

中国化学 (601117.SH)

低估值顺周期化学工程龙头，现金流与业绩均优

经济复苏，油价上涨，公司作为顺周期化工龙头将持续受益。1月中旬以来全球新冠每日确诊人数自高位持续回落，部分主要国家疫苗接种提速，经济加快复苏预期显著增强，推动原油价格持续上涨。近日，WTI原油与布伦特原油价格均突破60美元，达到2020年1月以来新高。此外经济复苏还将带动化工产品需求增加，相关化工企业盈利预期改善，后续石化、煤化工、化工投资将进一步提速，公司作为顺周期化学工程龙头将显著受益，新签订单有望保持良好趋势，在手订单执行预计也将加速。

公司在手订单充裕，21年收入有望明显加速。公司2020年新签合同2512亿元，同比增长10.5%，12月月新签合同308亿元，同比大幅增长862%。2019年公司新签俄罗斯近千亿化工项目造成基数极高，2020年新签订单在高基数上继续保持增长，超出预期。2021年1月，公司新签合同280亿元，同比增长3.9%，境内新签同比增长28.3%，势头良好，境外新签下滑52%；实现收入92亿元，同比大幅增长72.3%。截止至2020年末，估算公司在手未完工订单约4500亿元，是2020年收入的约4倍，订单/收入比创历史新高。考虑到公司目前在手订单充裕，19年千亿俄罗斯大单已经生效执行，同时预计21年海外经营环境有望改善，公司21年收入有望较20年明显加速。

经营性现金流优异，有息负债率低。相较于一般房建、基建企业，公司作为专业工程龙头现金流优异，自2011年起每年经营性现金流均为正值，覆盖净利润比例较高；工程垫资为负数，反映公司在产业链话语权较强，没有垫资施工，反而可占用上下游款项。2020年三季度末资产负债率为69%，显著低于其他建筑央企平均75%左右水平，且有息负债率很低（仅约7%），受到相关考核约束较小，扩张潜力更大，是现金流与业绩均优的龙头资产，可享受更高估值。

全资子公司华陆引入万华化学及员工持股平台混改，有望进一步释放经营活力。公司公告全资子公司华陆工程落实国企改革三年行动，实施混合所有制改革。公司向万华化学转让华陆公司30%股权（价格4.2亿元），向华陆公司员工持股平台西安共赢转让19%股权（价格2.7亿元）。本次华陆公司的混合所有制改革将优化股权结构，断健全完善市场化经营机制，进一步释放企业发展活力，同时也有望加强中国化学和万华化学之间在技术创新和工程化、市场化经营机制等各方面的深入合作。

投资建议：我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为35/42/49亿元，同比增长15%/21%/16%，EPS分别为0.71/0.86/1.00元，当前股价对应PE分别为9/7/6倍。当前公司PB(If)为0.92倍，处于历史底部区域，股息率约为3%，处于建筑板块前列，维持“买入”评级。

风险提示：油价大幅下跌风险，疫苗效果不达预期风险，海外项目执行风险，新业务拓展不达预期风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	81,445	103,622	111,791	130,225	148,200
增长率 yoy (%)	39.1	27.2	7.9	16.5	13.8
归母净利润(百万元)	1,932	3,061	3,510	4,235	4,930
增长率 yoy (%)	24.1	58.5	14.7	20.7	16.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.39	0.62	0.71	0.86	1.00
净资产收益率(%)	5.9	8.7	9.3	10.3	10.8
P/E(倍)	16.1	10.1	8.8	7.3	6.3
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7

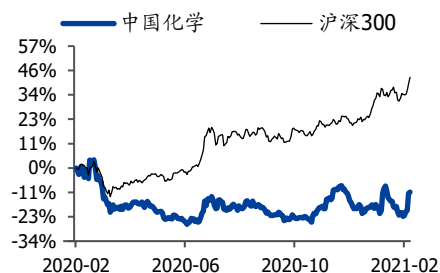
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
最新收盘价	6.29
总市值(百万元)	31,028.57
总股本(百万股)	4,933.00
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	75.27

股价走势



作者

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究

- 1、《中国化学(601117.SH)：20年新签订单超预期，全年收入逆势增长》2021-01-15
- 2、《中国化学(601117.SH)：顺周期化学工程龙头，业绩订单趋势向上》2020-11-24
- 3、《中国化学(601117.SH)：海外市场驱动订单高增，业绩现金流均优的核心资产》2020-01-18



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	76329	87788	92169	109675	113721
现金	28134	32310	31274	31534	32281
应收票据及应收账款	23017	22341	26583	35429	36863
其他应收款	3295	5324	3975	6857	5470
预付账款	6688	6246	7707	8547	9951
存货	13594	14577	15640	19512	20455
其他流动资产	1601	6990	6990	7796	8699
非流动资产	20693	28077	29310	31972	34169
长期投资	976	1587	2209	2831	3453
固定资产	9750	9196	9606	11270	12642
无形资产	2023	2541	2449	2377	2352
其他非流动资产	7944	14754	15046	15494	15723
资产总计	97023	115865	121479	141647	147890
流动负债	55031	70053	73823	90662	93171
短期借款	270	303	303	303	303
应付票据及应付账款	29953	38482	34922	50471	46621
其他流动负债	24808	31268	38598	39888	46247
非流动负债	6974	8220	7217	6625	5715
长期借款	4844	5989	4986	4393	3484
其他非流动负债	2130	2231	2231	2231	2231
负债合计	62004	78274	81040	97287	98886
少数股东权益	2177	2449	2708	3021	3385
股本	4933	4933	4933	4933	4933
资本公积	5637	5647	5647	5647	5647
留存收益	19597	21989	24624	27802	31501
归属母公司股东权益	32842	35142	37730	41339	45619
负债和股东权益	97023	115865	121479	141647	147890

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4909	4724	2269	5213	5846
净利润	2080	3287	3769	4548	5294
折旧摊销	979	1063	924	1081	1291
财务费用	64	112	252	273	303
投资损失	-139	-124	-112	-115	-123
营运资金变动	888	-1242	-2562	-571	-915
其他经营现金流	1037	1627	-2	-3	-4
投资活动现金流	-1707	-1510	-2042	-3625	-3362
资本支出	986	763	611	2040	1576
长期投资	-822	-900	-622	-622	-621
其他投资现金流	-1544	-1647	-2053	-2207	-2407
筹资活动现金流	689	474	-1263	-1328	-1737
短期借款	-218	33	0	0	0
长期借款	-593	1145	-1003	-592	-909
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	115	10	0	0	0
其他筹资现金流	1385	-714	-260	-736	-827
现金净增加额	4383	3799	-1037	260	748

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	81445	103622	111791	130225	148200
营业成本	71968	92432	99144	115336	131137
营业税金及附加	421	364	393	458	521
营业费用	374	439	520	601	670
管理费用	2303	2245	2683	3060	3483
研发费用	2582	3317	3801	4428	5039
财务费用	64	112	252	273	303
资产减值损失	1264	-138	559	651	741
其他收益	123	109	0	0	0
公允价值变动收益	0	10	2	3	4
投资净收益	139	124	112	115	123
资产处置收益	27	40	0	0	0
营业利润	2756	3882	4554	5536	6433
营业外收入	84	86	127	82	95
营业外支出	72	59	84	72	72
利润总额	2768	3909	4597	5546	6456
所得税	688	622	827	998	1162
净利润	2080	3287	3769	4548	5294
少数股东损益	148	226	259	312	364
归属母公司净利润	1932	3061	3510	4235	4930
EBITDA	3239	4417	4767	5858	6938
EPS (元)	0.39	0.62	0.71	0.86	1.00

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	39.1	27.2	7.9	16.5	13.8
营业利润(%)	19.1	40.8	17.3	21.6	16.2
归属于母公司净利润(%)	24.1	58.5	14.7	20.7	16.4
获利能力					
毛利率(%)	11.6	10.8	11.3	11.4	11.5
净利率(%)	2.4	3.0	3.1	3.3	3.3
ROE(%)	5.9	8.7	9.3	10.3	10.8
ROIC(%)	4.3	6.5	6.9	8.0	8.8
偿债能力					
资产负债率(%)	63.9	67.6	66.7	68.7	66.9
净负债比率(%)	-61.2	-64.6	-57.7	-54.2	-52.2
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	3.7	4.6	4.6	4.2	4.1
应付账款周转率	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.62	0.71	0.86	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	0.96	0.46	1.06	1.19
每股净资产(最新摊薄)	6.05	6.52	7.04	7.77	8.64
估值比率					
P/E	16.6	10.5	9.1	7.6	6.5
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.9	2.2	2.3	1.8	1.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 中国化学历史订单累计值

时间	新签合同额 (亿元)	累计同 比	境内新签 (亿元)	累计同 比	境外新签 (亿元)	累计同 比	营业收入 (亿元)	累计同 比	海外订单 占比
19-01	262	245.5%	125	79.6%	137	2139.3%	70	60.6%	52.2%
19-02	292	63.5%	155	52.9%	137	77.5%	109	28.0%	46.9%
19-03	377	47.1%	205	20.3%	172	100.5%	178	18.9%	45.6%
19-04	458	39.6%	271	16.4%	187	96.2%	238	19.0%	40.9%
19-05	575	-6.0%	326	3.8%	249	-16.2%	301	-15.8%	43.3%
19-06	893	11.6%	582	44.1%	311	-21.6%	389	13.3%	34.8%
19-07	950	5.0%	631	31.9%	320	-25.1%	455	16.2%	33.6%
19-08	1069	8.3%	707	37.0%	362	-23.1%	533	17.6%	33.9%
19-09	1149	6.7%	752	24.2%	397	-15.7%	629	16.7%	34.5%
19-10	2214	92.6%	856	26.1%	1359	188.2%	726	15.7%	61.4%
19-11	2240	72.2%	878	7.6%	1362	180.8%	870	17.9%	60.8%
19-12	2272	56.7%	906	-4.2%	1366	171.1%	1041	23.2%	60.1%
20-01	269	2.6%	187	49.6%	82	-40.4%	54	-23.2%	30.3%
20-02	353	20.8%	245	58.0%	108	-21.2%	81	-26.0%	30.5%
20-03	454	20.4%	329	60.1%	125	-27.1%	135	-23.9%	27.6%
20-04	649	41.6%	499	84.2%	150	-20.0%	212	-10.7%	23.1%
20-05	780	35.6%	629	92.9%	151	-39.3%	283	-5.8%	19.4%
20-06	910	1.9%	755	29.6%	155	-50.1%	369	-5.0%	17.0%
20-07	977	2.8%	815	29.2%	162	-49.4%	457	0.4%	16.6%
20-08	1191	11.4%	996	40.8%	195	-46.1%	552	3.5%	16.4%
20-09	1469	27.8%	1165	54.8%	305	-23.3%	665	5.6%	20.7%
20-10	1826	-17.5%	1456	70.1%	371	-72.7%	813	11.9%	20.3%
20-11	2203	-1.6%	1743	98.5%	460	-66.2%	954	9.7%	20.9%
20-12	2512	10.5%	2017	122.5%	495	-63.8%	1107	6.3%	19.7%
21-01	280	3.9%	240	28.3%	39	-52.1%	92	72.3%	14.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 中国化学历史订单单月值

时间	新签合同额 (亿元)	单月同 比	境内新签 (亿元)	单月同 比	境外新签 (亿元)	单月同 比	营业收入 (亿元)	单月同 比	单月海外 订单占比
19-01	262	245.5%	125	79.6%	137	2139.3%	70	60.6%	52.2%
19-02	30	-70.6%	30	-5.7%	0	-99.7%	39	-5.8%	0.7%
19-03	85	9.3%	50	-27.6%	35	306.5%	69	6.8%	41.1%
19-04	81	12.7%	66	5.6%	15	58.4%	60	19.3%	18.8%
19-05	117	-58.7%	55	-32.4%	62	-69.3%	63	5.1%	53.1%
19-06	318	68.1%	257	184.7%	62	-37.9%	88	5.5%	19.4%
19-07	57	-45.3%	48	-34.9%	9	-70.8%	66	36.6%	15.5%
19-08	119	45.4%	76	101.4%	43	-2.9%	78	26.2%	35.8%
19-09	80	-10.9%	45	-49.4%	35	9550.0%	96	12.0%	43.5%
19-10	1065	1359.2%	103	41.8%	962	534094%	97	9.6%	90.3%
19-11	26	-82.9%	23	-83.6%	3	-75.2%	144	30.8%	13.0%
19-12	32	-78.5%	28	-78.3%	4	-80.3%	171	58.9%	11.5%
20-01	269	2.6%	187	49.6%	82	-40.4%	54	-23.2%	30.3%
20-02	84	178.9%	58	92.9%	26	12471.4%	27	-31.0%	31.3%
20-03	101	18.7%	83	66.9%	17	-50.1%	54	-20.5%	17.3%
20-04	195	140.6%	171	159.5%	24	59.4%	77	28.2%	12.5%
20-05	131	11.9%	129	135.8%	2	-97.6%	71	12.8%	1.1%
20-06	130	-59.1%	126	-50.8%	4	-93.7%	86	-2.4%	3.0%
20-07	67	16.8%	60	24.5%	7	-24.9%	87	32.2%	10.0%
20-08	215	80.4%	181	137.0%	34	-20.9%	95	21.5%	15.7%
20-09	278	247.8%	169	273.6%	109	214.3%	113	17.4%	39.3%
20-10	357	-66.5%	291	181.8%	66	-93.1%	148	52.7%	18.5%
20-11	377	1358.6%	287	1177.6%	90	2558.8%	142	-1.2%	23.7%
20-12	308	861.5%	274	865.3%	34	831.9%	153	-10.9%	11.2%
21-01	280	3.9%	240	28.3%	39	-52.1%	92	72.3%	14.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com