

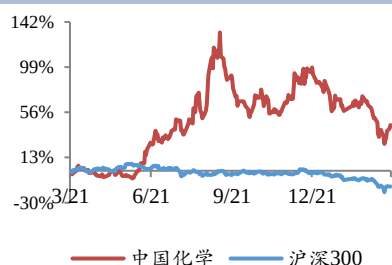
向高附加值材料转型，多个项目迎来突破

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-03-23

收盘价（元） **9.33**
近 12 个月最高/最低（元） **15.07/6.02**
总股本（百万股） **6,109**
流通股本（百万股） **5,757**
流通股比例（%） **94.22**
总市值（亿元） **570**
流通市值（亿元） **537**

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

- 1.厚积薄发，进军天然碱和磷化工大有可为 2021-10-30
- 2.订单/营收保增长，布局碳中和未来可期 2021-10-17
- 3.碳中和解决方案提供商 2021-08-30

主要观点：

● 事件描述：

2022 年 3 月 22 日公司发布公告，公司控股子公司天辰齐翔尼龙新材料项目（一期）配套丙烯腈联产装置一次性开车成功，截至当前装置顺利产出丙烯腈优级品，生产运行稳定。公司将按计划推进己二胺装置、己二腈装置的生产运行，全力保障己二腈产品的顺利产出。

● 2022 年开年经营稳健向好，新签合同金额大幅上涨

截至 2022 年 2 月，公司累计实现营业收入 238.58 亿元；累计新签合同额 767.42 亿元。其中，建筑工程承包 524 个，勘察设计监理咨询 338 个。从地区分布上看，境内合同金额达 671.5 亿元，同比增长 83.83%；境外合同金额达 95.92 亿元，同比增长 118.3%。

图表 1 新签订合同金额统计

业务类型	数量	合同金额	同比增减
建筑工程承包	624	734.01	-
化学工程	523	529.44	-
基础设施	89	181.96	-
环境治理	12	22.61	-
勘察设计监理咨询	338	6.4	-
实业及新材料销售	-	18.16	-
现代服务业	-	8.07	-
其他	-	0.78	-
合计	962	767.42	87.53%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 三大项目顺利推进投产，加速新材料赛道转型

公司在建己二腈—尼龙新材料、气凝胶、可降解塑料三个化工新材料项目顺利推进，同时多个项目取得突破性进展：

- 1) 天辰齐翔己二腈项目已整体进入中交、投料试生产交错期，生产所需的大宗化工原料已进场。根据现场进度介绍，丙烯腈装置已产出合格丙烯腈产品，预计己二胺装置将于 2022 年 3 月底产出合格己二胺产品，预计己二腈装置将于 2022 年 4 月上旬产出合格己二腈产品。
- 2) 华陆新材气凝胶项目于 2022 年 2 月 27 日一次性开车成功，当前已产出第一批合格硅基纳米气凝胶复合绝热毡产品。
- 3) 公司子公司化学工业第三设计院有限公司下属企业中化学天业新材料有限公司打造的可降解塑料 PBAT 项目一期年产 10 万吨 PBAT 项目已顺利

机械竣工，整体进入了开车、试生产阶段。

公司拟投资 150 亿元，建设 60 万吨/年环氧丙烷、90 万吨/年过氧化氢、20 万吨/年尼龙 66、10 万吨/年尼龙 12 等项目。公司加速尼龙新材料领域布局，同步探索在其他地区规划多个尼龙新材料项目，将自有技术逐步产业化。公司有望增强在尼龙行业的话语权，同时带来新的利润增量。

● 依托丰富技术储备，“纯碱+磷化工”双管齐下布局新能源、电子赛道

纯碱：锂离子电池重要正极材料碳酸锂和光伏组件核心光伏玻璃的生产都需要用到纯碱。目前纯碱的生产方法可分为天然碱法和化学合成法两种，其中化学合成法又可分为联碱法和氨碱法两种。从全球范围看，天然碱法制纯碱以其独特的优势成为主流的制纯碱工艺。天然碱法制纯碱的投资、生产制造成本更低，而且具有不排废渣、废液的环保优势。在双碳背景下天然碱法深度影响纯碱行业的供需已经逐渐成为趋势。

中国化学在天然纯碱、合成纯碱的工程建设有丰富经验。2018 年建成全球在运行最大规模的天然碱项目——土耳其卡赞天然碱项目，2019 年承接当时全球在建最大的天然碱项目——美国太平洋天然碱项目。2020 年中国化学承接阿拉善塔木素天然碱开发利用项目，2021 年 4 月举行装置区开工仪式，建设产能为年产 780 万吨纯碱、80 万吨小苏打加工装置。根据百川资讯最新统计，全国纯碱总有效产能 3231 万吨，该项目建设后项目产能占有率将达到 20%。未来随着光伏、新能源持续发展，中国化学天然纯碱的工程技术将打开新增长极。

磷化工：磷酸作为一种基础化工原料，可以制备农业中的磷肥、食品中的添加剂、电子工业中的芯片基础材料等。中国化学旗下五环公司长期深耕磷化工领域。2012 年自主研发出“半水-二水法磷酸装置技术”填补国内空白，具有能耗低、磷收率高、成品酸质量好、石膏品质好、运行成本低等优势，为国内磷化工产业的蓬勃发展奠定基础。2020 年 9 月 2 日，由五环公司总承包的目前全球规模最大的兴发 38 万吨/年磷酸项目采用“半水-二水湿法磷酸”工艺装置一次投料成功。

此外，五环公司以磷酸技术为基础逐步深入磷化工环保节能技术研发，进而开发芯片基础材料。

磷化工环保方案提供商：针对目前制约磷化工发展的环保问题，五环公司首创针对“三磷”问题的整体技术解决方案。一是源头减量化，推广先进的磷酸绿色生产工艺“半水-二水法”，提高磷收率，减少磷石膏中的磷含量。二是通过对磷石膏进行在线改性，回收磷石膏渣浆中的水溶磷，固定磷石膏中可溶性磷、氟和有机质，使其酸碱度调整为接近中性，性质与天然石膏接近。磷石膏堆存浸出液指标可达到地表 III 类水标准，从根本上消除磷石膏堆存安全、环保风险，为磷石膏大规模综合利用创造良好条件。三是通过含磷水的资源化利用，将磷化工企业的低浓度含磷水中的水溶磷生产为磷酸盐产品，水质提升到接近生产给水标准，在解决环保问题的同时，提高经济效益。通过整体技术解决方案，将磷化工企业的环保问

题通盘解决，并实现资源化、循环化。

依托磷化工进军芯片材料领域：2021年3月17日，五环公司与湖北兴发集团签署电子化学品专区系列产品项目合作框架协议，主要围绕电子化学品、电子级特气、电子级电镀液及电子级硅材料等进行研发、攻关和产业化，旨在突破芯片国产化“卡脖子”问题，是全国第二个、中部地区第一个电子化学品专区。

未来在芯片新材料高速发展、环保日益趋严的背景下，公司在磷化工方面的工艺技术和环保解决方案将得到更广阔的应用。

公司作为一流工程公司，技术底蕴深厚，研发创新能力强，不仅在传统大化工领域积累丰富经验，而且在天然碱、磷化工等领域也实现自主研发的突破。在碳中和时代，公司一方面可以推动自主研发的POE、POM、ASA等众多新材料实现工业化来进一步完善新材料布局，实现实业板块更大发展，另一方面凭借诸多减碳、固碳的技术手段以及绿色磷化工的环保发展路径，公司有望成为双碳时代碳中和解决方案的综合服务提供商，成长可期。

● “聚焦主业+高附加值材料延伸”一体化发展战略，公司未来发展可期

近年来，公司突出化学工程优势业务，拓展基础设施业务，同时加快战略新兴产业布局促进实业发展，坚持聚焦主业，向高附加值的实业领域延伸，形成一体化优势。公司以被国外垄断的、国内没有工业化生产的化工新材料技术为主攻方向，积极打造化工领域原创技术“策源地”。公司成功开发了“丁二烯直接氢氰化法”生产己二腈技术，打破了国外对己二腈技术的垄断，填补国内行业空白。

公司还对旗下二级企业设计分级分类差异化的业绩考核机制，对业绩指标完成好的企业，加大奖励；对三级企业采取风险抵押模式加强工程项目的精细化管理，建立起了适合公司发展实际的有效激励机制。公司未来将不断延伸实业板块的产品链、产业链、价值链，走向更广阔的市场。

● 投资建议

预计公司2021-2023年归母净利润分别为45.2、67.2、82.2亿元，同比增速为23.7%、48.4%、22.4%。对应PE分别为12.6、8.5、6.9倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

产能投放不及预期、化工项目审核收紧、企业安全生产等。

● 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	4524	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	0.74	1.10	1.35
P/E	9.80	12.60	8.49	6.94
P/B	0.95	1.35	1.17	1.00
EV/EBITDA	-0.54	1.43	0.52	-0.16

资料来源: wind, 华安证券研究所

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					
流动资产	105926	112181	128434	146708					
现金	38868	39554	46862	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					
非流动资产	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					
资产总计	136008	146948	165223	186431					
流动负债	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					
非流动负债	7510	7510	7510	7510					
长期借款	5382	5382	5382	5382					
其他非流动负债	2128	2128	2128	2128					
负债合计	95284	101437	112588	125114					
少数股东权益	3063	3326	3733	4196					
股本	4933	4933	4933	4933					
资本公积	5653	5653	5653	5653					
留存收益	27075	31600	38316	46535					
归属母公司股东权	37661	42185	48901	57121					
负债和股东权益	136008	146948	165223	186431					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	8329	8996	11138	11967					
净利润	3659	4524	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	4316	5059	7634					
投资活动现金流	-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					
筹资活动现金流	-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					
现金净增加额	5697	685	7309	6988					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E					
营业收入	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	-7	-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					
营业利润	4612	5892	8550	10455					
营业外收入	71	0	0	0					
营业外支出	139	0	0	0					
利润总额	4544	5892	8550	10455					
所得税	702	1104	1428	1773					
净利润	3842	4788	7123	8682					
少数股东损益	183	263	407	463					
归属母公司净利润	3659	4524	6716	8219					
EBITDA	6867	8631	9730	11765					
EPS (元)	0.71	0.74	1.10	1.35					

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
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%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标 (元)				
每股收益	0.71	0.74	1.10	1.35
每股经营现金流	1.36	1.47	1.82	1.96
每股净资产	6.16	6.90	8.00	9.35
估值比率				
P/E	9.80	12.60	8.49	6.94
P/B	0.95	1.35	1.17	1.00
EV/EBITDA	-0.54	1.43	0.52	-0.16

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。