

中国化学 (601117)

证券研究报告

2021年07月15日

6月新签收入均提速，期待实业拓展带动新成长

公司公告 21h1 经营数据，报告期累计新签合同额 1,319 亿，yoy+44.9% (vs 21M1-5 yoy +12.6%，vs 较 19h1 cagr 为 21.5%)，其中海外新签 86 亿，yoy-44.5% (vs 1-5 月 yoy-65%)。海外逐步恢复，国内贡献核心新签增量，主要业务类别齐头并进 (工程、施工承包等)。21h1 新签订单/收入进一步提升至 2.4 (vs 21M1-5 为 2.0)。单 6 月新签合同额 441 亿，yoy +239%，**超我们预期**。21h1 公司收入 561 亿，yoy+51.9% (vs 前 5 月 yoy+52.8%，vs 19h1 cagr 20.1%)，单 6 月收入 yoy+49.2%，21q2 收入继续逐月提速。

化工产业链景气向上，订单及收入高增趋势或延续

受益全球相对宽松货币等政策环境及疫情影响边际减弱等因素，化工产业链景气向上，支撑化工企业后续投资积极性，判断化工工程景气向上有延续性。20H2 以来公司新签及收入延续高增，20FY 末公司期末在手订单总额为同期收入 2.4 倍，同时 21h1 新签订单额为同期收入之 2.4 倍，存量订单及新签充足，后续收入有较好保障。

己二腈为代表项目落地驱公司转型，“十四五”实业或为公司新增长引擎
化学工程作为公司的核心业务，在化工、石油化工领域拥有行业内先进成熟技术装置，在国内外占据较大市场份额。在为业主提供前端咨询规划起至后端装置安装、开车、运维等工程全过程、全产业链综合服务，积累了较丰厚经验。近年积极发展拓展化工实业业务，探索“技术+产业”的一体化开发模式，主攻“卡脖子”技术，拓展新材料行业高附加值产品领域。在新材料领域，公司研发和掌握己内酰胺、己二腈、MDI、TDI、多晶硅、有机硅等化工新材料、新能源领域核心技术，并达到国际先进水平。公司投资建成了全世界单系列最大己内酰胺项目 (33 万吨/年)，正在投资建设我国“卡脖子”产品——己二腈项目 (子公司天辰公司项目，已开工建设) 等。我们认为，基于公司较强科研实力、前期扎实相关化工工程经验及前期布局化工实业领域经验，“十四五”期间己二腈项目为代表的化工实业项目或带动公司华丽转型，实业成为公司新增长引擎前景值得期待。

维持 21-23 年业绩预测，YoY 分别为 19%/20%/18%，维持“买入”评级

在手订单充足及新签、收入延续高增，前期逻辑逐步验证，我们暂维持公司 21-23 年盈利预测为 43.6/52.5/61.8 亿，对应 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 14.1x/13.8x，我们看好公司主业延续较高增长，期待化工实业项目逐步落地对业绩增量贡献及提升公司竞争力，认可给予公司 21 年 14x 目标 PE，上调目标价至 12.32 元，维持“买入”评级。

风险提示：化工链条景气度快速下滑、订单收入转化节奏明显放缓、实业业务拓展效果低于预期；21h1 公告经营数据为初步测算结果，具体数据以 2021 年半年报为准。

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)	13.84	11.58	9.72	8.07	6.85
市净率(P/B)	1.21	1.13	1.11	1.01	0.92
市销率(P/S)	0.41	0.39	0.32	0.28	0.25
EV/EBITDA	(0.61)	(1.41)	0.31	(0.79)	(2.44)

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	8.59 元
目标价格	12.32 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)	42,374.47
流通 A 股市值(百万元)	42,374.47
每股净资产(元)	7.23
资产负债率(%)	70.33
一年内最高/最低(元)	9.26/5.24

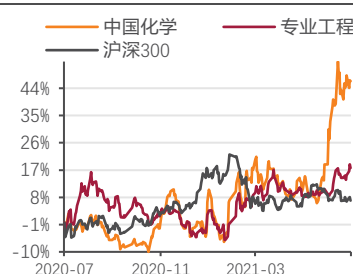
作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

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



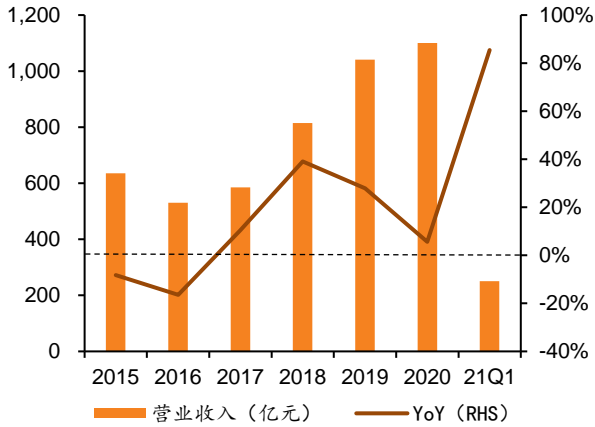
资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《中国化学-年报点评报告:受益化工产业链景气向上，收入利润或延续较快增长》2021-05-01
- 《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
- 《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

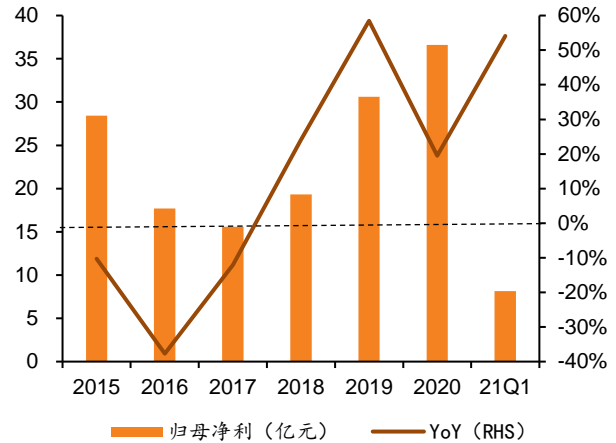
公司历年经营情况及可比公司估值表

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	54.6	10.01	0.36	0.43	0.58	27.6	23.2	17.2
600339.SH	中油工程	154.1	2.76	0.15	0.20	0.23	18.0	13.8	12.2
600583.SH	海油工程	193.2	4.37	0.08	0.22	0.34	53.2	20.0	12.8
600068.SH	葛洲坝	363.8	8.00	0.93	1.30	1.45	8.6	6.2	5.5
601618.SH	中国中冶	663.2	3.17	0.38	0.43	0.50	8.4	7.3	6.4
平均值							23.1	14.1	10.8
中位数							18.0	13.8	12.2
601117.SH	中国化学	417.3	8.59	0.74	0.88	1.06	11.6	9.7	8.1

注: 股价时间 2021/07/14; 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	13.84	11.58	9.72	8.07	6.85
市净率	1.21	1.13	1.11	1.01	0.92
EV/EBITDA	-0.61	-1.41	0.31	-0.79	-2.44
EV/EBIT	-0.68	-1.57	0.34	-0.86	-2.65

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