

# 毛利率恢复，化学工程维持较快增长

华泰研究

2023年4月29日 | 中国内地

季报点评

建筑施工

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

12.96

研究员

SAC No. S0570517080007  
SFC No. BPW811

方晏荷

fangyanhe@htsc.com  
+(86) 755 2266 0892

研究员

SAC No. S0570522030002  
SFC No. BSH293

黄颖

huangying018854@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570520070002

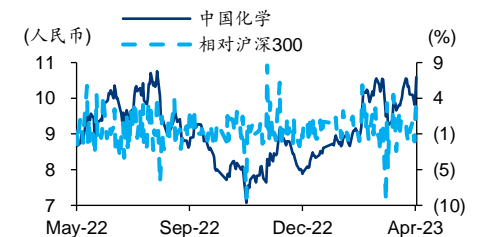
张艺露

zhangyilu@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

## 基本数据

目标价(人民币)	12.96
收盘价(人民币 截至4月28日)	10.59
市值(人民币百万)	64,699
6个月平均日成交额(人民币百万)	650.08
52周价格范围(人民币)	7.07-10.76
BVPS(人民币)	8.85

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 23Q1 营收/扣非归母同比+20.6%/+15.4%，维持“买入”评级

公司发布一季报，23Q1 实现营收/归母净利/扣非归母净利 428/11/11 亿元，同比+20.6%/+13.7%/15.4%。23Q1 新签订单 1046 亿元，同比+0.7%，其中化学工程新签 813 亿元，同比+17.2%。我们维持公司 23-25 年归母净利润预测为 66/77/89 亿元，可比公司 23 年 Wind 一致预期平均 11xPE，考虑公司 22 年实业项目陆续投产，23 年生产节奏有望提高，认可给予公司 23 年 12xPE，上调目标价至 12.96（前值 11.88 元），维持“买入”评级。

## 毛利率同比恢复，研发投入增加带动期间费用率+0.49pct

23Q1 公司整体毛利率 8.37%，同比+0.27pct，期间费用率为 4.70%，同比+0.49pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 0.23%/1.80%/2.35%/0.33%，同比-0.02/-0.17/+0.67/0pct，研发费用同比+68.5%，主要系公司高度重视技术创新工作，加大技术投入力度，带动期间费用率提升。23Q1 计提减值 0.58 亿元，22Q1 为减值回转 0.6 亿元，综合影响下 23Q1 归母净利率/扣非归母净利率分别同比-0.16/-0.12pct 至 2.60%/2.59%。

## 资产负债结构同比优化，经营性现金流有所改善

23Q1 末公司资产负债率/有息负债率 70.1%/8.4%，同比-0.07/-1.13pct，较 22 年末+0.09/+1.38pct。23Q1 公司经营性现金流净流出 60 亿元，同比少流出 8.6 亿元，主要系公司客户存款净增加额同比+25 亿元，收现比为 75.1%，同比-17.8pct，付现比为 91.4%，同比-16.9pct。23Q1 末应收票据及应收账款 344 亿元，合同资产 405 亿元，合同负债 301 亿元，较 22 年末分别+9.5/+53.4/-54.8 亿元；应付票据及应付账款 746 亿元，预付款项 194 亿元，较 22 年末分别+48.0/+23.3 亿元。

## 23Q1 新签订单同比+0.66%，实业项目稳健发展

公司 23Q1 新签订单 1046 亿元，同比+0.66%。分业务，建筑工程承包新签 1000 亿元，同比+0.94%，细分行业看，化学工程/基础设施/环境治理分别新签 813/167/19 亿元，同比+17.2%/-38.1%/-27.6%；勘察设计监理咨询/实业及新材料销售/现代服务业分别新签 18/17/6 亿元，同比+31.8%/-24.1%/-46.6%。分地区，境内/境外分别新签 980/66 亿元，同比+5.3%/-39.2%。22 年公司多个实业项目陆续投产，产出：己二腈产出优质产品，丙烯腈 8 万余吨，气凝胶 1.17 万 m<sup>3</sup>，PBAT 6330 万吨。随着公司已投产项目稳定运营，23 年公司实业业绩有望得到进一步提升。

风险提示：毛利率持续下降，海外业务波动较大，化工实业投资不及预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	137,919	158,437	187,648	215,162	244,892
+/-%	25.39	14.88	18.44	14.66	13.82
归属母公司净利润(人民币百万)	4,633	5,415	6,600	7,708	8,870
+/-%	26.64	16.87	21.88	16.78	15.08
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.76	0.89	1.08	1.26	1.45
ROE(%)	9.53	9.91	10.92	11.63	12.15
PE(倍)	13.96	11.95	9.80	8.39	7.29
PB(倍)	1.34	1.22	1.10	1.01	0.91
EV EBITDA(倍)	4.34	4.36	3.58	3.19	2.60

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

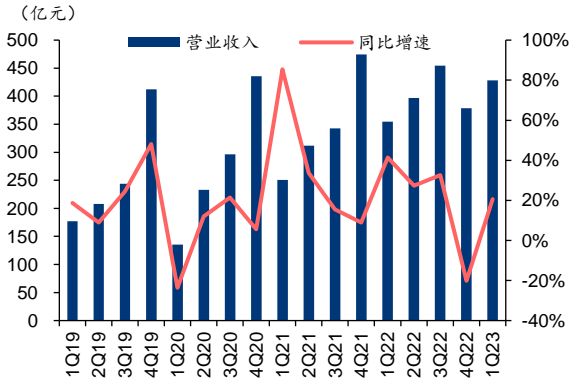
图表1：可比上市企业估值比较（2023/4/28）

公司名称	股票代码	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益 (元)				P/E			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
万华化学	600309 CH	92.18	2894	5.17	6.54	8.03	9.25	17.83	14.09	11.48	9.96
中国电建	601669 CH	7.69	1325	0.66	0.75	0.88	1.09	11.58	10.24	8.73	7.04
中国中冶	601618 CH	4.48	928	0.50	0.57	0.66	0.77	9.04	7.82	6.77	5.85
<b>平均值</b>								<b>12.82</b>	<b>10.72</b>	<b>8.99</b>	<b>7.62</b>
中国化学	601117 CH	10.59	647	0.89	1.08	1.26	1.45	11.95	9.80	8.39	7.29

注：2022E “\*” 为已披露年报值，除中国化学外，可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期。

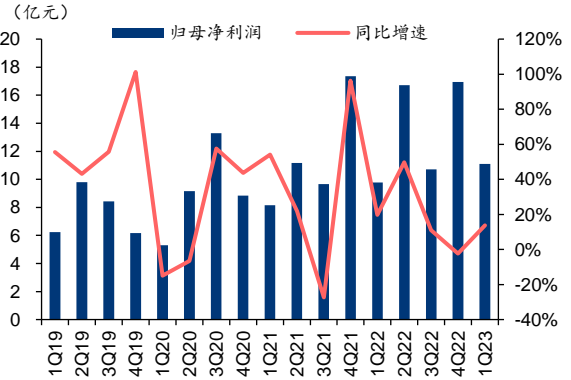
资料来源：Wind、华泰研究预测

图表2：主营业务收入及同比增速



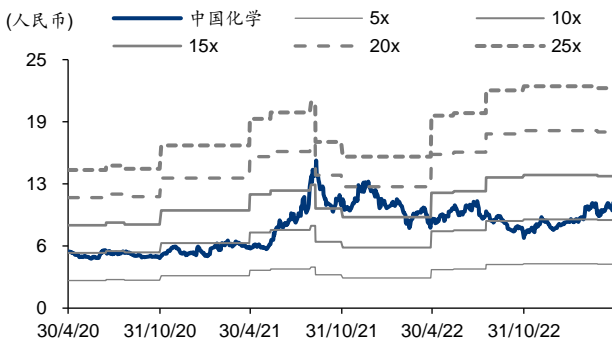
资料来源：Wind、华泰研究

图表3：归母净利润及同比增速



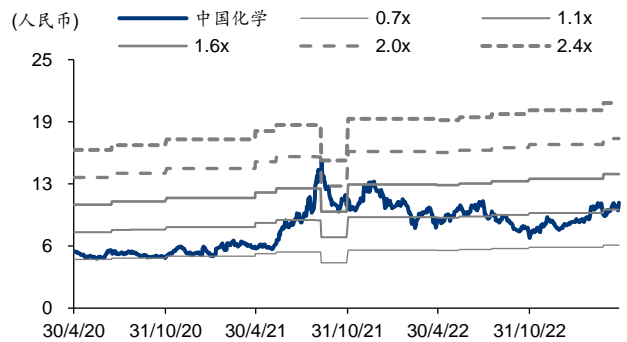
资料来源：Wind、华泰研究

图表4：中国化学 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表5：中国化学 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	138,058	150,621	171,275	175,151	201,795
现金	44,345	42,092	43,079	42,220	44,660
应收账款	21,805	25,043	30,148	31,327	38,642
其他应收账款	4,270	4,709	5,925	6,268	7,610
预付账款	15,284	17,044	20,485	22,547	26,431
存货	5,219	6,191	7,270	8,152	9,389
其他流动资产	47,136	55,543	64,368	64,637	75,063
<b>非流动资产</b>	39,838	43,944	44,935	45,493	46,037
长期投资	2,018	2,177	2,173	2,171	2,156
固定投资	11,124	12,572	13,738	14,259	14,836
无形资产	3,547	3,797	3,801	4,045	4,068
其他非流动资产	23,149	25,398	25,223	25,019	24,977
<b>资产总计</b>	177,896	194,566	216,210	220,645	247,832
<b>流动负债</b>	116,557	127,021	143,046	141,769	162,276
短期借款	518.39	540.74	594.82	654.30	719.73
应付账款	56,168	60,508	71,800	66,249	75,573
其他流动负债	59,870	65,972	70,651	74,866	85,983
<b>非流动负债</b>	8,838	9,220	8,689	8,156	7,684
长期借款	5,977	5,594	4,875	4,136	3,437
其他非流动负债	2,861	3,626	3,814	4,020	4,247
<b>负债合计</b>	125,395	136,240	151,734	149,925	169,960
少数股东权益	4,302	5,436	5,878	6,394	6,988
股本	6,109	6,109	6,109	6,109	6,109
资本公积	14,698	15,323	15,323	15,323	15,323
留存公积	27,590	31,928	36,858	42,615	51,795
归属母公司股东权益	48,199	52,890	58,598	64,325	70,883
<b>负债和股东权益</b>	177,896	194,566	216,210	220,645	247,832

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	2,242	1,500	3,976	3,897	7,852
净利润	5,004	5,778	7,042	8,224	9,464
折旧摊销	1,340	1,432	1,743	1,871	2,162
财务费用	462.53	(356.76)	295.61	346.84	348.92
投资损失	(55.77)	130.00	(0.14)	24.70	51.52
营运资金变动	(4,263)	(6,050)	(4,514)	(5,862)	(3,572)
其他经营现金	(246.05)	566.62	(590.47)	(708.68)	(602.82)
<b>投资活动现金</b>	(3,168)	(5,681)	(2,443)	(2,076)	(2,504)
资本支出	(3,832)	(3,041)	(2,128)	(1,779)	(1,728)
长期投资	(274.35)	(2,585)	4.52	1.89	14.54
其他投资现金	938.24	(54.90)	(319.12)	(298.85)	(790.36)
<b>筹资活动现金</b>	6,090	(838.87)	(545.84)	(2,680)	(2,908)
短期借款	199.00	22.35	54.07	59.48	65.43
长期借款	595.45	(383.63)	(718.71)	(738.71)	(698.71)
普通股增加	1,176	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	9,046	625.11	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,927)	(1,103)	118.80	(2,001)	(2,274)
现金净增加额	4,794	(4,767)	987.21	(859.31)	2,440

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	137,919	158,437	187,648	215,162	244,892
营业成本	124,260	142,990	168,692	193,268	219,824
营业税金及附加	381.83	517.32	612.69	702.53	799.60
营业费用	411.64	444.80	506.65	559.42	612.23
管理费用	2,466	2,603	3,002	3,400	3,820
财务费用	462.53	(356.76)	295.61	346.84	348.92
资产减值损失	(294.08)	83.97	(100.00)	(100.00)	(100.00)
公允价值变动收益	726.23	59.33	260.47	348.68	222.82
投资净收益	55.77	(130.00)	0.14	(24.70)	(51.52)
<b>营业利润</b>	5,671	6,657	8,122	9,504	10,932
营业外收入	435.93	94.51	100.00	100.00	100.00
营业外支出	65.83	47.19	50.00	60.99	50.00
<b>利润总额</b>	6,041	6,705	8,172	9,543	10,982
所得税	1,037	926.61	1,129	1,319	1,518
<b>净利润</b>	5,004	5,778	7,042	8,224	9,464
少数股东损益	370.41	362.74	442.11	516.30	594.16
归属母公司净利润	4,633	5,415	6,600	7,708	8,870
EBITDA	7,333	8,067	9,835	11,374	13,125
EPS (人民币, 基本)	0.84	0.89	1.08	1.26	1.45

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.39	14.88	18.44	14.66	13.82
营业利润	22.98	17.39	22.00	17.02	15.03
归属母公司净利润	26.64	16.87	21.88	16.78	15.08
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	9.90	9.75	10.10	10.18	10.24
净利率	3.63	3.65	3.75	3.82	3.86
ROE	9.53	9.91	10.92	11.63	12.15
ROIC	(485.33)	117.25	68.07	49.69	46.39
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	70.49	70.02	70.18	67.95	68.58
净负债比率 (%)	(68.70)	(58.10)	(53.09)	(47.69)	(46.76)
流动比率	1.18	1.19	1.20	1.24	1.24
速动比率	0.98	0.94	0.95	0.96	0.97
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.88	0.85	0.91	0.99	1.05
应收账款周转率	7.01	6.76	6.80	7.00	7.00
应付账款周转率	2.37	2.45	2.55	2.80	3.10
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.89	1.08	1.26	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.25	0.65	0.64	1.29
每股净资产(最新摊薄)	7.89	8.66	9.59	10.53	11.60
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	13.96	11.95	9.80	8.39	7.29
PB (倍)	1.34	1.22	1.10	1.01	0.91
EV EBITDA (倍)	4.34	4.36	3.58	3.19	2.60

## 免责声明

### 分析师声明

本人，方晏荷、黄颖、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、黄颖、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/  
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司