

# 中国化学（601117）深度报告： 新签订单持续创新高，己二腈投产引领创新

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系人：毛晓龙

邮箱：maoxl@hx168.com.cn

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

# 核心观点

## 1、化学工程国家队，新签订单量持续增长。

公司核心资产为原化工部最具竞争力的设计院，是全球化学工程领域的引领者，在国内基础化工、石油化工、煤化工等行业设计与总承包市场均占据绝对优势地位，在除欧美之外的海外地区化工总包市占率更是遥遥领先。公司新签订单额由2015年630亿元增长至2020年2512亿元，订单收入比由2015年的0.99增至2020年的2.27，是未来业绩持续增长的有力保障。受疫情影响，公司2020年归母净利润36.6亿元，同比增长19.51%，2021年1-4月收入同比增速58%。

## 2、创新驱动战略带动公司转型实业，己二腈项目年底投产。

公司一直重视研发与成果转化，助力万华、华鲁等国内化工龙头快速成长；公司近三年研发投入总额近百亿元，复合增速21%，其中2020年研发投入高达38亿元，占营业收入比为3.47%。公司首个实业项目20万吨己内酰胺2014年投产，十三五期间实现利润18亿，积累了丰富的甲方管理经验。公司已二腈项目历经十年研发，将于2021年底投产，一期规划30万吨，明年底之前增至50万吨，达产后将解决国内尼龙66产业链主要原料“卡脖子”难题；如以完全成本1.5万元/吨、中枢价格3.5万元/吨计算，公司30万吨己二腈达产后将贡献净利润40亿元。除己二腈外，公司气凝胶复合材料、聚丙烯弹性体等高附加值项目也将于2021年底陆续投产，使公司创新驱动战略不断落地。

## 3、定增已获批，目前市值具备强安全边际。

公司已于2021年4月27日获得定增批文，拟募资不超100亿元，其中30亿元用于尼龙新材料项目，40亿元用于两个重点工程项目建设。公司2021年计划完成利润总额48.6亿元，我们保守预测公司2021年归母净利为44亿元，对应目前股价为7.9倍PE，2020年股息率为3.5%，具备较强的安全边际。

## 4、盈利预测与投资建议

预计公司2021-2023年营业收入分别为1201.51/1359.28/1528.70亿元，归母净利润分别为43.51/72.73/97.03亿元，EPS分别为0.88/1.47/1.97元，对应2021年6月15日收盘价PE分别为8/5/4倍，考虑到公司业务不同于其它建筑板块企业，本质为技术输出，未来创新驱动成为核心竞争力，估值将向化工板块核心资产靠拢，假设未来以6.98元/股定增募资100亿元，当前市值仍被显著低估，我们给予公司定增发行后800亿目标市值，对应目标价12.57元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

己二腈项目达产不及预期、己二腈价格大幅下降、工程项目计提减值等风险。

# 目录

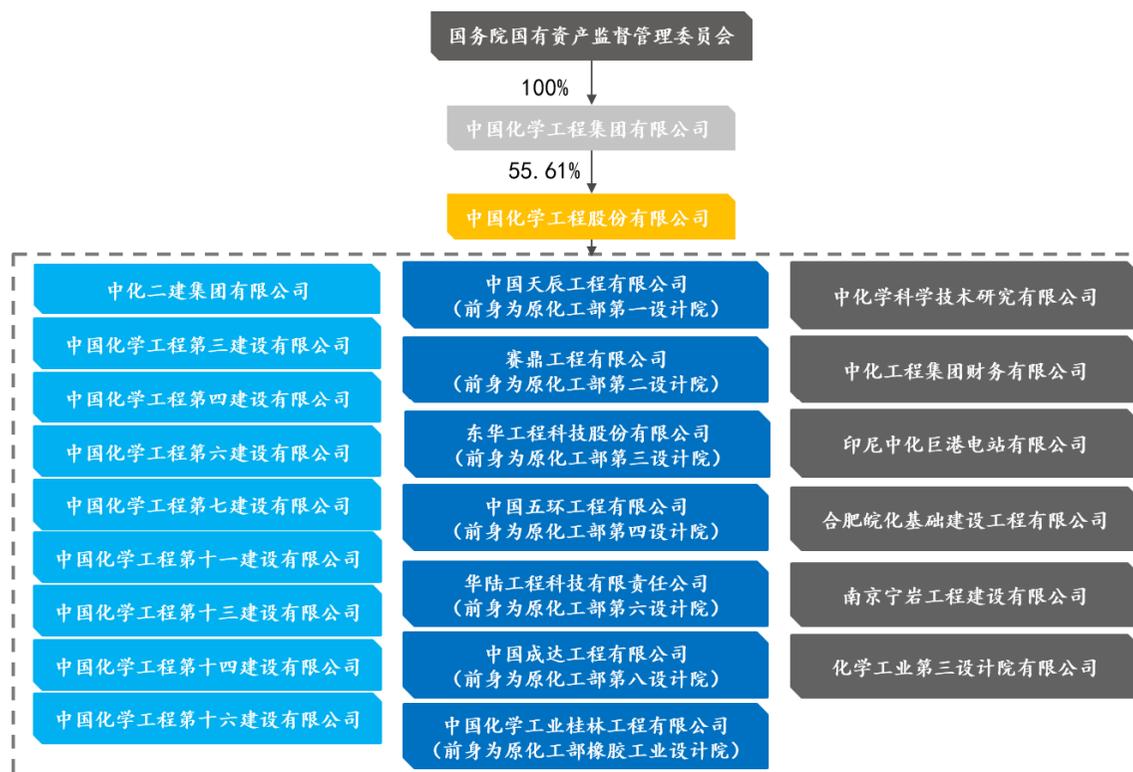
contents

- 一、 化学工程国家队，新签订单持续增长
- 二、 创新引领突破，己二腈项目投产在即
- 三、 盈利预测与投资建议
- 四、 风险提示

# 1、化学工程国家队，新签订单持续增长

- 公司成立于2008年9月，于2010年1月在上交所上市，国资委通过中国化学工程集团持有公司55.61%的股权，为公司的实控人。公司旗下包括天辰、赛鼎、东华、五环、华陆、成达等七家国内一流设计承包工程公司，及中化二建、三建、四建、六建等建筑安装公司。
- 1995年以来公司连续被美国权威刊物《工程新闻记录》（ENR）发布为全球最大的250家承包商之一，在ENR 2020年全球最大250强工程承包商排名中名列第18位，同比上升9位，国内石油化工工程领域多年排名首位。在美国《化学周刊》公布的最新一期全球油气相关行业工程建设公司排名中，公司名列第二位，仅次于美国福陆公司。

图 公司股权结构



# 1、化学工程国家队，新签订单持续增长

- 公司为我国石油和化工设计与EPC领域国家队，参与了国内90%的煤化工项目、90%化工项目、60%石油化工项目。

图 万华MDI项目



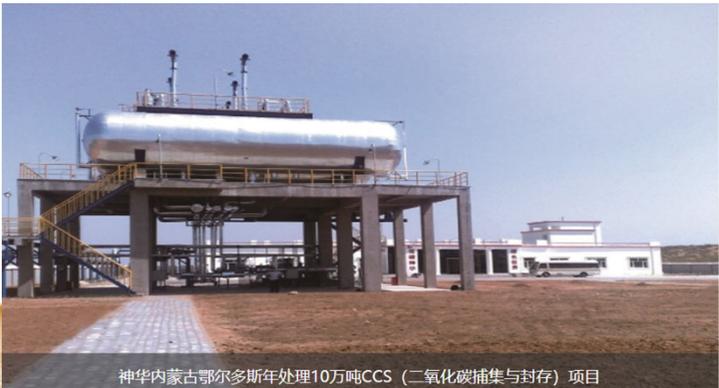
图中石油石化项目



图 天辰耀隆己内酰胺项目



图 神华碳捕捉项目



# 1、化学工程国家队，新签订单持续增长

- 2011-2015年，受化工行业去产能影响公司新签订单持续下行（营业收入表现滞缓），公司营业收入与归母净利润持续下行至2017年触底，后续持续较快增长。营业收入由2016年的530.76亿元增长至2020年的1099.95亿元，CAGR17.45%，归母净利润由2016年的17.70亿元增长至2020年的35.59亿元，CAGR19.08%。公司2021年1-5月收入432.75亿元，同比增长53%。

图 历年营业收入情况（百万元；%）



图 归母净利润（百万元；%）



图 收现比（百万元）

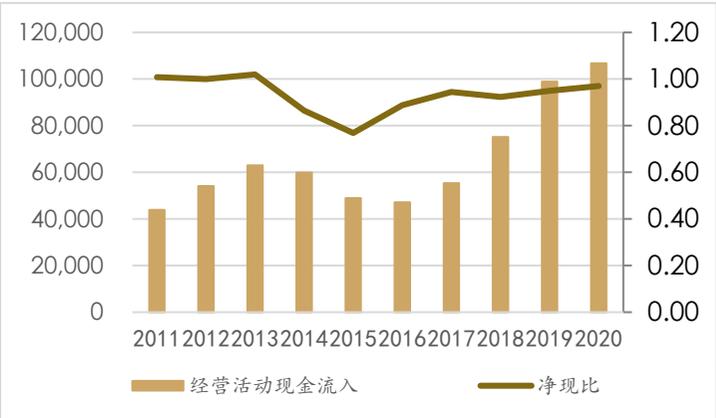


图 净现比（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

# 1、化学工程国家队，新签订单持续增长

- 2011-2015年，受化工行业去产能影响公司新签订单持续下行，2016-2020年持续回升，新签订单由2016年的705亿元增长至2020年的2512亿元，CAGR 37.39%。订单收入比由2015年的0.99增至2020年的2.27，是未来业绩持续增长的有力保障。
- 2020年公司新签订单中基础化工、煤化工、石化、建筑类订单区域均衡，占比分别为32.79%、20.43%、21.15%、22.28%。

图 公司新签订单情况 (百万元)

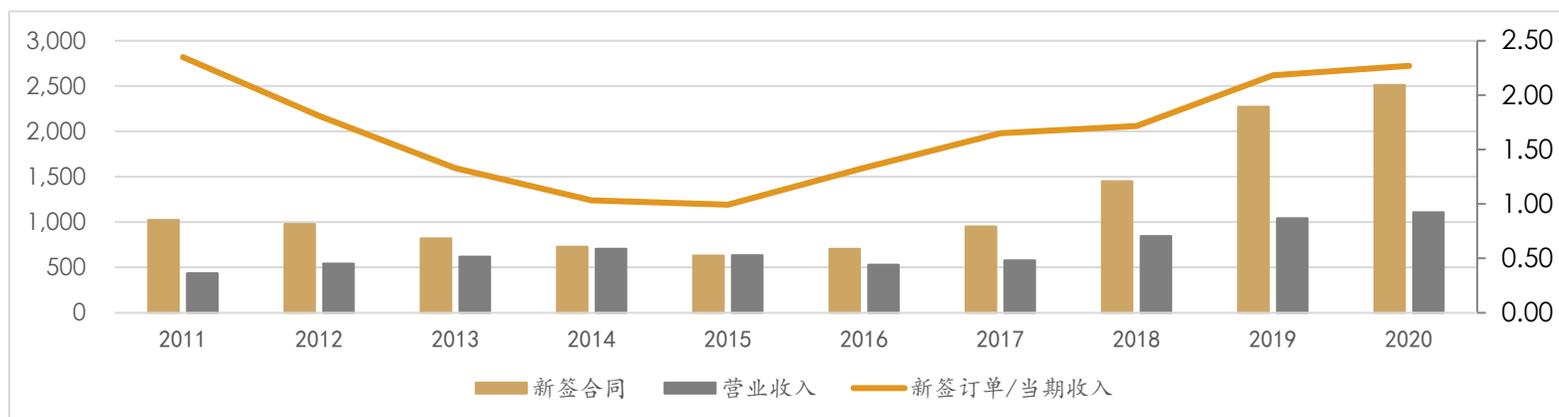
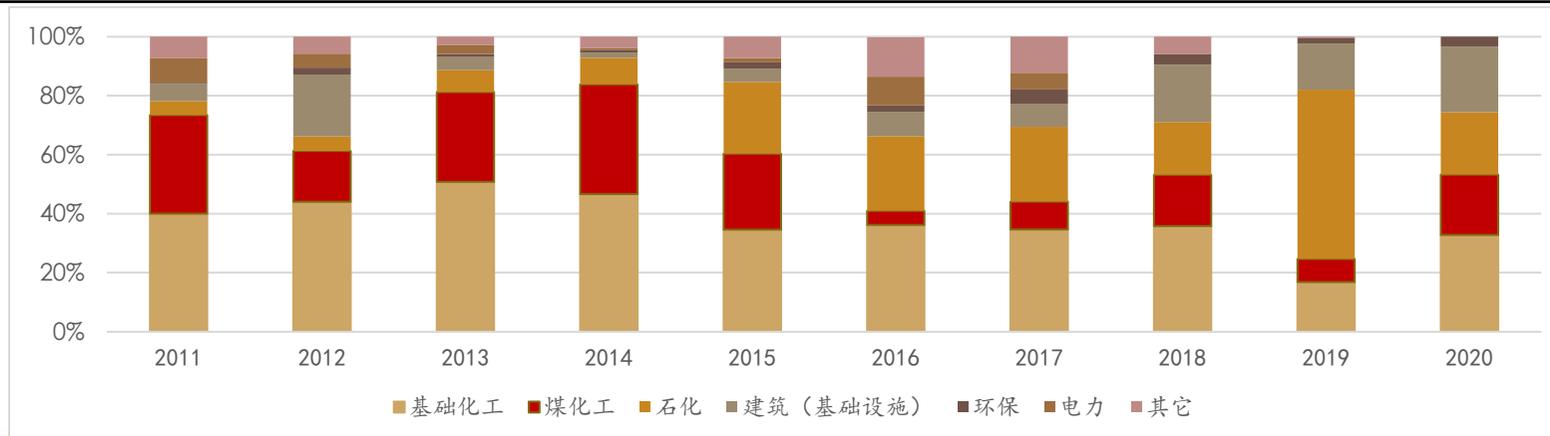


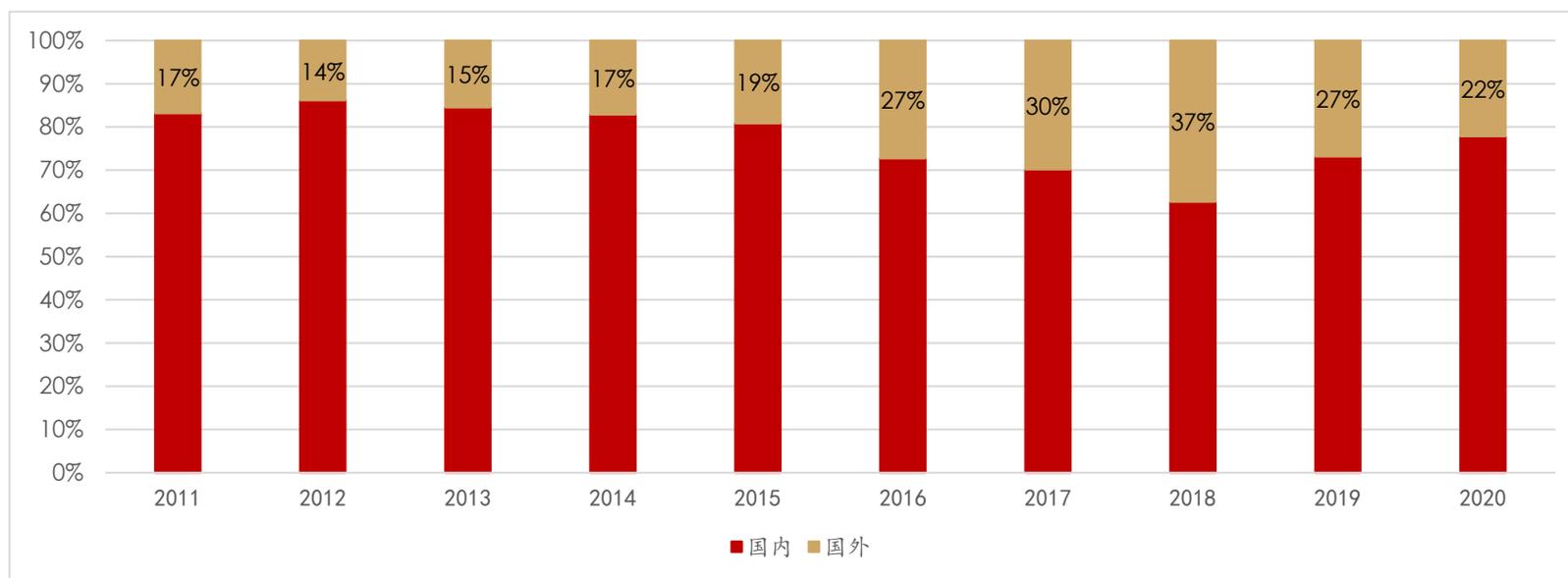
图 公司新签订单各业务占比 (%)



## 1、化学工程国家队，新签订单持续增长

- 公司大力推行“走出去战略”，垄断国内公司在海外市场的化工大型项目，海外市场占有率持续提升。从业务发展地域来看，公司自上世纪80年代开始进军海外，承建了大量的国际工程、积累了大量的海外经验，近年来公司加大了海外业务的拓展，设立了中东分公司、俄罗斯分公司等境外机构九十余处，在俄语区、中东欧、中亚、中东、东南亚、非洲等地区占据优势地位。
- 除2020年受疫情影响导致海外订单占比下滑外，公司近五年海外市场新签订单占比基本维持三成左右。预计随着“一带一路”不断推进，公司海外市场有望继续稳固优势，预计未来海外市场订单占比将稳定在30%以上。

图 公司新签订单海内外占比 (%)



# 1、化学工程国家队，新签订单持续增长

- 凭借自身强大的实力，上市以来公司销售费率均维持在0.5%以下的水平，同时维持较低的财务费率用，2017年以来公司管理费用率亦逐步下降。

图 三费率 (%)

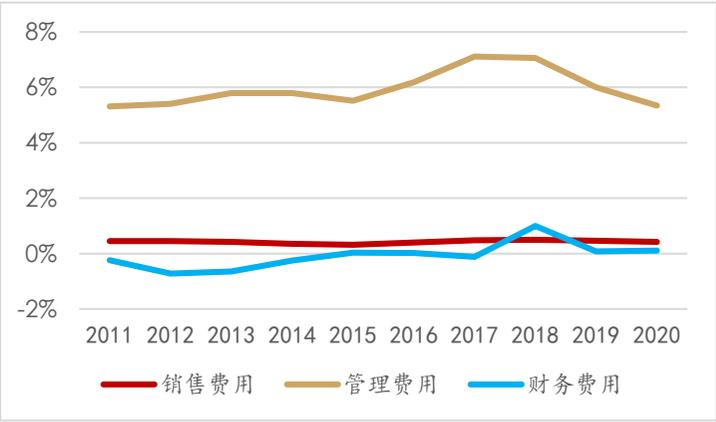


图 资产负债率 (%)

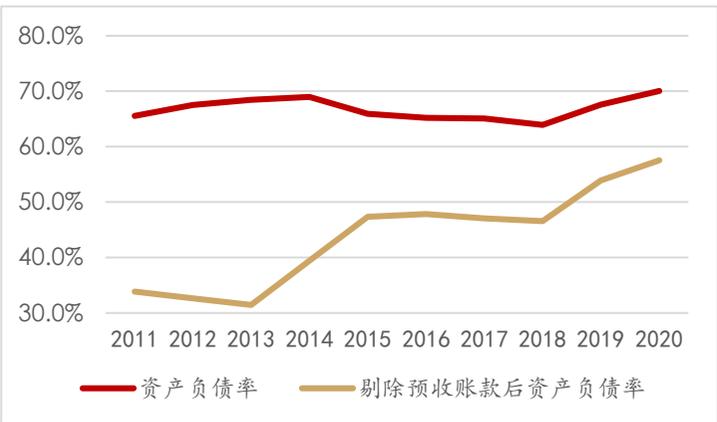


图 利润率 (%)

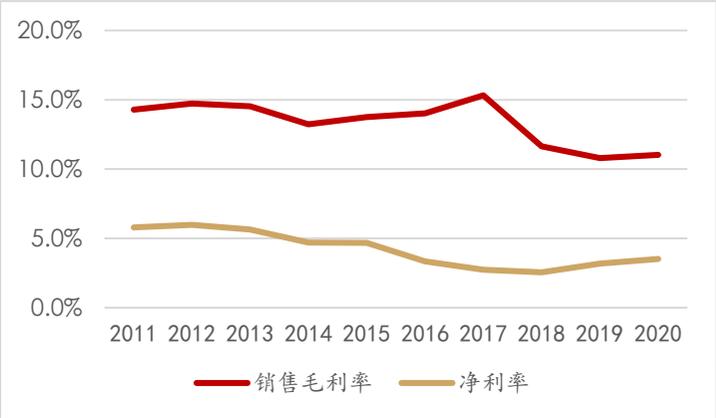
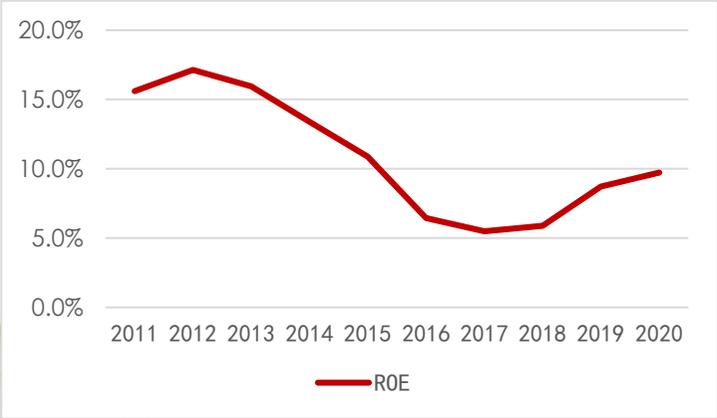


图 ROE (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

# 1、化学工程国家队，新签订单持续增长

- 上市以来公司持续加大研发投入，研发费用的绝对数额和营收占比均持续攀升，过去三年研发投入近百亿元，2020年公司研发投入超38亿元，占营业收入的比例为3.46%，远超国内同类企业。

图 公司历年研发费用情况（百万元；%）

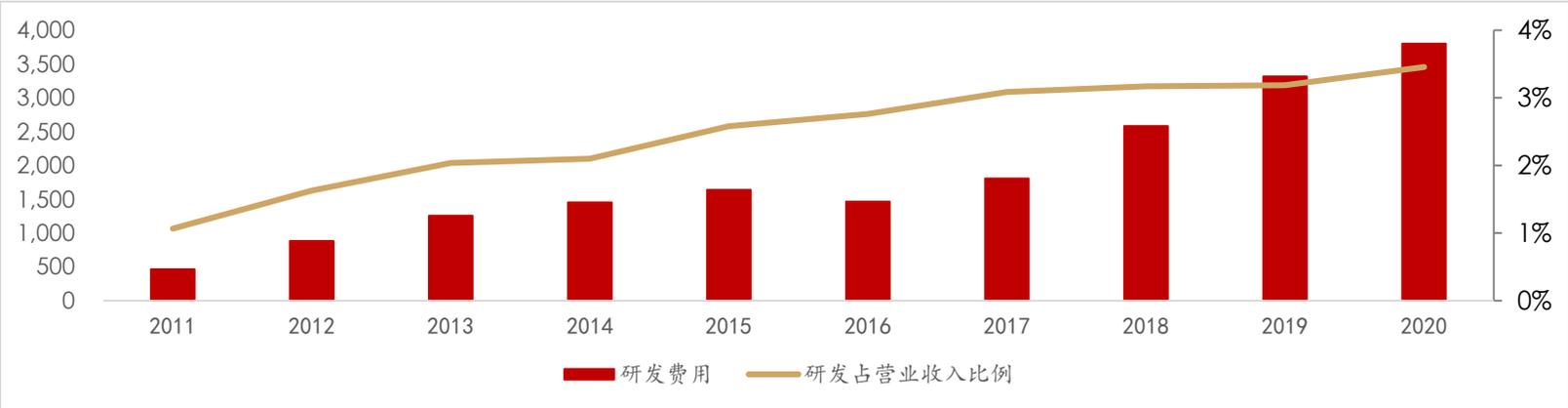
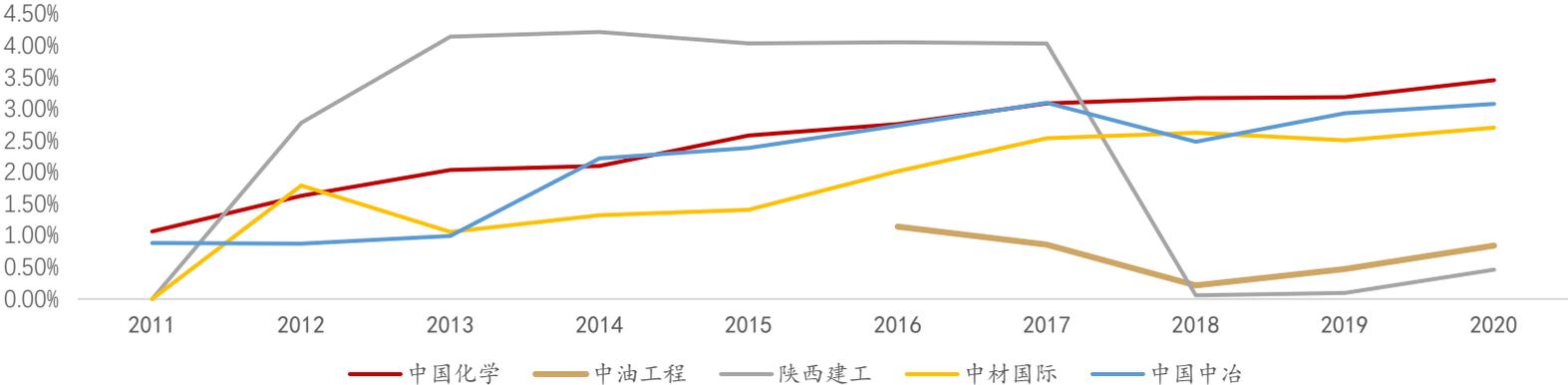


图 行业可比公司研发费用率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

# 1、化学工程国家队，新签订单持续增长

- 可比公司美国福陆业绩下滑趋势明显。福陆主要客户集中在欧美地区，2018-2020年在欧美地区收入占比分别为82.6%、84%、87.51%，受发达地区能源化工投资下降影响，公司近年来利润率持续下滑，2019-2020年归母净利润均为负。

图 美国福陆历年营业收入情况（百万美元；%）



图 美国福陆归属普通股股东净利润（百万美元；%）

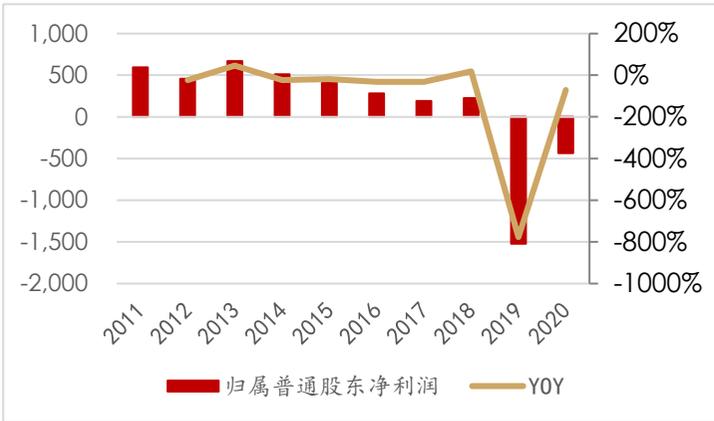


图 美国福陆利润率 (%)

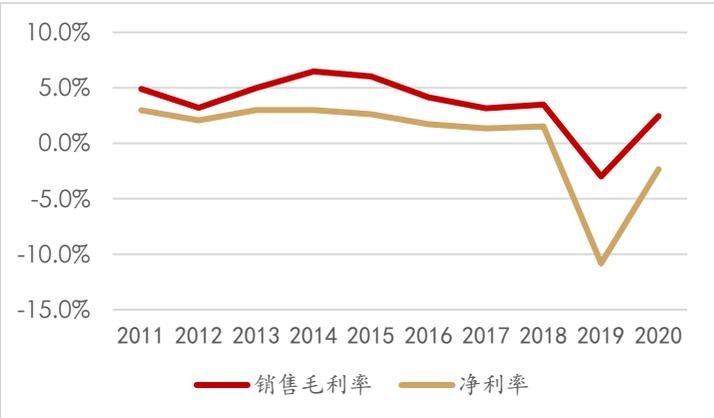
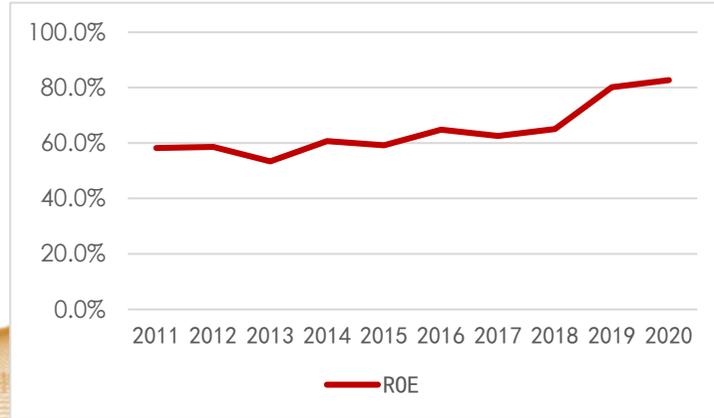


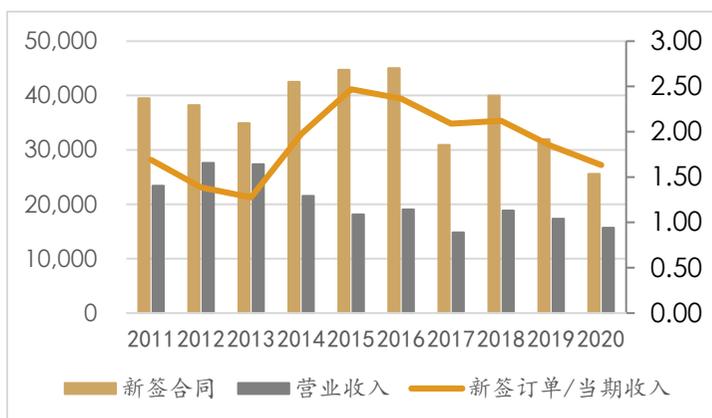
图 美国福陆资产负债率 (%)



# 1、化学工程国家队，新签订单持续增长

- 近年来福陆公司在手订单额整体呈现下行的趋势，订单所处行业仍以能源与化工为主。截至2020年底福陆在手订单1680亿元，北美与欧洲市场占比最高，从下游行业来看，前三甲分别为能源和化工、基础设施和电力、开采与工业，占比分别为43%、21%、16%。

图 美国福陆在手订单情况（百万美元）



2020年美国福陆公司在手订单地区分布 (%)

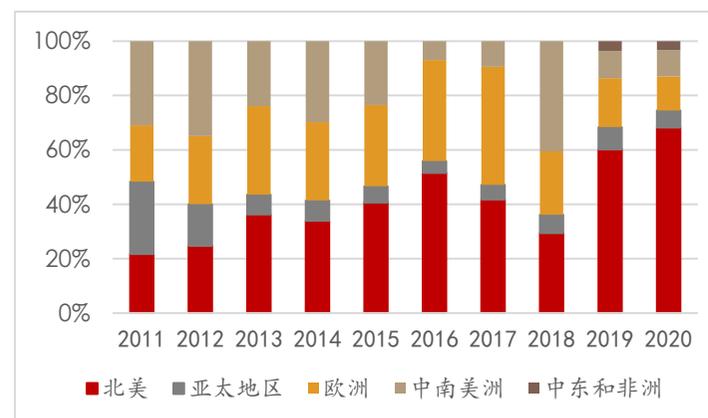
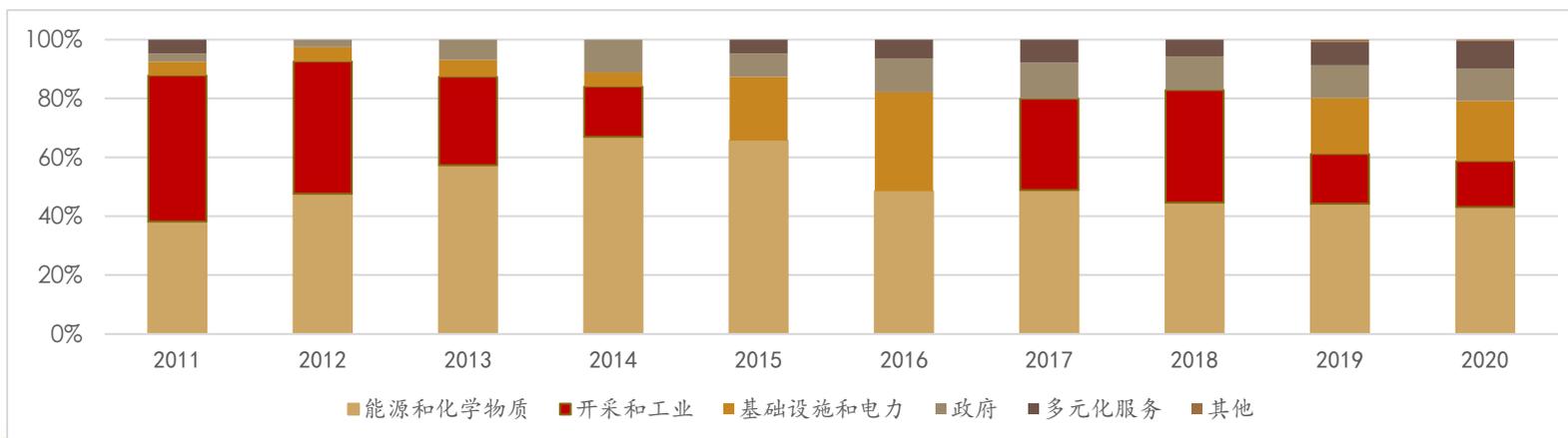


图 美国福陆在手订单各行业占比 (%)



# 目录

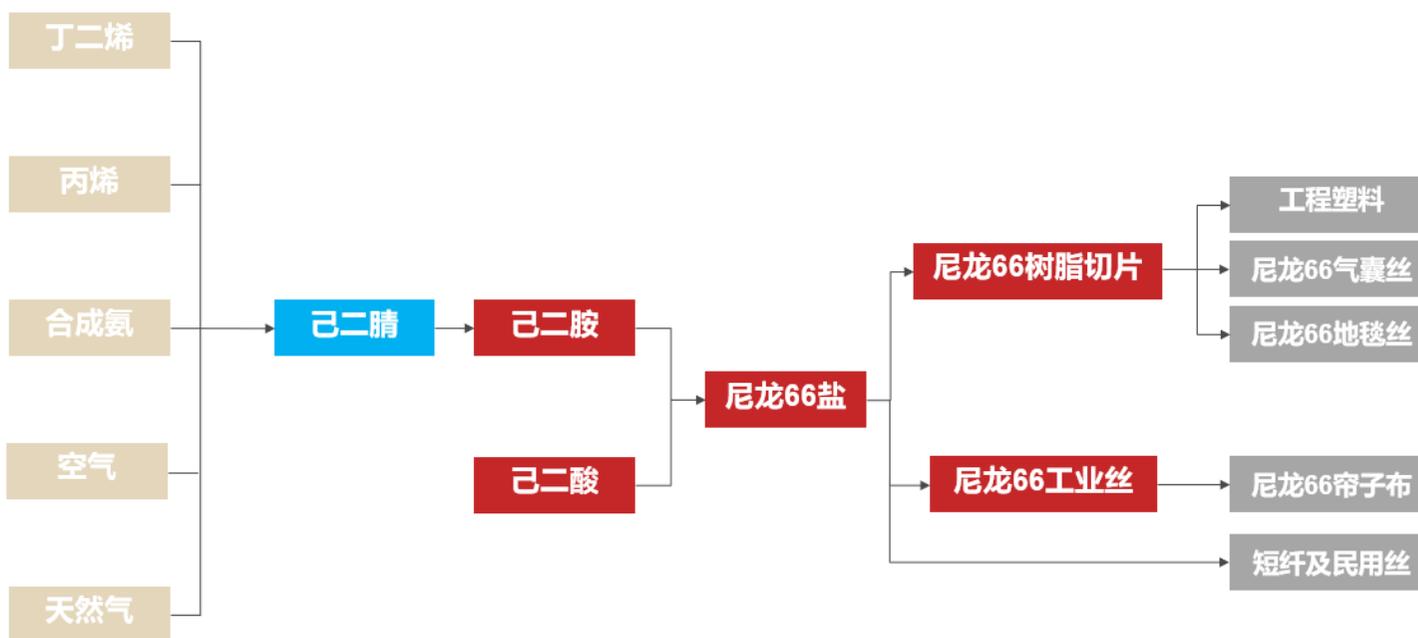
contents

- 一、 化学工程国家队，新签订单持续增长
- 二、 创新引领突破，己二腈项目投产在即
- 三、 盈利预测与投资建议
- 四、 风险提示

## 2、创新引领突破，己二腈投产在即

- 己二腈为生产尼龙66主要材料，尼龙66凭借其优良的耐热性、抗强冲击的特殊性能，特别适用于军工领域，是国防不可缺少的重要材料之一，也是实现汽车轻量化的重要材料。长期以来，我国尼龙66生产所需主要原料己二腈属于“卡脖子”产品，完全依赖国外进口，无法形成完整的产业链体系。
- 尼龙是一种聚酰胺类热塑性树脂，又称PA，美国杜邦公司在1929年研究开发成功，1939年实现工业化生产。由于其高强度，高韧性、耐磨及耐冲击性等特点，在工程塑料、合成纤维、塑料、薄膜、涂料和黏合剂等领域应用广泛，在世界五大工程塑料中，产量和消费量位居首位。全球尼龙以尼龙6(PA6)和尼龙(PA66)为主，产能、产量占比均达到95%左右。

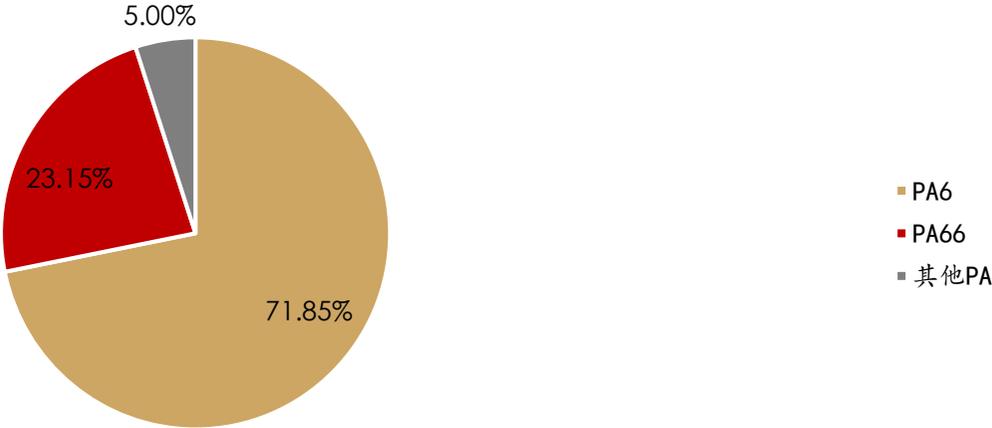
图 己二腈-PA66产业链



## 2、创新引领突破，己二腈投产在即

- 2018年全球PA6的总产能为875万吨，PA66的总产能为282万吨，近年来随着PA66优异的物化性能，在尼龙市场中占比逐渐提升。

图 2018年全球尼龙产能分布 (%)

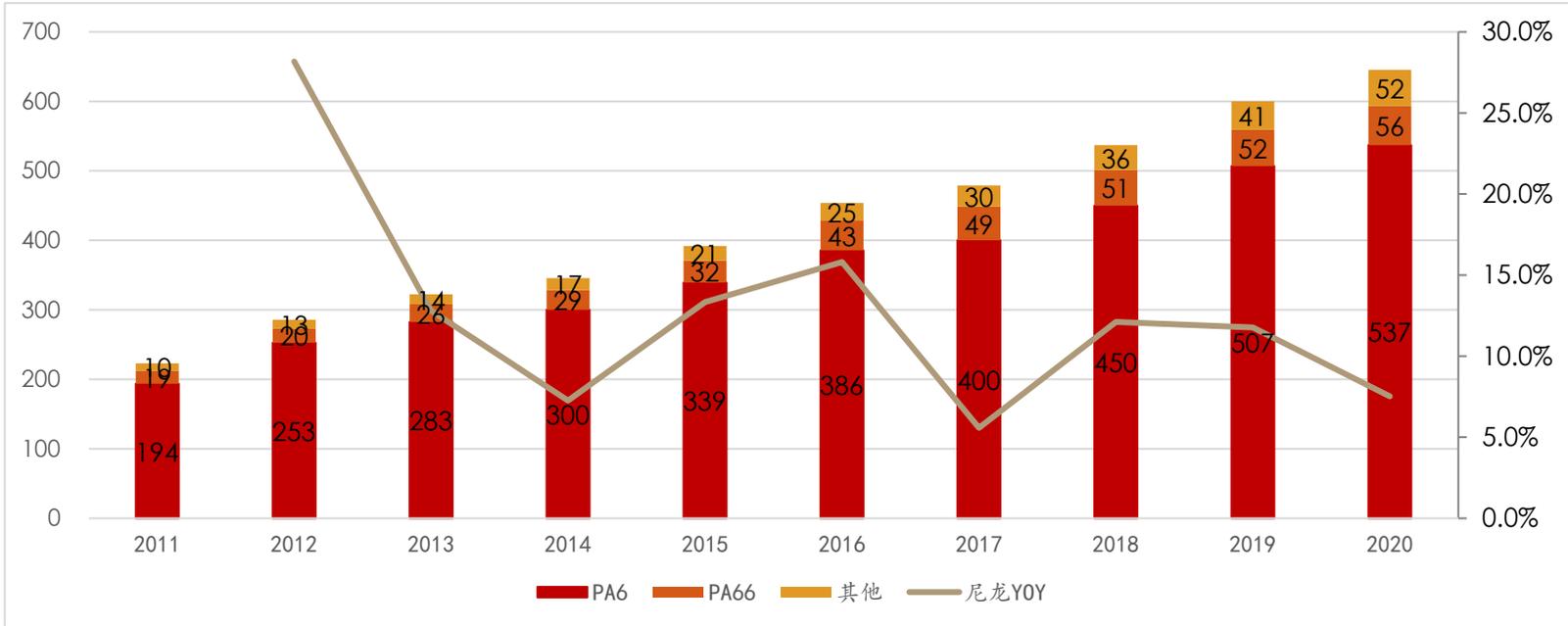


资料来源：《国内尼龙6\_尼龙66产业的发展现状》，卓创资讯，华西证券研究所

## 2、创新引领突破，己二腈投产在即

- 国内尼龙主要以PA6和PA66为主，合计占90%以上市场，2020年国内尼龙产能超过600万吨/年，其中，PA6产能为537万吨/年，产量为362万吨，PA66产能为56万吨/年，产量为39万吨。由于国内己二腈技术暂未实现突破，近年来尼龙66产业链发展较为缓慢，2016-2020年国内PA66表观消费量仅由50万吨增至59万吨。
- 根据英威达预计，在以塑代钢的大趋势下，PA66基于其更高熔点、更低吸水率、更优秀的耐水解与耐油性及耐摩擦等性能，有望逐步替代金属、PA6以及其它改性塑料。PA66集成到电动车内部，可使汽车减重30%，并显著提升安全性，未来应用潜力巨大。

图 国内尼龙产能情况（万吨/年）



资料来源：《国内尼龙6 尼龙66产业的发展现状》，卓创资讯，华西证券研究所

## 2、创新引领突破，己二腈投产在即

- 2020年国内PA66产能为56万t/a，其中，英威达、神马股份、华峰集团PA66产能分别为19/17/8万吨，占据了33.93%、30.36%、14.29%的份额。
- 受主要原料价格大幅波动影响，国内PA66近年来表观消费相对稳定，2020年随着汽车轻量化的趋势提升，增长23.42%至59.24万吨。

图 国内PA66生产情况 (万吨; %)



图 国内PA66表观消费和进出口数据 (万吨)

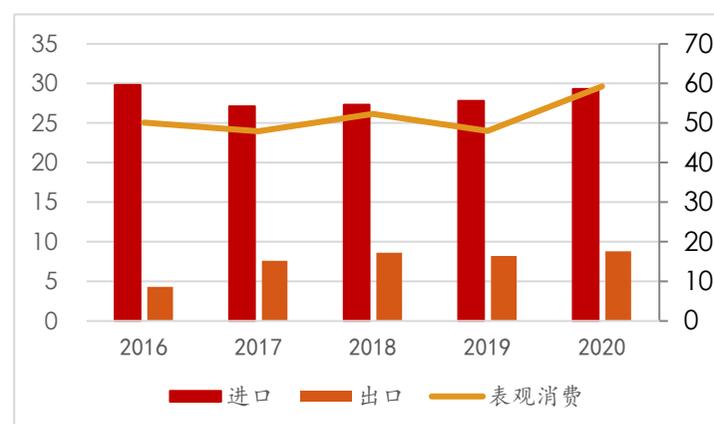


图 2020年国内PA66产能分布 (%)

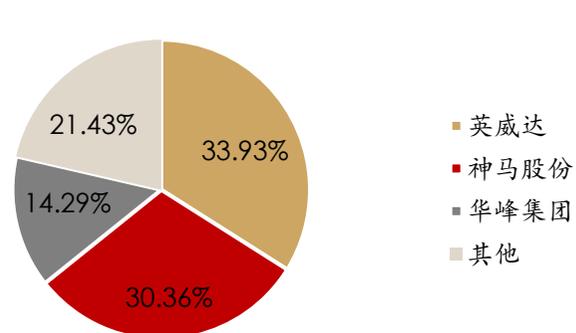
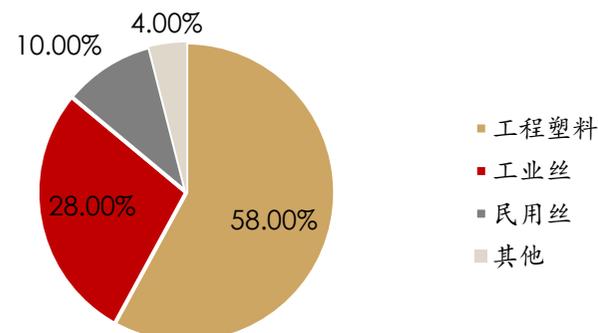


图 2020年PA66下游消费结构 (%)



## 2、创新引领突破，己二腈投产在即

图 丁二烯氰化生成己二腈过程

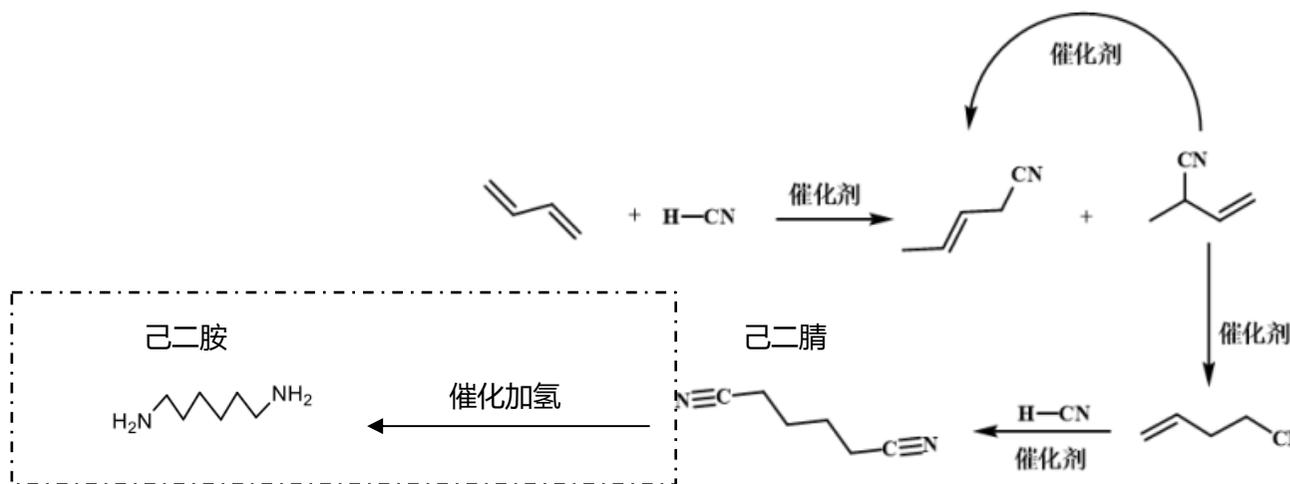
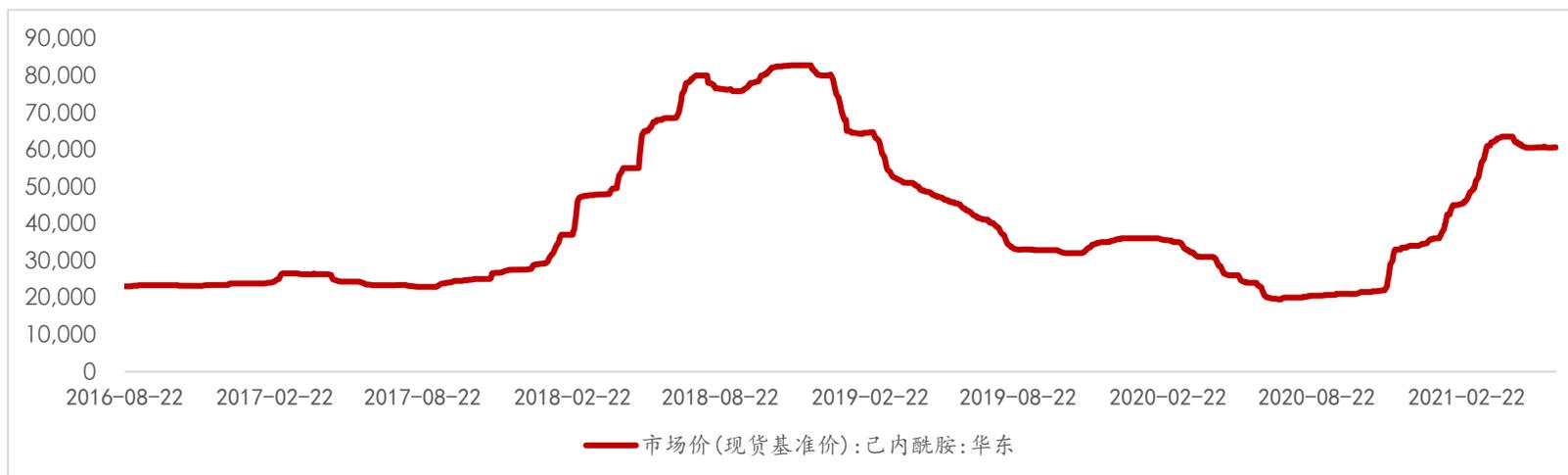


图 己二胺价格 (元/t)



## 2、创新引领突破，己二腈投产在即

- 2018年全球己二腈消费量约141.2万吨，同比增长1.2%，全球需求表现较为平稳。
- 国内己二腈需求近年来实现爆发式增长，2018年，我国己二腈表观消费量约为29.5万吨，同比增长7.7%。己二腈下游应用比较单一，绝大部分用于加氢合成己二胺。2018年，我国己二胺产能39.3万t/a，产量约为31万吨，消耗己二腈约29.5万吨。
- 从进出口数据来看，我国己二腈几乎均为进口，我国己二腈进口大约有79%来自美国，19%来自西欧和日本。

图 全球己二腈消费及开工情况 (万t;%)

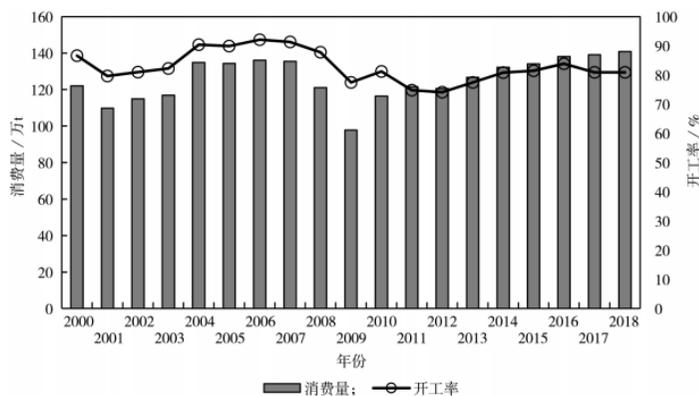
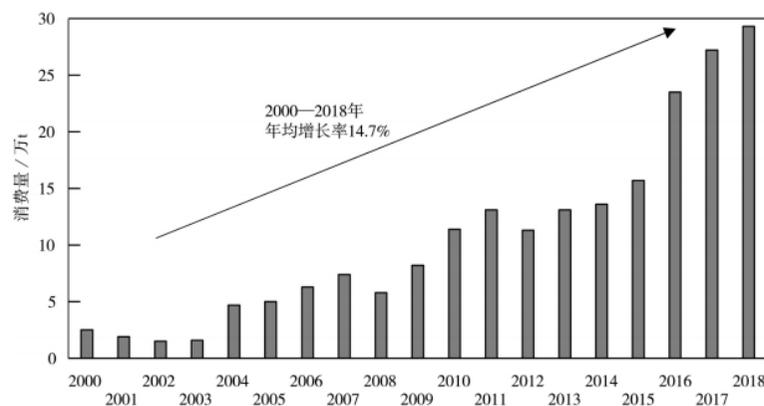


图 国内己二腈消费情况 (万t)



## 2、创新引领突破，己二腈投产在即

- 全球己二腈市场被美国英威达公司、美国奥升德公司、德国巴斯夫（2020年1月收购索尔维PA部门）和日本旭化成公司等企业所垄断。其中，英威达占据了50%以上的市场份额。同时，英威达为进一步巩固市场地位于2020年在上海建设40万t/a己二腈项目，该项目计划于2022年投产。

图 2019年底全球己二腈产能分布 (t/a)

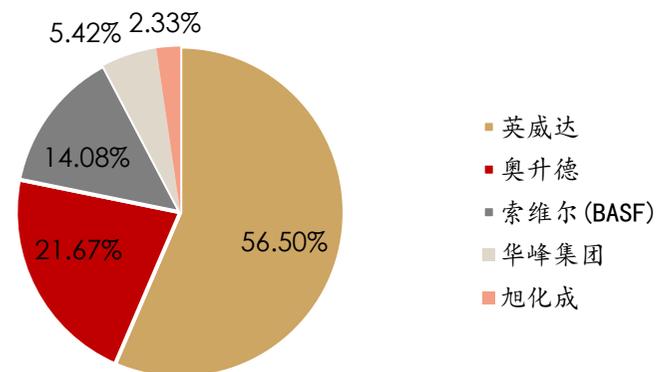


表 海外己二腈主要生产企业情况 (万t/a)

企业名称	2018产能 (万t/a)	未来新增 (万t/a)	工艺路线	项目地点	备注
英威达 (INVISTA)	78.3	5	丁二烯法	美国	预计2021年投产，未含上海40万t/a产能
Butachimie	52	5	丁二烯法	法国	2020年投产
奥升德 (Ascend)	40	18	丙烯腈法	美国	2022年投产
旭化成 (Asahi Kasei Chem.)	4.3		丙烯腈法	日本	
合计	174.6	28			

备注：Butachimie是英威达和索尔维的合资公司，各站50%股份

## 2、创新引领突破，己二腈投产在即

- 国内己二腈未来主要规划
- 2020年英威达投资超70亿元于上海建设40万吨/年己二腈项目；
- 华峰集团5万t/a己二腈项目已于2019年10月顺利投产并稳定运行，规划30万t/a己二腈产能，力争在5年内建成；
- 神马股份于2020年11月宣布拟投资11.93亿元建设年产5万吨己二腈项目；
- 中国化学于2019年7月宣布与齐翔腾达成立合资公司天辰齐翔投资105亿元建设100万t/a尼龙66产业链项目，其中包含20万t/a己二腈产能。

表 国内己二腈技术研发及新建项目情况 (万t/a)

企业	现有产能 (万t/a)	在建产能 (万t/a)	工艺路线	建设地点	备注
英威达上海		40	丁二烯法	上海市	预计2022年建成投产
天辰齐翔	0.2	20	丁二烯法	山东淄博市	已建成200t/a中试装置，20万t/a项目计划2020年投产
神马股份		5	丁二烯法	河南省	建设周期2年
新和成			丁二烯法	山东潍坊	中试
曙光化工		0.5	丁二烯法	安徽省	与清华技术合作，计划建设5000t/a装置
阳煤集团	0.1		丁二烯法	山西省	2019年初启动1000t/a己二腈中试装置
山东润兴		10	丙烯腈法	山东淄博市	2015年建成，因爆炸未生产
华峰集团	5	30	己二酸法	重庆市	5万t/a于2019年10月稳定运行，规划30万t/a产能，力争5年内投产
河南峡光		5	己二酸法	河南省三门峡市	瑞典国际化工技术公司技术，可研阶段
合计		110.5			

## 2、创新引领突破，己二腈投产在即

- 公司已二腈项目投产在即
- 公司于2016年将“丁二烯直接氰化法合成己二腈”项目列为重点研发项目，2017年2000吨/年中试装置已产出合格产品，并完成下游客户的验证。
- 2019年7月公司宣布下属子公司与齐翔腾达以及淄博天翔等员工激励平台成立合资企业拟投资105亿元，建设100万吨PA66新材料产业基地。项目一期主要包括：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。本项目的实施将打破己二腈技术壁垒，利用国内丙烯、氨、甲醇、丁二烯为原料生产己二腈，进一步生产己二胺，并形成完整的PA66切片产业链，打破国外对PA66产业的垄断，同时未来有望为公司带来巨大的经济效益。
- 根据公司非公开发行预案以及相关公告显示，天辰齐翔一期项目目前已经开工并进展顺利，预计该项目将于2022年投产。

表 天辰齐翔股权结构

主体	持股比例	备注
天辰公司	75%	
国华投资	0%	已转让给天辰公司
齐翔腾达	10%	
员工激励平台	15%	

表 天辰齐翔一期项目产能情况

产品	一期产能 (万t/a)
PA66	20
己二腈	20
丙烯腈联产氢氰酸	30
加氢装置	20
氢氰酸	9
氰化钠	5

## 2、创新引领突破，己二腈投产在即

- 公司已有化工实业多年运营经验
- 2011年11月公司全资子公司与福建耀隆公司合资投资41.93亿元，建设20万吨己内酰胺项目（公司持股60%），该项目于2014年8月第一次开车成功，2015年起正常生产。2019-2020年己内酰胺产品价格持续下行，加之2020年天辰耀隆己内酰胺项目停产大修，天辰耀隆公司项目收入和净利润出现较大的波动。2021年己内酰胺产品价格持续回暖至13000元/吨左右的水平，但距离2017年高点20000元/吨左右的价格仍有较大空间。另外，天辰耀隆公司20万吨/年技改项目已于2019年取得环评审批，后续公司已内酰胺项目产能将增长至33万吨/年，未来天辰耀隆己内酰胺项目将持续为公司贡献稳定盈利。

图 天辰耀隆公司历年收入与净利润情况（百万元）

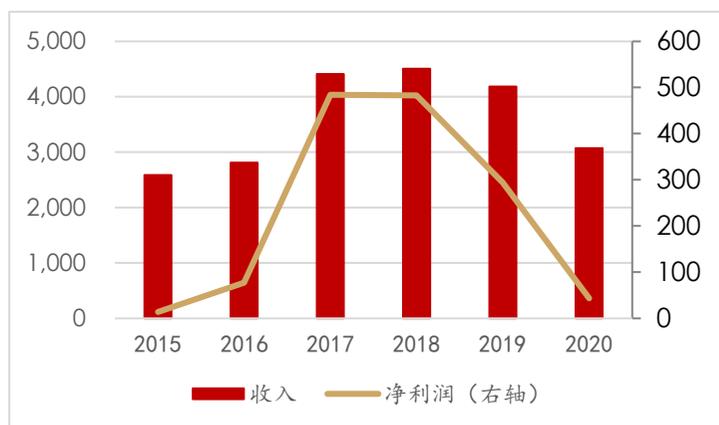


图 己内酰胺价格（元/吨）



# 目录

contents

- 一、 化学工程国家队，新签订单持续增长
- 二、 创新引领突破，己二腈项目投产在即
- 三、 **盈利预测与投资建议**
- 四、 风险提示

### 3、盈利预测与投资建议

- 关键假设

- (1) 根据过去十年数据，我们假设公司化学工程（化工、石油化工、煤化工）设计与总包业务2021-2023年营业收入分别为923/1015/1117 亿元，复合增速10%，毛利率维持在11.89%；
- (2) 公司计划己二腈项目2021年底投产20万吨，我们假设达产期半年，二期项目于2022年下半年扩至50万吨；2022-2023年销量分别为 10、35万吨，不含税价分别为3.5/3万元/吨；
- (3) 假设三费费率维持稳定，公司2021-2023年销售费用率分别为0.41%、0.39%、0.39%，管理费用率分别为2.4%、2.4%、2.3%，研发费用分别为42/46/50亿元。

### 3、盈利预测与投资建议

- 收入拆分

产品	项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
化工工程承包	销售收入 (百万元)	76573	83895	92285	101513	111664
	毛利率 (%)	10.88	11.89	11.89	11.89	11.89
	经营成本 (百万元)	68242	73920	81312	89443	98387
现代服务业	销售收入 (百万元)	1580	3378	4054	4864	5837
	毛利率 (%)	28.03	5.91	6.00	10.00	10.00
	经营成本 (百万元)	1137	3178	3810	4378	5253
环境治理承包	销售收入 (百万元)	2049	1265	1518	1822	2186
	毛利率 (%)	10.58	10.00	10.00	10.00	10.00
	经营成本 (百万元)	1832	1139	1366	1639	1967
基础设施工程承包	销售收入 (百万元)	17726	16403	17000	17000	17000
	毛利率 (%)	7.20	7.18	7.20	7.20	7.20
	经营成本 (百万元)	16450	15225	15776	15776	15776
印尼巨港电站	销售收入 (百万元)	496	521	573	630	693
	毛利率 (%)	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
	经营成本 (百万元)	347	365	401	441	485
福建耀隆己内酰胺项目	销售收入 (百万元)	3097	2655	3450	3450	3450
	毛利率 (%)	20.00	15.00	20.00	20.00	20.00
	经营成本 (百万元)	2477	2257	2760	2760	2760
己二腈	销售收入 (百万元)				5250	10500
	毛利率 (%)				62.86	56.67
	经营成本 (百万元)				1950	4550
其他业务	销售收入 (百万元)	1051	1156	1272	1399	1539
	毛利率 (%)	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
	经营成本 (百万元)	893	983	1081	1189	1308
合计	销售收入 (百万元)	102572	109273	120151	135928	152870
	毛利率 (%)	10.91	11.17	11.36	13.50	14.64
	经营成本 (百万元)	91379	97066	106507	117577	130487

### 3、盈利预测与投资建议

- 化工设计与总包业务可比标的选择包含寰球工程公司的中油工程与下属洛阳院、SEI的中石化炼化工程，两公司2021-2023年平均PE分别为12/11/10倍，中国化学订单大多为体系外，发展空间与盈利稳定性均优于两公司，估值略高较为合理。
- 化工实业可比标的选择行业龙头万华、华鲁、华峰，一方面中国化学是以上公司的长期战略合作方和部分技术输出方，在化工行业几乎所有产品均有储备，另外公司高研发投入持续落地后，成长性上将向以上公司看齐。2021-2023年化工实业可比标的PE分别为17/15/13倍。

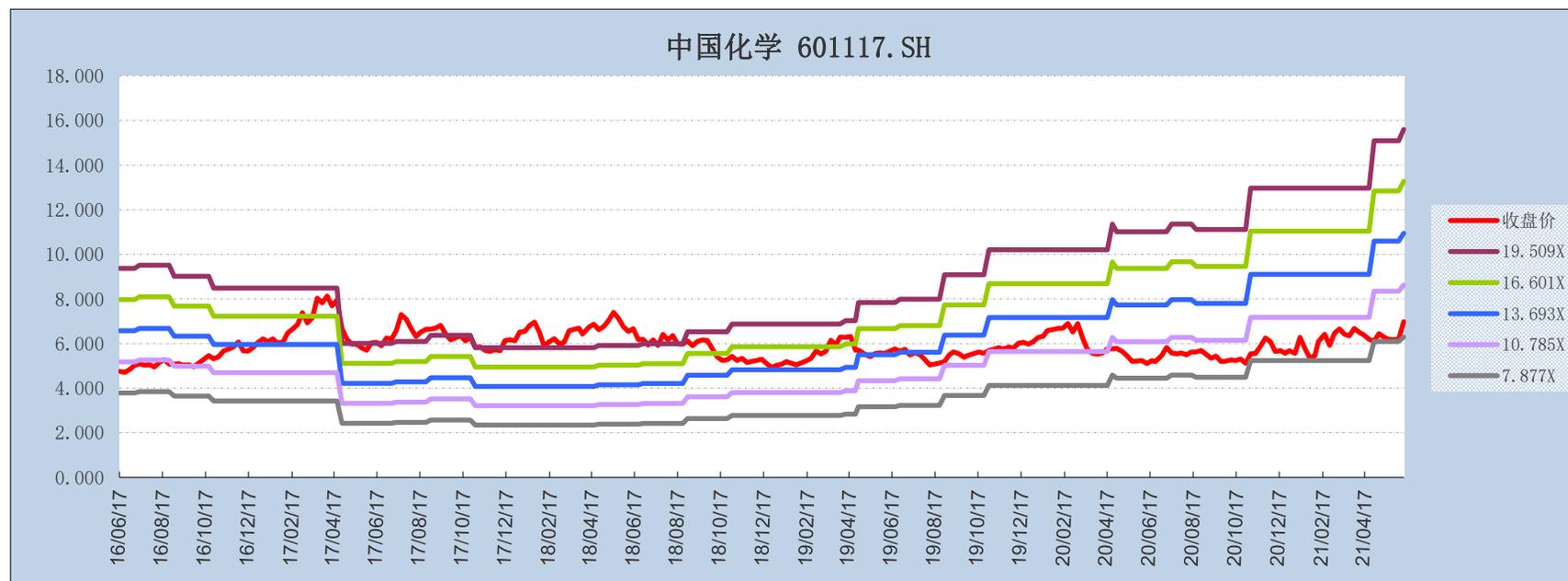
表：可比公司估值表

公司名称	市值(亿元)	EPS (元)				PE				PB
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
中油工程	163	0.15	0.20	0.23	0.26	19.07	14.64	12.89	11.40	0.66
中石化炼化工程	229	0.54	0.56	0.58	0.60	9.63	9.30	9.00	8.62	0.68
平均						<b>14.35</b>	<b>11.97</b>	<b>10.95</b>	<b>10.01</b>	0.67
万华化学	3604	3.20	6.09	6.75	7.57	35.90	18.85	17.01	15.16	6.57
华鲁恒升	728	0.85	1.97	2.15	2.41	40.46	17.47	15.98	14.30	4.27
华峰化学	593	0.49	0.91	1.03	1.22	26.00	14.05	12.45	10.46	4.49
平均						<b>34.12</b>	<b>16.79</b>	<b>15.15</b>	<b>13.30</b>	5.11
中国化学	344	0.74	0.88	1.47	1.97	9.41	7.91	4.73	3.55	0.96

### 3、盈利预测与投资建议

- 预计公司2021-2023年营业收入分别为1201.51/1359.28/1528.70亿元，归母净利润分别为43.51/72.73/97.03亿元，EPS分别为0.88/1.47/1.97元，对应2021年6月15日收盘价PE分别为8/5/4倍，考虑到公司业务不同于其它建筑板块企业，本质为技术输出，未来创新驱动成为核心竞争力，估值将向化工板块核心资产靠拢，假设未来以6.98元/股定增募资100亿元，当前市值仍被显著低估，我们给予公司定增发行后800亿目标市值，对应目标价12.57元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图：公司PE-Bands



# 目录

contents

- 一、 化学工程国家队，新签订单持续增长
- 二、 创新引领突破，己二腈项目投产在即
- 三、 盈利预测与投资建议
- 四、 风险提示

## 4、风险提示

**己二腈项目达产不及预期的风险：**国内此前尚无己二腈大规模工业化的先例，虽然公司此前己二腈项目已有十年研发周期，且2000吨中试装置顺利运行，但20万吨产能投产后仍有因运行或产品质量不够稳定导致达产进度不及预期的风险。

**己二腈价格大幅下降的风险：**公司产能投放市场后，市场供应迅速增加，如需求端增长缓慢，可能导致同业竞争加剧、己二腈价格大幅下跌的风险。

**工程项目计提减值的风险：**如甲方业主投资计划变动，导致公司前期工程与人员投入受损，可能导致项目计提减值，影响当期利润。

**财务报表和主要财务比率**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	109,995	120,151	135,928	152,870	净利润	3,842	4,580	7,914	10,686
YoY (%)	5.6%	9.2%	13.1%	12.5%	折旧和摊销	1,140	1,241	1,449	1,535
营业成本	97,519	106,507	117,577	130,487	营运资金变动	1,682	275	332	305
营业税金及附加	298	456	453	501	经营活动现金流	8,329	6,433	10,003	12,810
销售费用	388	494	537	590	资本开支	-857	-6,477	-5,665	-3,672
管理费用	2,260	2,884	3,262	3,516	投资	-351	0	0	0
财务费用	532	325	315	314	投资活动现金流	-1,466	-6,333	-5,527	-3,524
资产减值损失	-80	-200	-200	-200	股权募资	1,260	0	0	0
投资收益	75	143	139	147	债务募资	2,427	-319	0	0
营业利润	4,612	5,492	9,422	12,714	筹资活动现金流	-803	-650	-323	-323
营业外收支	-68	-60	-50	-50	现金净流量	5,697	-550	4,153	8,962
利润总额	4,544	5,432	9,372	12,664	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	702	852	1,458	1,978	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	3,842	4,580	7,914	10,686	营业收入增长率	5.6%	9.2%	13.1%	12.5%
归属于母公司净利润	3,659	4,351	7,273	9,703	净利润增长率	19.5%	18.9%	67.1%	33.4%
YoY (%)	19.5%	18.9%	67.1%	33.4%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.74	0.88	1.47	1.97	毛利率	11.3%	11.4%	13.5%	14.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率	3.5%	3.8%	5.8%	7.0%
货币资金	38,868	38,318	42,471	51,433	总资产收益率ROA	2.7%	3.0%	4.4%	5.1%
预付款项	6,702	7,276	8,049	8,927	净资产收益率ROE	9.7%	9.8%	13.2%	14.0%
存货	4,201	8,652	8,056	9,494	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	56,155	52,655	62,159	68,218	流动比率	1.21	1.20	1.21	1.27
流动资产合计	105,926	106,901	120,734	138,071	速动比率	0.81	0.82	0.82	0.88
长期股权投资	1,521	1,521	1,521	1,521	现金比率	0.44	0.43	0.43	0.47
固定资产	11,388	14,771	19,822	24,978	资产负债率	70.1%	67.1%	64.4%	60.9%
无形资产	2,387	2,569	2,586	2,686	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	30,082	37,611	45,646	52,367	总资产周转率	0.81	0.83	0.82	0.80
资产合计	136,008	144,512	166,380	190,439	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	319	0	0	0	每股收益	0.74	0.88	1.47	1.97
应付账款及票据	52,377	52,636	59,934	65,758	每股净资产	7.63	8.97	11.20	14.08
其他流动负债	35,078	36,820	39,733	42,789	每股经营现金流	1.69	1.30	2.03	2.60
流动负债合计	87,774	89,455	99,667	108,546	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	5,382	5,382	5,382	5,382	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	2,128	2,128	2,128	2,128	PE	9.41	7.91	4.73	3.55
非流动负债合计	7,510	7,510	7,510	7,510	PB	0.77	0.78	0.62	0.50
负债合计	95,284	96,965	107,177	116,056					
股本	4,933	4,933	4,933	4,933					
少数股东权益	3,063	3,292	3,933	4,916					
股东权益合计	40,724	47,547	59,203	74,382					
负债和股东权益合计	136,008	144,512	166,380	190,439					

## 分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

毛晓龙：助理分析师，化学工程与工艺学士，工商管理硕士，五年化工实业经验，两年买方从业经验，2020年加入华西证券研究所。

注：实习生青丹一、王彤璐对报告基础数据的整理亦有贡献。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

# 免责声明



华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。