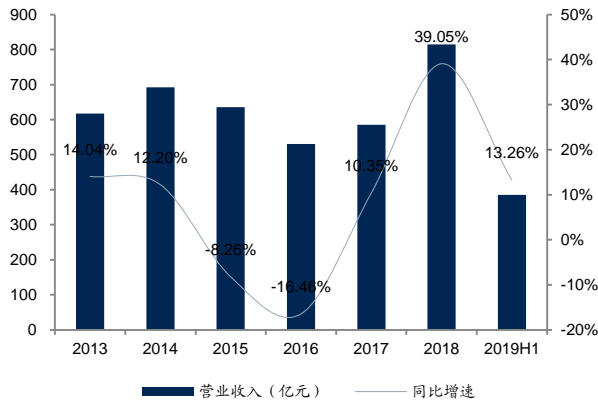
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩逐步兑现，二季度保持高增长

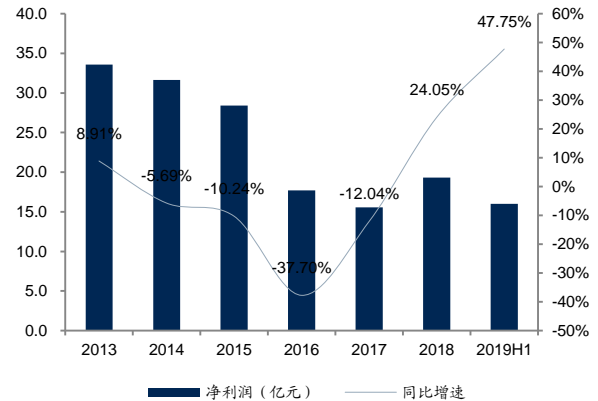
2019年上半年公司实现营业收入385.17亿，同比增长13.26%；实现归属于上市公司股东的净利润16.02亿，同比增长47.75%，自2016年后业绩持续拐点向上；如果扣除非经常性损益，归母净利润增长率为54.29%。

图 1：公司 2019H1 营收同比增长 13.26%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

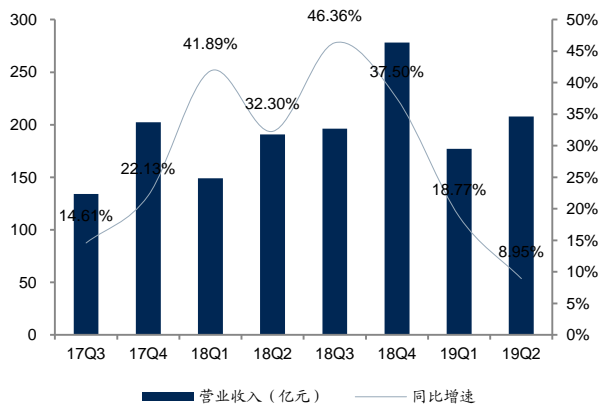
图 2：公司 2019H1 归母净利润同比增长 47.75%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

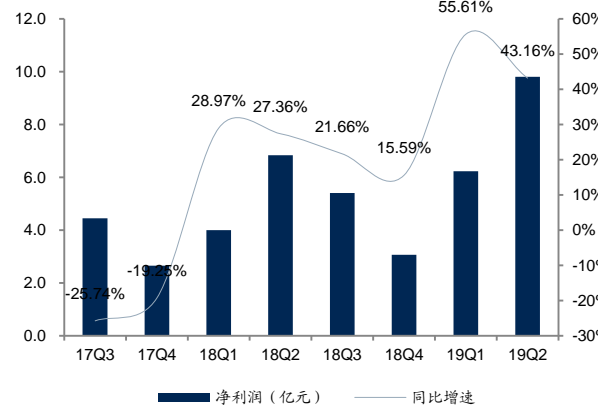
分季度来看，公司 18Q3、Q4、19Q1 和 Q2 分别完成营收 196.14 亿、278.23 亿、177.19 亿、207.98 亿，同比增长 46.36%、37.50%、18.77%、8.95%；实现净利润 5.41 亿、3.06 亿、6.23 亿、9.80 亿，同比增长 21.66%、15.59%、55.61%、43.16%。二季度公司净利润继续保持高增长。

图 3：公司 Q2 营收增长放缓



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司 Q2 净利润保持高增长



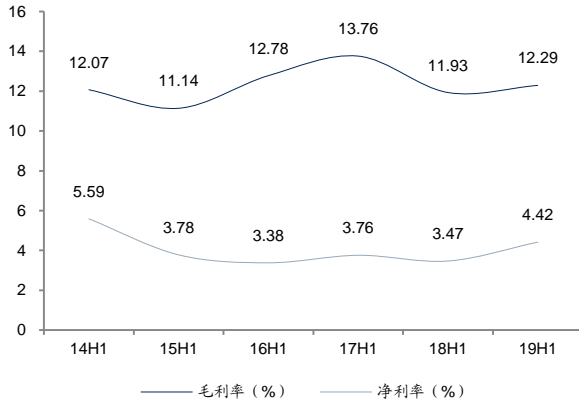
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力有所提升

公司 2019 年上半年的毛利率为 12.29%，同比提升 0.36pct，毛利率提升的主要原因是去年同期部分新开工项目毛利率较低而今年逐步恢复；净利率为 4.42%，同比提升 0.95pct。期间费用率为 6.20%，同比下降 0.18pct；其中管

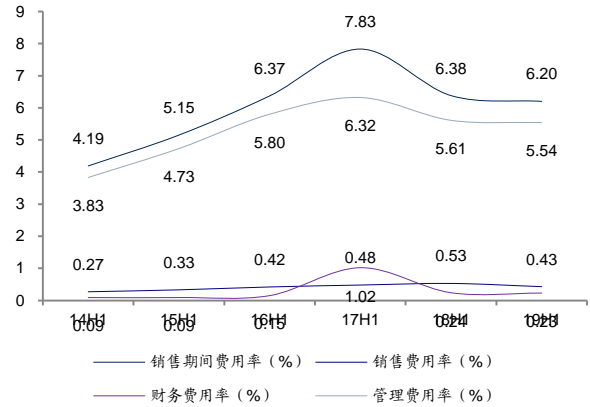
理费用率下降 0.07pct 至 5.54%，财务费用率下降 0.01pct 至 0.23%，销售费用率下降 0.10pct 至 0.43%。

图 5: 公司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

图 6: 公司的期间费用率同比下降

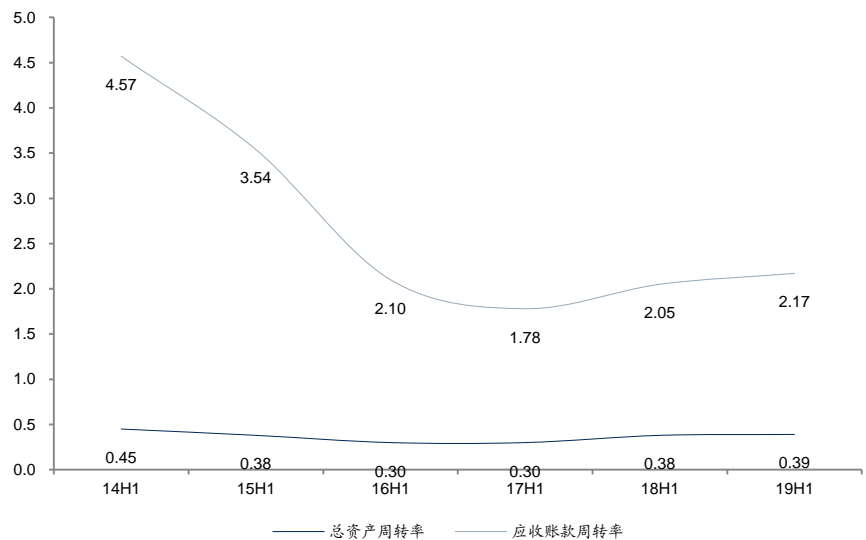


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

运营能力改善, 资产负债率小幅提升

2018 年公司总资产周转率为 0.39 次, 同比提升 2.63%, 应收账款周转率为 2.17 次, 同比提升 5.85%, 营运能力有所改善。

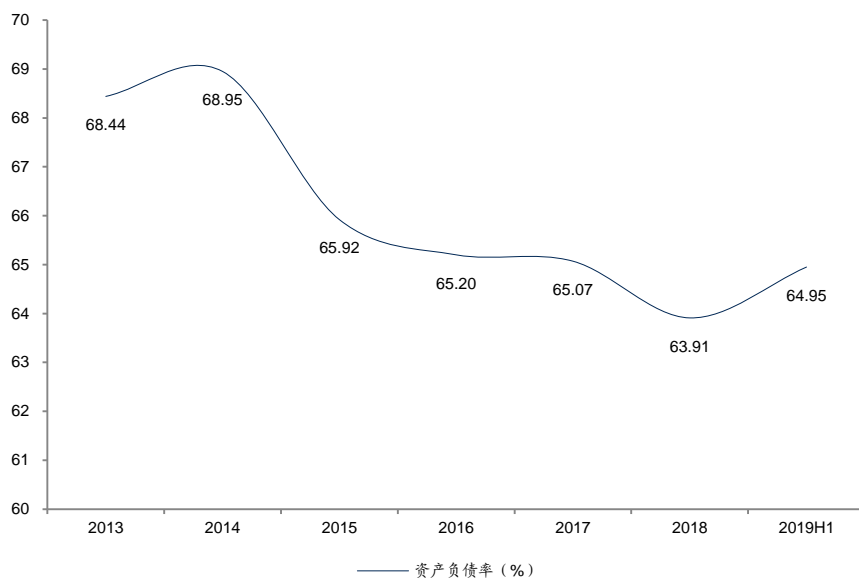
图 7: 公司近几年的总资产周转率和应收账款周转率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

截至 2019 年二季度末, 公司的资产负债率为 64.95%, 比 2018 年提升 1.04pct。虽然报告期内公司的资产负债率小幅提升, 但近五年来公司降杠杆效果显著, 目前在建筑央企中的负债率保持着较低水平。

图 8: 公司近几年的资产负债率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值

我们将公司各业务进行分拆, 具体每项的预测如下。

核心假设:

- (1) 主营业务工程承包以及设计咨询稳健增长, 毛利率水平保持稳定;
- (2) 在手订单顺利落地, 在建项目进度不出现重大延误;
- (3) 化工品销售、发电站运营等其他业务收入规模逐步扩大;

表 1: 公司业务收入拆分 (亿元)

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
工程承包					
收入	488.19	656.92	788.30	930.20	1097.63
增长率	8.18%	34.56%	20.00%	18.00%	18.00%
毛利率	14.00%	10.18%	11.00%	11.00%	11.00%
设计咨询					
收入	25.24	25.44	25.44	26.71	28.05
增长率	-0.55%	0.79%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	22.39%	27.20%	23.00%	22.50%	22.50%
其他					
收入	72.28	132.09	151.90	174.69	200.89
增长率	33.56%	82.75%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	21.75%	19.05%	20.00%	20.00%	20.00%
合计					
收入	585.71	814.45	965.65	1,131.60	1,326.57
增长率	10.35%	39.05%	18.56%	17.19%	17.23%
毛利率	15.31%	12.15%	12.73%	12.66%	12.61%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

可比公司估值

中国化学的同业可比公司主要是中国中冶等专业工程龙头, 根据 wind 一致预期及我们的盈利预测数据, 同行业可比公司 2019/2020 年估值均值为 25.02/14.38 倍, 我们预测公司对应的估值为 10.40/8.00 倍, 低于行业估值中枢水平。

表 2: 行业同类公司估值比较

公司代码	公司名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		投资评级
				2019E	2020E	2019E	2020E	
601618.SH	中国中冶	2.79	543.22	0.41	0.46	6.80	6.07	买入
603959.SH	百利科技	11.51	50.53	0.72	1.05	15.99	10.96	无评级
600629.SH	华建集团	9.03	48.23	0.57	0.64	15.84	14.11	买入
002140.SZ	东华科技	7.39	39.55	0.40	0.50	18.48	14.78	无评级
300384.SZ	三联虹普	18.00	57.22	0.67	0.90	26.87	20.00	无评级
600583.SH	海油工程	5.29	233.89	0.08	0.26	66.13	20.35	无评级
	平均	9.00	162.11	0.48	0.64	25.02	14.38	--
601117.SH	中国化学	5.52	272.30	0.53	0.69	10.40	8.00	买入

资料来源: wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理及预测 (除中国化学、中国中冶和华建集团外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期)

盈利预测与评级

根据公司的业务和订单情况, 上调公司 2019-2021 年盈利预测至 26.24/34.10/42.90 亿元, 分别同比增长 35.8%/29.9%/25.8%, 对应的 EPS 为 0.53/0.69/0.87 元, PE 分别为 10.4/8.0/6.3 倍。采用相对估值法, 维持公司 2019 年市盈率合理估值为 14-15 倍, 对应合理估值为 7.42-7.95 元, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	28134	38109	43545	49938	营业收入	81445	96565	113161	132658
应收款项	26189	31050	36387	42656	营业成本	71968	84271	98834	115935
存货净额	13594	15886	18651	21907	营业税金及附加	421	499	585	686
其他流动资产	8352	9902	11604	13603	销售费用	374	773	928	1088
流动资产合计	76329	95008	110248	128165	管理费用	2303	6696	7550	8571
固定资产	10765	9461	8112	6708	财务费用	64	(542)	(730)	(878)
无形资产及其他	2023	1942	1861	1780	投资收益	139	108	108	108
投资性房地产	6929	6929	6929	6929	资产减值及公允价值变动	(1265)	(1265)	(1265)	(1265)
长期股权投资	976	1246	1516	1786	其他收入	(2433)	0	0	0
资产总计	97023	114586	128666	145369	营业利润	2756	3713	4838	6100
短期借款及交易性金融负债	560	753	753	753	营业外净收支	12	48	48	48
应付款项	29953	35002	41096	48270	利润总额	2768	3761	4886	6148
其他流动负债	24517	35316	41356	48465	所得税费用	688	935	1215	1528
流动负债合计	55031	71070	83204	97488	少数股东损益	148	201	262	329
长期借款及应付债券	4844	4844	4844	4844	归属于母公司净利润	1932	2624	3410	4290
其他长期负债	2130	2243	2357	2471					
长期负债合计	6974	7087	7201	7315	现金流量表 (百万元)				
负债合计	62004	78157	90405	104802	净利润	1932	2624	3410	4290
少数股东权益	2177	2277	2408	2572	资产减值准备	(296)	(72)	(173)	(184)
股东权益	32842	34151	35853	37994	折旧摊销	976	1245	1338	1405
负债和股东权益总计	97023	114586	128666	145369	公允价值变动损失	1265	1265	1265	1265
					财务费用	64	(542)	(730)	(878)
					营运资本变动	1815	7134	2271	2688
					其它	373	173	304	348
关键财务与估值指标					经营活动现金流	6064	12368	8415	9812
每股收益	0.39	0.53	0.69	0.87	资本开支	831	(1000)	(1000)	(1000)
每股红利	0.19	0.27	0.35	0.44	其它投资现金流	(56)	0	0	0
每股净资产	6.66	6.92	7.27	7.70	投资活动现金流	174	(1270)	(1270)	(1270)
ROIC	13%	10%	16%	23%	权益性融资	3010	0	0	0
ROE	6%	8%	10%	11%	负债净变化	(593)	0	0	0
毛利率	12%	13%	13%	13%	支付股利、利息	(928)	(1315)	(1708)	(2149)
EBIT Margin	8%	4%	5%	5%	其它融资现金流	(1342)	192	0	0
EBITDA Margin	9%	6%	6%	6%	融资活动现金流	(1374)	(1123)	(1708)	(2149)
收入增长	39%	19%	17%	17%	现金净变动	4864	9975	5436	6393
净利润增长率	24%	36%	30%	26%	货币资金的期初余额	23270	28134	38109	43545
资产负债率	66%	70%	72%	74%	货币资金的期末余额	28134	38109	43545	49938
息率	3.4%	4.8%	6.3%	7.9%	企业自由现金流	8414	10630	6565	7885
P/E	14.1	10.4	8.0	6.3	权益自由现金流	6479	11229	7114	8545
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7					
EV/EBITDA	12.1	18.9	17.8	17.0					

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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