

中国化学 (601117.SH)

Q3 毛利率承压，新材料及“双碳”提供成长动力

营业收入快速增长，毛利率下降影响业绩。公司公告 2021 年前三季度营业收入为 899.86 亿元，同比增长 36.27%；归母净利润 28.98 亿元，同比增长 4.46%。Q3 单季实现营业收入 340.71 亿元，同比增长 15.46%；实现归母净利润 9.66 亿元，同比下滑 27.33%。业绩增速显著低于收入增长主要因：1) 原材料价格大幅上涨导致毛利率率下滑。2) 去年三季度因疫后赶工，业绩同比增长 57.6%，基数较高。考虑到当前原材料价格较高点回落明显，且去年四季度美元兑人民币贬值超 4%，产生较多汇兑损失，公司四季度业绩有望实现加速，促全年业绩稳健增长。

毛利率有所下降，费用率控制良好。公司前三季度综合毛利率为 9.51%，YoY-2.13 个 pct，毛利率下降明显预计主要因原材料价格上涨幅度较大。期间费用率 5.65%，YoY-0.71 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动-0.09/-0.28/-0.29/-0.04 个 pct。管理、研发费用率下降主要因本期营业收入增长较快，规模效应提升；财务费用率三季度单季下降幅度较大，主要因去年三季度美元兑人民币贬值造成汇兑损失增加。资产(含信用)减值损失较上年减少 3.95 亿元。净利率下滑 0.98 个 pct 至 3.22%。前三季公司经营性现金流净流出 40.66 亿元，较去年同期多流出 51.27 亿元，主要因：1) 本期施工进度加快，俄罗斯千亿美元大单推进顺利，前期投入增大。2) 为应对原材料价格上涨，公司加大储备，支出有所前置。收现比/付现比分别为 103%/103%，分别同比增加 6/11 个 pct。

境内业务驱动前三季度新签订单稳健增长，海外业务仍待恢复。公司公告今年 1-9 月新签订单 1723 亿元，同比增长 17.3%，较 1-8 月放缓 13 个 pct，9 月单月新签订单 172 亿元，同比下滑 38.2%，主要因 1) 去年同期基数较高(去年 9 月单月增长 247.8%)；2) 海外业务受疫情影响下滑幅度较大。分地域看，1-9 月境内新签合同 1611 亿元，同比增长 38.3%，在去年高基数情况下继续实现较快增长(去年同期境内订单增长 54.8%)，显示境内化工行业景气度较高；境外新签合同 112 亿元，同比大幅下降 63.2%，主要因海外疫情仍处于高位流行，预计后续随着全球疫情逐步缓解，海外业务有望迎来复苏。

实业项目推进顺利，“双碳”提供未来新成长动力。根据公司公告，目前正在建的三个新材料实业项目进展顺利：1) 己二腈项目一期预计今年底投产，截至 8 月底，总体进展约超过 85%。2) 气凝胶项目中试装置已完成，项目分三期建设，总投资 40.1 亿，最终形成 30 万立方米生产线，一期 5 万方建成预计投产时间为今年底，截至 8 月底，总体进展约超过 86%。3) PBAT 项目预计今年年底机械竣工，预计明年 2 月投产试运营。近期国务院下发《2030 年前碳达峰行动方案》，“双碳”政策深化有望给公司带来新的成长动力：1) 化工行业节能减碳改造需求有望快速提升。2) 公司在多晶硅、盐湖提锂、氢能等新能源相关工程领域具备竞争优势。3) 碳达峰方案提出“加快碳纤维、气凝胶等基础材料研发”，公司已大力布局气凝胶领域，同时正在聚焦 POE、环保催化剂、ASA 树脂、聚酰亚胺、阻燃尼龙、尼龙 12、垃圾气化、氢能储运等一批新材料、新能源技术，未来持续“技术+实业”输出潜力巨大。

投资建议：预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 42/64/82 亿元，同比增长 15%/54%/27%，EPS 分别为 0.69/1.06/1.34 元，当前股价对应 PE 分别为 15/10/8 倍。公司化工新材料实业转型潜力大，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复风险，海外项目执行风险，实业项目投产业绩不达预期，毛利率下降风险

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	103,622	109,457	132,170	159,525	180,624
增长率 yoy (%)	27.2	5.6	20.8	20.7	13.2
归母净利润(百万元)	3,061	3,659	4,189	6,447	8,175
增长率 yoy (%)	58.5	19.5	14.5	53.9	26.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.50	0.60	0.69	1.06	1.34
净资产收益率 (%)	8.7	9.4	10.0	13.9	15.2
P/E (倍)	21.0	17.5	15.3	10.0	7.9
P/B (倍)	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3

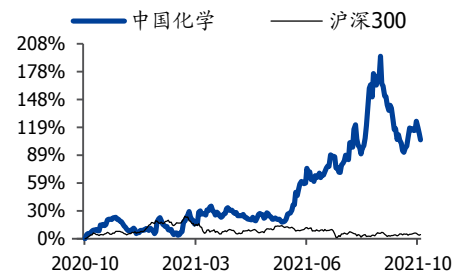
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
10月29日收盘价(元)	10.51
总市值(百万元)	64,210.54
总股本(百万股)	6,109.47
其中自由流通股(%)	80.74
30日日均成交量(百万股)	99.74

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

相关研究

- 1、《中国化学(601117.SH): 百亿定增成功落地, 新材料转型有望加速》2021-09-12
- 2、《中国化学(601117.SH): 营收高增业绩平稳, “科技兴化”战略引领持续创新》2021-08-30
- 3、《中国化学(601117.SH): 布局化工新材料, “技术+实业”二次曲线加速重估》2021-08-24

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	87788	105926	127422	138132	156826
现金	32310	38868	41057	41387	45207
应收票据及应收账款	22341	24892	32142	36696	41247
其他应收款	5324	3454	7145	5648	8837
预付账款	6246	6702	8933	9938	11429
存货	14577	4201	4872	6273	6261
其他流动资产	6990	27809	33273	38190	43845
非流动资产	28077	30082	32397	34802	35947
长期投资	1587	1521	1459	1396	1331
固定资产	9196	11388	13361	15566	16695
无形资产	2541	2392	2293	2237	2216
其他非流动资产	14754	14781	15284	15604	15705
资产总计	115865	136008	159819	172934	192773
流动负债	70053	87774	106818	113764	126187
短期借款	303	319	319	319	319
应付票据及应付账款	38482	52377	51086	72745	65906
其他流动负债	31268	35078	55413	40700	59961
非流动负债	8220	7510	7777	7966	7636
长期借款	5989	5382	5649	5838	5508
其他非流动负债	2231	2128	2128	2128	2128
负债合计	78274	95284	114595	121731	133822
少数股东权益	2449	3063	3298	3783	4398
股本	4933	4933	6109	6109	6109
资本公积	5647	5653	5653	5653	5653
留存收益	21989	24560	27652	32497	38641
归属母公司股东权益	35142	37661	41926	47421	54552
负债和股东权益	115865	136008	159819	172934	192773

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4724	8329	5452	5306	8411
净利润	3287	3842	4423	6932	8791
折旧摊销	1063	1140	1176	1444	1688
财务费用	112	532	324	567	533
投资损失	-124	-75	-106	-111	-104
营运资金变动	-1242	1682	-364	-3525	-2495
其他经营现金流	1627	1207	-1	-2	-2
投资活动现金流	-1510	-1466	-3384	-3736	-2727
资本支出	763	878	2377	2469	1209
长期投资	-900	-351	62	64	65
其他投资现金流	-1647	-940	-945	-1204	-1453
筹资活动现金流	474	-803	121	-1239	-1865
短期借款	33	16	0	0	0
长期借款	1145	-607	267	189	-330
普通股增加	0	0	1176	0	0
资本公积增加	10	6	0	0	0
其他筹资现金流	-714	-218	-1323	-1428	-1534
现金净增加额	3799	5697	2188	330	3820

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	103622	109457	132170	159525	180624
营业成本	92432	97397	117948	139310	156676
营业税金及附加	364	298	518	611	632
营业费用	439	388	573	666	735
管理费用	2245	2260	2643	3510	4154
研发费用	3317	3802	4626	5902	6502
财务费用	112	532	324	567	533
资产减值损失	-138	-80	397	861	1084
其他收益	109	172	0	0	0
公允价值变动收益	10	-4	1	2	2
投资净收益	124	75	106	111	104
资产处置收益	40	102	0	0	0
营业利润	3882	4612	5248	8209	10414
营业外收入	86	71	68	77	76
营业外支出	59	139	86	89	93
利润总额	3909	4544	5231	8198	10396
所得税	622	702	808	1266	1605
净利润	3287	3842	4423	6932	8791
少数股东损益	226	183	234	485	615
归属母公司净利润	3061	3659	4189	6447	8175
EBITDA	4417	4892	5409	8614	10992
EPS (元)	0.50	0.60	0.69	1.06	1.34

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	27.2	5.6	20.8	20.7	13.2
营业利润(%)	40.8	18.8	13.8	56.4	26.8
归属于母公司净利润(%)	58.5	19.5	14.5	53.9	26.8
获利能力					
毛利率(%)	10.8	11.0	10.8	12.7	13.3
净利率(%)	3.0	3.3	3.2	4.0	4.5
ROE(%)	8.7	9.4	10.0	13.9	15.2
ROIC(%)	6.6	7.0	7.4	11.1	12.8
偿债能力					
资产负债率(%)	67.6	70.1	71.7	70.4	69.4
净负债比率(%)	-64.9	-76.9	-75.3	-66.4	-64.6
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	2.7	2.1	2.3	2.3	2.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.60	0.69	1.06	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	1.36	0.89	0.87	1.38
每股净资产(最新摊薄)	5.26	5.67	6.18	7.08	8.25
估值比率					
P/E	21.0	17.5	15.3	10.0	7.9
P/B	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.5	7.3	6.3	4.0	2.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

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：021-38124100

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