

审慎增持 (维持)

中国化学

601117

签订俄罗斯近千亿大单，持续受益中俄能源合作

2019年10月13日

市场数据

市场数据日期	2019-10-11
收盘价(元)	5.92
总股本(百万股)	4933.00
流通股本(百万股)	4933.00
总市值(百万元)	29245.99
流通市值(百万元)	29245.99
净资产(百万元)	33459.45
总资产(百万元)	99427.32
每股净资产	6.66

相关报告

《中国化学：收入有望持续高增长，现金流有所改善》
2019-04-12

《中国化学：汇兑损失&资产减值影响趋弱，随项目推进毛利率有望回升》2018-08-29

《中国化学：收入端逐季提速，Q1业绩已现拐点》2018-05-01

分析师：

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

蔡琨

caikun@xyzq.com.cn

团队成员：孟杰、黄杨、高远、蔡琨

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	81445	104395	130350	158646
同比增长	39.0%	28.2%	24.9%	21.7%
净利润(百万元)	1932	2376	2866	3488
同比增长	24.1%	23.0%	20.6%	21.7%
毛利率	11.6%	11.4%	11.4%	11.5%
净利率	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%
净资产收益率(%)	5.9%	6.7%	7.7%	8.7%
每股收益(元)	0.39	0.48	0.58	0.71
每股经营现金流(元)	1.00	0.69	0.75	0.70

投资要点

- 七公司与波罗的海化工联合有限责任公司签署了俄罗斯化工总承包合同，项目金额高达943亿元人民币。该协议的成功签署，显示了公司在化工建设领域的领军优势，为七公司巩固俄罗斯乃至前苏联地区建设市场以及扩大欧洲市场份额具有重要的作用和意义。
- 在中俄两国建交70周年之际，公司有望继续受益于中俄能源合作、不断签订大单。中国化学深耕俄罗斯市场多年，在此前已签订多项大单，从6月中国化学签订俄罗斯50亿美元帕亚哈项目合作协议，到此次签订千亿EPC合同，中国化学密集斩获俄罗斯能源建设订单。考虑到中俄两国建交70周年之际，我们判断中俄能源合作将继续加码，中国化学有望持续受益，未来表现值得期待。
- 2016年以来订单快速增长，订单落地有望驱动未来业绩较快增长。2016-2018年公司新签合同额分别为705.0亿元、950.8亿元、1450.11亿元，分别同比增长11.84%、34.87%、52.52%，2019年8月新签合同增长45.4%，公司订单增长呈提升态势；与此同时，公司不断加大海外业务开拓力度，海外订单表现亮眼，海外订单占比在1/3左右。若海外订单如期落地，有望驱动公司未来业绩持续较快增长。
- 盈利预测与评级：我们维持公司的盈利预测，预计公司2019-2021年的EPS分别为0.48元、0.58元、0.71元，10月11日收盘价对应的PE分别为12.3倍、10.2倍、8.3倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：宏观经济不景气、国内化工行业景气度下行、海外订单落地不达预期、大额计提资产减值风险、汇率剧烈波动

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- **中国化学发公告：**中国化学下属七公司与波罗的海化工联合有限责任公司签署了俄罗斯波罗的海化工综合体项目 FEED+EPC 总承包合同，合同总金额不超过 120 亿欧元（折合人民币约 943 亿元）。

点评

- **七公司与波罗的海化工联合有限责任公司签署了俄罗斯化工总承包合同，项目金额高达 943 亿元人民币。**中国化学下属七公司与波罗的海化工联合有限责任公司签署了俄罗斯波罗的海化工综合体项目 FEED+EPC 总承包合同，该 EPC 合同总价不超过 120 亿欧元，折合人民币约 943 亿元。合同主要内容为建设天然气加工化工总厂，包括 2 套年产 140 万吨乙烯裂解装置，6 套年产 48 万吨聚乙烯装置，2 套年产 13.7 万吨 LAO 装置和场外设施（OSBL）等。该协议的成功签署，显示了公司在化工建设领域的领军优势，为七公司巩固俄罗斯乃至前苏联地区建设市场以及扩大欧洲市场份额具有重要的作用和意义。
- **在中俄两国建交 70 周年之际，公司有望继续受益于中俄能源合作、不断签订大单。**中国化学深耕俄罗斯市场多年，在此前已签订多项大单，如俄罗斯石油天然气工业集团 250 万吨/年炼油氢化裂解项目工程总承包合同（合同额约 80.9 亿元）、俄罗斯 OMSK 炼油厂 DCC 原油深度转化项目（4.2 亿美元）等等。去年成立的中俄能源商务论坛推动了两国在能源基础设施建设、贸易等方面的合作，促进了重要油气管线和大型合作项目如期推进，同时也为中国化学开拓巩固俄罗斯市场提供了平台和条件；从 6 月中国化学签订俄罗斯 50 亿美元帕亚哈项目合作协议，到此次签订千亿 EPC 合同，中国化学密集斩获俄罗斯能源建设订单。考虑到中俄两国建交 70 周年之际，我们判断中俄能源合作将继续加码，中国化学有望持续受益，未来表现值得期待。

表 1、中国化学及子公司在俄罗斯市场签署的典型项目

时间	公司	项目名称	金额	工期
2010-11-13	七公司	俄罗斯鞑靼斯坦共和国化肥项目	2.71 亿美元	48 个月
2016-6-14	七公司	俄罗斯西布尔公司 ZAPSIB-2 项目	4.425 亿美元	39 个月
2017-3-14	七公司	俄罗斯石油天然气工业集团 250 万吨/年炼油氢化裂解项目工程总承包合同	80.9 亿人民币	32 个月
2018-2-2	七公司	俄罗斯 OMSK 炼油厂 DCC 原油深度转化项目	4.2 亿美元	27 个月
2018-9-11	集团公司	俄罗斯 UMG60 万吨/年甲醇项目 EPC 框架合同	4 亿美元	
2018-11-9	七公司	俄罗斯卢克石油延迟焦化项目施工总承包	1.8 亿欧元	

2019-3-16	股份公司	俄罗斯硝基诺合成氨尿素厂项目 EPC 总承包		49 个月
2019-6-6	七公司	《帕亚哈项目合作协议》	50 亿美元	
2019-10-13	七公司	俄罗斯波罗的海化工综合体项目	120 亿欧元	60 个月

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

- **2016 年以来订单快速增长，订单落地有望驱动未来业绩较快增长。**2016-2018 年公司新签合同额分别为 705.0 亿元、950.8 亿元、1450.11 亿元，分别同比增长 11.84%、34.87%、52.52%，2019 年 8 月新签合同增长 45.4%，公司订单增长呈提升态势；与此同时，公司不断加大海外业务开拓力度，海外订单表现亮眼，海外订单占比在 1/3 左右。若海外订单如期落地，有望驱动公司未来业绩持续较快增长。
- **盈利预测与评级：**我们维持公司的盈利预测，预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.48 元、0.58 元、0.71 元，10 月 11 日收盘价对应的 PE 分别为 12.3 倍、10.2 倍、8.3 倍，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济不景气、国内化工行业景气度下行、海外订单落地不达预期、大额计提资产减值风险、汇率剧烈波动

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	76329	119593	153648	187110
货币资金	28134	41758	52140	63459
交易性金融资产	61	0	0	0
应收账款	0	21818	24766	30143
其他应收款	3295	4922	6746	8351
存货	13594	27676	34547	43416
非流动资产	20693	17162	18726	20571
可供出售金融资产	1567	1360	1385	1410
长期股权投资	976	420	450	470
投资性房地产	965	248	240	230
固定资产	9750	9769	10166	10885
在建工程	1015	1970	3059	4101
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2023	1953	1893	1843
资产总计	97023	136755	172374	207681
流动负债	55031	93801	126402	159107
短期借款	270	11648	22155	34898
应付票据	0	2776	2888	3512
应付账款	29953	48116	63526	77260
其他	24808	31261	37833	43437
非流动负债	6974	5493	6279	6158
长期借款	4844	4694	4694	4694
其他	2130	799	1585	1464
负债合计	62004	99294	132681	165264
股本	4933	4933	4933	4933
资本公积	5637	5637	5637	5637
未分配利润	18887	23820	25830	28283
少数股东权益	2177	2243	2321	2417
股东权益合计	35018	37461	39693	42416
负债及权益合计	97023	136755	172374	207681

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1932	2376	2866	3488
折旧和摊销	979	940	1028	1152
资产减值准备	703	-1356	301	420
无形资产摊销	134	114	114	114
公允价值变动损失	-0	0	0	0
财务费用	64	325	737	1189
投资损失	-139	-50	-80	-100

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	81445	104395	130350	158646
营业成本	71968	92530	115502	140473
营业税金及附加	421	940	1303	1586
销售费用	374	731	1043	1586
管理费用	2303	5324	6778	8250
财务费用	64	325	737	1189
资产减值损失	1264	1300	1150	900
公允价值变动	-0	0	0	0
投资收益	139	50	80	100
营业利润	2756	3295	3916	4763
营业外收入	84	50	65	85
营业外支出	72	45	55	70
利润总额	2768	3300	3926	4778
所得税	688	858	982	1194
净利润	2080	2442	2945	3583
少数股东损益	148	66	79	96
归属母公司净利润	1932	2376	2866	3488
EPS(元)	0.39	0.48	0.58	0.71

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	39.1%	28.2%	24.9%	21.7%
营业利润增长率	19.1%	19.6%	18.8%	21.6%
净利润增长率	24.1%	23.0%	20.6%	21.7%
盈利能力				
毛利率	11.6%	11.4%	11.4%	11.5%
净利率	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%
ROE	5.9%	6.7%	7.7%	8.7%
偿债能力				
资产负债率	63.9%	72.6%	77.0%	79.6%
流动比率	1.39	1.27	1.22	1.18
速动比率	1.13	0.98	0.94	0.90
营运能力				
资产周转率	88.3%	89.3%	84.3%	83.5%
应收帐款周转率	4734.0%	836.2%	531.6%	549.0%

少数股东损益	148	66	79	96	每股资料(元)				
营运资金的变动	-1761	-2116	1958	2623	每股收益	0.39	0.48	0.58	0.71
经营活动产生现金流量	5288	3401	3696	3434	每股经营现金	1.00	0.69	0.75	0.70
投资活动产生现金流量	-828	-404	-2371	-2809	每股净资产	6.66	7.14	7.58	8.11
融资活动产生现金流量	-1486	10628	9058	10694					
现金净变动	2974	13624	10382	11319	估值比率(倍)				
现金的期初余额	23270	28134	41758	52140	PE	15.4	12.3	10.2	8.3
现金的期末余额	26244	41758	52140	63459	PB	0.9	0.8	0.8	0.7

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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保持在最新状态。同时,本公司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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn