

中国化学 (601117)

受益化工产业链景气向上, 收入利润或延续较快增长

受益产业链景气向上, 收入利润较快增长或有延续性, 维持“买入”评级。公司发布 20 年年报及 21 年一季报, 20FY 收入 1,100 亿, yoy+5.6%, 归母净利润 36.6 亿, yoy+19.5%; 21Q1 收入 251 亿, yoy+85.4% (较 19Q1 增长 41.7%), 归母净利润 8.2 亿, yoy +54.1% (较 19Q1 增长 31.1%)。业绩基本符合预期。公司作为全球化学工程龙头之一, 受益产业链景气向上, 收入较快增长有支撑, 利润率后续有望修复。我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 43.6/52.5/61.8 亿, 维持“买入”评级。

化工产业链景气向上, 21Q1 延续 20H2 收入及新签高增趋势

分业务看, 20FY 化学工程、基建、实业收入 yoy 分别为 9.6%、-7.5%、-22.1%, 化学工程增长稳健, 疫情影响减弱背景下 20H2 增长强劲 (收入 yoy+20.0%), 占总收入比例同增 2.7pct 至 76.3%; 基础设施收入承压因前期多个大项目 20FY 完工, 实业因天辰耀隆停产大修及部分产品价格同比下降。考虑充足在手订单及 21FY 主要化工品景气向上, 我们判断 21FY 化学工程收入或延续较快增长, 基础设施及实业业务有望恢复增长。21Q1 收入延续 20H2 收入较快增长趋势。20FY 及 21Q1 公司新签合同额分别为 2,512、547 亿, yoy 分别为 10.6%、20.4%, 21Q1 新签较 19Q1 增长 45.0%。20FY 新签化学工程、基础设施合同额分别 1,868、560 亿, yoy 分别+0.3%、+57.4%, 化学工程新签增速下降主因前期较高基数。20FY 期末在手订单总额 2,609 亿, 为同期收入之 2.4 倍, 在手订单充足。

21FY 盈利能力或继续修复, 现金流延续出色表现

20FY 及 21Q1 公司综合毛利率分别同比+0.3、-2.8pct 至 11.5%、9.5%。20FY 化学工程、基础设施、实业业务毛利率分别同比+0.7、-0.0、-2.6pct 至 11.9%、7.2%、14.9%。随着前期低毛利项目陆续收入确认, 化学工程业务恢复性提升; 实业利润率承压主因相关化工品价格 20FY 价格承压。推测 21Q1 毛利率承压源于结算项目结构变化阶段性影响。20FY 及 21Q1 减值损失影响均边际减弱, 20FY 及 21Q1 归母净利率分别同比+0.4、-0.6pct 至 3.3%、3.3%。前期大额减值影响或告一段落, 化工产业链景气向上, 21FY 盈利能力或继续修复。20FY 经营性现金流净流入 83 亿, 延续近年明显高于净利润趋势, 同比多流入 36 亿; 投资性现金流净流出 15 亿, 总体平稳; 21Q1 经营性现金流净流出 22 亿, 净流出规模处于近年较低水平, 投资性现金流净流入 0.9 亿。

预计 21-23 年归母净利 YoY 分别为 19%/20%/18%, 维持“买入”评级

公司新签高增, 在手订单充足, 受益化工产业链景气向上, 收入或延续较快增长, 盈利能力有望修复。考虑到实业业务受天辰耀隆停产大修影响较大, 基础设施业务推进节奏逊于前期预期, 我们下调公司 21/22 年归母净利润预测至 43.6/52.5 亿 (前值 45.9/57.9 亿), 新增 23 年归母净利润预测为 61.8 亿, 21-23 年 YoY 分别为 19%/20%/18%, 当前可比公司 21 年 PE 均值及中位数分别为 11.8x/12.8x, 认可给予公司 21 年 12x 目标 PE, 对应目标价 10.56 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 油价复苏不及预期, 新材料项目投产低于预期, 汇率大幅波动。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	104,128.60	109,994.81	131,619.00	150,841.61	169,455.79
增长率(%)	27.85	5.63	19.66	14.60	12.34
EBITDA(百万元)	9,981.71	10,933.93	6,900.70	8,339.09	9,501.11
净利润(百万元)	3,061.41	3,658.84	4,357.93	5,250.69	6,184.49
增长率(%)	58.48	19.51	19.11	20.49	17.78
EPS(元/股)	0.62	0.74	0.88	1.06	1.25
市盈率(P/E)	10.15	8.49	7.13	5.92	5.03
市净率(P/B)	0.88	0.83	0.81	0.74	0.67
市销率(P/S)	0.30	0.28	0.24	0.21	0.18
EV/EBITDA	(0.61)	(1.41)	(1.32)	(2.14)	(3.62)

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	6.3 元
目标价格	10.56 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)	31,077.90
流通 A 股市值(百万元)	31,077.90
每股净资产(元)	7.23
资产负债率(%)	70.33
一年内最高/最低(元)	7.27/5.24

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtao@tfzq.com

股价走势



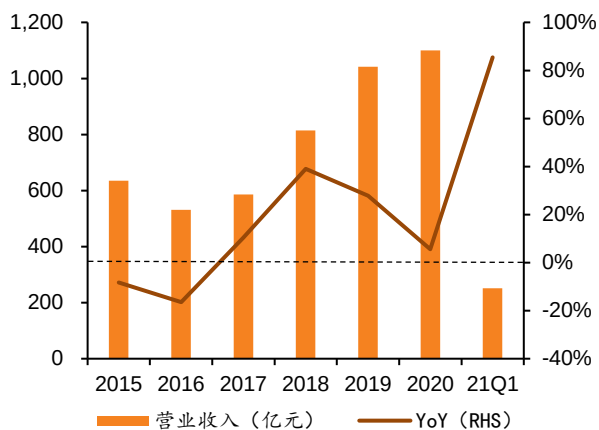
资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《中国化学-季报点评:Q3 营收、净利润同比大增, 毛利率有所上升》 2020-11-01
- 2 《中国化学-半年报点评:二季度营收快速恢复, 经营现金流出增加》 2020-08-21
- 3 《中国化学-年报点评报告:费用率管控合理利润高增, 拟募集资金投入“卡脖子”工程》 2020-04-25

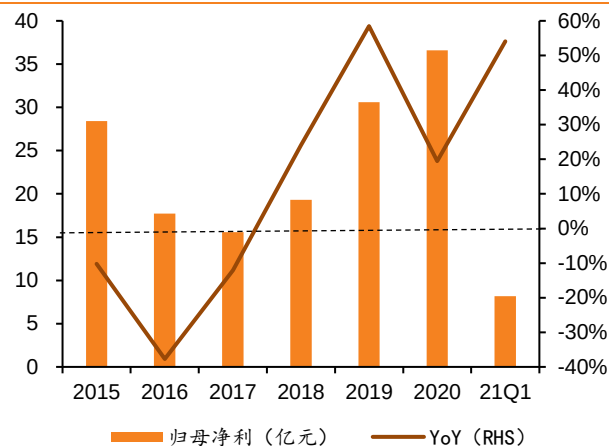
核心图表

图 1：公司 2015 年-21Q1 营收及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：公司 2015 年-21Q1 归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
002140.SZ	东华科技	36.0	6.61	0.36	0.52	0.68	18.2	12.8	9.7
600339.SH	中油工程	153.0	2.74	0.15	0.20	0.23	17.9	13.7	12.1
600583.SH	海油工程	192.3	4.35	0.08	0.22	0.34	52.9	19.5	12.7
600068.SH	葛洲坝	330.6	7.11	0.93	1.24	1.40	7.6	5.7	5.1
601618.SH	中国中冶	677.7	3.08	0.38	0.43	0.49	8.1	7.1	6.2
平均值							21.0	11.8	9.2
中位数							17.9	12.8	9.7
601117.SH	中国化学	312.8	6.30	0.74	0.88	1.06	8.5	7.2	6.0

注：股价时间 2021/04/30；除中国化学外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	32,310.49	38,868.25	36,218.35	44,092.25	60,316.49
应收票据及应收账款	22,341.16	24,891.51	27,970.68	28,421.85	30,222.54
预付账款	6,245.84	6,702.28	7,406.39	7,253.64	7,563.61
存货	14,577.01	4,201.20	11,692.57	10,157.64	10,258.29
其他	12,313.70	31,068.31	35,397.65	34,563.40	38,845.42
流动资产合计	87,788.20	105,731.54	118,685.64	124,488.77	147,206.34
长期股权投资	1,587.35	1,521.00	1,521.00	1,521.00	1,521.00
固定资产	9,195.51	11,387.76	12,176.39	12,874.95	13,475.47
在建工程	405.34	485.28	471.17	432.70	379.62
无形资产	2,540.74	2,392.38	2,281.22	2,170.07	2,058.91
其他	12,388.10	10,641.44	11,131.56	11,621.68	12,111.80
非流动资产合计	26,117.04	26,427.86	27,581.34	28,620.39	29,546.80
资产总计	115,865.39	136,008.15	148,203.28	155,690.90	179,542.07
短期借款	303.20	319.39	319.39	319.39	319.39
应付票据及应付账款	38,482.38	52,377.02	55,655.46	59,368.25	76,220.48
其他	31,267.91	35,077.76	42,740.41	42,076.67	43,936.59
流动负债合计	70,053.50	87,774.17	98,715.26	101,764.32	120,476.47
长期借款	5,988.72	5,381.72	5,381.72	5,381.72	5,381.72
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,231.35	2,128.27	2,628.27	3,128.27	3,628.27
非流动负债合计	8,220.08	7,509.99	8,009.99	8,509.99	9,009.99
负债合计	78,273.57	95,284.16	106,725.25	110,274.31	129,486.46
少数股东权益	2,449.48	3,063.14	3,281.49	3,544.57	3,854.44
股本	4,933.00	4,933.00	4,933.00	4,933.00	4,933.00
资本公积	5,646.78	5,652.50	5,652.50	5,652.50	5,652.50
留存收益	27,636.15	30,212.98	33,263.53	36,939.02	41,268.16
其他	(3,073.60)	(3,137.64)	(5,652.50)	(5,652.50)	(5,652.50)
股东权益合计	37,591.82	40,723.99	41,478.02	45,416.59	50,055.60
负债和股东权益总计	115,865.39	136,008.15	148,203.28	155,690.90	179,542.07

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,287.26	3,842.16	4,357.93	5,250.69	6,184.49
折旧摊销	1,062.97	1,140.13	636.64	701.06	763.71
财务费用	56.21	984.28	784.31	1,049.56	989.27
投资损失	(123.95)	(74.67)	(86.36)	(95.52)	(103.48)
营运资金变动	(3,630.23)	1,303.97	(4,509.83)	5,098.90	12,201.51
其它	4,071.44	1,132.91	218.35	263.08	309.87
经营活动现金流	4,723.71	8,328.78	1,401.05	12,267.78	20,345.37
资本支出	923.49	3,295.02	800.00	750.00	700.00
长期投资	611.45	(66.35)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,045.41)	(4,694.88)	(101.19)	(2,549.92)	(2,003.71)
投资活动现金流	(1,510.48)	(1,466.22)	698.81	(1,799.92)	(1,303.71)
债权融资	6,623.93	6,227.11	6,083.91	6,114.71	6,141.91
股权融资	(204.33)	(584.84)	(3,299.18)	(1,049.56)	(989.27)
其他	(5,945.92)	(6,445.64)	(7,534.49)	(7,659.12)	(7,970.06)
筹资活动现金流	473.68	(803.37)	(4,749.76)	(2,593.97)	(2,817.41)
汇率变动影响	0.50	(3.32)	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,687.42	6,055.87	(2,649.90)	7,873.89	16,224.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	104,128.60	109,994.81	131,619.00	150,841.61	169,455.79
营业成本	92,432.22	97,397.09	115,805.83	132,407.25	148,755.41
营业税金及附加	364.47	297.97	356.55	408.62	459.05
营业费用	438.59	387.54	463.73	531.45	597.03
管理费用	2,244.52	2,260.43	3,158.86	3,469.36	3,728.03
研发费用	3,316.58	3,802.02	4,549.47	5,213.91	5,857.32
财务费用	112.38	532.24	784.31	1,049.56	989.27
资产减值损失	(137.69)	(80.49)	1,106.85	1,268.50	1,425.04
公允价值变动收益	10.10	(4.16)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	124.45	71.35	86.36	95.52	103.48
其他	1,340.85	719.26	(172.71)	(191.03)	(206.96)
营业利润	3,882.13	4,611.56	5,479.76	6,588.47	7,748.13
营业外收入	85.72	71.13	71.13	71.13	71.13
营业外支出	58.52	138.83	138.83	138.83	138.83
利润总额	3,909.32	4,543.86	5,412.06	6,520.76	7,680.43
所得税	622.06	701.70	835.77	1,006.99	1,186.07
净利润	3,287.26	3,842.16	4,576.28	5,513.78	6,494.36
少数股东损益	225.86	183.32	218.35	263.08	309.87
归属于母公司净利润	3,061.41	3,658.84	4,357.93	5,250.69	6,184.49
每股收益（元）	0.62	0.74	0.88	1.06	1.25

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	27.85%	5.63%	19.66%	14.60%	12.34%
营业利润	40.84%	18.79%	18.83%	20.23%	17.60%
归属于母公司净利润	58.48%	19.51%	19.11%	20.49%	17.78%
获利能力					
毛利率	11.23%	11.45%	12.01%	12.22%	12.22%
净利率	2.94%	3.33%	3.31%	3.48%	3.65%
ROE	8.71%	9.72%	11.41%	12.54%	13.39%
ROIC	63.39%	-160.28%	-79.02%	-319.70%	-104.64%
偿债能力					
资产负债率	67.56%	70.06%	72.01%	70.83%	72.12%
净负债率	-68.33%	-80.15%	-72.65%	-83.62%	-108.23%
流动比率	1.25	1.21	1.20	1.22	1.22
速动比率	1.05	1.16	1.08	1.12	1.14
营运能力					
应收账款周转率	4.59	4.66	4.98	5.35	5.78
存货周转率	7.39	11.72	16.56	13.81	16.60
总资产周转率	0.98	0.87	0.93	0.99	1.01
每股指标（元）					
每股收益	0.62	0.74	0.88	1.06	1.25
每股经营现金流	0.96	1.69	0.28	2.49	4.12
每股净资产	7.12	7.63	7.74	8.49	9.37
估值比率					
市盈率	10.15	8.49	7.13	5.92	5.03
市净率	0.88	0.83	0.81	0.74	0.67
EV/EBITDA	-0.61	-1.41	-1.32	-2.14	-3.62
EV/EBIT	-0.68	-1.57	-1.46	-2.34	-3.94

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