

## 公司研究

## 成本因素致 Q3 盈利能力下滑，看好 EPC+实业发展路径

——中国化学（601117.SH）2021 年三季度报点评

## 买入（维持）

当前价：11.11 元

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebscn.com

联系人：高鑫

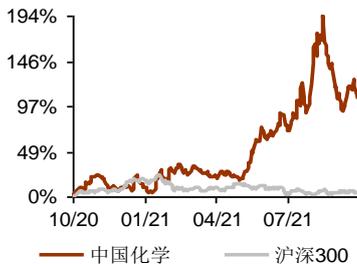
021-52523822

xingao@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	61.09
总市值(亿元):	678.76
一年最低/最高(元):	5.18/15.42
近3月换手率:	108.02%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.61	22.43	97.67
绝对	5.81	21.55	108.06

资料来源：Wind

## 相关研报

业绩创历史新高，经营性现金流改善显著——中国化学（601117.SH）2020 年年报及 2021 年一季报点评（2021-05-07）

## 要点

## 事件：

公司发布了 2021 年三季报。报告期内，公司实现营收 899.86 亿元，同增 36.27%；归母净利润 28.98 亿元，同增 4.46%；扣非归母净利润 27.29 亿元，同增 2.18%。单三季度，公司实现营收 340.71 亿元，同增 15.46%；归母净利润 9.66 亿元，同增-27.33%；扣非归母净利润 9.49 亿元，同增-24.83%。

## 点评：

**前三季度累计营收较快增长、盈利能力小幅提升：**2021 年前三季度，公司营收同增 36.27%，营收较快增长主要在于公司加大承揽任务和项目开发建设力度，大量项目复工复产，俄罗斯波罗的海千亿大单等项目顺利推进。单三季度公司归母净利润有所下滑主要系工程业务成本上升较快而价格上调具有滞后性所致，预计四季度归母净利润将有一定程度恢复。

**新签订单平稳增长，保障业绩持续放量：**2021 年前三季度，公司新签订单额 1723.30 亿元，同增 17.29%，其中，境内新签合同 1611.25 亿元，境外新签合同 112.05 亿元。分业务看，工程总承包新签合同 891.46 亿元，同增 9.90%；施工承包及总承包新签合同 715.09 亿元，同增 15.81%；勘察设计监理咨询新签合同 32.00 亿元，同增 73.82%；其他业务新签合同 84.75 亿元，同增 281.76%。

**经营性现金流净额由正转负，期间费用率小幅改善：**2021 年前三季度，公司经营性现金流净流出额为 40.66 亿元，同比多流出 51.28 亿元，主要系付现比恶化幅度高于收现比改善幅度：收现比为 102.74%，同增 5.65pcts，付现比为 103.13%，同增 11.18pcts，付现比增幅明显高于收现比增幅。公司综合毛利率为 10.51%，同增 -2.66pcts；销售、管理、研发和财务费用率，分别为 0.31%、2.24%、3.40%和 0.29%，同增-0.11pct、-0.37pct、-0.41pct 和-0.05pct，综合期间费用率合计 6.24%，同减 0.95pct。

**实业转型进展顺利，看好 EPC+实业发展路径：**公司坚持创新驱动发展，不断优化产业结构，进一步完善由工程驱动向“建筑工程+设计研发+实业及新材料”驱动的发展模式：实现了己二腈等“卡脖子”关键核心技术的突破（己二腈一期投资约 104 亿元建设的 20 万吨/年项目预计今年底投产，此次投产将打破国外垄断，使国内形成完整的尼龙 66 切片产业链），气凝胶复合材料、可降解材料等实业项目投产在即（气凝胶项目一期 5 万方项目建成，预计今年底投产；PBAT 项目预计今年底机械竣工、明年 2 月投产），看好公司 EPC+实业发展路径。

**盈利预测、估值与评级：**中国化学前三季度营收较快增长，新签订单平稳增长，经营性现金流净额由正转负，期间费用率小幅改善。公司实业转型进展顺利，我们看好公司 EPC+实业发展路径，维持公司 21-23 年归母净利润预测分别为 46.30 亿元、52.80 亿元和 59.27 亿元，对应公司 EPS 分别为 0.76 元、0.86 元和 0.97 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游化工行业景气度下滑、固定资产投资下降、汇率大幅波动。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	103,622	109,457	125,823	142,970	161,220
营业收入增长率	27.23%	5.63%	14.95%	13.63%	12.76%
净利润 (百万元)	3,061	3,659	4,630	5,280	5,927
净利润增长率	58.48%	19.51%	26.53%	14.04%	12.26%
EPS (元)	0.62	0.74	0.76	0.86	0.97
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.71%	9.72%	9.05%	9.59%	9.97%
P/E	17.9	15.0	14.7	12.9	11.5
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-11-1

注: 2019、2020 年总股本为 49.33 亿股, 2021 年及之后为 61.09 亿股。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	103,622	109,457	125,823	142,970	161,220
营业成本	92,432	97,397	112,034	127,134	143,470
折旧和摊销	1,061	1,134	1,226	1,310	1,393
税金及附加	364	298	343	389	439
销售费用	439	388	503	572	645
管理费用	2,245	2,260	2,894	3,288	3,708
研发费用	3,317	3,802	4,530	4,861	5,481
财务费用	112	532	57	-40	-69
投资收益	124	75	0	0	0
营业利润	3,882	4,612	5,760	6,528	7,293
利润总额	3,909	4,544	5,692	6,461	7,226
所得税	622	702	879	998	1,116
净利润	3,287	3,842	4,813	5,463	6,110
少数股东损益	226	183	183	183	183
归属母公司净利润	3,061	3,659	4,630	5,280	5,927
EPS(元)	0.62	0.74	0.76	0.86	0.97

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,724	8,329	9,789	10,991	12,022
净利润	3,061	3,659	4,630	5,280	5,927
折旧摊销	1,061	1,134	1,226	1,310	1,393
净营运资金增加	-113	-27,596	1,304	852	759
其他	715	31,132	2,630	3,550	3,942
投资活动产生现金流	-1,510	-1,466	-1,745	-1,774	-1,754
净资本支出	-748	-857	-1,700	-1,700	-1,700
长期投资变化	1,587	1,521	0	0	0
其他资产变化	-2,350	-2,130	-45	-74	-54
融资活动现金流	474	-803	8,330	-1,506	-1,673
股本变化	0	0	1,176	0	0
债务净变化	1,220	-397	-319	0	0
无息负债变化	15,050	17,407	11,194	11,803	12,734
净现金流	3,799	5,697	16,374	7,712	8,594

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	10.8%	11.0%	11.0%	11.1%	11.0%
EBITDA 率	5.9%	6.1%	5.5%	5.8%	5.7%
EBIT 率	4.9%	5.1%	4.6%	4.9%	4.8%
税前净利润率	3.8%	4.2%	4.5%	4.5%	4.5%
归母净利润率	3.0%	3.3%	3.7%	3.7%	3.7%
ROA	2.8%	2.8%	3.0%	3.1%	3.2%
ROE (摊薄)	8.7%	9.7%	9.0%	9.6%	10.0%
经营性 ROIC	9.7%	25.4%	25.8%	31.9%	36.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	68%	70%	66%	67%	67%
流动比率	1.25	1.21	1.33	1.34	1.35
速动比率	1.05	1.16	1.28	1.29	1.30
归母权益/有息债务	5.31	6.05	8.66	9.32	10.06
有形资产/有息债务	16.98	21.30	26.58	29.25	32.15

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	115,865	136,008	160,563	176,451	193,731
货币资金	32,310	38,868	55,242	62,954	71,547
交易性金融资产	271	296	296	296	296
应收账款	22,116	17,558	20,320	23,090	26,037
应收票据	225	9,406	10,812	12,286	13,854
其他应收款 (合计)	5,324	3,454	4,259	4,821	5,420
存货	14,577	4,201	4,823	5,458	6,139
其他流动资产	6,719	1,563	1,891	2,234	2,599
流动资产合计	87,788	105,926	131,599	148,737	167,481
其他权益工具	352	449	493	543	597
长期股权投资	1,587	1,521	1,521	1,521	1,521
固定资产	9,195	11,388	11,586	11,686	11,701
在建工程	405	485	461	453	451
无形资产	2,536	2,387	2,538	2,685	2,829
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2,025	3,804	3,804	3,804	3,804
非流动资产合计	28,077	30,082	28,964	27,714	26,249
总负债	78,274	95,284	106,159	117,962	130,696
短期借款	303	319	0	0	0
应付账款	36,487	48,817	56,153	63,721	71,909
应付票据	1,995	3,560	4,095	4,647	5,245
预收账款	15,847	56	0	0	0
其他流动负债	9,015	10,797	11,615	12,473	13,385
流动负债合计	70,053	87,774	98,809	110,781	123,694
长期借款	5,989	5,382	5,382	5,382	5,382
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,050	1,963	1,799	1,627	1,445
非流动负债合计	8,220	7,510	7,349	7,181	7,003
股东权益	37,592	40,724	54,404	58,489	63,035
股本	4,933	4,933	6,109	6,109	6,109
公积金	6,673	7,079	16,332	16,860	17,453
未分配利润	20,963	23,134	26,201	29,574	33,344
归属母公司权益	35,142	37,661	51,157	55,059	59,421
少数股东权益	2,449	3,063	3,246	3,430	3,613

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.42%	0.35%	0.40%	0.40%	0.40%
管理费用率	2.17%	2.07%	2.30%	2.30%	2.30%
财务费用率	0.11%	0.49%	0.05%	-0.03%	-0.04%
研发费用率	3.20%	3.47%	3.60%	3.40%	3.40%
所得税率	16%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.19	0.22	0.23	0.26	0.29
每股经营现金流	0.96	1.69	1.60	1.80	1.97
每股净资产	7.12	7.63	8.37	9.01	9.73
每股销售收入	21.01	22.19	20.59	23.40	26.39

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	18	15	15	13	11
PB	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.0	9.5	9.5	7.8	6.9
股息率	1.7%	2.0%	2.0%	2.3%	2.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE