

中国化学 (601117.SH)

经营稳健，实业转型稳步推进

优于大市

核心观点

年内收入业绩保持小幅增长，单三季度业绩在低基数上增速较高。2024 年前三季度公司实现营业总收入 1347.5 亿元，同比增长 2.3%；实现归母净利润 38.4 亿元，同比增长 3.1%；单三季度，公司实现营业收入 437.1 亿元，同比增长 8.4%，实现归母净利润 10.0 亿元，同比增长 28.6%。2024 年前三季度，公司新签合同额 2840.8 亿元，同比+0.07%，其中化学工程/基础设施/实业新材料业务分别实现新签合同额 2117/500/64 亿元，同比-5.9%/+27.6%/+19.1%。单三季度，公司新签合同额 805 亿元，同比-18.6%，环比增加 6.4%。公司上年同期二季度基数较高而三季度基数较低，导致单季度业绩波动较大，总体来看，2024 年至今公司订单和业绩保持低个位数小幅增长。

毛利率和费用率同步小幅提升，净利率维持稳定。2024 年前三季度，公司的毛利率为 9.08%，同比增加 0.86 个百分点；净利率为 3.14%，同比上升 0.07 个百分点。单三季度，公司的毛利率为 8.42%，同比增加 0.47 个百分点，环比下降 2.33 个百分点；净利率为 2.51%，同比增加 0.43 个百分点，环比减少 1.35 个百分点。2024 年前三季度公司期间费用率为 5.39%，同比上升 0.70 个百分点，其中管理/研发/销售/财务费用率分别为 1.87%/3.05%/0.23%/0.24%。前三季度公司管理费用为 25.1 亿元，研发费用为 40.9 亿元，分别同比+20.4%/+4.5%。

三季度经营现金流改善，债务压力较小。2024 年前三季度，公司经营活动现金流净额为-56.3 亿元，较去年同期多流出 22.7 亿元，单三季度经营活动现金流净额为-10.6 亿元，较去年同期少流出 25.3 亿元。截至 2024 年第三季度末，公司的有息负债率为 6.3%，同比下降 2.0 个百分点；资产负债率为 70.0%，同比下降 1.0 个百分点。

实业转型稳步推进。2024 年上半年天辰耀隆己内酰胺项目满负荷生产；天辰齐翔新材料项目丙烯腈生产始终处于满负荷运行；华陆新材积极开拓市场，为适应终端客户需要探索生产多类别多型号产品，完成了表面毡气凝胶电池隔热片等新产品的开发和试生产，产品出口国外。赛鼎科创 3 万吨/年相变储能材料、内蒙新材 30 万吨/年煤制乙二醇项目二季度顺利中交，7 月底转入试车阶段，三季度投入正常生产运行。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。公司经营情况总体平稳，我们认为公司未来三年将更加聚焦于化学工程主责主业，加大力度开拓海外市场，优化非化学工程业务订单质量，实业及新材料业务随着下游需求改善维持稳健增长。预测 2024-2026 年公司实现营业收入为 1847/1987/2166 亿元（前值 2151/2505/2529 亿元），同比+3.6%/+7.6%/+9.0%，实现归母净利润 55.6/59.2/67.0 亿元（前值 70.3/77.0/86.3 亿元），同比+2.5%/+6.5%/+13.1%，对应 PE 为 8.0/7.6/6.7X，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；项目投资风险；国际投资经营风险；应收账款风险；实业板块投产风险；盈利预测与估值风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	158,437	179,196	185,595	199,588	217,689

公司研究·财报点评

建筑装饰·专业工程

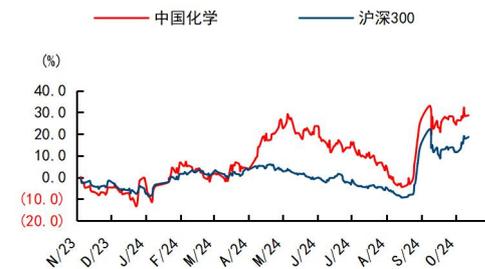
证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

证券分析师：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@guosen.com.cn
S0980524010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.37 元
总市值/流通市值	51133/50802 百万元
52 周最高价/最低价	9.06/5.68 元
近 3 个月日均成交额	466.92 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

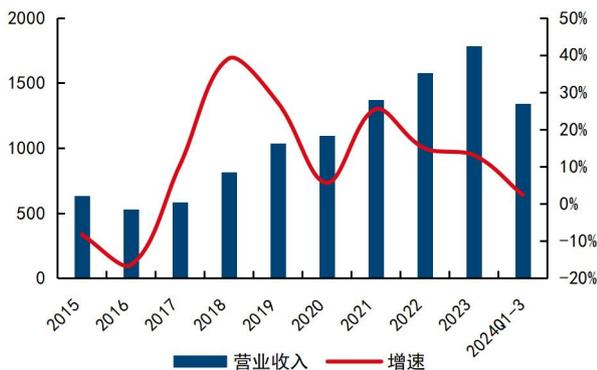
- 《中国化学 (601117.SH) - 业绩增长持续向好，经营现金流改善》——2023-09-07
- 《中国化学 (601117.SH) - 化学工程稳发展，实业版图迎新机》——2023-04-18

(+/-%)	14.9%	13.1%	3.6%	7.6%	9.0%
归母净利润(百万元)	5415	5426	5560	5923	6700
(+/-%)	16.9%	0.2%	2.5%	6.5%	13.1%
每股收益(元)	0.89	0.89	0.91	0.97	1.10
EBIT Margin	3.6%	3.7%	4.1%	4.1%	4.2%
净资产收益率 (ROE)	10.2%	9.4%	9.0%	8.9%	9.3%
市盈率 (PE)	8.3	8.2	8.0	7.6	6.7
EV/EBITDA	25.9	24.9	21.6	21.4	20.5
市净率 (PB)	0.85	0.78	0.72	0.67	0.62

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

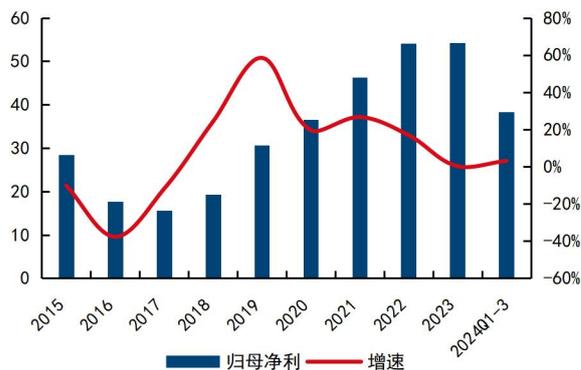
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



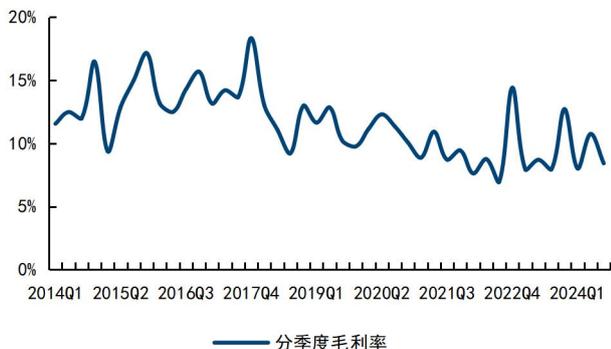
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



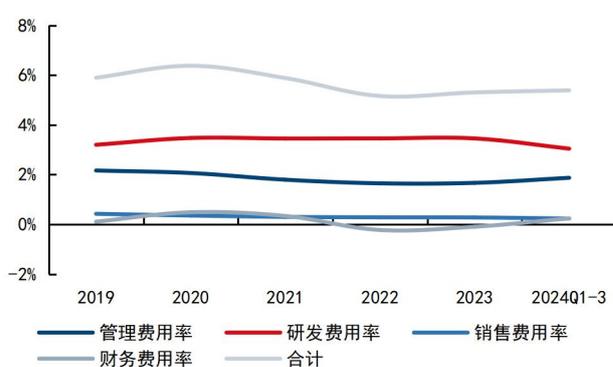
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度毛利率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司各项费用率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
601668.SH	中国建筑	优于大市	6.30	2621	1.34	1.44	4.70	4.38
601390.SH	中国中铁	优于大市	6.80	1556	1.36	1.31	5.00	5.19
601618.SH	中国中冶	优于大市	3.53	677	0.43	0.46	8.21	7.67
平均							5.97	5.75
601117.SH	中国化学	优于大市	8.35	510	0.91	0.97	9.18	8.61

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

关键指标预测调整说明: 下调营业收入增速预测

此前我们预测公司 2023 年营业收入 1854 亿元, 同比+17.57%, 公司实际实现营业收入为 1784 亿元, 同比+13.09%, 略低于预期, 主要原因为:

- ◆ 我们高估了基础设施和环境治理等非化学工程业务的收入增速, 实际上由于地方政府债务压力较大, 政府投资明显放缓, 在手项目开工落地进度不及预期, 导致公司基建和环境治理收入下滑;

- ◆ 我们高估了公司实业及新材料业务收入增速，尽管公司前期投建的化工和新材料产品产能陆续投产，但下游需求相对较弱，新订单增速较慢，2023年实业及新材料新签合同额 65.1 亿元，同比仅增长 5.6%，低于此前预测的 33.1%，导致实业及新材料业务收入增长低于预期。

当前时点，我们认为公司未来三年将更加聚焦于化学工程主责主业，加大力度开拓海外市场，优化非化学工程业务订单质量，实业及新材料业务随着下游需求改善维持稳健增长。预测 2024-2026 年公司实现营业收入为 1847/1987/2166 亿元（前值 2151/2505/2529 亿元），同比 +3.6%/+7.6%/+9.0%，实现归母净利润 55.6/59.2/67.0 亿元（前值 70.3/77.0/86.3 亿元），同比 +2.5%/+6.5%/+13.1%。

表2: 分业务营收预测调整表（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023 预期	2023 实际	2024E (修正前)	2024E (修正后)	修正幅度	2025E (修正前)	2025E (修正后)	修正幅度	2026E
化学工程	839	1,079	1,183	1,280	1,424	1,373	1,525	11%	1,464	1,653	13%	1,842
yoy	9.56%	28.67%	9.59%	8.20%	20.35%	7.30%	7.10%		6.60%	8.43%		11.39%
基础设施	164	142	224	328	220	465	195	-58%	640	201	-69%	184
yoy	-7.46%	-13.58%	58.05%	46.44%	-1.83%	41.80%	-11.55%		37.62%	3.33%		-8.39%
环境治理	13	29	35	43	28	54	23	-58%	69	19	-73%	10
yoy	-38.26%	129.01%	20.95%	23.05%	-18.89%	25.35%	-19.85%		27.89%	-17.53%		-45.54%
实业及新材料	41	70	74	118	77	126	95	-25%	134	108	-20%	120
yoy	-22.07%	70.43%	5.68%	59.81%	4.75%	6.99%	22.80%		6.80%	14.17%		11.05%
现代服务业	34	47	57	58	30	81	52	-35%	109	56	-48%	61
yoy	113.80%	39.99%	20.05%	28.97%	-47.35%	14.84%	74.91%		10.64%	7.81%		8.91%
营业收入	1,095	1,373	1,577	1,854	1,784	2,151	1,847	-14%	2,505	1,987	-21%	2,166
yoy	6.09%	25.43%	14.88%	17.57%	13.09%	15.99%	3.58%		16.48%	7.55%		9.03%

资料来源：iFind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	42092	48639	58142	62604	70051	营业收入	158437	179196	185595	199588	217689
应收款项	36869	38053	42009	45181	49260	营业成本	142990	161575	166605	179297	195234
存货净额	6191	5512	5674	6103	6644	营业税金及附加	517	556	565	608	663
其他流动资产	7445	6969	6718	8096	8376	销售费用	445	493	513	552	602
流动资产合计	150621	169386	173485	188324	206117	管理费用	2603	2977	3011	3224	3500
固定资产	17295	20806	21916	23040	24218	研发费用	5453	6164	6384	6865	7488
无形资产及其他	3797	4541	5225	5975	6809	财务费用	(357)	(169)	(138)	(175)	(185)
投资性房地产	12046	14041	14041	14041	14041	投资收益	(130)	(107)	(130)	(151)	(175)
长期股权投资	2177	2434	2690	2946	3203	资产减值及公允价值变动	59	(208)	0	0	0
资产总计	194566	219115	225548	243136	263992	其他收入	(5511)	(6630)	(7787)	(8347)	(9106)
短期借款及交易性金融负债	641	1994	600	600	600	营业利润	6657	6820	7121	7585	8593
应付款项	69789	87455	86252	92780	101001	营业外净收支	47	86	76	81	78
其他流动负债	12494	13195	13585	14613	15909	利润总额	6705	6905	7197	7665	8671
流动负债合计	127021	143546	143464	154260	167667	所得税费用	927	934	1068	1138	1287
长期借款及应付债券	6294	7658	8761	9891	11084	少数股东损益	363	545	568	605	685
其他长期负债	2926	3839	4409	4979	5549	归属于母公司净利润	5415	5426	5560	5923	6700
长期负债合计	9220	11497	13170	14870	16633	现金流量表 (百万元)					
负债合计	136240	155043	156634	169130	184300	净利润	5415	5426	5560	5923	6700
少数股东权益	5436	6577	7026	7498	8025	资产减值准备	(378)	72	12	0	0
股东权益	52890	57495	61888	66508	71666	折旧摊销	1282	1422	1656	1852	2050
负债和股东权益总计	194566	219115	225548	243136	263992	公允价值变动损失	(59)	208	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(357)	(169)	(138)	(175)	(185)
每股收益	0.89	0.89	0.91	0.97	1.10	营运资本变动	(6024)	2594	7017	370	2835
每股红利	0.18	0.18	0.19	0.21	0.25	其它	668	364	437	472	527
每股净资产	8.66	9.41	10.13	10.89	11.73	经营活动现金流	905	10086	14682	8617	12113
ROIC	16%	18%	20%	19%	20%	资本开支	0	(5590)	(3464)	(3725)	(4062)
ROE	10%	9%	9%	9%	9%	其它投资现金流	42	75	0	0	0
毛利率	9%	9%	10%	10%	10%	投资活动现金流	(117)	(5771)	(3720)	(3982)	(4318)
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%	4%	权益性融资	253	461	0	0	0
EBITDA Margin	4%	4%	5%	5%	5%	负债净变化	(384)	1565	1103	1130	1193
收入增长	15%	13%	4%	8%	9%	支付股利、利息	(1081)	(1087)	(1168)	(1303)	(1541)
净利润增长率	17%	0%	2%	7%	13%	其它融资现金流	(364)	816	(1394)	0	0
资产负债率	73%	74%	73%	73%	73%	融资活动现金流	(3041)	2232	(1459)	(173)	(348)
股息率	2.4%	2.4%	2.6%	2.9%	3.4%	现金净变动	(2253)	6547	9503	4462	7447
P/E	8.3	8.2	8.04	7.55	6.68	货币资金的期初余额	44345	42092	48639	58142	62604
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	货币资金的期末余额	42092	48639	58142	62604	70051
EV/EBITDA	25.9	24.9	21.6	21.4	20.5	企业自由现金流	0	4128	11732	5432	8607
						权益自由现金流	0	6509	11557	6711	9958

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032