



2019-08-30

公司点评报告

买入/维持

中国化学(601117)

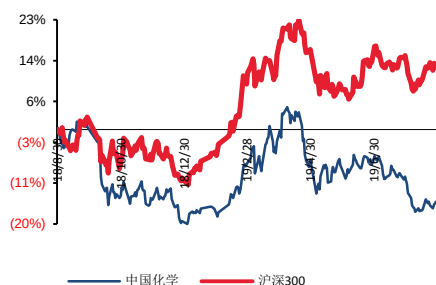
目标价: 7.13

昨收盘: 5.52

工业 资本货物

毛利率改善，业绩大增 48%，打造尼龙 66 产业基地

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,933/4,933
总市值/流通(百万元)	27,230/27,230
12 个月最高/最低(元)	6.94/5.32

相关研究报告:

中国化学(601117)《【太平洋化工】中国化学跟踪点评:上半年营收及新签合同继续稳增长,预计业绩持续改善》--2019/07/14

中国化学(601117)《【太平洋化工】中国化学5月经营数据点评:营收及在手订单平稳增长,实业发展值得期待》--2019/06/12

中国化学(601117)《【太平洋化工】中国化学跟踪点评:晟达PTA项目投产,减值压力缓解,估值低位》--2019/05/27

证券分析师:柳强

电话:010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

证券分析师:杨伟

事件: 公司发布 2019 年中报, 上半年实现营业收入 385.17 亿元, 同比+13.26%; 归母净利润 16.02 亿元, 同比+47.75%。其中 Q2 单季度实现营业收入 207.98 亿元, 同比+8.95%, 环比+17.37%; 归母净利润 9.80 亿元, 同比+43.16%, 环比+57.34%。

主要观点:

1. 增收又增利, 业绩靓丽

行业投资增速转正: 2015 年至 2017 年, 受国内化工行业产能过剩和产业结构调整影响, 行业固定资产投资负增长。随着 2016 年以来的供给侧改革, 叠加 2017 年全球经济共振, 化工行业盈利状况大为改观, 盈利持续高增长至 2018 年 Q3。化工企业投资意愿增强, 2018 年国内化学工程领域景气度较高, 全年投资增长 6.0%。2019 年上半年, 我国石油和化工行业实现营业收入 6.1 万亿元, 同比增长 2.2%; 利润总额 3596 亿元, 同比下降 18.3%。尽管面临一定压力, 但龙头企业投资意愿不减, 三桶油资本开支大幅增长。

毛利率提升: 2019H1, 公司销售毛利率同比提升 0.36 个百分点至 12.29%。其中 Q2 单季度为 12.85%。

营业收入稳增长: 2019 年 7 月份当月, 公司实现营业收入 66.18 亿元, 同比+36.62%; 1-7 月份累计实现营业收入 454.88 亿元, 同比+16.19%, 持续增长。2019 年, 公司计划完成营业收入 935 亿元, 同比+14.8%, 7 月底已完成 48.65%。

新签订单: 截至 2019 年 7 月底, 公司累计新签合同额 950.43 亿元, 同比+4.99%; 其中国内合同额 630.74 亿元, 境外合同额 319.69 亿元。2019 年, 公司计划新签合同额 1616 亿元, 7 月底已完成 58.81%。我们预计公司目前在手订单在 2300 亿元以上。

2. 技术创新能力强, 打造尼龙 66 产业基地

除了工程建设业务, 公司具有较强的技术研发能力, 在传统化工、新型煤化工、石油化工、化工新材料等领域通过自主创新和产学研协同创新等方式掌握并拥有成系列的专利工艺技术和专有工程技术。同时, 公司还确立了“聚焦实业主业, 走专业化、多元化、国际化”发展道路。

电话：010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030005

分析师助理：翟绪丽

电话：010-88695269

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

公司全资下属子公司天辰公司拥有自主研发的“丁二烯直接氢氰化法合成己二腈”。天辰公司与合作伙伴设立天辰齐翔新材料有限公司，投资建设尼龙 66 新材料项目。

股权：项目公司注册资本金 27 亿元整，其中天辰公司股权比例 34%，国化投资股权比例 41%，齐翔腾达股权比例 10%，员工激励平台股权比例 15%。

建设内容：规划建设年产 100 万吨尼龙 66 新材料产业基地，其中一期建设内容主要包括：建设 30 万吨/年丙烯腈联产氢氰酸装置、5 万吨/年氰化钠装置、9 万吨/年氢氰酸装置、20 万吨/年己二腈装置、20 万吨/年加氢装置和 20 万吨/年尼龙 66 成盐及切片装置，以及配套公用工程和辅助生产设施。我们预计该项目盈利良好。

我国己二腈对外依存度 100%，“己二腈-己二胺-尼龙 66”产业链错配严重。己二腈主要为尼龙 66 上游原料，2018 年全球己二腈产能不足 175 万吨，仅 4 家公司生产，寡头高度垄断（CR1=60%，CR2=83%，CR3=98%），技术封锁严重，我国完全依靠进口，2018 年进口 29.3 万吨（+7.7%）。“己二腈-己二胺-尼龙 66”产业链面临尴尬现实，尼龙 66 市场在中国，2018 年消费量 52 万吨（+9%），进口 27 万吨，对外依存度 36%，且核心原料己二腈“卡脖子”。产业链利润分配掌握在国外上游公司手中，2018 年受益一系列突发停车事件，己二胺（2.5 倍）、尼龙 66 切片（1 倍）报价分别一度超过 8 万元/吨、4 万元/吨，涨幅巨大。

3. 盈利预测与投资评级

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 26.02 亿、29.45 亿、32.92 亿元，对应 EPS 分别为 0.53 元、0.60 元、0.67 元，PE 为 10.5X、9.3X、8.3X。考虑公司为工程建设领域龙头之一，业绩持续改善，估值低位，偏防御标的，打造尼龙 66 产业基地，维持“买入”。

风险提示：宏观经济增长不及预期，工程市场复苏不及预期，实体项目运营风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	81,445	93,499	104,719	115,191
(+/-)	39.1%	14.8%	12.0%	10.0%
净利润(百万元)	1,932	2,602	2,945	3,292
(+/-)	24.1%	34.7%	13.2%	11.8%
摊薄每股收益(元)	0.39	0.53	0.60	0.67
市盈率(PE)	14.1	10.5	9.3	8.3

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	28,134	31,144	34,397	37,842	营业收入	81,445	93,499	104,719	115,191
应收票据	5,668	5,668	5,668	5,668	营业成本	71,968	82,186	92,153	101,484
应收账款	17,350	19,917	22,308	24,538	营业税金及附加	421	484	542	596
预付账款	6,688	7,637	8,563	9,430	销售费用	374	429	481	529
存货	13,594	15,524	17,407	19,169	管理费用	2,303	2,644	2,962	3,258
其他流动资产	4,896	4,896	4,896	4,896	研发费用	2,582	2,992	3,330	3,663
流动资产合计	76,329	84,787	93,239	101,544	财务费用	64	87	98	111
其他长期投资	6,180	6,180	6,180	6,180	资产减值损失	1,264	1,070	1,055	955
长期股权投资	976	976	976	976	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	9,776	10,701	11,724	12,855	投资收益	139	110	110	110
在建工程	1,015	1,116	1,228	1,351	营业利润	2,756	3,717	4,209	4,706
无形资产	2,023	2,023	2,023	2,023	营业外收入	84	84	84	84
其他非流动资产	749	749	749	749	营业外支出	72	72	72	72
非流动资产合计	20,719	21,745	22,880	24,134	利润总额	2,768	3,729	4,221	4,718
资产合计	97,048	106,532	116,119	125,677	所得税	688	927	1,049	1,173
短期借款	270	278	286	295	净利润	2,080	2,802	3,171	3,545
应付票据	1,535	1,535	1,535	1,535	少数股东损益	148	200	226	253
应付账款	28,418	32,452	36,388	40,072	归属母公司净利润	1,932	2,602	2,945	3,292
预收款项	16,851	19,345	21,667	23,833	NOPLAT	2,852	3,580	3,947	4,255
其他应付款	6,301	6,301	6,301	6,301	EPS（摊薄）	0.39	0.53	0.60	0.67
一年内到期的非流动负债	290	290	290	290					
其他流动负债	1,365	1,365	1,365	1,365	主要财务比率				
流动负债合计	55,031	61,567	67,833	73,692	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	4,844	4,989	5,139	5,293	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	39.1%	14.8%	12.0%	10.0%
其他非流动负债	1,283	1,283	1,283	1,283	EBIT增长率	-11.7%	25.5%	10.2%	7.8%
非流动负债合计	6,127	6,272	6,422	6,576	归母公司净利润增长率	24.1%	34.7%	13.2%	11.8%
负债合计	61,158	67,840	74,255	80,268	获利能力				
归属母公司所有者权益	32,842	35,444	38,389	41,682	毛利率	11.6%	12.1%	12.0%	11.9%
少数股东权益	2,177	2,377	2,603	2,855	净利率	2.6%	3.0%	3.0%	3.1%
所有者权益合计	35,018	37,821	40,992	44,537	ROE	5.9%	7.3%	7.7%	7.9%
负债和股东权益	96,176	105,660	115,247	124,805	ROIC	8.3%	9.6%	9.7%	9.7%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	63.6%	64.2%	64.4%	64.3%
单位：百万元					债务权益比	19.1%	18.1%	17.1%	16.1%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	流动比率	138.7%	137.7%	137.5%	137.8%
经营活动现金流	7,786	4,979	5,443	5,879	速动比率	114.0%	112.5%	111.8%	111.8%
现金收益	4,086	4,956	5,428	5,831	营运能力				
存货影响	2,297	-1,930	-1,883	-1,762	总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
经营性应收影响	-3,584	-4,587	-4,371	-4,053	应收账款周转天数	77	77	77	77
经营性应付影响	5,679	6,529	6,257	5,851	应付账款周转天数	142	142	142	142
其他影响	-692	12	12	12	存货周转天数	68	68	68	68
投资活动现金流	-4,677	-2,035	-2,250	-2,486	每股指标（元）				
资本支出	-961	-2,145	-2,360	-2,596	每股收益	0.39	0.53	0.60	0.67
股权投资	-462	110	110	110	每股经营现金流	1.58	1.01	1.10	1.19
其他长期资产变化	-3,254	0	0	0	每股净资产	6.66	7.19	7.78	8.45
融资活动现金流	1,587	66	60	52	估值比率				
借款增加	-1,068	153	158	163	P/E	14.1	10.5	9.3	8.3
财务费用	-64	-87	-98	-111	P/B	0.8	0.8	0.7	0.7
股东融资	2,380	0	0	0	EV/EBITDA	7.1	5.8	5.2	4.8
其他长期负债变化	339	0	0	0					

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。