

海外订单持续高增，现金流大幅改善

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-04-29
收盘价(元)	6.95
流通股本(亿股)	60.50
每股净资产(元)	9.62
总股本(亿股)	61.09

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

相关报告

- 《Q3 海外新签大幅增长，毛利率同比改善》 2023-11-08
- 《业绩符合预期，研发投入持续加码》 2023-05-03
- 《业绩稳健增长，实业转型持续推进》 2023-03-28

核心观点

- ❖ **事件:** 公司公告 2023 年全年实现营收 1783.58 亿元同增 13.09%; 归属净利润 54.26 亿元同增 0.2%。2024Q1 实现营收 449.39 亿元同增 5.51%; 归属净利润 12.16 亿元同增 9.50%。
- ❖ **2023 年新签订单稳中有增，境外订单恢复快速增长。** 公司 2023 年实现新签 3267.51 亿元同增 10.05%。分业务看，2023 年公司化学工程、基础设施、环境治理、勘察设计、实业及新材料、现代服务业分别实现新签 2611.3/415.5/79.9/45.3/65.1/35.1 亿元，分别同比变动 23.5%/-31.5%/2.0%/-2.3%/5.6%/-19.8%。除此以外，新型产业新签合同额近 900 亿元同增 28%，公司设计了全国首例“采用滩涂光伏离网发电配储能、海水淡化制氢项目”，签约中色正元年产 6 万吨锂电正极材料前驱体项目，都具有代表性。分地区看，公司境内、境外分别实现新签合同额 2261.45/1006.06 亿元，分别同比变动-12.7%/165.5%。
- ❖ **2023 年盈利水平略有承压，现金流大幅改善。** 公司 2023 年实现毛利率 9.41%同增 0.07pct; 期间费用率 5.28%同增 0.14pct，其中公司销售/管理及研发/财务费用率分别为 0.28%/5.10%/-0.09%，同比变动-0.01pct/0.02pct/0.13pct，公司财务费用率同比提升主要是因为人民币贬值产生的汇兑收益较上年减少（2023 年公司财务费用-1.69 亿元，上年同期为-3.57 亿元）；资产及信用减值损失率 0.33%同增 0.23pct；归属净利率 3.04%同降 0.39pct。公司 2023 年经营性活动现金流净流入 91.34 亿元，较上年同期多流入 76.34 亿元；收现比 89.15%同降 6.76pct；付现比 85.86%同降 5.62pct。截至 2023 年底公司应收账款及票据、存货+合同资产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模分别为 347.6/517.2/874.5/326.5 亿元，较 2023 年初同比变动 4.02%/25.02%/25.31%/-8.25%。
- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年实现归属净利润 58.96/65.45/71.72 亿元，分别同增 8.65%/11.01%/9.58%。对应 PE 分别为 7.20/6.49/5.92 倍，维持“增持”评级。

❖ **风险提示:** 订单执行缓慢，政策推进不及预期，新业务推进不及预期等。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	157716	178358	196863	216932	235897
收入增长率(%)	14.88	13.09	10.38	10.19	8.74
归母净利润(百万元)	5415	5426	5896	6545	7172
净利润增长率(%)	16.87	0.20	8.65	11.01	9.58
EPS(元/股)	0.89	0.89	0.97	1.07	1.17
PE	8.92	7.15	7.20	6.49	5.92
ROE(%)	10.24	9.44	9.52	9.76	9.90
PB	0.92	0.68	0.69	0.63	0.59

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 04 月 29 日收盘价计算)

❖ **中国化学 2023 年年报及 2024 年一季报点评全文**

❖ **事件：**公司公告 2023 年全年实现营收 1783.58 亿元同增 13.09%；归属净利润 54.26 亿元同增 0.2%；扣非归属净利润 52.02 亿元同增 3.86%。2024Q1 实现营收 449.39 亿元同增 5.51%；归属净利润 12.16 亿元同增 9.50%；扣非归属净利润 11.51 亿元同增 3.70%。

❖ **化学工程业务规模增长较快，毛利率整体平稳。**分季度来看，公司 2024 Q1-Q4 营业收入分别为 425.91/483.38/401.06/473.22 亿元，同比分别变动 20.68%/22.35%/-11.38%/25.64%；归属净利润分别为 11.11/18.35/7.77/17.03 亿元分别同比变动 13.69%/9.79%/-27.49%/0.48%。分业务看，公司化学工程、基础设施、环境治理、实业及新材料、现代服务业分别实现营收 1423.73/219.94/28.42/77.15/29.89 亿元，同比变动 20.35%/-1.84%/-18.90%/4.75%/-47.34%；分别实现毛利率 9.87%/7.09%/11.35%/8.07%/9.01%，同比变动-0.06/-0.07/-0.01/-0.07/2.86pct。分地区看，公司境内、境外分别实现营收 1423.82/355.32 亿元，分别同增 15.45%/4.74%，当前公司最大的境外项目为俄罗斯波罗的海化工综合体项目与俄罗斯波罗的海天然气制甲醇化工综合体项目，合同金额分别 945.83/650.50 亿元，截至 2023 年末分别已履行 47.4%/0%，未来海外业务收入确认或加速。

❖ **2023 年新签订单稳中有增，境外订单恢复快速增长。**公司 2023 年实现新签 3267.51 亿元同增 10.05%。分业务看，工程业务实现较快增长，主要系期内万华化学、上海华谊、北方华锦等重点化工建设工程悉数落地。具体来看，2023 年公司化学工程、基础设施、环境治理、勘察设计、实业及新材料、现代服务业分别实现新签 2611.3/415.5/79.9/45.3/65.1/35.1 亿元，分别同比变动 23.5%/-31.5%/2.0%/-2.3%/5.6%/-19.8%。除此以外，公司对新型产业加快布局，新签合同额近 900 亿元同增 28%，设计了全国首例“采用滩涂光伏离网发电配储能、海水淡化制氢项目”，签约中色正元年产 6 万吨锂电正极材料前驱体项目，都具有代表性。分地区看，依托俄语区大项目公司海外市场取得重大突破，公司境内、境外分别实现新签合同额 2261.45/1006.06 亿元，分别同比变动-12.69%/165.48%。

❖ **2024Q1 海外订单延续高增。**分业务看，公司 2024Q1 化学工程、基础设施、环境治理、实业及新材料、现代服务业分别实现新签 954.65/226.73/40.99/21.10/3.23 亿元，分别同增 17.36%/35.55%/117.11%/21.13%/-46.79%。分地区看，境外订单延续高增态势，公司 2024Q1 境内、境外分别实现新签合同额 1053.57/225.59 亿元，分别同比变动 7.54%/240.21%。

❖ **2023 年盈利水平略有承压，现金流大幅改善。**公司 2023 年实现毛利率 9.41%同增 0.07pct；期间费用率 5.28%同增 0.14pct，其中公司销售/管理及研发/财务费用率分别为 0.28%/5.10%/-0.09%，同比变动-0.01pct/0.02pct/0.13pct，公

司财务费用率同比提升主要是因为人民币贬值产生的汇兑收益较上年减少（2023 年公司财务费用-1.69 亿元，上年同期为-3.57 亿元）；资产及信用减值损失率 0.33%同增 0.23pct；归属净利率 3.04%同降 0.39pct。公司 2023 年经营性活动现金流净流入 91.34 亿元，较上年同期多流入 76.34 亿元；收现比 89.15%同降 6.76pct；付现比 85.86%同降 5.62pct。截至 2023 年底公司应收账款及票据、存货+合同资产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模分别为 347.6/517.2/874.5/326.5 亿元，较 2023 年初同比变动 4.02%/25.02%/25.31%/-8.25%。

❖ **2024Q1 经营总体平稳，信用减值损失有所冲回。**公司 2024Q1 实现毛利率 8.01%同增 0.09pct；期间费用率 4.74%同增 0.04pct，其中公司销售/管理及研发/财务费用率分别为 0.19%/4.17%/0.38%，同比变动-0.04pct/0.02pct/0.06pct；资产及信用减值损失率-0.11%同降 0.24pct；归属净利率 2.71%同增 0.1pct。公司 2024Q1 经营性现金流净流出 67.7 亿元，同比多流出 7.49 亿元；收现比 106.06%同增 30.99pct；付现比 117.87%同增 26.45pct。截至 2024Q1 公司应收账款及票据、存货+合同资产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模分别为 349.7/562.2/839.8/360.4 亿元，较年初同比变动 0.59%/8.71%/-3.97%/10.38%。

❖ **实业业务稳定推进，新材料生产负荷逐步提升。**2023 年公司新型业务均实现“安稳长满优”运行。其中 1) 中化学装备科技集团所属桂林橡院公司、华谊装备公司、沧州冷却公司在 2023 年均实现了较好的经济效益，高端装备聚焦“化机+橡胶+塑机”协同发展；2) 电站运营项目全年生产稳定，印尼巨港电站依法合规顺利完成向当地股东 SSP 公司移交，卡尔蒂姆电站运行平稳，持续创效；3) 污废处理项目生产负荷逐步提升，运营成本得到有效降低，成为实业板块可持续发展的重要领域和发力点。**实业方面也持续取得进展：**1) 天辰耀隆己内酰胺项目满负荷生产；2) 天辰齐翔、华陆新材、东华天业等新投运实业项目积累运行数据和生产经验，不断优化运行，逐步提升生产运行负荷；3) 2023 年 12 月 19 日，中国化学天辰泉州 60 万吨/年环氧丙烷项目双氧水浓缩装置一次性开车成功，并产出合格的 50%浓度双氧水产品；4) 2023 年赛鼎科创 3 万吨/年相变储能材料等项目顺利实现机械中交，预计 2024 年第二季度投产运行。

❖ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年实现归属净利润 58.96/65.45/71.72 亿元，分别同增 8.65%/11.01%/9.58%。对应 PE 分别为 7.20/6.49/5.92 倍，维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**订单执行缓慢，政策推进不及预期，新业务推进不及预期等。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	157716.23	178357.51	196862.93	216931.67	235896.86	成长性					
减:营业成本	143093.65	161678.63	178467.23	196580.59	213675.93	营业收入增长率	14.9%	13.1%	10.4%	10.2%	8.7%
营业税费	517.32	555.60	613.25	675.76	734.84	营业利润增长率	17.4%	2.4%	10.4%	10.9%	9.7%
销售费用	444.80	493.22	544.40	599.89	652.34	净利润增长率	16.9%	0.2%	8.7%	11.0%	9.6%
管理费用	2602.91	2976.64	3285.48	3601.07	3892.30	EBITDA 增长率	17.9%	11.9%	1.9%	10.1%	8.3%
研发费用	5453.28	6163.57	6811.46	7505.84	8162.03	EBIT 增长率	18.1%	10.6%	6.4%	11.7%	9.5%
财务费用	-356.76	-168.62	-142.82	-109.14	-123.62	NOPLAT 增长率	22.9%	11.0%	5.8%	11.7%	9.5%
资产减值损失	83.97	12.33	-100.00	-100.00	-100.00	投资资本增长率	10.2%	14.0%	8.3%	6.2%	7.6%
加:公允价值变动收益	59.33	-207.77	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	11.1%	9.9%	7.9%	8.3%	8.1%
投资和汇兑收益	-130.00	-106.62	-118.12	-108.47	-94.36	利润率					
营业利润	6657.24	6819.53	7530.07	8351.32	9159.55	毛利率	9.3%	9.4%	9.4%	9.4%	9.5%
加:营业外净收支	47.32	85.96	20.00	30.00	25.00	营业利润率	4.2%	3.8%	3.8%	3.8%	3.9%
利润总额	6704.56	6905.49	7550.07	8381.32	9184.55	净利率	3.7%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
减:所得税	926.61	934.08	1057.01	1173.39	1285.84	EBITDA/营业收入	4.9%	4.8%	4.5%	4.5%	4.4%
净利润	5415.21	5426.14	5895.70	6544.81	7172.03	EBIT/营业收入	4.0%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	42091.65	48638.70	51268.40	54587.61	60616.03	固定资产周转天数	27	27	26	25	23
交易性金融资产	1095.46	1020.15	1020.15	1020.15	1020.15	流动营业资本周转天数	-46	-40	-39	-32	-27
应收帐款	25042.84	26254.64	27238.92	28779.40	29958.18	流动资产周转天数	329	323	320	310	305
应收票据	8375.40	8508.44	9296.31	9641.41	9829.04	应收帐款周转天数	53	52	49	46	45
预付帐款	17044.10	17825.87	19678.08	21676.45	23562.51	存货周转天数	14	13	12	11	11
存货	6190.85	5511.61	5894.99	6349.23	6700.42	总资产周转天数	425	417	412	395	383
其他流动资产	5732.03	5047.15	5047.15	5047.15	5047.15	投资资本周转天数	145	144	144	140	138
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	10.2%	9.4%	9.5%	9.8%	9.9%
长期股权投资	2177.23	2433.57	2583.57	2733.57	2883.57	ROA	2.8%	2.5%	2.5%	2.7%	2.8%
投资性房地产	1497.03	1552.25	1552.25	1552.25	1552.25	ROIC	8.2%	7.9%	7.8%	8.2%	8.3%
固定资产	12577.13	13784.17	14721.10	15031.03	14828.46	费用率					
在建工程	4718.17	7021.62	8221.62	7721.62	7121.62	销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
无形资产	3796.53	4541.04	5021.04	5301.04	5381.04	管理费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
其他非流动资产	9341.69	10298.03	9908.73	9908.73	9908.73	财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产总额	194565.65	219115.32	231886.88	244259.07	257270.60	三费/营业收入	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
短期债务	540.74	875.14	1209.54	1543.94	1878.33	偿债能力					
应付帐款	60507.53	75995.50	79272.65	82956.88	86022.12	资产负债率	70.0%	70.8%	70.2%	69.3%	68.5%
应付票据	9281.10	11459.11	12386.35	13098.45	13644.89	负债权益比	233.6%	242.0%	235.5%	226.2%	217.7%
其他流动负债	11064.55	11628.36	11628.36	11628.36	11628.36	流动比率	1.19	1.18	1.20	1.22	1.26
长期借款	5593.54	7158.31	7858.31	6858.31	7058.31	速动比率	0.67	0.65	0.65	0.66	0.68
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	22.57	19.13	15.01	16.43	18.04
负债总额	136240.38	155043.16	162767.87	169382.12	176294.94	分红指标					
少数股东权益	5435.67	6576.85	7174.21	7837.34	8564.02	DPS(元)	0.18	0.18	0.20	0.24	0.29
股本	6109.47	6109.47	6109.47	6109.47	6109.47	分红比率	0.20	0.20	0.21	0.22	0.25
留存收益	32202.31	36556.56	41007.08	46101.89	51473.92	股息收益率	2.2%	2.8%	2.9%	3.4%	4.2%
股东权益	58325.27	64072.16	69119.01	74876.95	80975.66	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.89	0.89	0.97	1.07	1.17
净利润	5415.21	5426.14	5895.70	6544.81	7172.03	BVPS(元)	8.66	9.41	10.14	10.97	11.85
加:折旧和摊销	1412.80	1665.43	1383.07	1410.07	1422.57	PE(X)	8.9	7.1	7.2	6.5	5.9
资产减值准备	152.49	587.22	750.00	800.00	900.00	PB(X)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
公允价值变动损失	-59.33	207.77	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	279.08	364.05	493.57	503.54	502.26	P/S	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
投资收益	130.00	0.00	118.12	108.47	94.36	EV/EBITDA	1.9	0.2	0.5	0.0	-0.5
少数股东损益	362.74	545.27	597.36	663.13	726.68	CAGR(%)					
营运资金的变动	-6049.95	605.59	-3063.37	-2833.20	-2577.26	PEG	0.5	35.4	0.8	0.6	0.6
经营活动产生现金流量	1499.61	9134.02	6143.71	7166.82	8215.64	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-5680.94	-3364.93	-2815.20	-1228.47	-419.36	REP					
融资活动产生现金流量	-838.87	1305.17	-503.64	-2619.14	-1767.86						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 04 月 29 日收盘价计算)

信息披露**● 分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。