



601117.SH

买入

市场价格：人民币 6.30

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20.8	3.6	6.1	12.7
相对上证指数	2.2	3.1	8.9	0.0

发行股数(百万)	4,933
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	31,078
3个月日均交易额(人民币 百万)	124
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
中国化学工程集团有限公司	37

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年12月12日收市价为标准

相关研究报告

《中国化学》 20191102

《中国化学》 20190429

《中国化学》 20181031

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰

王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

*余斯杰为本报告重要贡献者

中国化学

订单落地带动业绩高增，海内外订单需求较好

公司作为化工建设龙头，充分受益原油价格上涨化工行业资本开支提升。近期公司新签俄罗斯波罗的海大订单，未来几年业绩增速有较高保障。

支撑评级的要点

- **业绩中高速增长，各项财务指标表现稳健：** Q1-Q3 公司营收 629.30 亿元，同增 17.36%；归母净利润 24.46 亿元，同增 50.43%。Q3 公司毛利率 10.18%，同增 0.97pct；各项费用率合计同降 1.19pct。应收账款与存货保持稳定，周转率同比分别上升 0.15 与 0.38。经营现金流同比大幅改善，收现率为 89.36%，同增 6.12pct，现金比例基本持平，负债率同比小幅下降，对外投资有所增加。公司业绩保持较高增速的同时，各项财务指标表现良好。
- **新签订单进入高峰期，国内需求仍在，海外新签大单：** 2019 年至今，公司累计新签订单 1,149.30 亿元，同增 6.73%；在去年订单高增的基数下仍能保持增长。当前公司业绩增长提升，主要是去年以来订单加速落地的结果。国内 2019 年累计新签订单达到 752.26 亿元，同增 21.45%，保持较快增长反映当前化工投资需求依然较强。近期公司俄罗斯波罗的海化工综合体项目总包合同，总金额不超过 943 亿元，期限 5 年，占公司最近 12 个月营收 103.91%，顺利落地后将成为公司巨大收入增量。
- **公司毛利率仍有一定提升空间：** 参考公司历史数据，我们认为公司目前毛利率仍处于历史低位，随着后续订单结构改善，毛利率有提升空间，公司业绩仍有增长前景。

估值

- 公司业绩表现较好，预计 2019-2021 年，公司营收分别为 979.81、1,150.70、1,305.50 亿元，净利润为 27.93、35.45、39.14 亿元，EPS0.566、0.719、0.794 元，维持公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 订单需求下滑，大项目仍有不确定性，油价下跌，煤化工投资不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	58,571	81,445	97,981	115,070	130,550
变动(%)	10	39	20	17	13
净利润(人民币 百万)	1,557	1,932	2,793	3,545	3,914
全面摊薄每股收益(人民币)	0.316	0.392	0.566	0.719	0.794
变动(%)	(12.3)	24.1	44.6	26.9	10.4
市场预期每股收益(人民币)			0.520	0.650	0.800
全面摊薄市盈率(倍)	19.2	15.5	10.7	8.4	7.6
价格/每股现金流量(倍)	17.1	4.9	6.0	5.2	4.6
每股现金流量(人民币)	0.35	1.24	1.01	1.18	1.32
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.2	8.2	6.4	5.3	4.8
每股股息(人民币)	0.10	0.12	0.17	0.22	0.24
股息率(%)	1.6	1.9	2.8	3.6	4.0

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	58,571	81,445	97,981	115,070	130,550
销售成本	49,600	71,968	86,930	102,236	116,096
经营费用	4,674	3,099	7,349	8,055	9,139
息税折旧前利润	3,666	3,663	4,648	5,700	6,199
折旧及摊销	845	979	1,024	1,061	1,073
经营利润 (息税前利润)	2,820	2,684	3,624	4,638	5,127
净利息收入/(费用)	(586)	(64)	130	126	133
其他收益/(损失)	43	151	230	230	230
税前利润	2,235	2,620	3,754	4,764	5,260
所得税	677	688	961	1,219	1,345
少数股东权益	39	148	90	112	121
净利润	1,557	1,932	2,793	3,545	3,914
核心净利润	1,514	1,781	2,563	3,315	3,684
每股收益 (人民币)	0.316	0.392	0.566	0.719	0.794
核心每股收益 (人民币)	0.307	0.361	0.519	0.672	0.747
每股股息 (人民币)	0.095	0.118	0.170	0.220	0.240
收入增长(%)	10	39	20	17	13
息税前利润增长(%)	32	(5)	35	28	11
息税折旧前利润增长(%)	23	(0)	27	23	9
每股收益增长(%)	(12)	24	45	27	10
核心每股收益增长(%)	(8)	18	44	29	11

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,235	2,620	3,754	4,764	5,260
折旧与摊销	845	979	1,024	1,061	1,073
净利息费用	586	64	(130)	(126)	(133)
运营资本变动	(1,517)	(4,489)	(553)	(488)	(728)
税金	2,113	2,711	1,089	1,422	1,655
其他经营现金流	(4,410)	(5,953)	(1,948)	(2,515)	(2,870)
经营活动产生的现金流	2,886	4,909	4,342	5,094	5,712
购买固定资产净值	1,519	957	8	2	1
投资减少/增加	(381)	751	(200)	(200)	(200)
其他投资现金流	0	2,914	459	514	582
投资活动产生的现金流	(1,138)	1,206	651	712	781
净增权益	34	2,981	0	0	0
净增债务	403	(1,367)	0	0	0
支付股息	469	582	839	1,085	1,184
其他融资现金流	(26)	(343)	(314)	(379)	(439)
融资活动产生的现金流	(57)	689	(1,153)	(1,464)	(1,623)
现金变动	1,358	4,383	3,833	4,340	4,870
期初现金	21,351	23,270	28,134	31,966	36,307
公司自由现金流	1,748	6,116	4,993	5,806	6,494
权益自由现金流	2,125	4,405	4,679	5,428	6,055

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	23,270	28,134	31,966	36,307	41,177
应收帐款	23,448	26,313	31,604	37,051	41,943
库存	15,891	13,594	16,238	18,959	21,403
其他流动资产	8,576	7,934	8,288	8,288	8,288
流动资产总计	70,543	76,329	88,097	100,605	112,811
固定资产	8,548	9,776	9,534	8,757	7,817
无形资产	1,927	2,023	1,956	1,888	1,821
其他长期资产	6,463	8,894	8,187	7,974	7,910
长期资产总计	16,938	20,693	19,677	18,619	17,548
总资产	87,481	97,023	107,774	119,224	130,358
应付帐款	26,318	29,953	36,101	42,391	48,087
短期债务	488	270	2,270	4,270	6,270
其他流动负债	22,870	24,808	25,147	25,513	25,881
流动负债总计	49,676	55,031	63,519	72,174	80,238
长期借款	5,437	4,844	4,844	4,844	4,844
其他长期负债	1,810	2,130	2,350	2,572	2,791
股本	4,933	4,933	4,933	4,933	4,933
储备	25,625	30,085	32,129	34,701	37,553
股东权益	30,558	35,018	37,062	39,634	42,486
少数股东权益	2,215	2,177	2,266	2,378	2,499
总负债及权益	87,481	97,023	107,774	119,224	130,358
每股帐面价值 (人民币)	5.75	6.66	7.05	7.55	8.11
每股有形资产 (人民币)	17.23	19.12	21.32	23.65	25.92
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.15)	(4.23)	(4.56)	(4.99)	(5.53)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.3	4.5	4.7	5.0	4.7
息税前利润率(%)	4.8	3.3	3.7	4.0	3.9
税前利润率(%)	3.8	3.2	3.8	4.1	4.0
净利率(%)	2.7	2.6	2.9	3.2	3.1
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	6.3	57.1	35.8	45.3	46.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
估值					
市盈率(倍)	19.2	15.5	10.7	8.4	7.6
核心业务市盈率(倍)	19.8	16.8	11.7	9.0	8.1
市净率(倍)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
价格/现金流(倍)	17.1	4.9	6.0	5.2	4.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.2	8.2	6.4	5.3	4.8
周转率					
存货周转天数	99.0	60.9	60.5	60.1	59.8
应收帐款周转天数	146.1	117.9	117.7	117.5	117.3
应付帐款周转天数	193.7	151.9	151.6	151.3	151.2
回报率					
股息支付率(%)	30.1	30.1	30.0	30.6	30.2
净资产收益率(%)	5.2	5.9	7.8	9.2	9.5
资产收益率(%)	1.8	2.1	2.7	3.1	3.1
已运用资本收益率(%)	5.1	4.7	5.8	6.7	6.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测