

2021年09月20日

证券分析师 柳强

执业证号：S0600521050001

liuq@dwzq.com.cn

## 工程建设业务基石坚固，新材料项目之矛成长空间大

买入（维持）

| 盈利预测与估值    | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 109,457 | 126,235 | 146,924 | 165,128 |
| 同比（%）      | 5.6%    | 15.3%   | 16.4%   | 12.4%   |
| 归母净利润（百万元） | 3,659   | 4,493   | 5,864   | 7,066   |
| 同比（%）      | 19.5%   | 22.8%   | 30.5%   | 20.5%   |
| 每股收益（元/股）  | 0.74    | 0.74    | 0.96    | 1.16    |
| P/E（倍）     | 16.34   | 16.48   | 12.63   | 10.48   |

事件：2021年9月17日，公司发布了8月经营情况简报。

### 投资要点

■ **工程建设业务基石坚固，收益可期**：2021年8月，公司当月实现营业收入112.99亿元，同比+18.44%，环比+20.81%；当月新签合同额139.50亿元，其中国内合同额134.76亿元，境外合同额4.74亿元。2021年1-8月，公司累计实现营业收入767.42亿元（未经审计，2021年计划完成营收1180亿元，当前完成65.04%），同比+39.02%。累计新签合同额1551.54亿元（2021年计划完成新签合同额2600亿元，当前完成59.67%），同比+30.25%。**工程建设为公司核心业务，涵盖化工、煤化工、石油化工、新材料、新能源、电力、环保、基础设施等领域，为公司提供盈利底。当前市场担心能耗双控影响工程市场订单萎缩，但我们认为落后产能淘汰、转型升级及新业务领域开发将弥补传统订单下滑。**

■ **实体及新材料项目为矛，成长空间大**：由于工程建设业务ROE和利润增速有限，利用自有技术，**拓展高附加值新材料产品生产和销售将有效提高公司盈利水平并打开成长空间。**公司坚持科技创新，已研发和掌握己内酰胺、己二腈、气凝胶等化工新材料领域核心技术。同时，重点项目攻关加快推进，POE、尼龙12、炭黑循环利用、环保催化剂等一批小试项目取得预期成果。目前公司稳步推进三大新材料项目促成长。（1）**尼龙新材料项目**：该项目位于淄博临淄区齐鲁化学工业园区，总投资104.57亿元，我们预计2022年H1投产。我国己二腈几乎全部依靠进口，“己二腈-己二胺-尼龙66”产业链错配严重，该项目有望突破该产业链“卡脖子”核心环节，值得期待。我们测算该项目建成投产后，营业收入达100亿元规模。且公司有原料丁二烯、丙烯、氢气成本优势。（2）**硅基气凝胶复合材料项目**：该项目位于重庆长寿经济技术开发区，一期总投资9亿元，生产硅基气凝胶复合材料5万m<sup>3</sup>/年，副产甲醇4000吨/年。我们认为市场对于公司气凝胶未来高端应用场景及发展空间的认知还处于初级阶段，实际其发展空间广阔。（3）**10万吨/年PBAT项目**：该项目位于新疆石河子北工业园区，一期总投资6.5亿元，生产10万吨/年可降解塑料PBAT，副产四氢呋喃1.1万吨/年。

■ **盈利预测与投资评级**：我们维持前期盈利预测，2021~2023年归母净利润分别为44.93亿元、58.64亿元和70.66亿元，EPS（增发摊薄）分别0.74元、0.96元、1.16元，对应PE分别为16X、13X和10X。**考虑公司为化学工程建设领域龙头，研发及工程实力雄厚，在建多个新材料项目值得期待，市场尚未充分认知，维持“买入”评级。**

■ **风险提示**：宏观经济复苏不及预期、工程市场复苏不及预期、新材料项目投产进度及盈利不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 12.12      |
| 一年最低/最高价    | 5.07/15.42 |
| 市净率(倍)      | 2.08       |
| 流通A股市值(百万元) | 59787.96   |

### 基础数据

|           |         |
|-----------|---------|
| 每股净资产(元)  | 5.83    |
| 资产负债率(%)  | 71.21   |
| 总股本(百万股)  | 6109.47 |
| 流通A股(百万股) | 4933.00 |

### 相关研究

- 1、《中国化学（601117）：2021年H1中报点评：工程业务稳增长，实业及新材料项目将带来价值重估》2021-08-30
- 2、《中国化学（601117）：工程业务依然向好，新材料项目稳步推进》2021-08-18
- 3、《中国化学（601117）：营收、订单数据持续向好，布局三大新材料项目促成长》2021-07-17

**中国化学三大财务预测表**

| 资产负债表(百万元)     |                |                |                |                | 利润表(百万元)         |                |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |                  | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
| <b>流动资产</b>    | <b>105,926</b> | <b>140,549</b> | <b>134,309</b> | <b>164,301</b> | <b>营业收入</b>      | <b>109,457</b> | <b>126,235</b> | <b>146,924</b> | <b>165,128</b> |
| 现金             | 38,868         | 55,034         | 51,862         | 63,311         | 减:营业成本           | 97,397         | 111,442        | 129,034        | 144,709        |
| 应收账款           | 24,892         | 28,707         | 33,412         | 37,552         | 营业税金及附加          | 298            | 344            | 400            | 450            |
| 存货             | 4,201          | 17,285         | 7,593          | 20,307         | 营业费用             | 388            | 510            | 594            | 667            |
| 其他流动资产         | 37,965         | 39,522         | 41,442         | 43,131         | 管理费用             | 2,260          | 3,062          | 3,441          | 3,788          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>30,082</b>  | <b>31,675</b>  | <b>33,414</b>  | <b>34,386</b>  | 研发费用             | 3,802          | 4,511          | 5,250          | 5,901          |
| 长期股权投资         | 1,521          | 1,529          | 1,538          | 1,548          | 财务费用             | 532            | 523            | 652            | 597            |
| 固定资产           | 11,388         | 12,649         | 14,145         | 15,059         | 资产减值损失           | 80             | 297            | 298            | 261            |
| 在建工程           | 485            | 918            | 1,219          | 1,287          | 加:投资净收益          | 75             | 95             | 96             | 97             |
| 无形资产           | 2,392          | 2,293          | 2,237          | 2,216          | 其他收益             | 172            | 80             | 80             | 80             |
| 其他非流动资产        | 14,295         | 14,285         | 14,275         | 14,276         | 资产处置收益           | 102            | 0              | 0              | 0              |
| <b>资产总计</b>    | <b>136,008</b> | <b>172,224</b> | <b>167,723</b> | <b>198,687</b> | <b>营业利润</b>      | <b>4,612</b>   | <b>5,718</b>   | <b>7,426</b>   | <b>8,928</b>   |
| <b>流动负债</b>    | <b>87,774</b>  | <b>115,740</b> | <b>108,533</b> | <b>135,979</b> | 加:营业外净收支         | -68            | -63            | -64            | -64            |
| 短期借款           | 319            | 5,319          | 2,319          | 3,319          | <b>利润总额</b>      | <b>4,544</b>   | <b>5,655</b>   | <b>7,361</b>   | <b>8,864</b>   |
| 应付账款           | 52,377         | 60,406         | 70,306         | 79,017         | 减:所得税费用          | 702            | 882            | 1,144          | 1,380          |
| 其他流动负债         | 35,078         | 50,014         | 35,908         | 53,642         | 少数股东损益           | 183            | 280            | 352            | 418            |
| <b>非流动负债</b>   | <b>7,510</b>   | <b>10,911</b>  | <b>8,351</b>   | <b>5,430</b>   | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>3,659</b>   | <b>4,493</b>   | <b>5,864</b>   | <b>7,066</b>   |
| 长期借款           | 5,382          | 8,783          | 6,223          | 3,302          | EBIT             | 3,752          | 4,651          | 6,237          | 7,464          |
| 其他非流动负债        | 2,128          | 2,128          | 2,128          | 2,128          | EBITDA           | 4,892          | 5,797          | 7,589          | 9,014          |
| <b>负债合计</b>    | <b>95,284</b>  | <b>126,651</b> | <b>116,885</b> | <b>141,409</b> | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2020A</b>   | <b>2021E</b>   | <b>2022E</b>   | <b>2023E</b>   |
| 少数股东权益         | 3,063          | 3,343          | 3,695          | 4,113          | 每股收益(元)          | 0.74           | 0.74           | 0.96           | 1.16           |
| 归属母公司股东权益      | 37,661         | 42,230         | 47,143         | 53,165         | 每股净资产(元)         | 5.67           | 6.23           | 7.03           | 8.02           |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>136,008</b> | <b>172,224</b> | <b>167,723</b> | <b>198,687</b> | 发行在外股份(百万股)      | 4933           | 6109           | 6109           | 6109           |
|                |                |                |                |                | ROIC(%)          | -209.6%        | -92.9%         | -744.4%        | -78.8%         |
|                |                |                |                |                | ROE(%)           | 9.4%           | 10.8%          | 12.5%          | 13.3%          |
|                |                |                |                |                | 毛利率(%)           | 11.0%          | 11.7%          | 12.2%          | 12.4%          |
|                |                |                |                |                | 销售净利率(%)         | 3.3%           | 3.6%           | 4.0%           | 4.3%           |
|                |                |                |                |                | 资产负债率(%)         | 70.1%          | 73.5%          | 69.7%          | 71.2%          |
|                |                |                |                |                | 收入增长率(%)         | 5.6%           | 15.3%          | 16.4%          | 12.4%          |
|                |                |                |                |                | 净利润增长率(%)        | 16.9%          | 24.2%          | 30.2%          | 20.4%          |
|                |                |                |                |                | P/E              | 16.34          | 16.48          | 12.63          | 10.48          |
|                |                |                |                |                | P/B              | 2.14           | 1.95           | 1.72           | 1.51           |
|                |                |                |                |                | EV/EBITDA        | 9.32           | 6.86           | 5.11           | 2.87           |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

