

中国化学 (601117)

证券研究报告

2020年04月25日

费用率管控合理利润高增，拟募集资金投入“卡脖子”工程

公司近期公布了2019年年度报告，点评如下：

新签订单高速增长，化工、基建订单表现亮眼

2019年，公司新签订单2272亿元，同比增长56.68%。其中：境内新签订单906亿元，基本与上年持平；境外新签订单1366亿元，增幅171.11%。分行业看，新签化工订单1863亿元，同比增长幅80.76%，其中，石油化工业务新签合同额1303亿元，增幅超过400%，受益斩获俄罗斯波罗的海化工综合体项目“千亿大单”；基础设施新签订单355亿元，增长26.52%，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；环保业务新签订单45.5亿元，同比减少12.28%。2020年，公司第一季度新签订单454亿元，同比增长20.37%。考虑到疫情影响，2020年公司计划完成新签合同额1900亿元。

营收稳健增长，工程承包业务带动毛利率稳步提升

2019年公司营业收入1041.29亿元，同比增长27.85%，其中境内业务实现营业收入754.5亿元，同比增长41.52%，原因是近年来公司强力拓展市场，加速推动项目落地，整体经营业绩全面提升；海外业务营收277.24亿元，同比增长0.42%。受疫情影响，2020年第一季度收入135.22亿元，同比减少23.92%。2019年，公司整体毛利率10.80%，同比减少0.84个百分点。公司化学工程业务毛利率增长1.1个百分点，主要因公司部分项目推进情况较好，业绩稳定上升；基础设施业务毛利率7.2%，同比下降5.13个百分点，主要原因是本期受宏观经济不利影响，部分项目毛利率偏低，拉低了本业务板块的毛利率。考虑到新冠肺炎疫情、贸易摩擦和地缘政治冲突影响，2020年公司计划完成营业总收入1000亿元（下降4%）。

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5.90%，同比下降0.64个百分点。其中销售费用率0.42%，同比下降0.04个百分点；管理费用率2.17%，同比下降0.66个百分点，主要系办公、差旅和其他支出减少；研发费用率3.20%，与2018年基本持平；财务费用率0.11%，与2018年基本持平。资产减值损失与信用减值损失合计同比增长20.49%，其中四川晟达PTA项目减值因素消除，2019年末计提减值准备。综合起来，2019年公司实现归属于上市公司股东净利润30.61亿元，同比增长58.48%。

经营现金流有所减少，资产负债率略有上升

报告期内公司收现比0.81，同比下降0.03个百分点；付现比0.78，与2018年基本持平。2019年，公司经营产生的现金流量净额为47.24亿元，较2018年减少1.86亿元。公司资产负债率67.56%，同比上升3.65个百分点。公司拟通过非公开发行募集100亿元，投入尼龙新材料“卡脖子”工程、重点工程建设和偿还银行贷款，若成功增发资产负债率预计降到61.27%。

投资建议

2019年公司业绩靓丽，同时新签订单大幅提升，但是受新冠肺炎疫情、国际油价影响，短期业绩可能会有所下滑，长期我们依旧看好公司发展。因此我们暂维持“买入”评级，下调2020-2021年EPS至0.62、0.82元/股（原0.67、0.83元/股），新增2022年EPS1.05元/股，对应PE为9.8、7.5、5.9倍。

风险提示：石油价格下跌致煤化工订单需求减少；海外疫情影响公司海外业务进度；国内订单落地不及预期；汇率风险影响公司汇兑损失

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	81,445.48	104,128.60	104,336.86	134,490.21	174,837.27
增长率(%)	39.05	27.85	0.20	28.90	30.00
EBITDA(百万元)	6,228.88	9,981.71	4,554.18	5,859.28	7,324.05
净利润(百万元)	1,931.77	3,061.41	3,081.59	4,024.12	5,157.39
增长率(%)	24.05	58.48	0.66	30.59	28.16
EPS(元/股)	0.39	0.62	0.62	0.82	1.05
市盈率(P/E)	15.68	9.89	9.83	7.53	5.87
市净率(P/B)	0.92	0.86	0.86	0.79	0.71
市销率(P/S)	0.37	0.29	0.29	0.23	0.17
EV/EBITDA	(0.18)	(0.61)	(1.17)	(2.24)	(1.84)

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	6.08元
目标价格	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)	30,288.62
流通A股市值(百万元)	30,288.62
每股净资产(元)	6.52
资产负债率(%)	67.56
一年内最高/最低(元)	7.74/5.28

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



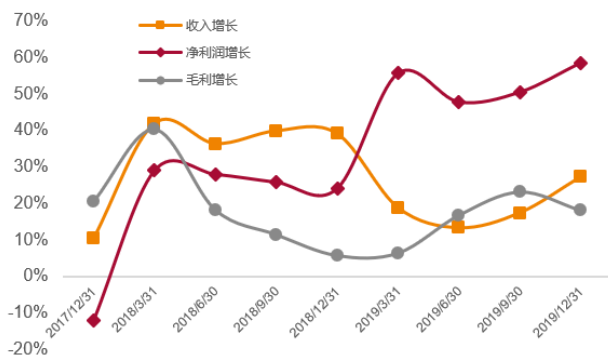
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国化学-半年报点评:工程业务毛利率有所提升，费用率管控合理有所下降》2019-09-01
- 《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-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

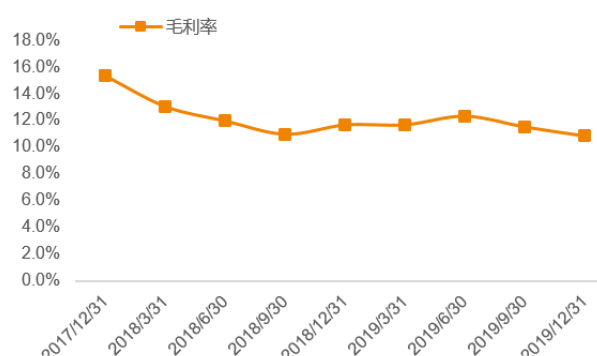


图 1：成长能力



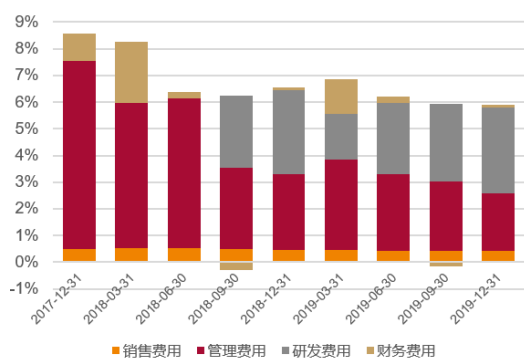
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：毛利率状况



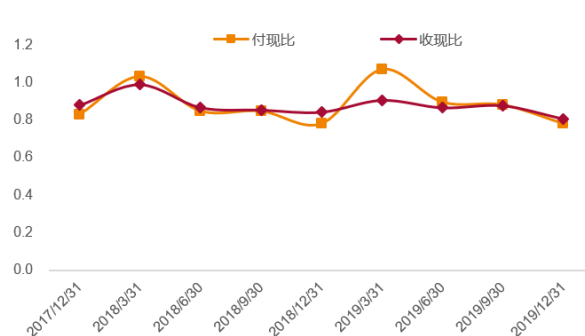
资料来源：Wind，天风证券研究所

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



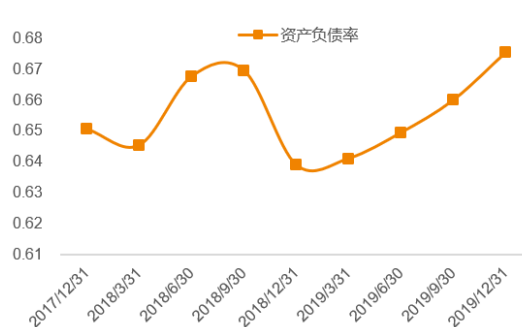
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：经营活动产生的现金流净额（百万元）



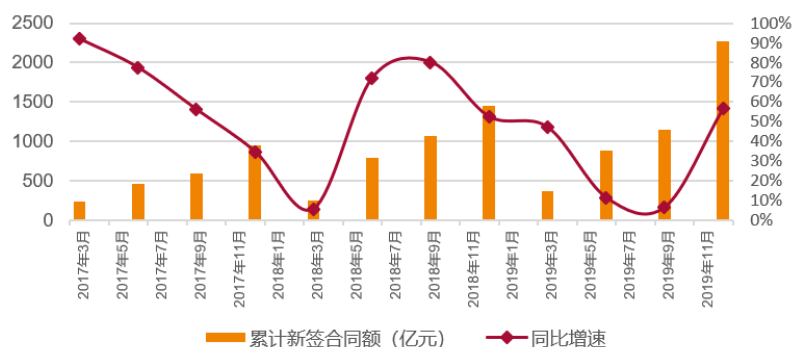
资料来源：Wind，天风证券研究所

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	28,133.80	32,310.49	30,874.85	38,624.94	39,054.88
应收票据及应收账款	23,017.39	22,341.16	22,871.47	36,901.95	43,717.46
预付账款	6,687.77	6,245.84	11,763.04	11,450.40	18,727.08
存货	13,594.10	14,577.01	13,650.44	22,734.74	24,566.00
其他	4,896.16	12,313.70	9,623.18	14,432.18	13,512.93
流动资产合计	76,329.22	87,788.20	88,782.99	124,144.22	139,578.34
长期股权投资	975.90	1,587.35	1,587.35	1,587.35	1,587.35
固定资产	9,750.40	9,195.51	8,884.82	8,524.49	8,121.38
在建工程	1,014.84	405.34	279.21	215.52	159.31
无形资产	2,023.27	2,540.74	2,424.44	2,308.15	2,191.85
其他	6,929.03	12,388.10	12,385.75	12,383.41	12,382.62
非流动资产合计	20,693.45	26,117.04	25,561.57	25,018.92	24,442.51
资产总计	97,022.67	115,865.39	114,997.95	150,034.32	165,182.42
短期借款	270.00	303.20	410.00	411.00	421.00
应付票据及应付账款	29,952.85	38,482.38	29,951.36	58,259.73	56,414.68
其他	24,807.82	31,267.91	40,485.33	43,586.93	55,707.59
流动负债合计	55,030.67	70,053.50	70,846.68	102,257.66	112,543.27
长期借款	4,843.86	5,988.72	5,000.00	5,000.00	5,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,129.64	2,231.35	1,500.00	1,500.00	1,500.00
非流动负债合计	6,973.50	8,220.08	6,500.00	6,500.00	6,500.00
负债合计	62,004.18	78,273.57	77,346.68	108,757.66	119,043.27
少数股东权益	2,176.77	2,449.48	2,619.17	2,893.92	3,231.87
股本	4,933.00	4,933.00	4,933.00	4,933.00	4,933.00
资本公积	5,636.95	5,646.78	5,646.78	5,646.78	5,646.78
留存收益	25,233.75	27,636.15	30,099.09	33,449.73	37,974.28
其他	(2,961.98)	(3,073.60)	(5,646.78)	(5,646.78)	(5,646.78)
股东权益合计	35,018.50	37,591.82	37,651.26	41,276.66	46,139.15
负债和股东权益总	97,022.67	115,865.39	114,997.95	150,034.32	165,182.42

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,080.05	3,287.26	3,081.59	4,024.12	5,157.39
折旧摊销	978.53	1,062.97	613.12	620.31	625.62
财务费用	(49.89)	56.21	91.11	143.80	179.78
投资损失	(139.24)	(123.95)	(115.97)	(115.97)	(115.97)
营运资金变动	(1,603.91)	(3,630.23)	(2,689.36)	3,889.43	(4,714.51)
其它	3,643.69	4,071.44	20.33	315.11	374.59
经营活动现金流	4,909.22	4,723.71	1,000.82	8,876.80	1,506.89
资本支出	1,213.64	923.49	791.35	80.00	50.00
长期投资	601.35	611.45	0.00	0.00	0.00
其他	(3,522.36)	(3,045.41)	887.96	(333.23)	(332.35)
投资活动现金流	(1,707.37)	(1,510.48)	1,679.32	(253.23)	(282.35)
债权融资	5,404.26	6,623.93	5,800.02	5,748.47	5,774.16
股权融资	3,084.51	(204.33)	(2,664.30)	(143.80)	(179.78)
其他	(7,799.94)	(5,945.92)	(7,251.50)	(6,478.15)	(6,388.99)
筹资活动现金流	688.83	473.68	(4,115.78)	(873.48)	(794.60)
汇率变动影响	0.00	0.50	0.50	0.33	0.44
现金净增加额	3,890.68	3,687.42	(1,435.14)	7,750.42	430.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	81,445.48	104,128.60	104,336.86	134,490.21	174,837.27
营业成本	71,968.47	92,432.22	92,617.09	119,383.43	155,198.46
营业税金及附加	421.23	364.47	365.20	470.74	611.96
营业费用	374.04	438.59	439.47	566.48	736.42
管理费用	2,303.31	2,244.52	2,249.00	2,898.97	3,768.66
研发费用	2,582.31	3,316.58	3,323.22	4,283.63	5,568.71
财务费用	64.09	112.38	91.11	143.80	179.78
资产减值损失	1,264.25	(137.69)	1,360.00	1,800.00	2,400.00
公允价值变动收益	(0.26)	10.10	(158.29)	35.70	28.96
投资净收益	139.24	124.45	116.47	116.30	116.41
其他	(427.66)	1,340.85	83.64	(304.01)	(290.75)
营业利润	2,756.46	3,882.13	3,849.95	5,095.17	6,518.66
营业外收入	83.70	85.72	85.72	85.72	85.72
营业外支出	71.92	58.52	58.52	62.98	60.00
利润总额	2,768.24	3,909.32	3,877.15	5,117.90	6,544.37
所得税	688.19	622.06	616.94	814.37	1,041.36
净利润	2,080.05	3,287.26	3,260.21	4,303.53	5,503.01
少数股东损益	148.27	225.86	178.62	279.41	345.62
归属于母公司净利润	1,931.77	3,061.41	3,081.59	4,024.12	5,157.39
每股收益(元)	0.39	0.62	0.62	0.82	1.05

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	39.05%	27.85%	0.20%	28.90%	30.00%
营业利润	19.08%	40.84%	-0.83%	32.34%	27.94%
归属于母公司净利润	24.05%	58.48%	0.66%	30.59%	28.16%
获利能力					
毛利率	11.64%	11.23%	11.23%	11.23%	11.23%
净利率	2.37%	2.94%	2.95%	2.99%	2.95%
ROE	5.88%	8.71%	8.80%	10.48%	12.02%
ROIC	21.14%	63.39%	-122.12%	-766.06%	-112.60%
偿债能力					
资产负债率	63.91%	67.56%	67.26%	72.49%	72.07%
净负债率	-64.91%	-68.33%	-66.60%	-79.65%	-72.13%
流动比率	1.39	1.25	1.25	1.21	1.24
速动比率	1.14	1.05	1.06	0.99	1.02
营运能力					
应收账款周转率	3.70	4.59	4.62	4.50	4.34
存货周转率	5.52	7.39	7.39	7.39	7.39
总资产周转率	0.88	0.98	0.90	1.01	1.11
每股指标(元)					
每股收益	0.39	0.62	0.62	0.82	1.05
每股经营现金流	1.00	0.96	0.20	1.80	0.31
每股净资产	6.66	7.12	7.10	7.78	8.70
估值比率					
市盈率	15.68	9.89	9.83	7.53	5.87
市净率	0.92	0.86	0.86	0.79	0.71
EV/EBITDA	-0.18	-0.61	-1.17	-2.24	-1.84
EV/EBIT	-0.21	-0.68	-1.35	-2.50	-2.01

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