

中国化学 (601117.SH)

业绩增长超预期，己二腈开车成功，公司转型加速

核心观点:

- 22H1 业绩增长超预期，股权激励出台助推央企增长。**公司发布 2022 年中报，实现营业收入 747.98 亿元，同比增长 33.77%，归母净利润 26.49 亿元，同比增长 37.07%，扣非净利润 25.65 亿元，同比增长 44.16%。订单方面，公司 22H1 新签订单 1624.50 亿元，同比增长 23.20%，其中化学工程业务新签订单 1122.32 亿元，同比增长 26.87%，保持较高增速。此外，公司公告股权激励方案，本计划拟向激励对象授予限制性股票数量不超过 6109 万股，约占公司股本的 1%，授予价格为每股 4.81 元，考核目标为以 2021 年业绩为基数，2023-2025 年扣非净利润复合增长率均不低于 15%。
- 己二腈开车成功，新材料逐渐投产，有望增厚公司业绩。**2022 年 7 月下旬中国化学天辰齐翔尼龙新材料产业基地一期关键装置顺利打通全流程，实现装置联动。7 月 31 日天辰齐翔己二腈项目开车成功并产出优级产品，项目转入正常生产，进入优化调整期，解决了我国高端聚酰胺新材料产业链“卡脖子”难题。华陆新材气凝胶项目于 2022 年 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 2022 年 7 月底已实现近 6000m³ 硅基气凝胶产品的销售。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。公司正从化工工程逐渐向化工工程+化工实业的方向发展，且化工实业开始向高技术含量、高门槛、真正有优势的领域发展。
- 盈利预测及投资建议。**公司在逐渐从化学工程龙头转型向化学实业发展，未来公司的工程与实业业务有望实现协同发展。预计公司 22-24 年归母净利润分别为 60.22/74.65/90.67 亿元。考虑可比公司估值及公司的成长性，维持公司 2022 年 13 倍 PE 估值不变，则对应的公司合理价值为 12.81 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：**订单增速下滑；新材料价格下滑超预期或建设速度放缓。

盈利预测:

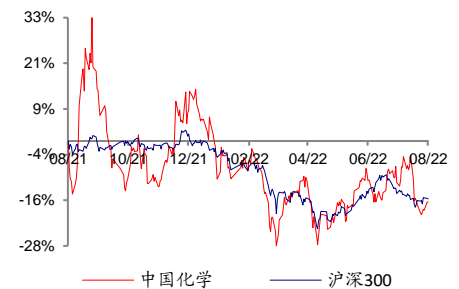
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	109,995	137,919	182,011	226,561	282,372
增长率(%)	5.6	25.4	32.0	24.5	24.6
EBITDA(百万元)	6,990	6,238	9,655	11,601	14,249
归母净利润(百万元)	3,659	4,633	6,022	7,465	9,067
增长率(%)	19.5	26.6	30.0	24.0	21.5
EPS(元/股)	0.74	0.76	0.99	1.22	1.48
市盈率(P/E)	7.91	15.82	9.86	7.96	6.55
ROE(%)	9.7	9.6	11.0	12.0	12.7
EV/EBITDA	-	5.74	1.56	1.01	0.34

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	9.72 元
合理价值	12.81 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-16

相对市场表现



分析师:

尉凯旋



SAC 执证号: S0260520070006



021-38003576



yukaixuan@gf.com.cn

分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

请注意，尉凯旋、邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	105,926	138,073	183,575	211,645	253,288	经营活动现金流	8,329	2,242	9,183	7,125	10,245
货币资金	38,868	44,345	50,805	54,117	61,296	净利润	3,842	5,004	6,454	8,001	9,718
应收及预付	33,907	49,636	56,273	63,860	79,597	折旧摊销	1,140	1,207	1,008	1,128	1,270
存货	4,201	5,219	20,068	25,015	27,722	营运资金变动	1,682	-4,263	713	-2,837	-1,875
其他流动资产	28,950	38,873	56,429	68,653	84,674	其它	1,665	294	1,008	834	1,132
非流动资产	30,082	38,804	40,222	41,954	43,774	投资活动现金流	-1,466	-3,168	-2,646	-3,040	-3,279
长期股权投资	1,521	2,018	2,518	3,218	4,018	资本支出	-857	-3,744	-1,741	-1,890	-1,941
固定资产	11,388	11,124	11,422	11,600	11,933	投资变动	-351	467	-985	-1,230	-1,423
在建工程	485	3,994	4,294	4,744	4,944	其他	-258	108	80	80	85
无形资产	2,387	3,547	3,441	3,335	3,231	筹资活动现金流	-803	6,090	-77	-773	213
其他长期资产	14,300	18,121	18,547	19,057	19,647	银行借款	-573	588	-318	-300	700
资产总计	136,008	176,876	223,798	253,600	297,063	股权融资	1,260	10,641	0	0	0
流动负债	87,774	116,557	156,294	178,285	211,730	其他	-1,490	-5,139	241	-473	-487
短期借款	319	518	200	100	500	现金净增加额	6,059	5,164	6,460	3,312	7,179
应付及预收	52,433	63,385	104,114	117,368	139,382	期初现金余额	30,360	36,058	44,345	50,805	54,117
其他流动负债	35,021	52,654	51,980	60,817	71,848	期末现金余额	36,058	40,852	50,805	54,117	61,296
非流动负债	7,510	7,818	7,818	7,818	7,818						
长期借款	5,382	5,977	5,977	5,977	5,977						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	2,128	1,841	1,841	1,841	1,841						
负债合计	95,284	124,375	164,112	186,103	219,548						
股本	4,933	6,109	6,109	6,109	6,109						
资本公积	5,653	14,698	14,698	14,698	14,698						
留存收益	24,560	27,590	33,612	41,077	50,144						
归属母公司股东权益	37,661	48,199	54,951	62,226	71,593						
少数股东权益	3,063	4,302	4,734	5,270	5,922						
负债和股东权益	136,008	176,876	223,798	253,600	297,063						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	109,995	137,919	182,011	226,561	282,372
营业成本	97,519	124,401	162,771	202,901	252,960
营业税金及附加	298	382	491	612	762
销售费用	388	412	546	680	847
管理费用	2,260	2,466	3,276	4,078	5,083
研发费用	3,802	4,739	6,279	7,816	9,742
财务费用	532	463	614	758	914
资产减值损失	80	294	655	491	789
公允价值变动收益	-4	726	5	10	15
投资净收益	75	56	75	70	70
营业利润	4,612	5,671	7,683	9,505	11,563
营业外收支	-68	370	1	20	6
利润总额	4,544	6,041	7,684	9,525	11,569
所得税	702	1,037	1,229	1,524	1,851
净利润	3,842	5,004	6,454	8,001	9,718
少数股东损益	183	370	432	536	651
归属母公司净利润	3,659	4,633	6,022	7,465	9,067
EBITDA	6,990	6,238	9,655	11,601	14,249
EPS (元)	0.74	0.76	0.99	1.22	1.48

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力(%)					
营业收入增长	5.6%	25.4%	32.0%	24.5%	24.6%
营业利润增长	18.8%	23.0%	35.5%	23.7%	21.7%
归母净利润增长	19.5%	26.6%	30.0%	24.0%	21.5%
获利能力(%)					
毛利率	11.5%	9.5%	10.6%	10.4%	10.4%
净利率	3.5%	3.6%	3.5%	3.5%	3.4%
ROE	9.7%	9.6%	11.0%	12.0%	12.7%
ROIC	63.5%	30.1%	51.6%	48.2%	51.4%
偿债能力(%)					
资产负债率	70.1%	70.3%	73.3%	73.4%	73.9%
净负债比率	4.6%	3.9%	2.9%	2.5%	2.3%
流动比率	120.7%	118.5%	117.5%	118.7%	119.6%
速动比率	108.3%	100.9%	97.3%	96.7%	98.2%
营运能力					
总资产周转率	0.87	0.88	0.91	0.95	1.03
应收账款周转率	4.07	4.48	4.06	4.56	4.56
存货周转率	10.39	26.41	8.11	8.11	9.13
每股指标(元)					
每股收益	0.74	0.76	0.99	1.22	1.48
每股经营现金流	1.69	0.37	1.50	1.17	1.68
每股净资产	7.63	7.89	8.99	10.19	11.72
估值比率					
P/E	7.91	15.82	9.86	7.96	6.55
P/B	0.77	1.52	1.08	0.95	0.83
EV/EBITDA	-	5.74	1.56	1.01	0.34

广发建筑工程行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。

尉凯旋：高级分析师，复旦大学金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。