

# 中国化学 (601117.SH)

## 顺周期化学工程龙头，业绩订单趋势向上

**Q3 营收业绩大幅增长，经营趋势持续向上。**公司前三季度收入增长 4.9%，归母净利润增长 13.4%，其中 Q1/Q2/Q3 收入分别增长-24%/12%/21%，归母净利润分别增长-15%/-6.6%/58%，三季度业绩大幅增长，单季归母净利润 13.3 亿元，创上市以来新高，主要因国内加速赶工，海外疫情影响减弱，收入加速，毛利率提升，减值计提减少。公司 1-10 月收入增长 11.9%，继续较前三季度大幅加速 7 个 pct，经营趋势向上。

**新签订单强劲，在手订单与收入比创新高。**公司 1-10 月新签合同 1826 亿元，同比下滑 18%，主要因去年 10 月新签俄罗斯千亿化工项目造成基数较高，单看国内新签订单 1456 亿元，同比大幅增长 70%。考虑到去年公司 11-12 月新签订单基数较低（仅 58 亿元），今年全年新签订单有望接近去年的超高基数甚至继续增长，超出年初预期。截止至 2019 年末，估算公司在手未完工订单约 3100 亿元，是 2019 年收入的 2.98 倍，订单/收入比创历史新高，在手订单较为充裕，有望为未来业绩稳健增长形成支撑。

**海外经营与化工行业投资有望双改善，公司作为顺周期化工龙头将充分受益。**近期多家制药公司宣布疫苗取得重大突破，如果海外疫苗大规模接种，且疫苗效果达到预期，公司作为全球化学工程龙头有望从两方面受益：1) 若海外疫情得到控制，公司海外经营环境有望大幅改善，海外收入有望加速；2) 经济复苏预期增强，预计将带动油价上涨，化工产品需求增加，相关化工企业盈利预期改善，后续石化、煤化工、化工投资将进一步提速，公司业绩及新签订单向好趋势有望延续。

**投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 35/42/49 亿元，同比增长 15%/21%/16%，EPS 分别为 0.71/0.86/1.00 元，当前股价对应 PE 分别为 9/7/6 倍。当前公司 PB (lf) 为 0.92 倍，处于历史底部区域。公司作为化工央企龙头，现金流及资产负债表优于基建房建类央企，同时海外及化工行业经营环境有望边际改善，业绩/订单向好趋势有望持续，维持“买入”评级。

**风险提示：**油价大幅下跌风险，疫苗效果不达预期风险，海外项目执行风险，新业务拓展不达预期风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	81,445	103,622	111,791	130,225	148,200
增长率 yoy (%)	39.1	27.2	7.9	16.5	13.8
归母净利润(百万元)	1,932	3,061	3,510	4,235	4,930
增长率 yoy (%)	24.1	58.5	14.7	20.7	16.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.39	0.62	0.71	0.86	1.00
净资产收益率(%)	5.9	8.7	9.3	10.3	10.8
P/E(倍)	16.2	10.2	8.9	7.4	6.4
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

### 股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
最新收盘价	6.35
总市值(百万元)	31,324.55
总股本(百万股)	4,933.00
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	27.07

### 股价走势



### 作者

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

### 相关研究

- 1、《中国化学(601117.SH)：海外市场驱动订单高增，业绩现金流均优的核心资产》2020-01-18
- 2、《中国化学(601117.SH)：Q3 营收加速毛利率改善，业绩大幅增长 56%超预期》2019-10-30
- 3、《中国化学(601117.SH)：新签创纪录近千亿海外大单，有望推动订单收入加速增长》2019-10-13

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	76329	87788	92169	109675	113721
现金	28134	32310	31274	31534	32281
应收票据及应收账款	23017	22341	26583	35429	36863
其他应收款	3295	5324	3975	6857	5470
预付账款	6688	6246	7707	8547	9951
存货	13594	14577	15640	19512	20455
其他流动资产	1601	6990	6990	7796	8699
<b>非流动资产</b>	20693	28077	29310	31972	34169
长期投资	976	1587	2209	2831	3453
固定资产	9750	9196	9606	11270	12642
无形资产	2023	2541	2449	2377	2352
其他非流动资产	7944	14754	15046	15494	15723
<b>资产总计</b>	97023	115865	121479	141647	147890
<b>流动负债</b>	55031	70053	73823	90662	93171
短期借款	270	303	303	303	303
应付票据及应付账款	29953	38482	34922	50471	46621
其他流动负债	24808	31268	38598	39888	46247
<b>非流动负债</b>	6974	8220	7217	6625	5715
长期借款	4844	5989	4986	4393	3484
其他非流动负债	2130	2231	2231	2231	2231
<b>负债合计</b>	62004	78274	81040	97287	98886
少数股东权益	2177	2449	2708	3021	3385
股本	4933	4933	4933	4933	4933
资本公积	5637	5647	5647	5647	5647
留存收益	19597	21989	24624	27802	31501
归属母公司股东权益	32842	35142	37730	41339	45619
<b>负债和股东权益</b>	97023	115865	121479	141647	147890

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	4909	4724	2269	5213	5846
净利润	2080	3287	3769	4548	5294
折旧摊销	979	1063	924	1081	1291
财务费用	64	112	252	273	303
投资损失	-139	-124	-112	-115	-123
营运资金变动	888	-1242	-2562	-571	-915
其他经营现金流	1037	1627	-2	-3	-4
<b>投资活动现金流</b>	-1707	-1510	-2042	-3625	-3362
资本支出	986	763	611	2040	1576
长期投资	-822	-900	-622	-622	-621
其他投资现金流	-1544	-1647	-2053	-2207	-2407
<b>筹资活动现金流</b>	689	474	-1263	-1328	-1737
短期借款	-218	33	0	0	0
长期借款	-593	1145	-1003	-592	-909
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	115	10	0	0	0
其他筹资现金流	1385	-714	-260	-736	-827
<b>现金净增加额</b>	4383	3799	-1037	260	748

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	81445	103622	111791	130225	148200
营业成本	71968	92432	99144	115336	131137
营业税金及附加	421	364	393	458	521
营业费用	374	439	520	601	670
管理费用	2303	2245	2683	3060	3483
研发费用	2582	3317	3801	4428	5039
财务费用	64	112	252	273	303
资产减值损失	1264	-138	559	651	741
其他收益	123	109	0	0	0
公允价值变动收益	0	10	2	3	4
投资净收益	139	124	112	115	123
资产处置收益	27	40	0	0	0
<b>营业利润</b>	2756	3882	4554	5536	6433
营业外收入	84	86	127	82	95
营业外支出	72	59	84	72	72
<b>利润总额</b>	2768	3909	4597	5546	6456
所得税	688	622	827	998	1162
<b>净利润</b>	2080	3287	3769	4548	5294
少数股东损益	148	226	259	312	364
<b>归属母公司净利润</b>	1932	3061	3510	4235	4930
EBITDA	3239	4417	4767	5858	6938
EPS (元)	0.39	0.62	0.71	0.86	1.00

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	39.1	27.2	7.9	16.5	13.8
营业利润(%)	19.1	40.8	17.3	21.6	16.2
归属于母公司净利润(%)	24.1	58.5	14.7	20.7	16.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	11.6	10.8	11.3	11.4	11.5
净利率(%)	2.4	3.0	3.1	3.3	3.3
ROE(%)	5.9	8.7	9.3	10.3	10.8
ROIC(%)	4.3	6.5	6.9	8.0	8.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	63.9	67.6	66.7	68.7	66.9
净负债比率(%)	-61.2	-64.6	-57.7	-54.2	-52.2
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.0	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	3.7	4.6	4.6	4.2	4.1
应付账款周转率	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.62	0.71	0.86	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	0.96	0.46	1.06	1.19
每股净资产(最新摊薄)	6.05	6.52	7.04	7.77	8.64
<b>估值比率</b>					
P/E	16.2	10.2	8.9	7.4	6.4
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.7	2.1	2.2	1.7	1.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1.Q3 营收业绩大幅加速，经营趋势向上 .....	4
2.新签订单强劲，在手订单充裕 .....	5
2.1.新签订单强劲，1-10月国内订单大增70% .....	5
2.2.在手订单充裕，订单/收入比创新高 .....	6
3.海外经营与化工行业投资有望双改善 .....	6
3.1.疫苗取得突破，若疫情得到控制，公司海外经营环境有望改善 .....	6
3.2.经济复苏有望带动油价回升，化工行业投资有望加快 .....	7
4.投资建议 .....	8
5.风险提示 .....	9

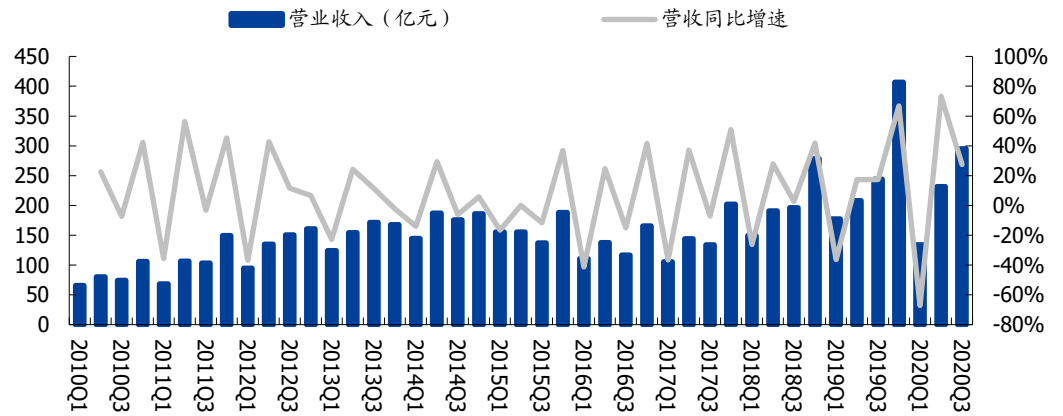
## 图表目录

图表 1: 公司单季度营业收入及增速 .....	4
图表 2: 公司单季度归母净利润及增速 .....	4
图表 3: 公司收入月度累计增速及单月增速 .....	5
图表 4: 公司新签订单及增速 .....	5
图表 5: 公司在手订单与增速 .....	6
图表 6: 公司在手订单与收入比 .....	6
图表 7: 公司境外新签订单及增速 .....	7
图表 8: 化学原料及化学制品制造业固定资产投资增速 .....	7
图表 9: 石油加工业固定资产投资增速 .....	7
图表 10: 公司股价（左，元/股）走势与油价（右，美元/桶）走势示意图 .....	8
图表 11: 公司 PE-band .....	8
图表 12: 公司 PB-band .....	9

## 1.Q3 营收业绩大幅加速，经营趋势向上

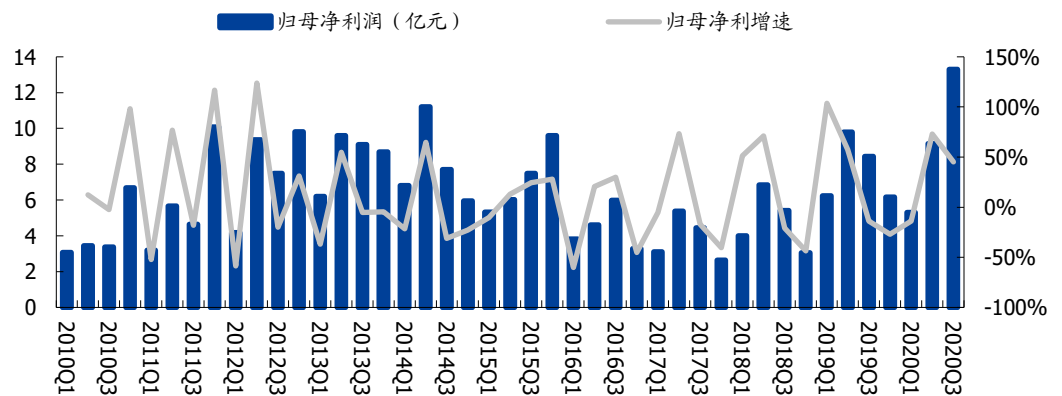
**Q3 营收业绩大幅增长，经营趋势持续向上。**公司前三季度收入增长 4.9%，归母净利润增长 13.4%，其中 Q1/Q2/Q3 收入分别增长-24%/12%/21%，归母净利润分别增长-15%/-6.6%/58%，三季度业绩大幅增长，单季归母净利润 13.3 亿元，创上市以来新高，主要因国内加速赶工，海外疫情影响减弱，收入加速，毛利率提升，减值计提减少。公司 1-10 月收入增长 11.9%，继续较前三季度大幅加速 7 个 pct，经营趋势向上。

图表 1: 公司单季度营业收入及增速



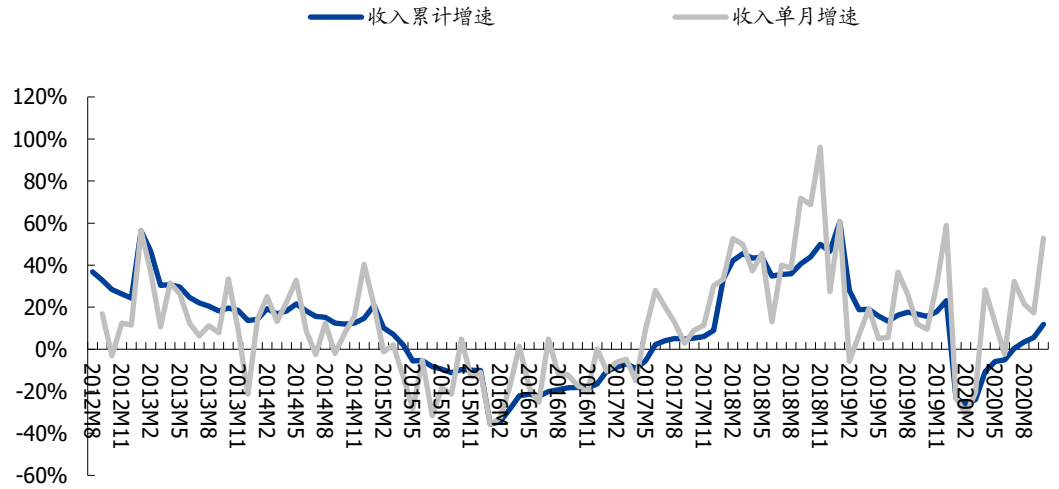
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 公司单季度归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 公司收入月度累计增速及单月增速



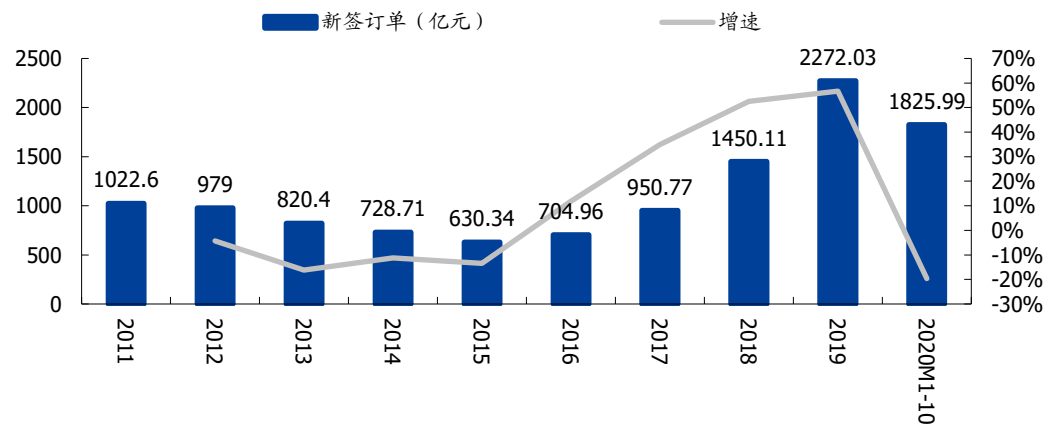
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2. 新签订单强劲, 在手订单充裕

### 2.1. 新签订单强劲, 1-10月国内订单大增70%

新签订单强劲, 预计今年新签订单有望接近去年的超高基数甚至继续增长, 超出年初预期。公司 1-10 月新签合同 1826 亿元, 同比下滑 18%, 主要因去年 10 月新签俄罗斯千亿化工项目造成基数较高, 单看国内新签订单 1456 亿元, 同比大幅增长 70%。考虑到去年公司 11-12 月新签订单基数较低 (仅 58 亿元), 今年全年新签订单有望接近去年的超高基数甚至继续增长, 超出年初预期。

图表 4: 公司新签订单及增速

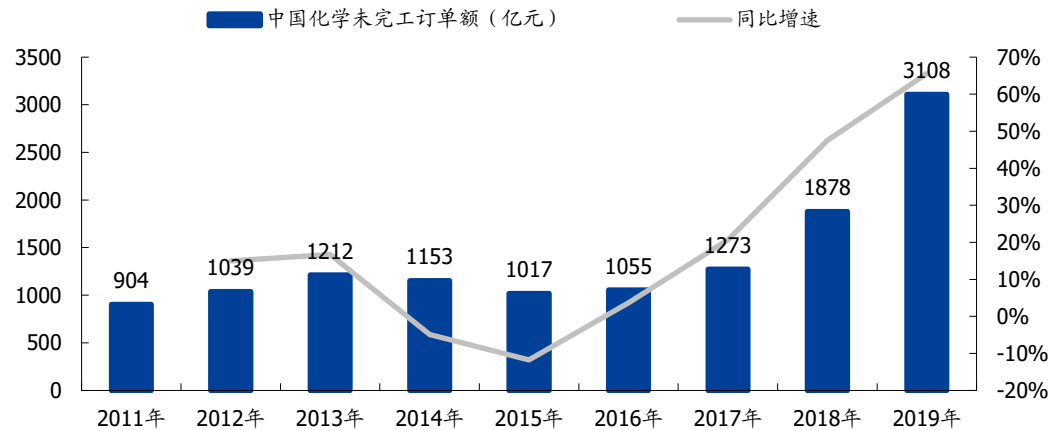


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2.2.在手订单充裕，订单/收入比创新高

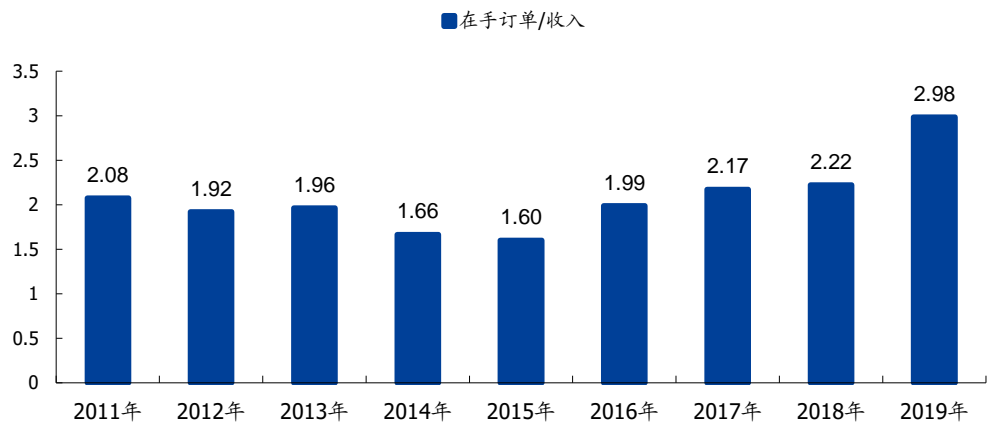
目前公司在手订单充裕，与收入比创新高，有望为未来业绩稳健增长形成支撑。2016年底公司未完工订单额 1055 亿元，同比增长 3.69%，结束了 2014/2015 年连续两年下滑局面，逐步走出经营低谷。随后随着公司新签订单的大幅增长，在手订单快速累计，截止至 2019 年末，估算公司在手未完工订单约 3100 亿元，是 2019 年收入的 2.98 倍，达到历史新高，在手订单较为充裕，有望为未来业绩稳健增长形成支撑。

图表 5: 公司在手订单与增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 公司在手订单与收入比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

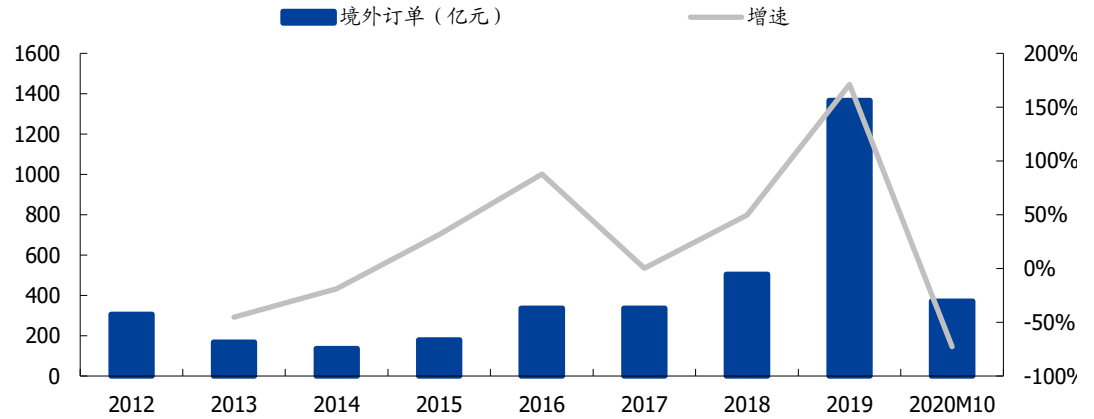
## 3.海外经营与化工行业投资有望双改善

### 3.1.疫苗取得突破，若疫情得到控制，公司海外经营环境有望改善

公司 2019 年海外收入占比 27%，海外订单占比 60%，是海外业务占比领先的建筑央企，海外业务也是公司近年来业绩的重要支柱。但今年由于海外疫情和基数影响，公司海外新签订单出现较大幅度下降，1-10 月海外订单下滑 73%。海外项目因为人员和物资受限推进也受到一定影响。近期多家制药公司宣布疫苗取得重大突破，效果超过预期，如

果海外疫苗大规模接种，且疫苗效果达到预期，海外疫情有望得到有效控制，公司海外经营环境有望大幅改善。新签订单与项目执行有望恢复正常水平。2019年公司新签俄罗斯千亿海外大单，如果海外疫情得到控制，该项目有望加快执行，对公司21年收入形成明显推动。

图表7: 公司境外新签订单及增速

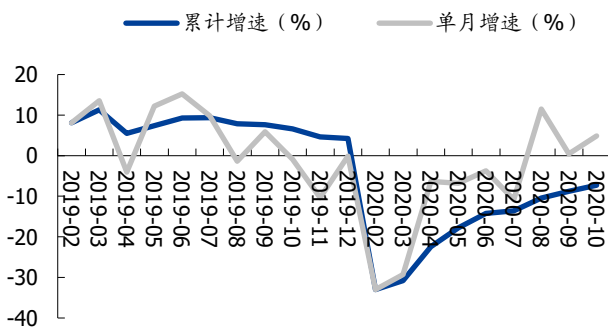


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2. 经济复苏有望带动油价回升，化工行业投资有望加快

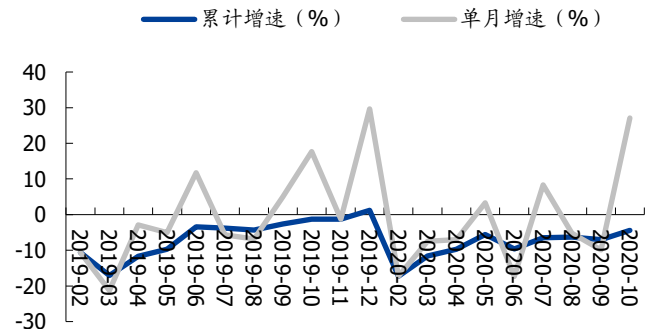
由于年初疫情影响，全球经济受到重大冲击，石油价格大幅下跌，石化及化工行业投资也大幅下滑。目前全球经济呈现缓慢复苏，疫苗效果超预期提振全球经济信心，油价大概率处在底部区域，预计会随着全球经济复苏而继续上涨。如果油价持续上涨，石化产业链上、中游显著受益，替代路线如煤化工项目经济性提升，也将明显受益。目前石化及化工相关领域固定资产投资增速逐步回暖，但仍保持低位，如油价继续攀升且稳定在较高水平上，相关企业盈利将继续改善，后续石化及煤化工投资有望增加，化学工程公司新签订单有望加速增长。

图表8: 化学原料及化学制品制造业固定资产投资增速



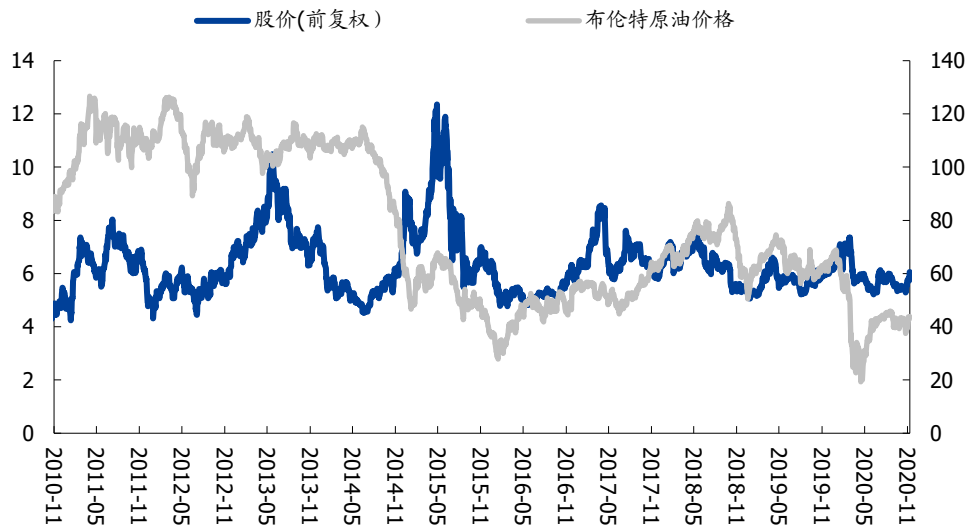
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 石油加工业固定资产投资增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 公司股价(左, 元/股)走势与油价(右, 美元/桶)走势示意图

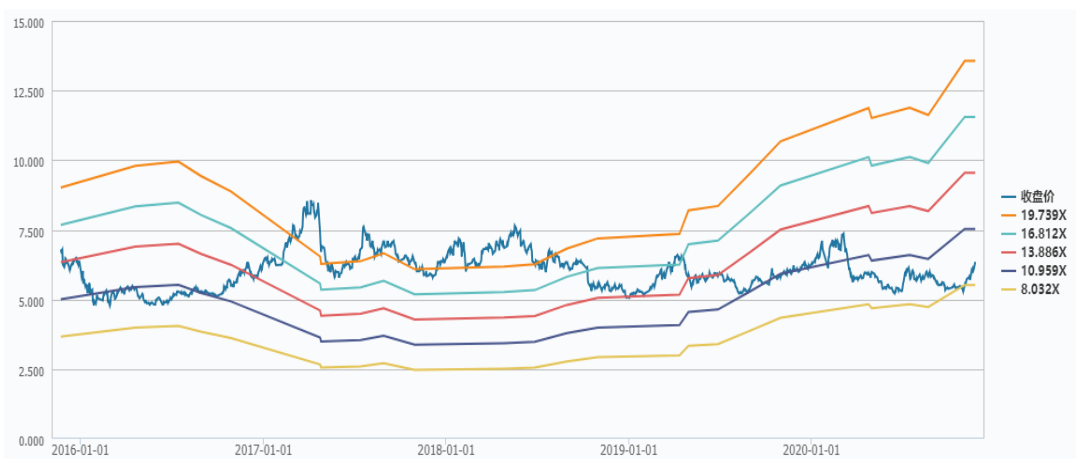


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4. 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 35/42/49 亿元, 同比增长 15%/21%/16%, EPS 分别为 0.71/0.86/1.00 元, 当前股价对应 PE 分别为 9/7/6 倍。当前公司 PB (lf) 为 0.92 倍, 处于历史底部区域。公司作为化工央企龙头, 现金流及资产负债表优于基建房建类央企, 同时海外及化工行业经营环境有望边际改善, 业绩/订单向好趋势有望持续, 维持“买入”评级。

图表 11: 公司 PE-band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所



图表 12: 公司 PB-band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 5. 风险提示

**风险提示:** 油价大幅下跌风险, 疫苗效果不达预期风险, 海外项目执行风险, 新业务拓展不达预期风险。

**油价大幅下跌风险:** 目前油价在底部区域, 预计随着经济复苏呈上涨趋势。但油价影响因素众多, 如地缘政治、主要供给国的减产情况、经济复苏的节奏等, 如过发生相关事件或情况, 油价可能有大幅下跌风险, 对石化等投资造成影响。

**疫苗效果不达预期风险:** 目前海外多个国家疫情仍非常严重。虽然有多种疫苗宣称有效率达到 90% 以上, 但疫苗接种的进度、实际控制效果、不良反应的程度、运输保存的障碍等均存在不确定性。疫苗对海外疫情的控制程度和速度可能低于预期, 因此公司业务的复苏程度也存在不确定性。

**海外项目执行风险:** 海外项目执行情况受到多种因素影响, 可能出现突发情况造成项目执行进度不达预期, 影响收入确认。

**新业务拓展不达预期:** 公司在石化、化工领域外积极拓展实业投资、基建项目等新业务, 但公司可能缺乏相关项目经验, 造成新业务推进不达预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com