

# 中国化学(601117)

## 境外新签高增，“两商”转型扎实推进

公司发布23年年报和24年一季报,23fy营业总收入1,792亿元,yoy+13%;归母净利54亿元,同比+0%;扣非归母净利52亿元,yoy+4%。单季度看,23q4/24q1公司营业总收入分别475/452亿,分别yoy+26%/+6%;归母净利分别17/12亿,分别yoy+0%/+10%;扣非归母净利分别15/12亿,分别yoy+7%/+4%。

### 境外新签延续高增,收入增长动能强劲

分业务来看,23fy化学工程/基础设施/环境治理/实业及新材料/现代服务业收入分别1,424/220/28/77/30亿元,分别yoy+20%/-2%/-19%/+5%/-47%。化学工程业务延续较快增长,反应公司充足的在手订单及较好的推进节奏。23年及24Q1公司新签合同额分别为3,268/1,279亿,yoy分别+10%/+22%,其中化学工程新签分别yoy+23%/+17%至2,611/955亿。23年末公司在手订单4,076亿,yoy+40%,为同期收入2.3倍。实业及新材料业务稳步增长,支撑公司“两商”战略转型稳步推进。境外业务延续较好拓展态势,23fy公司境外收入yoy+5%至355亿,23fy/24q1境外新签yoy分别+166%/+240%至1,006/226亿。

### 毛利率大致稳定,减值等对净利有一定拖累

23fy毛利率9.4%,yoy+0.1pct;其中23q4/24q1毛利率分别为12.7%/8.0%,yoy分别-1.7/+0.1pct。分业务来看,23fy化学工程/基础设施/环境治理/实业及新材料/现代服务业毛利率分别为9.9%/7.1%/11.4%/8.1%/9.0%,yoy分别-0.1/-0.1/-0.0/-0.1/+2.9pct。总体毛利率趋势大致稳定,项目结构变化或带来一定扰动。减值损失、公允价值变动损失对23年盈利能力均有一定负面拖累,预计偏阶段性影响。23fy归母净利率3.0%,yoy-0.4pct;其中23q4/24q1归母净利率分别为3.6%/2.7%,yoy分别-0.9/+0.1pct。

### “两商”战略转型前景值得期待,给予“买入”评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别2,016/2,282/2,586亿元,分别yoy+13%/+13%/+13%,归母净利润分别61/71/81亿元,分别yoy+13%/+16%/+15%,EPS分别1.0/1.2/1.3元/股,3年CAGR为15%。受益于化学工程高速增长以及实业新材料持续放量,公司业绩有望持续增长,参照可比公司估值,我们给予公司2024年10倍PE,目标价10.01元,给予“买入”评级。

**风险提示:** 专项债落地不及预期风险;订单推进不及预期风险;应收账款计提坏账风险。

行业: 建筑装饰/专业工程  
 投资评级: 买入(首次)  
 当前价格: 7.62元  
 目标价格: 10.01元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	6,109.47/6,049.51
流通A股市值(百万元)	46,097.27
每股净资产(元)	9.62
资产负债率(%)	70.06
一年内最高/最低(元)	10.04/5.68

### 股价相对走势



### 作者

分析师: 武慧东  
 执业证书编号: S0590523080005  
 邮箱: wuhd@glsc.com.cn

联系人: 朱思敏  
 邮箱: zhusm@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	157716	178358	201633	228221	258611
增长率(%)	14.88%	13.09%	13.05%	13.19%	13.32%
EBITDA(百万元)	7761	8402	13676	14845	15905
归母净利润(百万元)	5415	5426	6113	7076	8134
增长率(%)	16.87%	0.20%	12.66%	15.75%	14.95%
EPS(元/股)	0.89	0.89	1.00	1.16	1.33
市盈率(P/E)	8.6	8.6	7.6	6.6	5.7
市净率(P/B)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.4	1.9	0.9	0.0	-0.8

数据来源: 公司公告, iFind, 国联证券研究所预测, 股价为2024年05月10日收盘价

### 相关报告

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	42092	48639	57705	69770	83501	营业收入	157716	178358	201633	228221	258611
应收账款+票据	72045	84260	94080	106487	120666	营业成本	142990	161575	182510	206506	233928
预付账款	17044	17826	21463	24293	27528	营业税金及附加	517	556	605	685	776
存货	6191	5512	7265	8220	9311	营业费用	445	493	605	685	776
其他	13249	13151	14122	15660	17417	管理费用	8056	9140	10394	11765	13332
<b>流动资产合计</b>	<b>150621</b>	<b>169386</b>	<b>194635</b>	<b>224429</b>	<b>258423</b>	财务费用	-357	-169	219	-3	-199
长期股权投资	2177	2434	2452	2470	2489	资产减值损失	84	12	0	0	0
固定资产	13859	15782	12682	9399	5932	公允价值变动收益	59	-208	0	0	0
在建工程	4718	7022	5851	4681	3511	投资净收益	-130	-107	-60	-60	-60
无形资产	3797	4541	3515	2485	1454	其他	579	359	241	162	70
其他非流动资产	19394	19951	20309	19797	19538	<b>营业利润</b>	<b>6657</b>	<b>6820</b>	<b>7481</b>	<b>8686</b>	<b>10009</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>43944</b>	<b>49729</b>	<b>44808</b>	<b>38832</b>	<b>32923</b>	营业外净收益	47	86	168	168	168
<b>资产总计</b>	<b>194566</b>	<b>219115</b>	<b>239444</b>	<b>263261</b>	<b>291346</b>	<b>利润总额</b>	<b>6705</b>	<b>6905</b>	<b>7649</b>	<b>8854</b>	<b>10177</b>
短期借款	541	875	0	0	0	所得税	927	934	1033	1195	1374
应付账款+票据	69789	87455	93632	105943	120011	<b>净利润</b>	<b>5778</b>	<b>5971</b>	<b>6616</b>	<b>7658</b>	<b>8803</b>
其他	56691	55216	67978	76036	85247	少数股东损益	363	545	503	582	669
<b>流动负债合计</b>	<b>127021</b>	<b>143546</b>	<b>161610</b>	<b>181979</b>	<b>205257</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5415</b>	<b>5426</b>	<b>6113</b>	<b>7076</b>	<b>8134</b>
长期带息负债	7514	9730	6178	2893	-40	<b>财务比率</b>					
长期应付款	95	228	228	228	228		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	1610	1540	1540	1540	1540	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>9220</b>	<b>11497</b>	<b>7945</b>	<b>4660</b>	<b>1727</b>	营业收入	14.88%	13.09%	13.05%	13.19%	13.32%
<b>负债合计</b>	<b>136240</b>	<b>155043</b>	<b>169555</b>	<b>186639</b>	<b>206984</b>	EBIT	-2.40%	6.13%	16.78%	12.50%	12.74%
少数股东权益	5436	6577	7080	7662	8332	EBITDA	0.65%	8.27%	62.76%	8.55%	7.14%
股本	6109	6109	6109	6109	6109	归属于母公司净利润	16.87%	0.20%	12.66%	15.75%	14.95%
资本公积	15323	15407	15407	15407	15407	<b>获利能力</b>					
留存收益	31457	35979	41293	47444	54514	毛利率	9.34%	9.41%	9.48%	9.52%	9.54%
<b>股东权益合计</b>	<b>58325</b>	<b>64072</b>	<b>69889</b>	<b>76622</b>	<b>84362</b>	净利率	3.66%	3.35%	3.28%	3.36%	3.40%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>194566</b>	<b>219115</b>	<b>239444</b>	<b>263261</b>	<b>291346</b>	ROE	10.24%	9.44%	9.73%	10.26%	10.70%
<b>现金流量表</b>						ROIC	25.08%	18.09%	19.32%	25.81%	36.69%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	<b>偿债能力</b>					
净利润	5778	5971	6616	7658	8803	资产负债率	70.02%	70.76%	70.81%	70.89%	71.04%
折旧摊销	1413	1665	5809	5995	5927	流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
财务费用	-357	-169	219	-3	-199	速动比率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
存货减少(增加为“-”)	-971	679	-1753	-955	-1092	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	-6050	606	2276	2640	3015	应收账款周转率	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4
其它	1687	381	970	1041	1178	存货周转率	23.1	29.3	25.1	25.1	25.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>1500</b>	<b>9134</b>	<b>14136</b>	<b>16376</b>	<b>17633</b>	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
资本支出	-3177	-3273	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	-2653	-124	0	0	0	每股收益	0.9	0.9	1.0	1.2	1.3
其他	149	32	376	-105	-105	每股经营现金流	0.2	1.5	2.3	2.7	2.9
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5681</b>	<b>-3365</b>	<b>376</b>	<b>-105</b>	<b>-105</b>	每股净资产	8.7	9.4	10.3	11.3	12.4
债权融资	540	2550	-4427	-3285	-2933	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	8.6	8.6	7.6	6.6	5.7
其他	-1378	-1245	-1018	-922	-864	市净率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-839</b>	<b>1305</b>	<b>-5445</b>	<b>-4207</b>	<b>-3798</b>	EV/EBITDA	3.4	1.9	0.9	0.0	-0.8
<b>现金净增加额</b>	<b>-4767</b>	<b>7119</b>	<b>9067</b>	<b>12065</b>	<b>13731</b>	EV/EBIT	4.2	2.3	1.6	0.1	-1.2

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年05月10日收盘价

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

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

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼