

中国化学 (601117.SH)

业绩增长超预期，股权激励显信心

上半年业绩同增 37%超预期。公司 2022 年上半年实现营业收入 748 亿元，同增 33.8%；实现归母净利润 26.5 亿元，同增 37.1%。业绩增速超预期，预计主要系：1) 管理、研发等费用率控制较好；2) 二季度人民币贬值，汇兑收益增加；3) 信用减值计提减少。**分季度看**，Q1/Q2 分别实现营收 353/395 亿元，同增 42%/28%；分别实现归母净利润 9.8/16.7 亿元，同增 20%/50%。**分业务看**，上半年公司化学工程/基建/环境治理/实业/现代服务业分别实现营业收入 574/91/13/38/30 亿元，分别同比增长 32%/41%/132%/20%/63%，化工主业延续高增，主要得益于上半年公司承揽任务和项目开发力度加大，重大项目施工进展顺利。**分地区看**，上半年境内/境外分别实现收入 571/175 亿元，分别同增 35%/32%，境外生产经营持续恢复。

毛利率有所下降，费用率管控良好，净利率小幅回升。2022 年上半年公司毛利率 8.22%，YoY-1.79 个 pct，其中化学工程/基础设施/环境治理/实业/现代服务业毛利率分别变化-1.52/-2.2/-3.61/-4.4/+0.19 个 pct，毛利率下降预计仍受原材料价格波动及疫情防控成本影响。期间费用率 4.1%，YoY-1.37 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 YoY-0.05/-0.47/-0.29/-0.57 个 pct。管理费用率下降主要系公司精细化管理措施初见成效；财务费用下降较多主要因公司积极采取即期结汇等措施持续压缩外汇风险敞口，本期实现汇兑收益 2.2 亿元，而去年为损失 1.2 亿元。资产(含信用)减值损失较同期少计提 4.2 亿元。净利率上升 0.09 个 pct 至 3.54%。2022 年上半年公司经营性现金流净流出 44.8 亿元，较去年同期流出增加 40.4 亿元，主要是所属财务公司吸收存款减少所致。收现比/付现比分别为 96%/98%，YoY-10/-9 个 pct。

股权激励叠加股份回购彰显发展信心。公司公告股权激励计划草案，拟授予不超过 6109 万股限制性股票，约占当前总股本的 1%，激励对象包括公司董事(1 位)、高管(3 位)、中层管理人员及核心骨干人员(不超过 496 位)。授予价 4.81 元/股，计划分三期解锁，考核期覆盖 2023-2025 年，业绩考核要求为：1) 2023-2025 年扣非加权平均 ROE 分别不低于 9.05%/9.15%/9.25%；2) 以 2021 年业绩为基数，2023-2025 年扣非净利润 CAGR 均不低于 15%，以上指标均不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；同时，公司公告拟回购 4880-6109 万股用于实施股权激励计划，占当前公司总股本的 0.8%-1%，回购价格不超过 14.89 元/股。按回购数量及价格上限计算，预计回购资金总额不超过 9.1 亿元。此次股权激励业绩目标明确、ROE 考核要求逐年递增，彰显公司对未来发展信心，叠加回购方案落地，有望进一步激发公司业绩与市值动力。

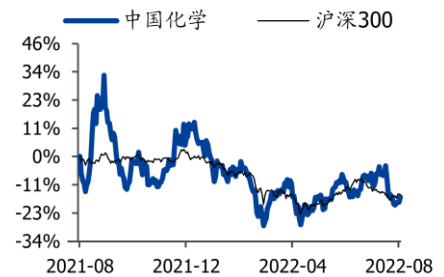
在建实业项目陆续投产，第二成长曲线加速重估。上半年公司多个实业项目取得积极进展：1) 突破“卡脖子”技术的天辰己二腈项目全面投产，产品达到优级标准。项目达产后预计年营业收入超 100 亿元，利润超 20 亿元。2) 华陆新材气凝胶项目于 2 月 27 日一次性开车成功，当前已产出优质的硅基纳米气凝胶复合绝热毡产品，至 7 月底已实现近 6000m³硅基气凝胶产品的销售。3) 旗下东华科技年产 10 万吨 PBAT 工程项目于 6 月 20 日一次性开车成功，并顺利产出优质 PBAT 聚酯产品，性能指标全面优于国家标准。预计 2022 年公司主要新建实业项目将全部建成并开车成功，转入正常生产运行。除在手项目外，公司积极推进储备新材料技术研发，正聚焦聚烯烃弹性体(POE)、环保催化剂、ASA 树脂、聚酰亚胺、阻燃尼龙、尼龙 12、垃圾气化、氢能储运等一批中高端的高附加值产品技术领域，有序推进关键技术的小试研发、中试放大和产业转化，未来持续“技术+实业”输出，开启第二成长曲线潜力巨大。根据集团十四五规划，到 2025 年新材料实业目标

买入(维持)

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
8月15日收盘价(元)	9.35
总市值(百万元)	57,123.55
总股本(百万股)	6,109.47
其中自由流通股(%)	94.22
30日日均成交量(百万股)	72.63

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): 己二腈正式开车成功, 新材料实业迈出里程碑一步》2022-07-31
- 2、《中国化学(601117.SH): 业绩稳健订单趋势强劲, 新材料实业蓄势腾飞》2022-04-28
- 3、《中国化学(601117.SH): Q1 订单收入增长强劲, 实业推进顺利盈利潜力大》2022-04-12

占总收入的 15%，预计可达 360 亿元左右，考虑到实业相较工程更高的净利率，利润贡献占比预计将明显超过 15%。

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 57/80/102 亿元，同比增长 23%/41%/27%，EPS 分别为 0.94/1.32/1.66 元。当前股价对应 PE 分别为 10.0/7.1/5.6 倍，维持“买入”评级。

风险提示：实业项目投资业绩不达预期，疫情反复风险，海外经营风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	109,457	137,289	167,603	199,330	229,779
增长率 yoy（%）	5.6	25.4	22.1	18.9	15.3
归母净利润（百万元）	3,659	4,633	5,715	8,036	10,169
增长率 yoy（%）	19.5	26.6	23.3	40.6	26.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.60	0.76	0.94	1.32	1.66
净资产收益率（%）	9.4	9.5	10.7	13.9	15.3
P/E（倍）	15.6	12.3	10.0	7.1	5.6
P/B（倍）	1.6	1.2	1.1	1.0	0.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 15 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	105926	138058	154053	172048	193999
现金	38868	44345	45732	45540	47765
应收票据及应收账款	24892	31688	41183	43638	60807
其他应收款	3454	4270	5159	6054	6872
预付账款	6702	15284	11557	20364	16433
存货	4201	5219	6164	7149	8112
其他流动资产	27809	37253	44258	49302	54009
非流动资产	30082	39838	43320	46348	48848
长期投资	1521	2018	2526	3035	3543
固定资产	11388	11124	14289	16968	19034
无形资产	2392	3550	3640	3798	3989
其他非流动资产	14781	23146	22865	22548	22282
资产总计	136008	177896	197373	218397	242846
流动负债	87774	116557	130218	142865	156689
短期借款	319	518	518	518	518
应付票据及应付账款	52377	63340	76490	87039	100421
其他流动负债	35078	52698	53210	55308	55750
非流动负债	7510	8838	9361	9635	9678
长期借款	5382	5977	6500	6774	6817
其他非流动负债	2128	2861	2861	2861	2861
负债合计	95284	125395	139579	152500	166367
少数股东权益	3063	4302	4772	5868	7387
股本	4933	6109	6109	6109	6109
资本公积	5653	14698	14698	14698	14698
留存收益	24560	27590	32081	38774	47440
归属母公司股东权益	37661	48199	53022	60029	69092
负债和股东权益	136008	177896	197373	218397	242846

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8329	2242	6763	5634	8158
净利润	3842	5004	6185	9132	11689
折旧摊销	1140	1183	1295	1649	1989
财务费用	532	463	645	763	784
投资损失	-75	-56	-98	-88	-79
营运资金变动	1682	-4263	-1080	-5592	-5941
其他经营现金流	1207	-89	-183	-229	-283
投资活动现金流	-1466	-3168	-4496	-4360	-4126
资本支出	878	3832	2975	2519	1991
长期投资	-351	-274	-508	-509	-509
其他投资现金流	-940	390	-2029	-2349	-2643
筹资活动现金流	-803	6090	-880	-1466	-1807
短期借款	16	199	0	0	0
长期借款	-607	595	523	274	43
普通股增加	0	1176	0	0	0
资本公积增加	6	9046	0	0	0
其他筹资现金流	-218	-4927	-1403	-1740	-1851
现金净增加额	5697	4794	1387	-191	2225

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	109457	137289	167603	199330	229779
营业成本	97397	124260	150152	175600	201298
营业税金及附加	298	382	466	554	639
营业费用	388	412	503	598	689
管理费用	2260	2466	3017	4385	4825
研发费用	3802	4739	5698	6877	7927
财务费用	532	463	645	763	784
资产减值损失	-80	-294	84	199	230
其他收益	172	231	170	191	197
公允价值变动收益	-4	726	183	229	283
投资净收益	75	56	98	88	79
资产处置收益	102	46	0	0	0
营业利润	4612	5671	7490	10861	13946
营业外收入	71	436	169	190	217
营业外支出	139	66	84	87	94
利润总额	4544	6041	7575	10965	14069
所得税	702	1037	1390	1833	2381
净利润	3842	5004	6185	9132	11689
少数股东损益	183	370	470	1096	1520
归属母公司净利润	3659	4633	5715	8036	10169
EBITDA	4892	6320	7838	11583	15004
EPS (元)	0.60	0.76	0.94	1.32	1.66

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	5.6	25.4	22.1	18.9	15.3
营业利润(%)	18.8	23.0	32.1	45.0	28.4
归属于母公司净利润(%)	19.5	26.6	23.3	40.6	26.5
获利能力					
毛利率(%)	11.0	9.5	10.4	11.9	12.4
净利率(%)	3.3	3.4	3.4	4.0	4.4
ROE(%)	9.4	9.5	10.7	13.9	15.3
ROIC(%)	7.0	7.4	8.5	11.8	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	70.1	70.5	70.7	69.8	68.5
净负债比率(%)	-76.9	-66.8	-61.9	-53.5	-48.9
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	4.6	4.9	4.6	4.7	4.4
应付账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.76	0.94	1.32	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.36	0.37	1.11	0.92	1.34
每股净资产(最新摊薄)	5.67	7.89	8.68	9.83	11.31
估值比率					
P/E	15.6	12.3	10.0	7.1	5.6
P/B	1.6	1.2	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	5.8	4.0	3.2	2.3	1.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 15 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