

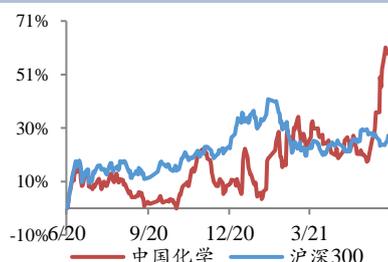
## 尼龙 66 东风已来，中国化学乘势而上

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-06-26

收盘价(元)	8.15
近 12 个月最高/最低(元)	8.24/5.11
总股本(百万股)	4,933
流通股本(百万股)	4,933
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	402
流通市值(亿元)	402

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：王鹏

执业证书号：S0010121020019

电话：18810636601

邮箱：wangpeng@hazq.com

### 相关报告

1. 塑料系列之一：百年尼龙，二次腾飞 2021-06-18
2. 凯赛生物：全球生物化工平台型创新者 2021-02-20

### 主要观点：

#### ● 公司是一流的工业工程公司。

中国化学拥有强大的技术实力与全面的业务资质，承建了我国绝大多数石化基地，并有众多海外工程项目经验，在工业工程领域具有不可替代的优势。公司子公司既包括天辰、赛鼎、华陆、五环、成达、东华等行业顶尖的工程设计承包单位，又包括中化二建、三建等建筑安装公司，能为客户提供“一站式”工程服务。

#### ● 研发投入是公司最宽的护城河。

公司是技术、资金双密集型行业的优秀代表，公司一贯重视研发，凭借多年的投入和积累，公司的核心技术优势日益凸显。公司已取得授权专利 3500 余项，拥有雄厚的专业技术人才队伍。公司长期规模化投入研发，研发费用与研发费用占营业收入比例双双连续上升，2020 年研发费用率 3.47%。我们认为，正是由于公司对研发工作的重视及投入，使公司能够突破像己二腈国产化等卡脖子技术。未来，公司将会有更多技术产业化，助力公司成为世界一流企业。

#### ● 建设丁二烯法己二腈-己二胺-尼龙 66 产业链，填补国内空白。

尼龙 66 作为工程塑料和合成纤维使用都表现优异，但由于长期受制于关键原料己二腈短缺而无法更大规模应用。公司经过科研攻关，掌握了丁二烯法己二腈的生产技术，技术通过鉴定、两批中试装置运行良好。2019 年，公司与齐翔腾达合资建立天辰齐翔公司，采用自主研发技术建设尼龙新材料项目，项目建设后将打破国外技术垄断，实现己二腈自主技术国产化。项目规划建设 100 万吨尼龙、50 万吨己二胺、50 万吨己二腈项目，其中一期 20 万吨己二腈项目预计 2022 年初投产。待规划项目建设完全投产后公司将成为国内最大的尼龙 66 全产业链生产企业。根据我们之前尼龙报告预测，国内尼龙 66 市场空间在 2025 年将达到 132 万吨，2030 年将达到 288 万吨。公司项目产能市场释放与市场需求增长同步，公司在行业红利下业绩增长可期。

#### ● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润为 45.25、67.16、82.19 亿元，同比增速为 23.7%、48.4%、22.4%。对应 PE 分别为 8.85、5.96、4.87 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

示范装置工程放大带来风险；  
 原料、产品价格大幅波动风险；  
 规划及在建尼龙项目建设进度不及预期风险；  
 尼龙关键原料生产工艺技术泄密导致技术扩散风险；  
 装置运行安全风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	109995	127628	147936	163576
收入同比 (%)	5.6%	16.0%	15.9%	10.6%
归属母公司净利润	3659	4525	6716	8219
净利润同比 (%)	19.5%	23.7%	48.4%	22.4%
毛利率 (%)	11.3%	11.4%	12.0%	12.6%
ROE (%)	9.7%	10.7%	13.7%	14.4%
每股收益 (元)	0.71	0.92	1.36	1.67
P/E	7.91	8.85	5.96	4.87
P/B	0.77	0.95	0.82	0.70
EV/EBITDA	-0.54	0.74	-0.09	-0.67

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 中国化学是一流的工业工程公司 .....	5
2 研发是公司最宽的护城河 .....	11
3 尼龙项目投产在即，公司再创新辉煌 .....	14
3.1 己二腈生产技术是“卡脖子”技术 .....	15
3.2 丁二烯法己二腈国产化技术突破意义重大 .....	16
3.3 尼龙 66 市场格局极佳，公司占得先机 .....	18
风险提示： .....	20
财务报表与盈利预测 .....	21

## 图表目录

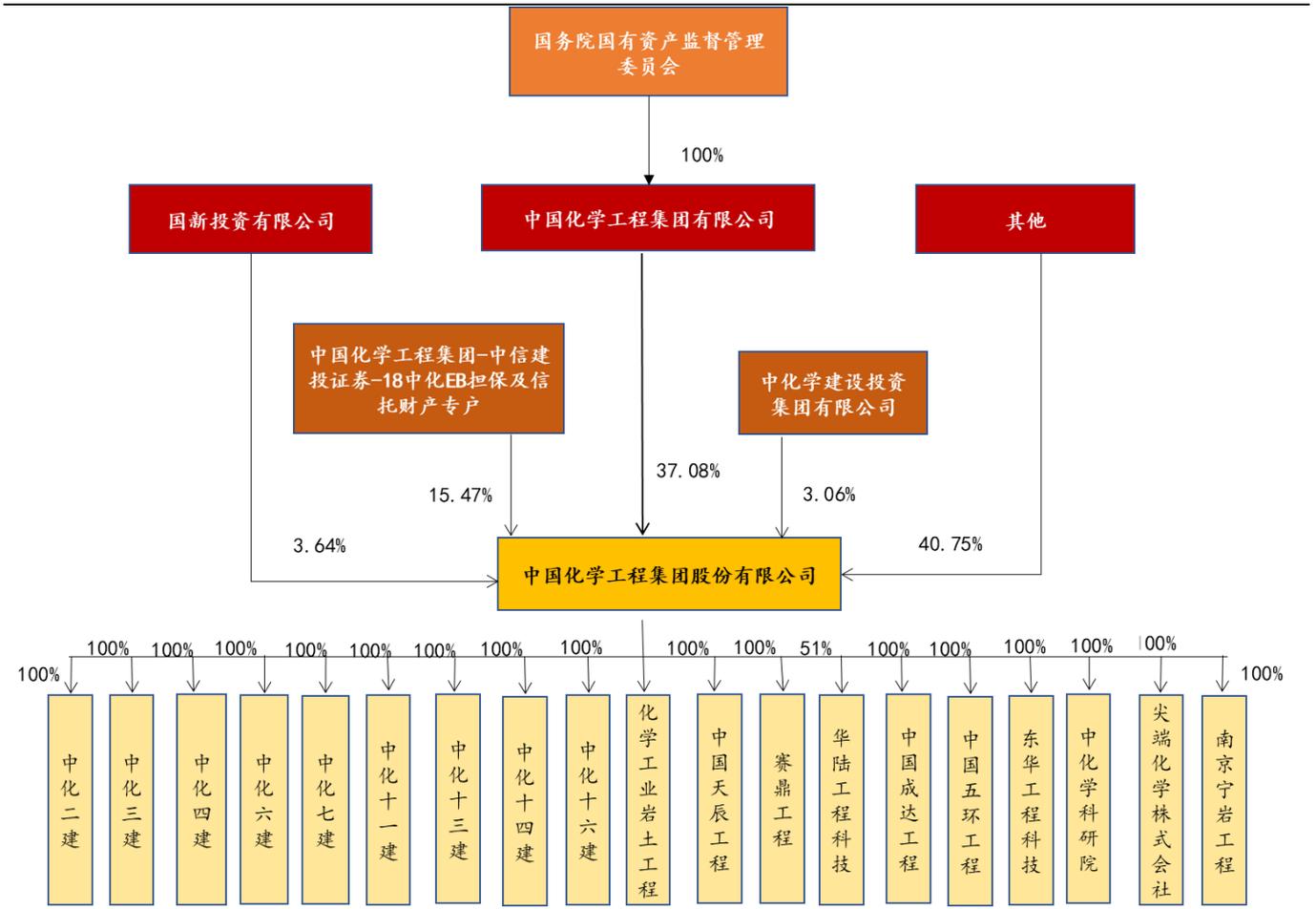
图表 1 公司股权结构图	5
图表 2 公司的工程项目覆盖化学工程、环保工程、基础设施及实业	6
图表 3 公司主营业务覆盖工程研发、设计、承包、管理各个方面	7
图表 4 公司拥有丰富的资质资源	8
图表 5 公司拥有资质在工程领域地位高	8
图表 6 公司境内境外业务收入两开花	9
图表 7 公司营业收入变化	9
图表 8 公司毛利润及变化	9
图表 9 公司净利润变化	10
图表 10 公司毛利率和净利率	10
图表 11 2020 年各业务营业收入占比	10
图表 12 2020 年各业务毛利占比	10
图表 13 公司现金流变化	11
图表 14 公司净现比变化	11
图表 15 公司存货周转天数变化	11
图表 16 公司资产负债率变化	11
图表 17 公司化工、石化、新材料领域技术积累丰富	12
图表 18 公司研发费用历年情况	12
图表 19 公司研发费用率与可比公司对比	13
图表 20 公司研发人员数量及占比 (%)	13
图表 21 公司员工按学历统计变化	14
图表 22 公司技术人员占比变化	14
图表 23 公司人均创收、人均创利逐年升高	14
图表 24 尼龙 66 与尼龙 6 相比性能更加优秀	15
图表 25 目前全球己二腈产能集中，技术垄断	15
图表 26 英威达己二腈产能占到世界一半以上	15
图表 27 国内未列明腈基化合物的进口量维持高水平	16
图表 28 己二腈的主流生产工艺中丁二烯法最佳	16
图表 29 己二腈技术国产化历程	17
图表 30 尼龙项目建设单位股权情况	18
图表 31 天辰齐翔尼龙项目一期建设内容	18
图表 32 国内尼龙 66 产能分布及未来新增产能	18

# 1 中国化学是一流的工业工程公司

中国化学工程股份有限公司（简称“中国化学”）成立于 2008 年 9 月，由中国化学工程集团公司（主发起人）联合神华集团有限责任公司和中国中化集团公司共同发起设立。2010 年 1 月，中国化学在上海证券交易所成功上市。

公司最大的股东中国化学工程集团有限公司是国务院国有资产监督管理委员会直接管理的大型工业工程建设企业集团。公司旗下子公司既包括中国天辰工程有限公司（天辰）、赛鼎工程有限公司（赛鼎）、东华工程科技股份有限公司（东华）、中国五环工程有限公司（五环）、华陆工程科技有限责任公司（华陆）、中国成达工程有限公司（成达）等行业顶尖的设计承包工程公司，也包括中化二建集团有限公司（中化二建）、中国化学工程第三建设有限公司（中化三建）、中国化学工程第四建设有限公司（中化四建）、中国化学工程第六建设有限公司（中化六建）等建筑安装类公司。

图表 1 公司股权结构图



资料来源：wind，华安证券研究所

丰富的工程业绩，确立了公司在化学工程领域无可替代的领先优势。凭借优秀的工程设计施工管理水平、过硬的研发能力和强大的国家队背景，公司承建了我国 90% 以上的化工工程和 50% 以上的炼油石化工程建设任务，在海内外具有丰富的工程

业绩。代表项目如福建炼油乙烯一体化项目、中海油惠州炼油项目等化学工程项目，首都 T3 航站楼、天津海河特大桥安装工程等基建工程项目，还有地方市政环保工程项目和电站项目等。

图表 2 公司的工程项目覆盖化学工程、环保工程、基础设施及实业

化学工程



福建炼油乙烯一体化项目



中海油惠州 1200 万吨炼油裂催化项目

环保工程



济宁市污水处理厂污水深度处理工程



合肥市王小郢污水厂

基础设施



首都机场 T3 航站楼



天津海河特大桥钢结构制作安装工程

实业



印尼 Kaltim-2 电站项目

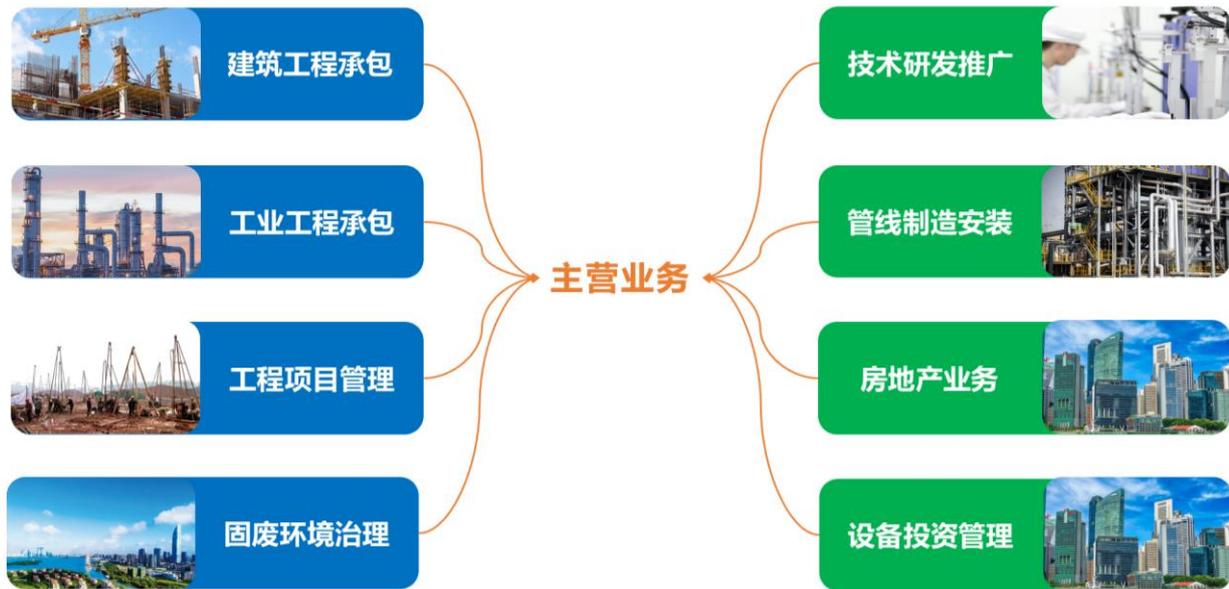


印尼巨港电站项目

资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司业务范围涵盖建筑工程、环境治理、实业及现代服务业等多方面，是我国工业工程领域内资质最为齐全、功能最为完备、业务链最为完整的国际工程公司，也是知识技术密集的国家知识产权示范企业。公司高度重视科学技术发展，拥有国家级企业技术中心、国家能源研发中心、省级企业技术中心、省级工程技术研究中心、博士后科研工作站等。

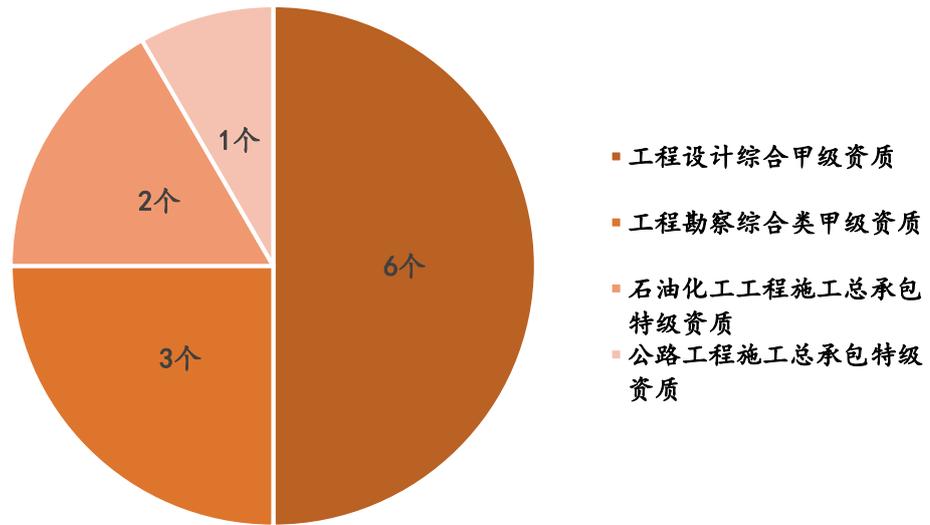
图表 3 公司主营业务覆盖工程研发、设计、承包、管理各个方面



资料来源：公司官网，华安证券研究所

产业链完整，资质齐全，公司是我国功能最完善的工业工程公司之一。石化工程、化工工程、煤化工工程都属于资金和技术双密集型行业，而且对承包设计和建设安装的公司资质有严格要求。公司拥有化工、石油化工行业工程设计甲级、工程勘察甲级、施工总承包一级、施工专业承包一级等资质共计 37 项，是国内同类企业中资质最为全面的工业工程公司；同时本公司下属子公司天辰、成达、华陆、五环拥有工程设计最高级别资质—综合甲级资质，可开展所有行业的工程设计、工程总承包业务，能为客户提供全方位的服务，充分发挥公司各业务板块之间的协同效应，为客户提供“一站式”工程服务。

图表 4 公司拥有丰富的资质资源



资料来源：公司官网，华安证券研究所

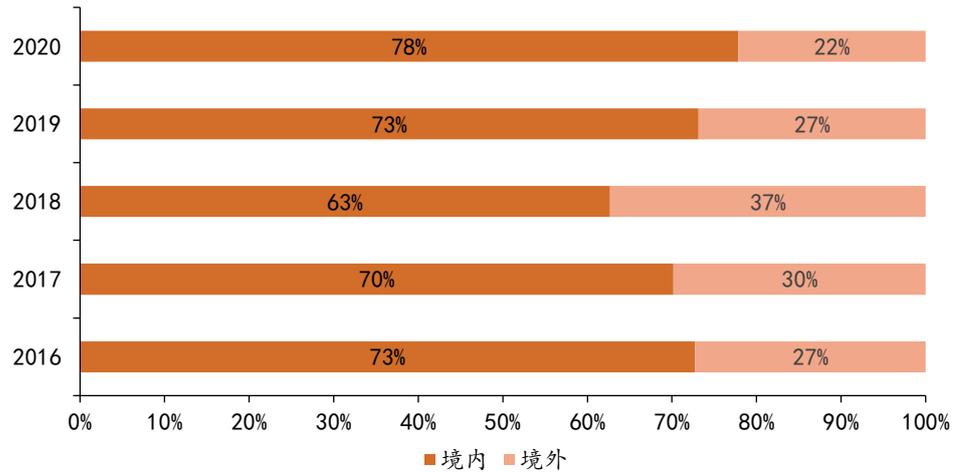
图表 5 公司拥有资质在工程领域地位高

资质名称	授权内容	地位
工程设计综合甲级资质	可承担电力、化工石化医药、核工业、铁道、公路、民航、市政、建筑等全部21个行业建设工程项目的设计业务，以及工程总承包业务、项目管理业务，其规模不受限制。并可承揽其取得的施工总承包一级资质证书（施工专业承包）许可范围内的工程总承包业务。	我国工程设计资质等级最高、涵盖业务领域最广、条件要求最严的资质
工程勘察综合类甲级资质	可承担各类建设工程项目的岩土工程、水文地质勘察、工程测量业务（海洋工程勘察除外），其规模不受限制（岩土工程勘察丙级项目除外）。	我国工程勘察类最高等级资质
石油化工工程施工总承包特级资质	可承担各类型石油化工工程的施工和检维修	我国建筑业企业石油化工方面最高等级专业资质
公路工程施工总承包特级资质	可承担各等级公路及其桥梁、隧道工程的施工	我国建筑业企业公路方面最高等级专业资质

资料来源：中华人民共和国住房和城乡建设部，华安证券研究所

公司在1984年进军海外，是中国第一个以国际通行工程承包方式走出去的企业。海外业务主要是承包业务范围内的化工产品工程以及公用工程等项目，国外项目在亚洲、欧洲、非洲、北美洲、南美洲和大洋洲均有分布。近年来公司积极响应国家“走出去”和“一带一路”倡议，更大力地推动海外市场发展，设立了中东分公司、俄罗斯分公司等境外机构九十处。同时在中东、中亚、东南亚、非洲相继开展项目，积累了大量资源和经验，为公司推进市场多元化战略奠定了坚实基础。

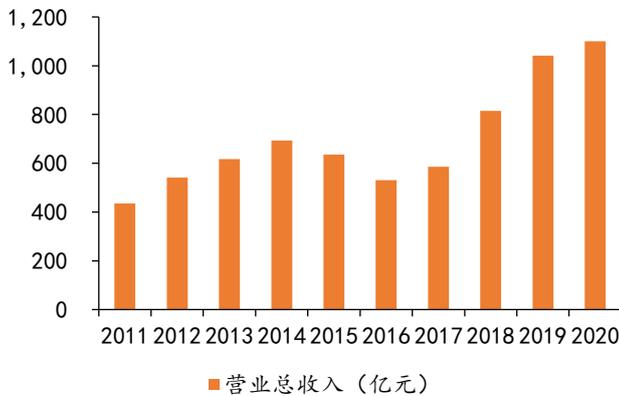
图表 6 公司境内境外业务收入两开花



资料来源: wind, 华安证券研究所

上市以来, 公司营业收入和毛利润基本呈上涨趋势, 2015 年、2016 年由于油价下跌、化工产能过剩、环保趋严等上游不景气因素, 影响了公司工程收入。自 2018 年以来, 上游行业进入景气通道, 公司营业收入、毛利润、净利润、毛利率、净利率连续三年上涨。

图表 7 公司营业收入变化



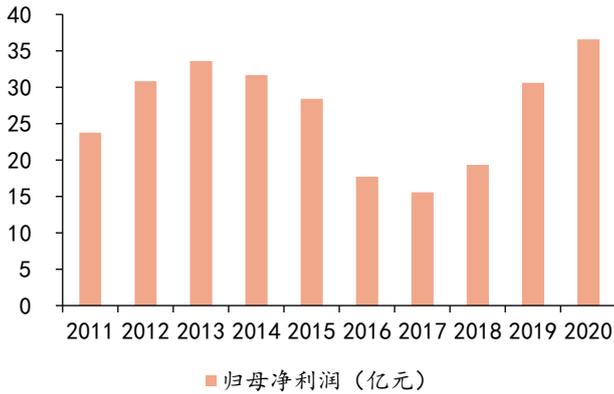
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司毛利润及变化



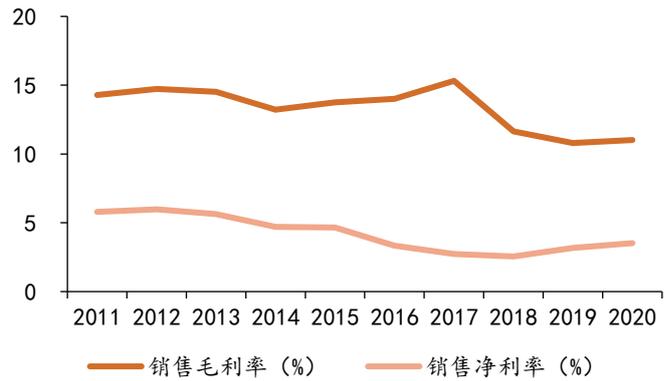
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司净利润变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

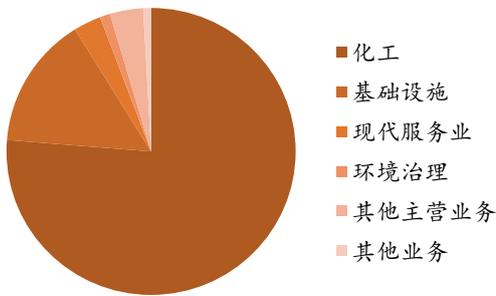
图表 10 公司毛利率和净利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

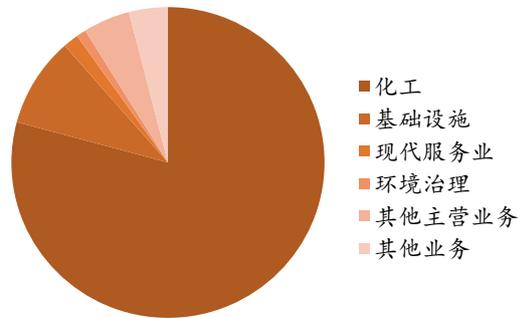
化学工程业务是公司传统的核心业务,是公司收入和利润的主要来源,占主要业务收入的绝大部分,2020年度化学工程业务实现毛利99.77亿元,同比增长19.8%,主要是因为公司深挖国内、国际市场潜力,全面提升整体经营业绩,加速推动项目落地,营业收入、毛利率较去年同期增加。基础设施业务、环境治理业务方面2020年营业收入有所下降,主要原因是在该板块有多个项目于2020年进入收尾阶段或完工,收入较前几年高峰期减少。现代服务业务的营业收入受新冠疫情的影响减少,随着疫情的缓解,该板块收入有望增长。

图表 11 2020 年各业务营业收入占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

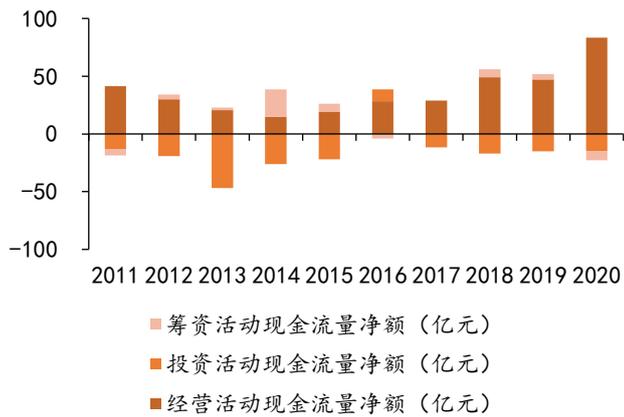
图表 12 2020 年各业务毛利占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

中国化学近五年的净现比(经营现金流/净利润)一直保持在1以上,盈利质量高,公司经营情况良好。2020年投资活动产生现金流量净流出14.66亿元,较2019年减少0.44亿元。主要由于2020年投资支付的现金同比减少。筹资活动产生的现金净流出为8.03亿元,上年同期为现金净流入4.74亿元。主要由于本期取得借款收到的现金减少。

图表 13 公司现金流变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

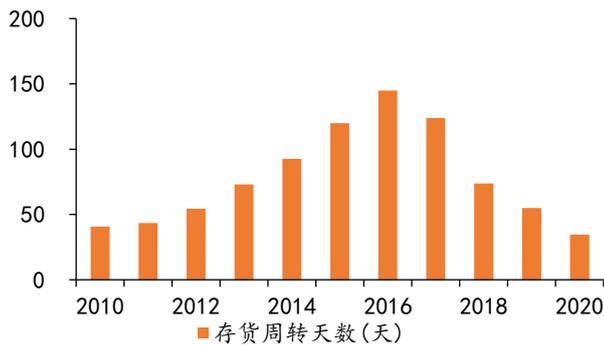
图表 14 公司净现比变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

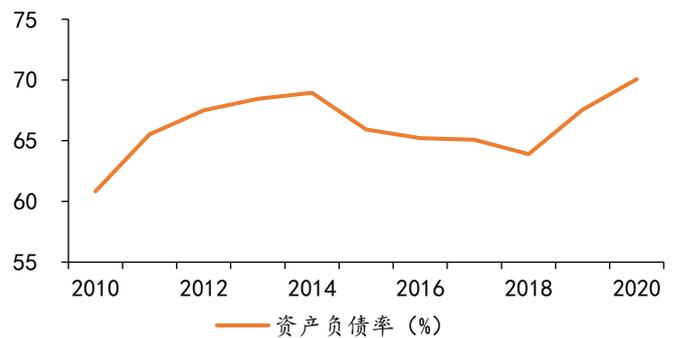
公司存货周转天数自 2016 年以来不断减少, 存货变现的速度增加, 存货形式占用资金的时间变短。存货的快速周转给公司带来了充足的现金流。公司近年来的资产负债率保持在 60%-70%之间, 稳定处于较安全的区间内。

图表 15 公司存货周转天数变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 公司资产负债率变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 研发是公司最宽的护城河

公司是技术、资金双密集型行业的优秀代表, 对研发的一贯投入和人才的重视筑牢公司长期成长的护城河。

研发实力雄厚, 技术先进, 为公司向其他工程领域的延展提供了可能。公司一贯重视研发, 凭借多年的投入和积累, 公司的核心技术优势日益凸显。在化工及石油化工工程领域拥有强大的核心技术优势, 在石油能源的替代产品如甲醇等、太阳能能源涉及的硅材料等能源产品工业化领域拥有一批专有技术或技术专长, 已取得授权专利 3500 余项, 使本公司在境内工业工程领域拥有较强的核心技术优势, 成为国内少数能运作超大型超复杂项目的工业工程公司之一。本公司凭借在化学工程领域长期的经验累积、雄厚的研发实力、先进的技术, 能够比较容易地进入其他相关工程领域, 使本公司业务具有很强的延展性。

公司下设“1 总院+多分院+N 平台”创新平台公司。总院是中化学科学技术研究院有限公司 (简称“中化学研究院”), 分院包括日本尖端化工技术研究所、天津化工

新材料分院、武汉煤化工清洁利用分院等多个分支结构，另外拥有近 20 家国家级科研平台。公司围绕国家战略需求、重点产业短板，在诸多领域积累了优势。

图表 17 公司化工、石化、新材料领域技术积累丰富

领域	技术	技术水平
化工、石化领域	氮肥、磷肥、复合肥	国际先进
	大型甲醇等碳一化工、纯碱、氯碱、聚氯乙烯	国际先进
	橡胶挤出专用设备	国际先进
	硝酸、硝铵、硫酸	国内领先
	炼油、乙烯、丙烯、聚烯烃、芳烃	国内先进
现代煤化工领域	掌握国际最先进煤化工技术，主持或参与研发多个先进煤气化技术，掌握煤制烯烃、煤制油、煤制天然气等核心技术，承建了绝大部分大型现代煤化工项目	
化工新材料领域	己内酰胺、己二腈、己二酸等尼龙系列产品	国际先进
	MDI、TDI 等聚氨酯系列产品	
	多晶硅、有机硅、硅基气凝胶等硅材料产品	
	苯酚丙酮、双酚 A 等聚碳酸酯领域	
精细化工领域	氟化物、钛白粉、甲乙酮、聚甲氧基二甲醚	国内领先

资料来源：公司官网，华安证券研究所

**研发支出占营业收入比重逐年上升。**研发投入体现公司对研发的重视程度，2016 年以来，公司研发支出金额及研发支出占营业收入比重均逐年上升，2020 年研发投入达到了 38 亿元，占营业收入的 3.47%。而同期公司归母净利润为 33.8 亿元，足以见得公司研发投入力度之大。

图表 18 公司研发费用历年情况



资料来源：wind，华安证券研究所

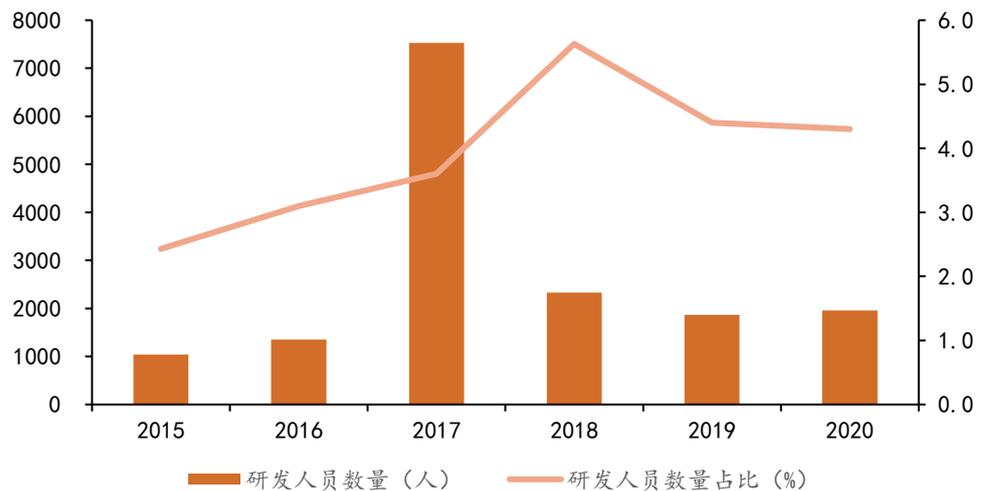
图表 19 公司研发费用率与可比公司对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

**管理团队经验丰富, 专业技术人才队伍雄厚。**公司拥有经验丰富的管理团队, 主要经营管理人员平均业内从业经验超过 30 年, 有助于公司继续保持在境内工业工程领域领先的市场地位, 有助于公司扩大在境外市场的份额。专业技术人才能够代表国内先进水平, 包括中国工程院院士、全国工程勘察设计大师 6 名, 省级石油和化工行业勘察设计大师 35 人, 享受国务院政府特殊津贴的专家 324 名。

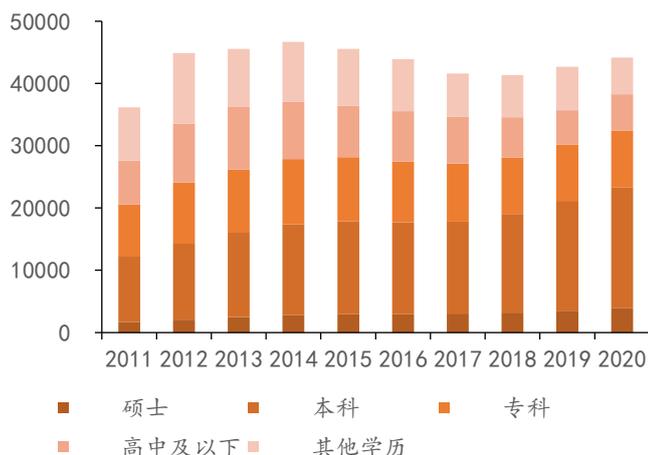
图表 20 公司研发人员数量及占比 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

从员工的数量上看, 每年员工的整体数量差异不大, 但从学历上看, 员工的学历普遍提高, 员工素质有明显增强。从技术人员占比情况看, 公司技术人员占比不断提升, 体现出企业对研发和技术的重视, 研发的队伍持续壮大, 人才竞争力不断提高。

图表 21 公司员工按学历统计变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

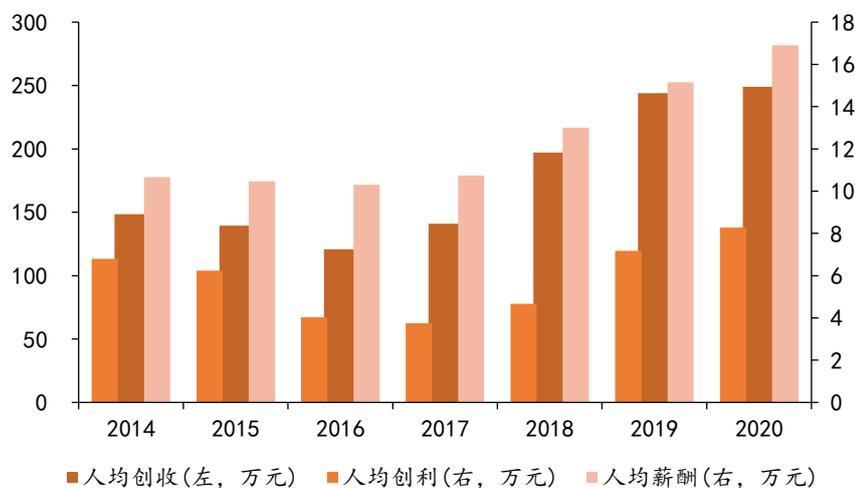
图表 22 公司技术人员占比变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

公司大力实施“一十百千”人才工程规划,着力加强科技人才队伍建设。制定了“四个15%”和“两个5年”等激励奖励政策,持续激发创新活力。高素质人才创收和创利能力更高,随着公司人均薪酬逐年提高,人均创收和创利水平也逐年提高。2020年人均创收达到249万元,人力创利超8万元。

图表 23 公司人均创收、人均创利逐年升高



资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3 尼龙项目投产在即, 公司再创新辉煌

尼龙66作为一种优秀的工程塑料和合成纤维,市场空间迟迟没有打开,是因为原料己二腈的生产技术“卡脖子”。近来公司丁二烯法己二腈生产技术已通过专家鉴定、中试装置阶段,控股孙公司天辰齐翔尼龙新材料项目采用自主开发的丁二烯法建设20万吨/年己二腈装置,有望打通己二腈-己二胺-尼龙66全产业链。不仅打破国外技术垄断,而且将充分享受广阔的尼龙66市场红利。

### 3.1 己二腈生产技术是“卡脖子”技术

虽然尼龙 66 是世界上第一种尼龙产品,但目前国内尼龙 66 的消费量不足尼龙 6 的七分之一。事实上,作为工程塑料和高档面料,尼龙 66 比尼龙 6 性能更加优秀。

图表 24 尼龙 66 与尼龙 6 相比性能更加优秀

性质	尼龙 6	尼龙 66	阐述
微观结构	氢键有两种排列方式,约 50%的排列有更长、更弱的倾斜氢键	氢键只有一种排列方式,直接排成一行	尼龙 66 氢键排列更紧密,平均氢键结合更强,结晶度更高
熔点, °C	225	263	熔点高工作温度更高、更加耐摩擦(摩擦生热)
拉伸模量, Mpa	2600	3200	数值越大代表材料受力越难变形即尺寸稳定性好,强度高
弯曲模量, Mpa	2400	2900	
吸水率, %	2.6	1.8	用作工程塑料更低的吸水率
抗渗透、抗污、易清洗	好	更好	渗透性更低能阻碍污渍渗透,同时在渗入前有更多时间清洗

资料来源: Invista, 华安证券研究所

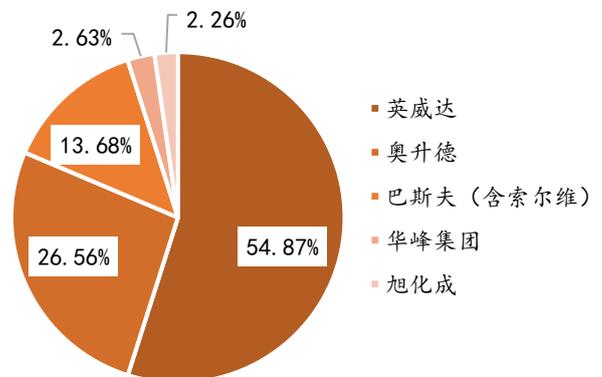
影响尼龙 66 需求释放的根本原因是成本,而成本高企的唯一原因就是:尼龙 66 关键原料己二腈的生产技术长期垄断在杜邦、奥升德、巴斯夫等几家巨头手中,产能释放缓慢,采购成本居高不下。目前全球己二腈产能 190 万吨/年,其中英威达一家占到 55%左右。国内的尼龙 66 生产企业多数从英威达进口。

图表 25 目前全球己二腈产能集中,技术垄断

厂家	产能	产能占比	生产工艺
英威达(不含在建)	104.3	54.87%	丁二烯法
奥升德	50.5	26.56%	丙烯腈法
巴斯夫(含索尔维)	26	13.68%	丁二烯法
华峰集团(不含在建)	5	2.63%	己二酸法
旭化成	4.3	2.26%	丙烯腈法
总计	190.1	100.00%	

资料来源: IHS Markit, 华安证券研究所

图表 26 英威达己二腈产能占到世界一半以上

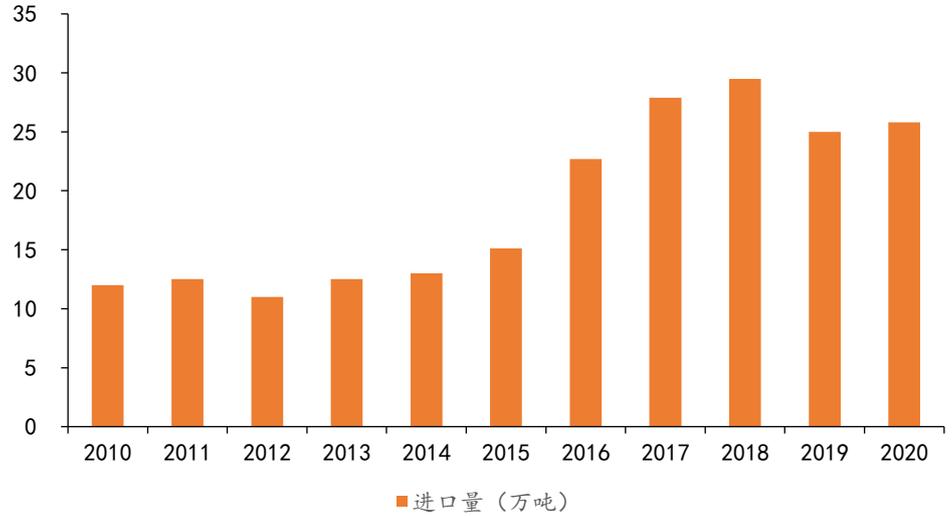


资料来源: IHS Markit, 华安证券研究所

近年来,国内己二腈的进口逐年增多,从 2010 年 12 吨增长到 2018 年近 30 万

吨，年均增长率达到 12%，充分说明尼龙 66 的需求旺盛，己二腈的国产化势在必行。

图表 27 国内未列明腈基化合物的进口量维持高水平



备注：根据我们分析和部分年份回溯，海关未列明腈基化合物以己二腈为主。

资料来源：中国海关，华安证券研究所

### 3.2 丁二烯法己二腈国产化技术突破意义重大

目前在技术方面，己二腈有三种生产工艺：丙烯腈法、丁二烯法和己二酸法。其中，丁二烯法以丁二烯、甲醇、氨为原料，原料价廉易得、路线短、无污染、能耗低、成本低，是目前最先进、最理想、最重要的生产工艺路线。目前丁二烯法被英威达和巴斯夫（含索尔维）联手垄断。

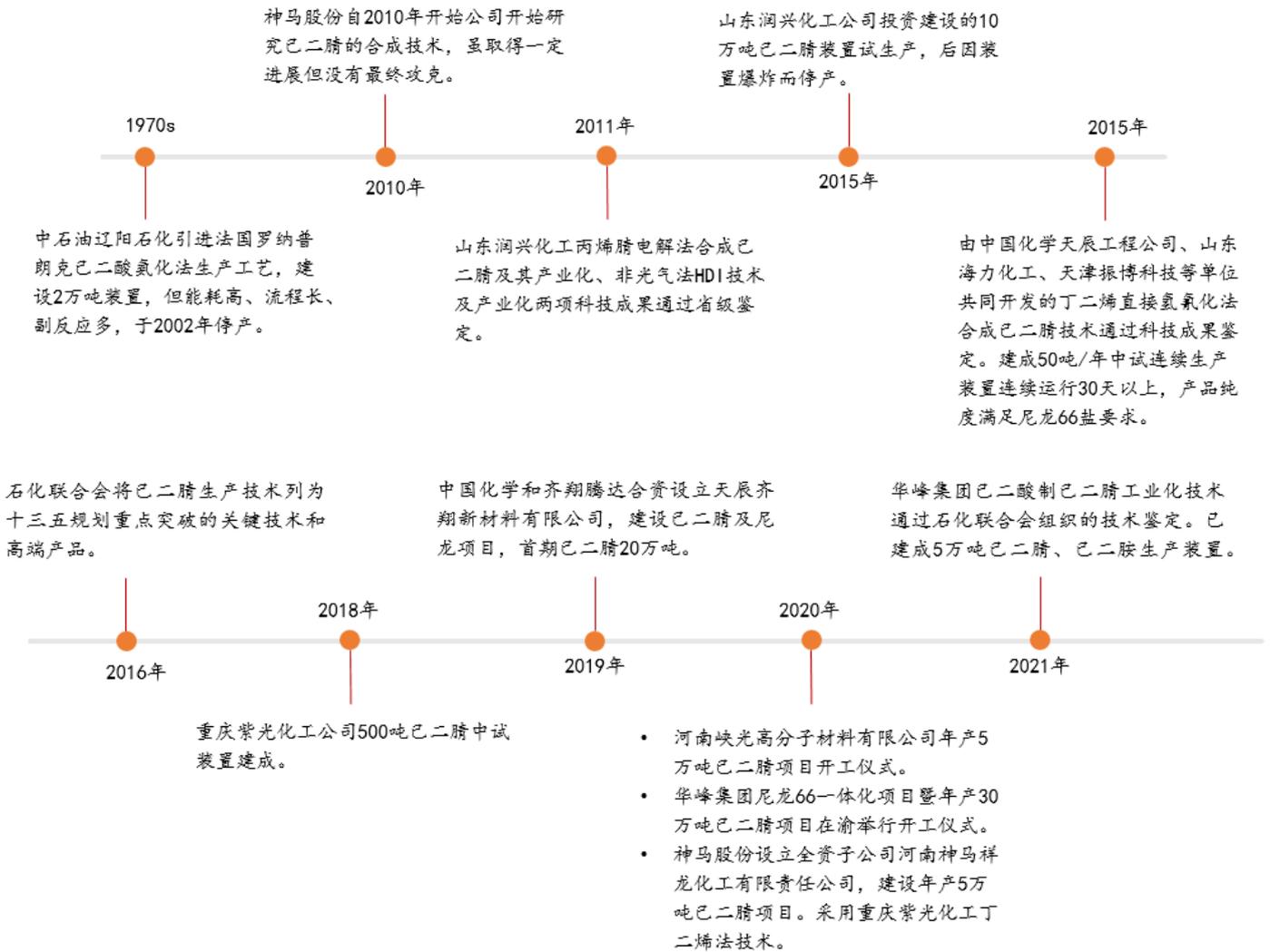
图表 28 己二腈的主流生产工艺中丁二烯法最佳

项目	丙烯腈法		丁二烯法	己二酸法
	有隔膜法	无隔膜法	直接氰化法	氰化法
原料成本	高	高	较高	较高
工艺路线	简单	简单	复杂	较复杂
能耗	高	一般	较低	高
生产规模	小	小	大	中
产品质量	一般	高	高	较低
收率	较低	较高	高	较低
环保	污染大	污染大	一般	一般
投资	较低	较低	高	较低
代表公司	旭化成	奥升德	英威达、巴斯夫	华峰集团

资料来源：cnki，华安证券研究所

国内企业先后尝试将己二酸法和丙烯腈法国产化，都有因为种种原因折戟。直到 2015 年公司对于丁二烯法己二腈实现突破。

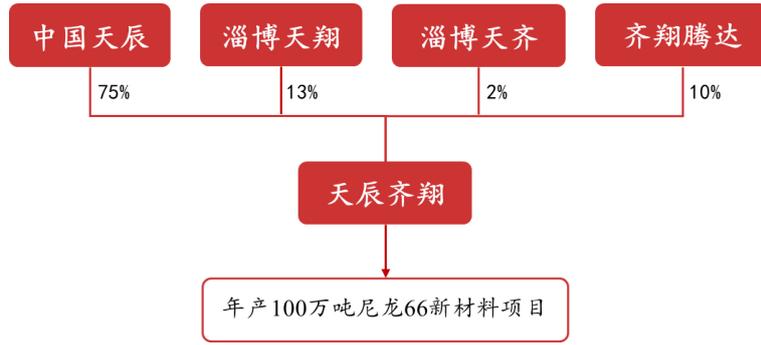
图表 29 己二腈技术国产化历程



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

丁二烯法最大难点在于在生产过程中组分复杂，主要组分之间沸点接近，制备己二腈过程中的产物分离纯化十分困难。天辰公司有丰富的工程设备设计经验。这个优势助力公司突破丁二烯法己二腈技术路线。在2015年自主研发的丁二烯法己二腈终于获得专家技术鉴定通过，50吨/年、2000吨/年的示范装置运行良好。2019年公司与齐翔腾达合资建立天辰齐翔公司，建设尼龙新材料项目。

图表 30 尼龙项目建设单位股权情况



资料来源：企查查，公司公告，华安证券研究所

项目总投资 200 亿元，以丙烯、丁二烯、天然气、甲醇、氨为主要原料，年生产 100 万吨尼龙新材料、50 万吨己二胺、50 万吨己二腈并联合产 50 万吨丙烯腈。项目分两期建设，一期投资 104 亿元。项目建成后将彻底打破国际巨头的尼龙技术垄断，填补国内技术和产业空白，满足国家对尼龙新材料产品的迫切需求。

图表 31 天辰齐翔尼龙项目一期建设内容

投资额	建设内容	产品
104 亿元	30 万吨/年氨氰酸/丙烯腈联产装置	25 万吨丙烯腈腈、10 万吨己二胺、5 万吨（一期）+15 万吨（二期）尼龙 66 盐切片、10 万吨硫酸铵、1 万吨乙腈、甲基戊二胺
	20 万吨/年己二腈装置	
	9 万吨/年氨氰酸装置	
	20 万吨/年己二腈加氢装置	
	20 万吨/年尼龙 66 装置	
	5 万吨/年氰化钠装置	

资料来源：环评报告，华安证券研究所

### 3.3 尼龙 66 市场格局极佳，公司占得先机

在《塑料系列之一：百年尼龙，二次腾飞》一文，我们判断尼龙 66 的市场空间将随着供给增加而扩大，即关键原料技术突破带来尼龙 66 产能扩张，进而带动下游消费空间释放。

图表 32 国内尼龙 66 产能分布及未来新增产能

公司	产能 (万 t/a)	占比	地域
当前产能			
神马股份 (神马工程塑料)	19	32%	河南
神马股份 (神马江苏新材料)	2.8	5%	江苏
神马股份 (福建神马)	0.8	1%	福建
英威达	19	32%	上海
华峰集团	8	13%	浙江
兴家化工新材料	4	7%	辽宁

华洋尼龙	3	5%	江苏
优纤科技	2	3%	辽宁
银珠化纺	1.6	3%	辽宁
<b>合计</b>	<b>60.2</b>	<b>100%</b>	
<b>未来新增产能</b>			
<b>公司</b>	<b>产能 (万 t/a)</b>	<b>拟投产时间</b>	<b>所在地区</b>
旭阳集团	60	-	山东
天辰齐翔	20	2021 年底	山东
河南峡光	20	2025 年前	河南
曙光惠生	20	-	安徽
神马股份	3	2021 年	河南
新力新材	3	2021 年	浙江
<b>合计</b>	<b>126</b>		

资料来源：环评报告，百川盈孚，华安证券研究所

根据我们之前报告的测算，2025 年全国尼龙 66 总需求量将在 132 万吨左右，2021-2025 年年均复合增速为 25%；2030 年全国尼龙 66 总需求量将在 288 万吨左右，2026-2030 年年均复合增速为 17%。公司尼龙项目产能释放将与尼龙需求同步，将给公司业绩增长带来重大贡献。

## 风险提示：

示范装置工程放大带来风险；  
原料、产品价格大幅波动风险；  
规划及在建尼龙项目建设进度不及预期风险；  
尼龙关键原料生产工艺技术泄密导致技术扩散风险；  
装置运行安全风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	105926	112182	128434	146709	
现金	38868	39554	46863	53850	
应收账款	17558	24889	27961	29642	
其他应收款	3454	5232	6091	6192	
预付账款	6702	8642	9226	10294	
存货	4201	14689	14340	13491	
其他流动资产	35143	19175	23953	33238	
<b>非流动资产</b>	30082	34767	36789	39723	
长期投资	1521	1521	1521	1521	
固定资产	11388	15184	16986	19583	
无形资产	2387	3183	3570	3914	
其他非流动资产	14786	14880	14712	14704	
<b>资产总计</b>	136008	146949	165223	186431	
<b>流动负债</b>	87774	93927	105078	117604	
短期借款	319	0	0	0	
应付账款	48817	48640	57492	65396	
其他流动负债	38638	45286	47587	52208	
<b>非流动负债</b>	7510	7510	7510	7510	
长期借款	5382	5382	5382	5382	
其他非流动负债	2128	2128	2128	2128	
<b>负债合计</b>	95284	101437	112588	125114	
少数股东权益	3063	3327	3733	4196	
股本	4933	4933	4933	4933	
资本公积	5653	5653	5653	5653	
留存收益	27075	31601	38316	46536	
归属母公司股东权益	37661	42186	48902	57121	
<b>负债和股东权益</b>	136008	146949	165223	186431	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	8329	8997	11138	11967	
净利润	3659	4525	6716	8219	
折旧摊销	1140	2555	1404	1585	
财务费用	984	385	377	377	
投资损失	-75	-64	-117	-107	
营运资金变动	1682	902	2208	1239	
其他经营现金流	2915	4317	5058	7634	
<b>投资活动现金流</b>	-1466	-7607	-3452	-4603	
资本支出	-857	-7671	-3569	-4710	
长期投资	-351	0	0	0	
其他投资现金流	-258	64	117	107	
<b>筹资活动现金流</b>	-803	-704	-377	-377	
短期借款	16	-319	0	0	
长期借款	-607	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	6	0	0	0	
其他筹资现金流	-218	-385	-377	-377	
<b>现金净增加额</b>	5697	686	7308	6988	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	109995	127628	147936	163576	
营业成本	97519	113137	130186	142983	
营业税金及附加	298	484	493	536	
销售费用	388	524	584	631	
管理费用	2260	2994	3233	3591	
财务费用	532	-8	-55	-127	
资产减值损失	-80	-430	-143	-191	
公允价值变动收益	4	0	0	0	
投资净收益	75	64	117	107	
<b>营业利润</b>	4612	5893	8550	10455	
营业外收入	71	0	0	0	
营业外支出	139	0	0	0	
<b>利润总额</b>	4544	5893	8550	10455	
所得税	702	1104	1428	1773	
<b>净利润</b>	3842	4789	7122	8682	
少数股东损益	183	263	407	463	
<b>归属母公司净利润</b>	3659	4525	6716	8219	
EBITDA	6867	8631	9730	11765	
EPS (元)	0.71	0.92	1.36	1.67	

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.6%	16.0%	15.9%	10.6%
营业利润	18.8%	27.8%	45.1%	22.3%
归属于母公司净利	19.5%	23.7%	48.4%	22.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	11.3%	11.4%	12.0%	12.6%
净利率 (%)	3.3%	3.5%	4.5%	5.0%
ROE (%)	9.7%	10.7%	13.7%	14.4%
ROIC (%)	10.3%	9.6%	11.8%	12.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	70.1%	69.0%	68.1%	67.1%
净负债比率 (%)	234.0%	222.9%	213.9%	204.0%
流动比率	1.21	1.19	1.22	1.25
速动比率	0.81	0.85	0.86	0.87
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.81	0.87	0.90	0.88
应收账款周转率	6.26	5.13	5.29	5.52
应付账款周转率	2.00	2.33	2.26	2.19
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.71	0.92	1.36	1.67
每股经营现金流薄)	1.69	1.82	2.26	2.43
每股净资产	7.63	8.55	9.91	11.58
<b>估值比率</b>				
P/E	7.91	8.85	5.96	4.87
P/B	0.77	0.95	0.82	0.70
EV/EBITDA	-0.54	0.74	-0.09	-0.67

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 刘万鹏, 德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士, 主要从事生物半导体、生物机械领域研究, 共发表 10 篇国际论文, 引用数超 600 次, 申请 5 项国家发明专利; 天津大学化工学士; 2 年央企战略规划经验, 5 年化工卖方研究经验; 2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名; 2019 年“新财富”化工行业团队入围。

**联系人:** 王鹏, 天津大学化工硕士、应用化学学士, 4 年能源化工央企工作经历, 多次担任项目投资评估及市场研究负责人。

## 重要声明

### 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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 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;
- 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。