

中国化学 (601117)

证券研究报告

2021年08月31日

收入延续高增，实业效益改善，看好实业带动公司二次成长

公司公告 21 年半年报，21h1 收入 563 亿，yoy +53% (较 19h1 cagr+21%)；归母净利润 19 亿，yoy+34% (较 19h1 cagr+10%)；扣非归母净利润 18 亿，yoy+26% (较 19h1 cagr+10%)。单 21q2 收入 312 亿，yoy+34% (较 19h1 cagr+22%)，归母净利润 11 亿，yoy +22% (较 19h1 cagr+7%)，扣非归母净利润 10 亿，yoy+17% (较 19h1 cagr+2%)。

收入延续高增，实业盈利明显好转，经营性现金流继续向好

分业务看，公司 21h1 化学工程/基础设施/环境治理/实业收入分别为 436/ 64/ 6/ 32 亿，yoy 分别+55%/22%/91%/70% (较 19h1 收入 cagr 分别为+20%/ 17%/ 52%/ 12%)；主要业务延续较快增长，化学工程延续高景气、基建大力度拓展效果逐步显现，疫情后实业业务增长强劲 (21h1 实业收入 hoh+40%)。21M1-7 公司新签订单合计 1,412 亿，为同期收入之 2.2x，yoy+45% (较 19h1 cagr+22%) 新签延续高增，在手订单充足，支撑后续收入成长空间。21h1 新签合同分业务看，化学工程/基础设施/环境治理业务新签合同额分别 930/ 284/ 70 亿，yoy 分别 29%/ 82%/ 123% (较 19h1 cagr 分别为+23%/ 9%/ 43%)。

21h1 公司综合毛利率同减 2.0pct 至 10.6%，其中 21q2 综合毛利率同减 1.4pct 至 11.4%。分业务看，21h1 化学工程/基础设施/环境治理/实业毛利率分别为 10.2%/ 7.3%/ 9.7%/ 15.8%，yoy 分别-3.1/ -0.2/ +2.7/ +6.0 pct，整体毛利率承压核心源于化学工程业务毛利率下降，或因钢材等原材料成本上涨影响，推测为阶段性影响；实业业务毛利率同比大幅改善，环比亦有明显提升 (vs 20h1/20h2 实业毛利率分别为 9.8%/ 12.1%)。21h1 期间费用率同减 0.8pct 至 5.4% (主要为管理费用率下降)、减值损失影响边际减弱，部分对冲毛利率下滑拖累，21h1 公司归母净利率同减 0.5pct 至 3.4% (其中 21q2 同减 0.3pct 至 3.6%)。

21h1 公司经营性现金流净额同比少流出 38 亿至净流出 4 亿，源于应收类资产周转加快 (应收账款周转持续加快，两金周转天数同比缩短 35 天至 165 天)。

看好实业转型前景，关注己二腈为代表项目落地效果

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。公司研发和掌握己内酰胺、己二腈、气凝胶等化工新材料核心技术并达到国际先进水平。公司投资建成全世界单系列最大己内酰胺项目 (33 万吨/年)，正在投资建设己二腈项目 (“卡脖子”技术，一期 20 万吨/年预计 22 年初投产) 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”期间化工实业项目或带动公司华丽转型，实业或为公司新成长引擎。

布局“卡脖子”新材料或驱二次成长，维持“买入”评级

我们维持公司 21-23 年盈利预测为 44/53/62 亿，21-23 年 YoY 分别为 19%/ 20%/ 18%，化工产业链高景气，布局“卡脖子”化工新材料或驱动二次成长，认可给予公司 21 年 18x 目标 PE，上调目标价至 15.90 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

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)	21.46	17.96	15.08	12.51	10.62
市净率(P/B)	1.87	1.74	1.72	1.57	1.42
市销率(P/S)	0.63	0.60	0.50	0.44	0.39
EV/EBITDA	(0.61)	(1.41)	3.69	2.01	0.02

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	13.32 元
目标价格	15.90 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)	65,707.56
流通 A 股市值(百万元)	65,707.56
每股净资产(元)	7.22
资产负债率(%)	71.21
一年内最高/最低(元)	13.66/5.24

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

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



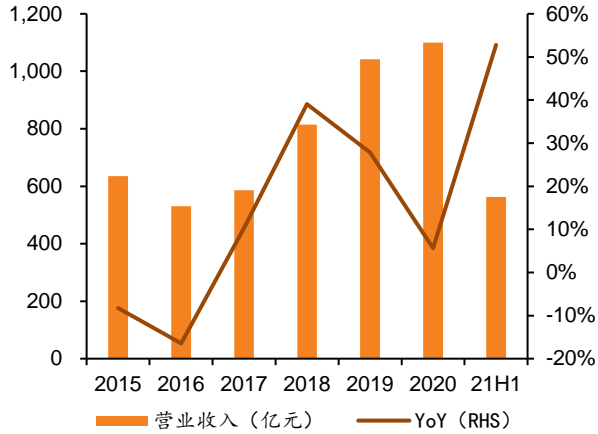
资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《中国化学-公司点评:6 月新签收入均提速，期待实业拓展带动新成长》 2021-07-15
- 2 《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
- 3 《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

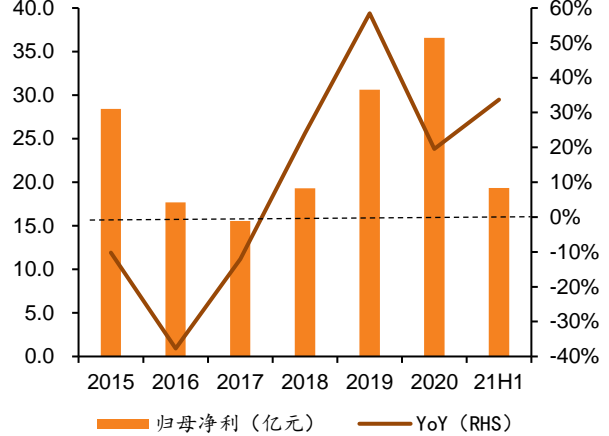
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、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	68.7	12.60	0.36	0.43	0.58	34.7	29.2	21.7
600339.SH	中油工程	160.8	2.88	0.15	0.20	0.23	18.8	14.4	12.7
600583.SH	海油工程	198.5	4.49	0.08	0.22	0.34	54.6	20.5	13.1
601618.SH	中国中冶	942.9	4.55	0.38	0.44	0.51	12.0	10.2	8.9
平均值							30.0	18.6	14.1
中位数							26.7	17.5	12.9
601117.SH	中国化学	657.1	13.32	0.74	0.88	1.06	18.0	15.1	12.5

注：股价时间 2021/08/30；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	21.46	17.96	15.08	12.51	10.62
市净率	1.87	1.74	1.72	1.57	1.42
EV/EBITDA	-0.61	-1.41	3.69	2.01	0.02
EV/EBIT	-0.68	-1.57	4.07	2.20	0.02

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