

公司研究

22H1 营收及业绩增速亮眼，拟回购股票进行股权激励彰显发展信心

——中国化学（601117.SH）2022年半年报及股票回购、股权激励计划公告点评

买入（维持）

当前价：9.35元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

联系人：高鑫

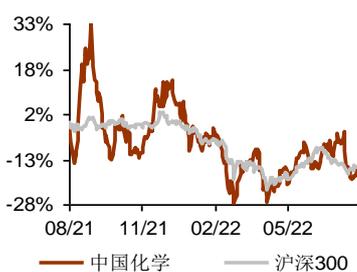
021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	61.09
总市值(亿元):	571.24
一年最低/最高(元):	7.66/15.19
近3月换手率:	68.80%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.39	-7.06	-2.26
绝对	-4.88	0.20	-16.32

资料来源：Wind

相关研报

新材料创新平台正被持续验证——中国化学（601117.SH）尼龙新材料项目实施进展点评（2022-08-01）

营收继续维持较高增速，实业项目进一步推进——中国化学（601117.SH）2022年1-6月经营情况点评（2022-07-17）

要点

事件：

2022年8月15日晚，中国化学发布2022年半年报及《回购股份方案公告》、《2022年限制性股票激励计划（草案）》。2022年H1，公司实现营业总收入751.6亿元，同增34%；归母净利润26.5亿元，同增37%；扣非归母净利润25.7亿元，同增44%。公司22年H1营收及业绩增长表现亮眼。

点评：

上半年营收同比实现高增，新签订单保持稳健增长：

2021年H1，公司实现营业总收入751.6亿元，同增34%。其中化学工程/基础设施/环境治理/实业业务/现代服务业分别实现营业收入573.6/90.8/13.4/37.7/30.3亿元，同比增长32%/41%/132%/20%/63%。上半年公司承揽化学工程任务和项目开发建设力度加大，基础设施业务多个项目稳步推进且顺利开展，导致相关收入同比大幅增长。按照地区分类，公司上半年境内实现主营业务收入571.2亿元，同比增长35%，境外实现主营业务收入174.6亿元，同比增长32%。

2022年H1，公司新签合同额1624.5亿元，同增23%，保持稳健增长。其中建筑工程承包/勘察设计监理咨询/实业及新材料销售/现代服务业/其他业务分别实现新签合同额1527.7/29.9/40.3/21.6/5.1亿元，分别同增23%/21%/93%/53%/-71%；其中，工程承包业务各细分项总体保持稳中向好的态势，其中化学工程/基础设施/环境治理业务累计新签合同额分别达到1122.3/365.5/39.8亿元，分别同增27%/27%/-43%。按地区分布统计，公司实现境内新签合同额1437.8亿元，同增17%；境外新签合同额186.7亿元，同增117%，境外业务实现大幅度增长，或与海外疫情形势得到控制有关。

毛利率小幅下滑，期间费用率有所改善：

2022年H1，公司销售毛利率8.2%，同增-1.8pcts。按业务分类，2022年公司化学工程/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8.7%/5.1%/6.1%/11.4%/4.6%，同增-1.5/-2.2/-3.6/-4.4/0.2个百分点；其中，化学工程业务盈利能力下降主要系原材料成本上涨等因素影响所致。

2022年H1，期间费用率为4.1%，同增-1.35pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.24%/1.65%/2.42%/-0.23%，同增-0.05/-0.46/-0.28/-0.56个百分点。管理费用下降主要系公司持续推进精细化管理，加大对各类费用的管控力度所致；财务费用为负数主要系公司积极采取即期结汇等措施使得汇兑收益增加所致。

现金流量净额相比上年同期有所下滑：

报告期内，经营/投资/筹资活动产生的现金流量净额为-44.8/-22.4/-13.1亿元。其中经营活动产生的现金净流出增加主要系所属财务公司吸收存款减少所致；投资活动产生的现金流量净流出增加主要系处置资产收回的现金同比减少所致；筹资活动产生的现金流量净流出增加主要系公司偿付权益工具所致。

掌握实业及新材料业务领域核心技术，达到国际先进水平：

公司长期专注攻克“卡脖子”技术难题，在新材料领域，公司已掌握己内酰胺、己二腈、气凝胶等化工新材料领域核心技术，陆续打破相关技术长期被海外垄断的局面。其中 7 月 31 日 20 万吨/年己二腈及系列新材料项目一期关键装置已顺利打通全流程，成功并产出优品，项目转入正常生产并进入优化调整期，我们测算该项目下半年可为公司带来 11.93 亿元权益净利润。

华陆新材气凝胶项目于 2 月 27 日一次性开车成功，已产出优质的硅基纳米气凝胶复合绝热毡产品，至 7 月底已实现近 6000 立方米硅基气凝胶产品的销售。预计 2022 年公司的主要新建实业项目将全部建成并开车成功，转入正常生产运行，这将极大促进实业业务的增长。

拟回购股票进行股权激励，凝聚骨干人才彰显公司发展信心：

公司公告称，拟使用自有资金以集中竞价等方式回购公司 A 股股份，用于实施股权激励计划，回购股份下限/上限为 4880/6109 万股，占目前总股本的 0.8%/1.0%，回购价格不超过人民币 14.89 元/股，拟授予的激励对象共计不超过 500 人。

中国化学处于知识技术密集型行业，技术创新和人才培养在创新型工程项目的开展过程中有举足轻重的地位。进行股份回购，一方面可完善长效激励机制，调动公司核心骨干的积极性，助力研发创新；另一方面体现了管理层对公司内在价值的肯定，反映出公司业绩长期向好的态势。

维持公司“买入”评级：中国化学 22 年 H1 营收和业绩均实现 30%以上的高增长，表现亮眼；毛利率受原材料涨价影响小幅下滑，期间费用率有所改善，现金流量净额较上年同期有所下滑。公司掌握实业及新材料业务领域核心技术，达到国际先进水平；公司拟回购股票用以实施股权激励计划，凝聚骨干人才彰显公司发展信心。我们维持公司 2022-2024 年归母净利润分别为 55.56 亿元、69.06 亿元和 73.93 亿元，对应公司 EPS 分别为 0.91 元、1.13 元和 1.21 元，现价对应公司 22 年动态市盈率为 10X，维持公司“买入”评级。

风险提示：下游化工行业景气度下滑，原材料价格等成本大幅度上涨，公司技术扩散。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	109,457	137,289	162,121	178,565	207,578
营业收入增长率	5.63%	25.43%	18.09%	10.14%	16.25%
净利润（百万元）	3,659	4,633	5,556	6,906	7,393
净利润增长率	19.51%	26.64%	19.92%	24.30%	7.04%
EPS（元）	0.74	0.76	0.91	1.13	1.21
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.72%	9.61%	10.51%	11.76%	11.41%
P/E	13	12	10	8	8
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-15

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	109,457	137,289	162,121	178,565	207,578
营业成本	97,397	124,260	145,205	159,464	185,918
折旧和摊销	1,134	1,161	1,322	1,500	1,612
税金及附加	298	382	451	497	577
销售费用	388	412	486	536	623
管理费用	2,260	2,466	2,918	3,214	3,736
研发费用	3,802	4,739	5,472	6,071	7,058
财务费用	532	463	32	171	126
投资收益	75	56	0	0	0
营业利润	4,612	5,671	6,785	8,415	9,003
利润总额	4,544	6,041	7,155	8,785	9,373
所得税	702	1,037	1,229	1,509	1,610
净利润	3,842	5,004	5,927	7,277	7,763
少数股东损益	183	370	370	370	370
归属母公司净利润	3,659	4,633	5,556	6,906	7,393
EPS(元)	0.74	0.76	0.91	1.13	1.21

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8,329	2,242	12,497	11,836	17,150
净利润	3,659	4,633	5,556	6,906	7,393
折旧摊销	1,134	1,161	1,322	1,500	1,612
净营运资金增加	-27,596	195	2,931	1,184	1,745
其他	31,132	-3,748	2,688	2,245	6,401
投资活动产生现金流	-1,466	-3,168	-1,753	-1,783	-1,764
净资本支出	-857	-3,744	-1,700	-1,700	-1,700
长期投资变化	1,521	2,018	0	0	0
其他资产变化	-2,130	-1,443	-53	-83	-64
融资活动现金流	-803	6,090	1,653	-4,298	-2,143
股本变化	0	1,176	0	0	0
债务净变化	-397	599	2,822	-2,908	-433
无息负债变化	17,407	29,511	17,012	11,673	21,180
净现金流	5,697	4,794	12,398	5,755	13,244

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	11.0%	9.5%	10.4%	10.7%	10.4%
EBITDA 率	6.1%	4.9%	5.7%	6.0%	5.6%
EBIT 率	5.1%	4.0%	4.9%	5.1%	4.9%
税前净利润率	4.2%	4.4%	4.4%	4.9%	4.5%
归母净利润率	3.3%	3.4%	3.4%	3.9%	3.6%
ROA	2.8%	2.8%	2.9%	3.3%	3.2%
ROE (摊薄)	9.7%	9.6%	10.5%	11.8%	11.4%
经营性 ROIC	25.4%	17.3%	23.6%	27.4%	31.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	70%	70%	72%	71%	71%
流动比率	1.21	1.18	1.21	1.25	1.27
速动比率	1.16	1.14	1.16	1.20	1.22
归母权益/有息债务	6.05	7.06	5.48	8.71	10.27
有形资产/有息债务	21.30	25.37	20.51	31.57	38.03

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	136,008	177,896	202,765	217,751	244,964
货币资金	38,868	44,345	56,742	62,498	75,742
交易性金融资产	296	1,138	1,138	1,138	1,138
应收账款	17,558	21,805	26,182	28,838	33,524
应收票据	7,334	11,955	14,117	15,549	18,075
其他应收款 (合计)	3,454	4,270	5,281	5,799	6,713
存货	4,201	5,219	6,093	6,668	7,764
其他流动资产	3,635	2,689	3,185	3,514	4,094
流动资产合计	105,926	138,058	164,980	181,328	211,290
其他权益工具	449	525	578	636	699
长期股权投资	1,521	2,018	2,018	2,018	2,018
固定资产	11,388	11,124	13,705	14,374	14,414
在建工程	485	3,994	1,513	769	546
无形资产	2,387	3,547	3,674	3,798	3,920
商誉	0	20	20	20	20
其他非流动资产	3,804	9,727	9,727	9,727	9,727
非流动资产合计	30,082	39,838	37,785	36,423	33,673
总负债	95,284	125,395	145,229	153,995	174,741
短期借款	319	518	3,341	433	0
应付账款	48,817	56,168	65,636	72,081	84,040
应付票据	3,560	7,172	8,381	9,204	10,731
预收账款	56	44	0	0	0
其他流动负债	10,797	15,457	16,698	17,520	18,971
流动负债合计	87,774	116,557	136,637	145,563	166,597
长期借款	5,382	5,977	5,977	5,977	5,977
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,963	2,610	2,362	2,198	1,907
非流动负债合计	7,510	8,838	8,593	8,431	8,145
股东权益	40,724	52,501	57,536	63,756	70,222
股本	4,933	6,109	6,109	6,109	6,109
公积金	7,079	16,615	17,171	17,753	17,753
未分配利润	23,134	25,673	29,782	35,050	41,145
归属母公司权益	37,661	48,199	52,864	58,713	64,809
少数股东权益	3,063	4,302	4,672	5,043	5,413

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.35%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
管理费用率	2.07%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
财务费用率	0.49%	0.34%	0.02%	0.10%	0.06%
研发费用率	3.47%	3.45%	3.38%	3.40%	3.40%
所得税率	15%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.22	0.15	0.17	0.21	0.23
每股经营现金流	1.69	0.37	2.05	1.94	2.81
每股净资产	7.63	7.89	8.65	9.61	10.61
每股销售收入	22.19	22.47	26.54	29.23	33.98

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	13	12	10	8	8
PB	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.2	10.7	7.8	6.5	5.7
股息率	2.4%	1.6%	1.8%	2.3%	2.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE