

增持 (维持)

中国化学 (601117)

归母净利润同比+17%，化工实业稳步推进

2023年03月28日

### 市场数据

市场数据日期	2023-03-27
收盘价(元)	9.49
总股本(百万股)	6109.47
流通股本(百万股)	6049.51
净资产(百万元)	52889.6
总资产(百万元)	194565.65
每股净资产(元)	8.66

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关报告

《【兴证建筑】中国化学 1-12 月经营情况点评: 新签合同额同比+10%，积极转型化工实业》  
2023-01-14

《【兴证建筑】中国化学 2022 年三季度报点评: 前三季度业绩同比+28%，期间费用率明显改善》  
2022-10-29

《【兴证建筑】中国化学 2022 年 1-9 月经营数据点评: 营收、订单双双快速增长，股权激励彰显发展信心》  
2022-10-15

### 分析师:

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

### 投资要点

- **中国化学发布 2022 年报:** 公司 2022 年实现营业总收入 1584.37 亿元，同比增长 14.88%；实现归母净利润 54.15 亿元，同比增长 16.87%。其中，Q4 实现营业收入 378.58 亿元，同比下滑 20.17%；实现归母净利润 16.95 亿元，同比下滑 2.30%。
- **公司 2022 年实现营业总收入 1584.37 亿元，同比增长 14.88%。** 化学工程、基础设施、环境治理、实业及新材料、现代服务业分别实现营业收入 1183.02 亿元、224.05 亿元、35.04 亿元、73.65 亿元、56.77 亿元，同比分别增长 9.59%、58.05%、20.97%、5.69%、20.05%。其中基础设施业务实现了快速增长，占主营业务收入 14.25%，同比增长 3.88pct，主要系公司基础设施业务顺利开展，多个项目稳步推进所致。公司环境治理业务实现了较快增长，主要系公司部分新开工项目进入施工高峰期所致。
- **公司 2022 年实现综合毛利率 9.34%，同比减少 0.15 个百分点；实现净利率 3.66%，同比增长 0.02 个百分点。** 化学工程、基础设施、环境治理、实业及新材料、现代服务业毛利率分别为 9.93%、7.16%、11.36%、8.14%、6.15%，分别同比变动+0.48 个百分点、+0.24 个百分点、-0.75 个百分点、-9.01 个百分点、+0.96 个百分点。实业及新材料毛利率下滑幅度较大，我们认为主要系子公司天辰耀隆生产的己内酰胺价格大幅下滑，公司在 2022 年出现亏损所致。
- **公司 2022 年期间费用 81.44 亿元，占收入端比重为 5.14%，同比减少 0.72 个百分点，主要系公司受益于汇兑收益财务费用率减少所致。**
- **公司 2022 年每股经营性现金流净额为 0.25 元，同比减少 0.12 元。** 从收、付现比来看，公司 2022 年收、付现比分别为 95.9%、98.4%，同比分别变动-0.37 个百分点、+3.76 个百分点，收现比减小、付现比增加是公司经营性现金流净额减少的主要原因。
- **盈利预测与评级:** 我们调整对公司的盈利预测，预计公司 2023-2025 年的 EPS 分别为 1.06 元、1.23 元、1.42 元，3 月 27 日收盘价对应的 PE 分别为 9.0 倍、7.7 倍、6.7 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行、海外订单落地不达预期、化工实业发展不及预期、大额计提资产减值风险、汇率剧烈波动

### 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	158437	187295	218954	255910
同比增长	14.9%	18.2%	16.9%	16.9%
归母净利润(百万元)	5415	6458	7539	8682
同比增长	16.9%	19.3%	16.7%	15.2%
毛利率	9.7%	9.9%	9.6%	9.4%
ROE	10.2%	10.9%	11.5%	12.0%
每股收益(元)	0.89	1.06	1.23	1.42
市盈率	10.7	9.0	7.7	6.7

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

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

- **中国化学发布 2022 年报:** 公司 2022 年实现营业总收入 1584.37 亿元, 同比增长 14.88%; 实现归母净利润 54.15 亿元, 同比增长 16.87%; 实现扣非后归母净利润 50.08 亿元, 同比增长 44.35%。其中, Q4 实现营业收入 378.58 亿元, 同比下滑 20.17%; 实现归母净利润 16.95 亿元, 同比下滑 2.30%; 实现扣非后归母净利润 13.99 亿元, 同比增长 88.91%。

## 点评

- **公司 2022 年新签合同额 2929.23 亿元, 同比增长 10.1%。**
  - 1) 分季度来看, Q1、Q2、Q3、Q4 分别新签合同额 1039.14 亿元、585.36 亿元、730.61 亿元、614.12 亿元, 同比分别变动+90.05%、-24.16%、+80.54%、-36.97%。2022 全年订单总体呈现稳健增长, Q4 订单波动幅度较大, 但经历 11 月以来的较大回撤后, 12 月单月新签订单 358.44 亿元, 同比增长 3.5%, 重回增长轨道。
  - 2) 分业务来看, 1-12 月建筑工程承包、勘察设计监理咨询、实业及新材料销售、现代服务业、其他业务分别新签订单 2800.1 亿元、46.4 亿元、61.7 亿元、43.8 亿元、17.3 亿元。其中, 占比最大的建筑工程承包业务包括化学工程、基础设施、环境治理, 分别新签订单 2115.32 亿元、606.44 亿元、78.31 亿元。
  - 3) 分地区来看, 境内、境外新签合同额分别为 2590.27 亿元、378.96 亿元, 同比分别增长 17.68%、-23.68%。2022 年公司境外新签合同遭遇短期波动, 但随着疫情影响逐渐消散, “一带一路”共建逐步深化, 境外需求已有所改善。12 月公司子公司已签订印尼、沙特等多单重大项目, 境外订单有望进一步回暖。
  - 4) 在手订单来看, 截至 2022 年底, 公司在手订单 2905.53 亿元。其中, 已签订合同但尚未开工项目金额 500 亿元人民币, 在建项目中未完工部分金额 2405.53 亿元人民币。
- **公司 2022 年实现营业总收入 1584.37 亿元, 同比增长 14.88%。**
  - 1) 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现收入 354.79 亿元、396.81 亿元、454.19 亿元、378.58 亿元, 同比分别变动+41.35%、+27.35%、+32.67%、-20.17%。
  - 2) 分业务来看, 化学工程、基础设施、环境治理、实业及新材料、现代服务

业分别实现营业收入 1183.02 亿元、224.05 亿元、35.04 亿元、73.65 亿元、56.77 亿元，同比分别增长 9.59%、58.05%、20.97%、5.69%、20.05%。其中基础设施业务实现了快速增长，占主营业务收入 14.25%，同比增长 3.88pct，主要系公司基础设施业务顺利开展，多个项目稳步推进所致。公司环境治理业务实现了较快增长，主要系公司部分新开工项目进入施工高峰期所致。

3) 分地区来看，公司境内、境外分别实现营业收入 1233.31 亿元、339.23 亿元，分别同比增长 13.61%、20.46%。境外业务受益于波罗的海等项目的顺利推进带来收入增长。

- 公司 2022 年实现综合毛利率 9.34%，同比减少 0.15 个百分点；实现净利率 3.66%，同比增长 0.02 个百分点。公司毛利率下滑、净利率上升，主要系期间费用率以及资产减值减少所致。

1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现毛利率 7.62%、8.76%、6.96%、14.41%，分别较去年同期变动-1.25 个百分点、-2.17 个百分点、-1.74 个百分点、+4.96 个百分点。

2) 分业务来看，化学工程、基础设施、环境治理、实业及新材料、现代服务业毛利率分别为 9.93%、7.16%、11.36%、8.14%、6.15%，分别同比变动 +0.48 个百分点、+0.24 个百分点、-0.75 个百分点、-9.01 个百分点、+0.96 个百分点。实业及新材料毛利率下滑幅度较大，我们认为主要系子公司天辰耀隆生产的己内酰胺价格大幅下滑，公司在 2022 年出现亏损所致。

3) 分地区来看，公司境内、境外业务毛利率分别为 9.28%、9.59%，同比分别变动-0.31 个百分点、+0.47 个百分点。

- 公司 2022 年期间费用 81.44 亿元，占收入端比重为 5.14%，同比减少 0.72 个百分点，主要系公司受益于汇兑收益财务费用率减少所致。

1) 销售费用率为 0.28%，同比减少 0.02 个百分点；

2) 管理费用率为 1.64%，同比减少 0.14 个百分点，公司精细化管理，加强费用支出管控力度，管理费用率有所改善；

3) 研发费用率为 3.44%，同比增长 0.01 个百分点；

4) 财务费用率为-0.23%，同比减少 0.56 个百分点，公司财务费用为负的主要原因是公司近些年加大了对外汇的管控力度，同时受汇率波动影响，形成汇兑收益所致。

- 公司 2022 年资产+信用减值损失为 1.52 亿元，占收入端比重为 0.10%，同比减少 0.23 个百分点。

细分来看,资产减值冲回 0.84 亿元,同比多冲回 3.78 亿元,主要系合同资产减值损失以及存货跌价损失等冲回所致;信用减值损失 2.36 亿元,同比增加 0.86 亿元,主要系应收账款坏账损失增加所致。

- **公司 2022 年经营活动产生的现金流量净额为 15.00 亿元,较去年同期减少 7.42 亿元。每股经营性现金流净额为 0.25 元,同比减少 0.12 元;经营现金流净额减少,主要系公司因业务需要经营性现金支出增加所致。**

1) 分季度来看,公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现每股经营性现金流净额-1.13 元、+0.39 元、-0.31 元、+1.29 元,同比分别变动-0.77 元、+0.11 元、+0.28 元、+0.26 元;

2) 从收、付现比来看,公司 2022 年收、付现比分别为 95.9%、98.4%,同比分别变动-0.37 个百分点、3.76 个百分点,收现比减小、付现比增加是公司经营性现金流净额减少的主要原因。

- **碳中和背景下化工行业迎来新机遇,公司为全球化学工程建设龙头,积极转型化工实业。**

1) **公司向化工行业高附加值产品领域持续拓展,尼龙新材料、可降解塑料等实业项目连续取得良好进展。碳中和背景下,气凝胶等相关新材料有望获益。**

**己二腈项目:** 2022 年 12 月 2 日,公司公告天辰齐翔在山东淄博建设的一期 20 万吨/年己二腈项目,丙烯腈装置已投料产出合格产品,实现满负荷稳定运行;己二腈部分装置已完成技术改造,并已陆续开车,近期将打通全流程。公司打破了国外对我国己二腈的技术封锁和垄断,填补了国内技术和产业空白,补齐了产业链短板。

**气凝胶项目:** 2022 年 2 月 27 日一次性开车成功,并产出第一批合格硅基纳米气凝胶复合绝热毡产品。气凝胶是国家基础战略性前沿新材料,对实现“双碳”目标具有重要战略意义,可受益于双碳战略的持续推进。

**PBAT:** 2022 年 6 月 20 日,中国化学所属东华公司投资建设的中化学东华天业年产 50 万吨 PBAT 及配套项目一期年产 10 万吨 PBAT 工程项目一次性开车成功,同样有望为公司带来较大业绩弹性。

**其他重点研发项目:** 持续推进,“十四五”期间 HPPO、垃圾制氢、常温常压储氢技术等项目有望持续产业化落地。

2) **2022 年 11 月 11 日,公司以 4.81 元/股的价格向 485 名激励对象授予限制性股票 5996 万股。通过实施股票激励计划,公司将员工利益与企业长远发展深度绑定,增强公司凝聚力,并体现了公司对未来业绩发展的信心。**

- **盈利预测与评级:** 我们调整对公司的盈利预测, 预计公司 2023-2025 年的 EPS 分别为 1.06 元、1.23 元、1.42 元, 3 月 27 日收盘价对应的 PE 分别为 9.0 倍、7.7 倍、6.7 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行、海外订单落地不达预期、化工实业发展不及预期、大额计提资产减值风险、汇率剧烈波动

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	150621	168356	184006	204020
货币资金	42092	45578	47972	52511
交易性金融资产	1095	1110	1105	1106
应收票据及应收账款	33418	44067	51415	59876
预付款项	17044	20336	23750	27856
存货	6191	7150	8458	9888
其他	50781	50116	51307	52782
<b>非流动资产</b>	43944	48388	53063	56703
长期股权投资	2177	2177	2177	2177
固定资产	12577	17246	21441	25161
在建工程	4718	4718	4718	4718
无形资产	3797	3823	3839	3857
商誉	20	20	20	20
长期待摊费用	253	312	373	428
其他	20403	20092	20496	20341
<b>资产总计</b>	194566	216745	237069	260722
<b>流动负债</b>	127021	142633	156170	172211
短期借款	541	496	515	513
应付票据及应付账款	69789	82394	96561	113123
其他	56691	59743	59094	58575
<b>非流动负债</b>	9220	9105	9045	8893
长期借款	5594	5499	5423	5290
其他	3626	3606	3622	3603
<b>负债合计</b>	136240	151738	165214	181104
股本	6109	6109	6109	6109
资本公积	15323	15323	15323	15323
未分配利润	29503	35312	40811	47128
少数股东权益	5436	5870	6389	6979
<b>股东权益合计</b>	58325	65007	71854	79619
<b>负债及权益合计</b>	194566	216745	237069	260722

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	5415	6458	7539	8682
折旧和摊销	1326	1584	2073	2546
资产减值准备	-84	1786	929	1270
资产处置损失	-3	-34	-25	-24
公允价值变动损失	-59	-59	-59	-59
财务费用	279	493	457	416
投资损失	130	34	51	59
少数股东损益	363	435	519	591
营运资金的变动	-6050	-917	-534	-782
<b>经营活动产生现金流量</b>	1500	10472	10384	12862
<b>投资活动产生现金流量</b>	-5681	-6239	-6235	-6272
<b>融资活动产生现金流量</b>	-839	-747	-1755	-2051
现金净变动	-4767	3486	2394	4539
现金的期初余额	40852	42092	45578	47972
现金的期末余额	36085	45578	47972	52511

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	158437	187295	218954	255910
营业成本	142990	168817	197844	231777
税金及附加	517	563	669	786
销售费用	445	526	615	718
管理费用	2603	2809	3175	3711
研发费用	5453	5993	6788	7677
财务费用	-357	493	457	416
其他收益	191	201	203	200
投资收益	-130	-34	-51	-59
公允价值变动收益	59	59	59	59
信用减值损失	-236	-309	-258	-272
资产减值损失	84	-69	-56	-37
资产处置收益	3	34	25	24
<b>营业利润</b>	6657	7975	9330	10742
营业外收入	95	90	90	90
营业外支出	47	50	50	50
<b>利润总额</b>	6705	8015	9370	10782
所得税	927	1122	1312	1509
净利润	5778	6893	8058	9273
少数股东损益	363	435	519	591
<b>归属母公司净利润</b>	5415	6458	7539	8682
<b>EPS(元)</b>	0.89	1.06	1.23	1.42

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	14.9%	18.2%	16.9%	16.9%
营业利润增长率	17.4%	19.8%	17.0%	15.1%
归母净利润增长率	16.9%	19.3%	16.7%	15.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	9.7%	9.9%	9.6%	9.4%
归母净利率	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
ROE	10.2%	10.9%	11.5%	12.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	70.0%	70.0%	69.7%	69.5%
流动比率	1.19	1.18	1.18	1.18
速动比率	1.14	1.13	1.12	1.13
<b>营运能力</b>				
资产周转率	85%	91%	96%	103%
应收帐款周转率	592%	568%	539%	539%
存货周转率	2201%	2242%	2239%	2234%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.89	1.06	1.23	1.42
每股经营现金	0.25	1.71	1.70	2.11
每股净资产	8.66	9.68	10.72	11.89
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	10.7	9.0	7.7	6.7
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

## 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登记为证券分析师，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股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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%
		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](http://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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn