

公司研究

化工及实业板块经营稳健，境外营收增长亮眼

——中国化学（601117.SH）2025年半年报点评

买入（维持）

当前价：7.86元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：吴钰洁

执业证书编号：S0930523100001

021-52523879

wuyujie@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	61.07
总市值(亿元)	480.00
一年最低/最高(元)	6.16/9.08
近3月换手率	53.21%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.01	3.51	7.52
绝对	5.01	2.86	12.13

资料来源：Wind

相关研报

三季度业绩高增，盈利能力持续提升——中国化学（601117.SH）2024年三季报点评（2024-11-01）

化工主业及实业业务稳健增长，境外业务量利齐升——中国化学（601117.SH）2024年中报点评（2024-09-03）

化学工程新签合同保持韧性增长，海外新签合同持续高增——中国化学（601117.SH）2024年1-5月经营数据点评（2024-06-24）

要点

事件：公司发布2025中报。2025H1公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润907.2/31.0/30.0亿元，同比-0.3%/+9.3%/-1.6%；公司25Q2公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润459.2/16.6/15.9亿元，同比+0.6%/+2.1%/-16.2%。公司拟进行中期分红，每10股分配现金股利1.0元（含税），分红比例为19.7%。

点评：

新签合同保持增长，化工新签合同首次上半年突破1600亿。2025H1公司新签合同金额为2060.9亿元，同增1.2%，境内/境外新签合同金额为1646.1/414.8亿元，同比+1.5%/+0.4%。建筑工程承包业务新签合同额同比+2.2%，其中化学工程/基础设施/环境治理新签合同为1600.2/356.7/29.4亿元，同比+6.5%/+1.5%/-67.3%。公司深入实施“T+EPC”模式，成功中标多个重大项目，化工领域新签合同首次上半年突破1600亿元，核心主业新签合同创半年新高。25H1公司实业及新材料销售合同金额达54.9亿元，同比增长31%，实业及新材料订单稳步提升。勘察设计监理咨询及现代服务业合同体量较小但承压明显，25H1分别实现新签合同15.9/3.2亿元，同比-24.3%/-45.6%。

归母净利润同比正增，境外营收增长亮眼。25H1公司营收同比小幅下降，毛利率的提升、营业外净收入的增长及金融资产公允价值变动，使公司归母净利润同比实现增长。25H1公司境内/境外主营业务收入为635/266亿元，同比-8.9%/+28.8%，公司境外部分项目顺利落地，进入施工高峰期，境外营收增长较快。分业务板块看，25H1年公司化学工程/基础设施/环境治理/实业及新材料/现代服务业实现营收748.1/91.1/5.1/48.3/8.1亿元，同比+1.2%/-10.0%/-54.6%/+8.7%/+7.8%。公司加大承揽任务及项目开发力度，化工主业稳健增长；天辰公司、华陆公司、东华公司等实业项目收入增长，推动实业板块同比增长；公司监理、检测等业务增长下现代服务业板块同比增长。因公司一部分基建及环境治理项目完工单新项目未能及时接续，公司基建及环境治理业务承压下行，拖累营收增长。

毛利率稳中有增，Q2现金流改善明显。25H1公司毛利率/净利率为9.6%/3.7%，同比+0.2/+0.3pcts，境内/境外毛利率为9.9%/8.9%，同比+0.7/-1.2pcts，整体毛利率及净利率稳中有增。25H1年公司化学工程/基础设施/环境治理/实业及新材料/现代服务业毛利率分别为10.2%/7.1%/6.3%/4.8%/12.6%，同比+0.3/+1.3/-2.1/-4.8/+3.1pcts。25H1年公司销售/管理/财务/研发费用率为0.2%/2.0%/0.1%/3.0%，同比+0.03/+0.12/-0.23/+0.38pcts。25H1公司经营性净现金流为-100.3亿元，较去年同期多流出54.6亿元，单Q2公司经营性现金流净流入50.6亿元，较Q1环比多流入201.6亿元。

新疆煤化工业务及“反内卷”推进有望助推公司业绩增长。近年来，新疆煤化工产业迅速发展，据不完全统计，新疆拟建及在建煤化工项目总投资规模超5000亿元。中国化学在煤气化、煤液化、煤制烯烃等关键技术领域形成了自主知识产权体系，在煤炭气化、液化、热解、焦化、深加工等领域具有丰富的工程建设经验，掌握国际最先进的一系列现代煤化工产业核心技术，承建了国内绝大部分大型现代煤化工项目，有望在新疆煤化工快速建设发展中将获取大量市场份额。中国化学近期也与物理电源行业协会发布《关于维护磷酸铁锂材料行业健康有序发展的倡议（征求意见稿）》，其中提出，坚决抵制恶性价格竞争，维护市场公平秩序。“反内卷”推进下，公司也有望受益于化工产品价格的提升。

盈利预测、估值与评级：公司盈利能力持续提升，新签合同稳健增长，我们维持公司 25-27 年归母净利润预测至 64.3/68.9/73.5 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：实业项目投产不及预期风险，工程原材料价格大幅波动风险等。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	178,358	185,844	198,105	218,733	231,338
营业收入增长率	13.09%	4.20%	6.60%	10.41%	5.76%
归母净利润 (百万元)	5,426	5,688	6,426	6,888	7,346
归母净利润增长率	0.20%	4.82%	12.97%	7.19%	6.66%
EPS (元)	0.89	0.93	1.05	1.13	1.20
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.44%	9.13%	9.51%	9.41%	9.28%
P/E	8.8	8.4	7.5	7.0	6.5
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29

注：23-24 年公司股本为 61.09 亿股，考虑公司股本回购注销等，预测公司 25-27 年总股本为 61.07 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	178,358	185,844	198,105	218,733	231,338
营业成本	161,575	167,055	177,843	196,251	207,640
折旧和摊销	1,422	1,489	1,919	2,239	2,389
税金及附加	556	576	654	722	763
销售费用	493	501	555	612	648
管理费用	2,977	3,548	3,764	4,156	4,395
研发费用	6,164	6,534	7,092	7,831	8,282
财务费用	-169	222	-391	-9	107
投资收益	-107	52	60	60	60
营业利润	6,820	7,426	8,296	8,841	9,381
利润总额	6,905	7,359	8,229	8,774	9,314
所得税	934	1,117	1,250	1,332	1,414
净利润	5,971	6,242	6,980	7,442	7,900
少数股东损益	545	554	554	554	554
归属母公司净利润	5,426	5,688	6,426	6,888	7,346
EPS(元)	0.89	0.93	1.05	1.13	1.20

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	9,134	8,722	8,408	9,188	9,339
净利润	5,426	5,688	6,426	6,888	7,346
折旧摊销	1,422	1,489	1,919	2,239	2,389
净营运资金增加	-8,335	-4,231	-316	-150	713
其他	10,621	5,776	380	212	-1,109
投资活动产生现金流	-3,365	-3,760	-2,396	-1,824	-1,814
净资本支出	-3,320	-3,011	-1,700	-1,700	-1,700
长期投资变化	2,434	2,499	0	0	0
其他资产变化	-2,478	-3,248	-696	-124	-114
融资活动现金流	1,305	-5,409	-2,590	-1,795	-1,808
股本变化	0	0	-2	0	0
债务净变化	2,718	-480	-1,738	-344	-239
无息负债变化	16,084	9,960	7,247	13,657	9,810
净现金流	7,119	-558	3,422	5,570	5,717

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	9.4%	10.1%	10.2%	10.3%	10.2%
EBITDA 率	4.7%	5.1%	5.2%	5.4%	5.3%
EBIT 率	3.8%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
税前净利润率	3.9%	4.0%	4.2%	4.0%	4.0%
归母净利润率	3.0%	3.1%	3.2%	3.1%	3.2%
ROA	2.7%	2.7%	2.9%	2.8%	2.8%
ROE (摊薄)	9.4%	9.1%	9.5%	9.4%	9.3%
经营性 ROIC	29.6%	27.4%	30.1%	32.9%	33.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	71%	70%	69%	69%	69%
流动比率	1.18	1.13	1.16	1.18	1.20
速动比率	1.14	1.09	1.12	1.14	1.17
归母权益/有息债务	5.96	6.79	9.09	10.32	11.56
有形资产/有息债务	22.02	24.69	31.97	36.26	39.86

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	219,115	233,421	244,774	264,257	280,373
货币资金	48,639	50,067	53,488	59,058	64,775
交易性金融资产	1,020	1,185	1,185	1,185	1,185
应收账款	26,255	36,252	38,448	42,451	44,897
应收票据	8,508	4,821	5,139	5,674	6,001
其他应收款 (合计)	5,161	5,097	5,377	5,871	6,137
存货	5,512	5,848	6,202	6,846	7,209
其他流动资产	8,338	5,176	4,563	4,976	5,228
流动资产合计	169,386	175,157	186,952	205,759	222,012
其他权益工具	1,062	1,441	1,585	1,744	1,918
长期股权投资	2,434	2,499	2,499	2,499	2,499
固定资产	13,784	13,806	19,712	20,898	20,610
在建工程	7,022	9,426	3,143	1,258	692
无形资产	4,541	4,727	4,830	4,932	5,031
商誉	35	43	43	43	43
其他非流动资产	10,298	17,226	17,839	17,839	17,839
非流动资产合计	49,729	58,265	57,822	58,498	58,362
总负债	155,043	164,524	170,033	183,346	192,916
短期借款	875	2,754	1,016	672	433
应付账款	75,995	88,840	94,578	104,367	110,424
应付票据	11,459	11,997	12,772	14,094	14,912
预收账款	24	26	0	0	0
其他流动负债	11,458	10,502	9,276	8,245	8,875
流动负债合计	143,546	155,584	161,200	174,702	184,378
长期借款	7,158	5,308	5,308	5,308	5,308
应付债券	500	0	0	0	0
其他非流动负债	1,390	1,389	1,266	1,060	934
非流动负债合计	11,497	8,939	8,833	8,644	8,538
股东权益	64,072	68,898	74,741	80,912	87,457
股本	6,109	6,109	6,107	6,107	6,107
公积金	18,113	18,259	18,377	18,377	18,377
未分配利润	33,576	37,917	43,088	48,705	54,697
归属母公司权益	57,495	62,276	67,565	73,182	79,173
少数股东权益	6,577	6,622	7,176	7,730	8,284

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.28%	0.27%	0.28%	0.28%	0.28%
管理费用率	1.67%	1.91%	1.90%	1.90%	1.90%
财务费用率	-0.09%	0.12%	-0.20%	0.00%	0.05%
研发费用率	3.46%	3.52%	3.58%	3.58%	3.58%
所得税率	14%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.18	0.19	0.21	0.22	0.24
每股经营现金流	1.50	1.43	1.38	1.50	1.53
每股净资产	9.41	10.19	11.06	11.98	12.96
每股销售收入	29.19	30.42	32.44	35.82	37.88

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	8.8	8.4	7.5	7.0	6.5
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	8	7	6	6	5
股息率	2%	2%	3%	3%	3%

行业及公司评级体系

评级	说明
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 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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曾与、不与、也将不会与本报告中的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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。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

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP