

中国化学（601117）

己二腈项目全面投产，实业转型里程碑

公司近日发布关于尼龙新材料项目实施进展的公告，其控股子公司天辰齐翔新材料有限公司尼龙新材料项目一期继丙烯腈装置、己二胺装置成功开车后，20万吨/年己二腈装置顺利打通全流程，开车成功并产出己二腈优级产品。

己二腈项目全面投产，公司实业转型里程碑

己二腈是生产尼龙66的核心原料，是聚酰胺和特种聚氨酯产业链中的关键一环，己二腈供给被少数跨国企业垄断是制约我国尼龙66产业发展的关键因素，而尼龙66在国民经济中有广泛应用。公司全资子公司中国天辰工程自主研发并拥有自主知识产权的“丁二烯直接氢氰化法合成己二腈技术”已打破己二腈技术壁垒。

2019年公司联合齐翔腾达投资建设尼龙66新材料项目，核心装置包括年产20万吨己二腈装置、年产30万吨丙烯腈联产氢氰酸装置。其中己二腈项目为国内首台套采用自有技术、解决我国高端聚酰胺新材料产业链“卡脖子”难题、开创工业化生产的标志性项目。继尼龙新材料项目（一期）配套丙烯腈联产装置、己二胺装置于2022/03一次性开车成功之后，近日己二腈项目亦成功开车。公司已二腈项目开车打破了国外对我国己二腈的技术封锁和垄断，填补了国内技术和产业空白，补齐了产业链短板，对促进我国高端聚酰胺产业长效安全健康发展具有重要意义。同时，己二腈项目作为公司重点投资建设的实业及新材料项目之一，其成功投产意味着公司在打造“工业工程领域综合解决方案服务商、高端化学品及先进材料供应商”征程中进一步迈出了坚实步伐。

“十四五”实业转型有雄心、有基础

公司是一家集研发、投资、勘察、设计、采购、建造和运营一体化的知识密集型工程建设企业，是目前行业内资质最齐全、功能最完备、业务链最完整、知识技术相对密集的工程公司。公司21年发布的十四五规划提出要“打造高端化学品和先进材料供应商”，并明确十四五末实业业务收入占比提升至15%（vs 21fy占比约5%），体现发展实业新材料业务的决心。己二腈项目之外，前期已有部分实业项目开车运行，主要包括：1）己内酰胺项目：2016年于福建投建尼龙6关键单体原料己内酰胺项目，产能提升至33万吨/年，创全球单线最大产能。该项目持续保持稳定运行，产品质量国内最优，经济效益显著；2）华陆新材气凝胶项目：于2022/02/27一次性开车成功，当前已产出第一批合格硅基纳米气凝胶复合绝热毡产品。

期待更多实业项目产业化，“十四五”或蝶变，维持“买入”评级

尼龙新材料项目全面投产，是公司实业转型里程碑事件；继续关注福建泉港60万吨/年环氧丙烷项目、宜昌新材料创新产业园一期工程（产品预计包括高端磷基材料、新型氟材料、高端生物基新材料及高端化学品）推进进展，且更多实业项目产业化前景亦值得重视，“十四五”公司有望蝶变。维持前期盈利预测，预计公司22-24年归母净利润分别为60/79/90亿，yoy分别+30%/31%/14%。维持公司目标价16.22元，对应公司22年PE 16x，维持“买入”评级。

风险提示：己二腈项目销售风险、转型执行力低于预期、减值风险

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 109,994.81 | 137,918.59 | 161,814.90 | 185,782.68 | 208,669.73 |
| 增长率(%) | 5.63 | 25.39 | 17.33 | 14.81 | 12.32 |
| EBITDA(百万元) | 10,933.93 | 12,637.27 | 10,433.20 | 13,720.50 | 15,159.22 |
| 净利润(百万元) | 3,658.84 | 4,633.42 | 6,026.01 | 7,888.95 | 8,973.09 |
| 增长率(%) | 19.51 | 26.64 | 30.06 | 30.92 | 13.74 |
| EPS(元/股) | 0.60 | 0.76 | 0.99 | 1.29 | 1.47 |
| 市盈率(P/E) | 17.97 | 14.19 | 10.91 | 8.33 | 7.33 |
| 市净率(P/B) | 1.75 | 1.36 | 1.24 | 1.11 | 0.99 |
| 市销率(P/S) | 0.60 | 0.48 | 0.41 | 0.35 | 0.32 |
| EV/EBITDA | (1.41) | 1.48 | 0.37 | (0.26) | (1.02) |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 建筑装饰/专业工程 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 10.76元 |
| 目标价格 | 16.22元 |

基本数据

| | |
|-------------|------------|
| A股总股本(百万股) | 6,109.47 |
| 流通A股股本(百万股) | 5,756.53 |
| A股总市值(百万元) | 65,737.90 |
| 流通A股市值(百万元) | 61,940.26 |
| 每股净资产(元) | 8.05 |
| 资产负债率(%) | 70.19 |
| 一年内最高/最低(元) | 15.42/7.77 |

作者

武慧东 分析师
SAC执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

吴红艳 联系人
wuhongyan@tfzq.com

股价走势



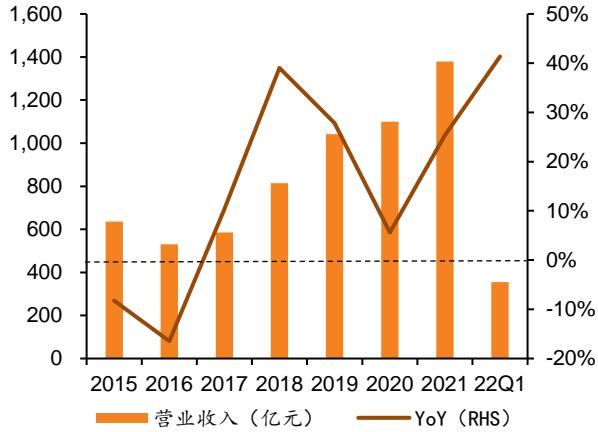
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国化学-年报点评报告:符合预期，期待盈利能力好转，重视新材料转型前景》2022-04-28
- 《中国化学-公司点评:22q1新签收入高增，尼龙新材料项目全面投产在即》2022-04-13
- 《中国化学-公司深度研究:央企系列5：怎么看化学实业新材料业务前景？》2022-03-30

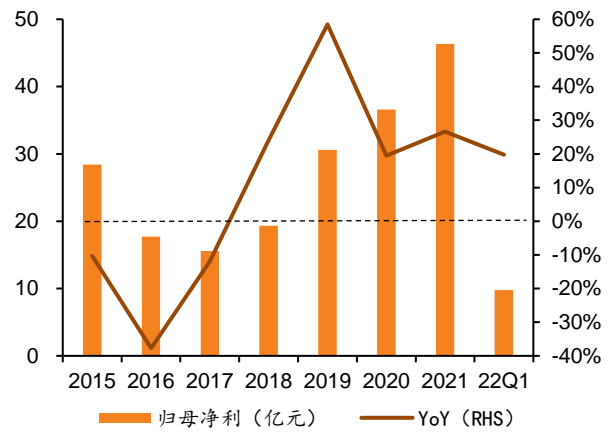
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：可比公司估值情况

| 股票代码 | 公司名称 | 市值 亿元 | 收盘价 元 | EPS 元/股 | | | | P/E | | | |
|------------------|------------|----------|----------|---------|------|------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | 21A | 22E | 23E | 24E | 21A | 22E | 23E | 24E |
| 工程等业务可比公司 | | | | | | | | | | | |
| 002140.SZ | 东华科技 | 54 | 9.94 | 0.46 | 0.66 | 0.81 | 0.93 | 21.8 | 15.0 | 12.3 | 10.7 |
| 601669.SH | 中国电建 | 1,098 | 7.25 | 0.57 | 0.70 | 0.82 | 0.95 | 12.7 | 10.3 | 8.9 | 7.6 |
| 600583.SH | 海油工程 | 187 | 4.22 | 0.08 | 0.19 | 0.22 | 0.27 | 50.5 | 22.6 | 19.6 | 15.4 |
| 601618.SH | 中国中冶 | 676 | 3.26 | 0.40 | 0.47 | 0.54 | 0.63 | 8.1 | 6.9 | 6.0 | 5.2 |
| 601800.SH | 中国交建 | 1,311 | 8.11 | 1.11 | 1.28 | 1.45 | 1.59 | 7.3 | 6.3 | 5.6 | 5.1 |
| | 平均值 | | | | | | | 20.1 | 12.2 | 10.5 | 8.8 |
| | 中位数 | | | | | | | 12.7 | 10.3 | 8.9 | 7.6 |
| 实业业务可比公司 | | | | | | | | | | | |
| 600810.SH | 神马股份 | 93 | 8.87 | 2.05 | 2.26 | 2.49 | 2.72 | 4.3 | 3.9 | 3.6 | 3.3 |
| 600309.SH | 万华化学 | 2,628 | 83.70 | 7.85 | 7.38 | 8.67 | 9.79 | 10.7 | 11.3 | 9.7 | 8.6 |
| 603256.SH | 宏和科技 | 62 | 6.99 | 0.14 | 0.16 | 0.22 | 0.28 | 49.7 | 43.8 | 31.7 | 25.4 |
| | 平均值 | | | | | | | 21.6 | 19.7 | 15.0 | 12.4 |
| | 中位数 | | | | | | | 10.7 | 11.3 | 9.7 | 8.6 |
| 601117.SH | 中国化学 | 657.4 | 10.76 | 0.76 | 0.99 | 1.29 | 1.47 | 14.2 | 10.9 | 8.3 | 7.3 |

注：股价时间 2022/07/29；除中国化学外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金 | 38,868.25 | 44,344.60 | 54,991.01 | 62,547.52 | 74,900.72 |
| 应收票据及应收账款 | 24,891.51 | 31,687.86 | 33,795.70 | 40,355.06 | 41,771.25 |
| 预付账款 | 6,702.28 | 15,283.54 | 10,132.06 | 18,712.29 | 13,855.03 |
| 存货 | 4,201.20 | 5,219.43 | 5,670.81 | 6,688.60 | 7,266.05 |
| 其他 | 7,579.99 | 11,259.03 | 44,649.35 | 52,720.75 | 56,151.81 |
| 流动资产合计 | 82,243.23 | 107,794.46 | 149,238.93 | 181,024.22 | 193,944.86 |
| 长期股权投资 | 1,521.00 | 2,018.09 | 2,018.09 | 2,018.09 | 2,018.09 |
| 固定资产 | 11,387.76 | 11,123.72 | 10,921.73 | 10,683.22 | 10,408.13 |
| 在建工程 | 485.28 | 3,994.22 | 3,995.37 | 3,996.30 | 3,997.04 |
| 无形资产 | 2,392.38 | 3,550.09 | 3,251.15 | 2,952.21 | 2,653.26 |
| 其他 | 14,295.31 | 19,151.44 | 16,856.21 | 17,478.50 | 17,755.81 |
| 非流动资产合计 | 30,081.72 | 39,837.56 | 37,042.55 | 37,128.32 | 36,832.33 |
| 资产总计 | 136,008.15 | 177,896.04 | 186,281.48 | 218,152.53 | 230,777.19 |
| 短期借款 | 319.39 | 518.39 | 518.39 | 518.39 | 518.39 |
| 应付票据及应付账款 | 52,377.02 | 63,340.44 | 70,428.90 | 81,386.87 | 90,023.93 |
| 其他 | 18,118.48 | 24,206.32 | 48,800.94 | 62,443.90 | 58,346.81 |
| 流动负债合计 | 70,814.88 | 88,065.16 | 119,748.24 | 144,349.16 | 148,889.13 |
| 长期借款 | 5,381.72 | 5,977.17 | 5,977.17 | 5,977.17 | 5,977.17 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 2,128.27 | 2,860.78 | 2,860.78 | 2,860.78 | 2,860.78 |
| 非流动负债合计 | 7,509.99 | 8,837.94 | 8,837.94 | 8,837.94 | 8,837.94 |
| 负债合计 | 95,284.16 | 125,394.89 | 128,586.18 | 153,187.11 | 157,727.08 |
| 少数股东权益 | 3,063.14 | 4,301.93 | 4,660.95 | 5,560.83 | 6,399.84 |
| 股本 | 4,933.00 | 6,109.47 | 6,109.47 | 6,109.47 | 6,109.47 |
| 资本公积 | 5,652.50 | 14,698.23 | 14,667.42 | 14,667.42 | 14,667.42 |
| 留存收益 | 24,560.48 | 27,590.17 | 32,456.11 | 38,826.36 | 46,072.03 |
| 其他 | 2,514.87 | (198.65) | (198.65) | (198.65) | (198.65) |
| 股东权益合计 | 40,723.99 | 52,501.16 | 57,695.29 | 64,965.42 | 73,050.11 |
| 负债和股东权益总计 | 136,008.15 | 177,896.04 | 186,281.48 | 218,152.53 | 230,777.19 |

| 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 3,842.16 | 5,003.83 | 6,026.01 | 7,888.95 | 8,973.09 |
| 折旧摊销 | 1,140.13 | 1,183.10 | 1,235.74 | 1,272.49 | 1,309.25 |
| 财务费用 | 984.28 | 600.74 | 553.43 | 622.32 | 685.48 |
| 投资损失 | (74.67) | (67.62) | (65.44) | (65.62) | (65.80) |
| 营运资金变动 | 8,027.89 | (2,210.76) | 2,031.27 | 551.50 | 4,134.53 |
| 其它 | (5,591.01) | (2,267.61) | 444.61 | 1,114.42 | 1,039.04 |
| 经营活动现金流 | 8,328.78 | 2,241.68 | 10,225.61 | 11,384.06 | 16,075.59 |
| 资本支出 | 3,295.02 | 5,347.69 | 735.96 | 735.96 | 735.96 |
| 长期投资 | (66.35) | 497.09 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (4,694.88) | (9,012.73) | 1,514.74 | (2,207.94) | (1,845.44) |
| 投资活动现金流 | (1,466.22) | (3,167.95) | 2,250.70 | (1,471.98) | (1,109.48) |
| 债权融资 | (929.06) | 136.75 | (553.43) | (622.32) | (685.48) |
| 股权融资 | (1,152.66) | 6,616.70 | (1,276.48) | (1,733.24) | (1,927.44) |
| 其他 | 1,278.34 | (663.32) | 0.00 | (0.00) | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | (803.37) | 6,090.13 | (1,829.91) | (2,355.56) | (2,612.92) |
| 汇率变动影响 | (3.32) | 0.35 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 6,055.87 | 5,164.21 | 10,646.41 | 7,556.52 | 12,353.19 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业收入 | 109,994.81 | 137,918.59 | 161,814.90 | 185,782.68 | 208,669.73 |
| 营业成本 | 97,397.09 | 124,259.60 | 143,644.06 | 163,022.66 | 184,064.17 |
| 营业税金及附加 | 297.97 | 381.83 | 447.98 | 514.34 | 577.70 |
| 营业费用 | 387.54 | 411.64 | 482.97 | 554.50 | 622.81 |
| 管理费用 | 2,260.43 | 2,465.62 | 2,892.82 | 3,321.30 | 2,895.78 |
| 研发费用 | 3,802.02 | 4,738.98 | 5,560.07 | 6,383.62 | 7,170.04 |
| 财务费用 | 532.24 | 462.53 | 553.43 | 622.32 | 685.48 |
| 资产减值损失 | (924.67) | (444.05) | (520.99) | (593.65) | (665.74) |
| 公允价值变动收益 | (4.16) | 726.23 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 71.35 | 56.12 | 65.44 | 65.62 | 65.80 |
| 其他 | 1,563.43 | (811.11) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 4,611.56 | 5,671.19 | 7,778.02 | 10,835.90 | 12,053.81 |
| 营业外收入 | 71.13 | 435.93 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 营业外支出 | 138.83 | 65.83 | 65.83 | 65.83 | 65.83 |
| 利润总额 | 4,543.86 | 6,041.29 | 7,812.19 | 10,870.07 | 12,087.98 |
| 所得税 | 701.70 | 1,037.46 | 1,341.57 | 1,866.70 | 2,075.85 |
| 净利润 | 3,842.16 | 5,003.83 | 6,470.62 | 9,003.37 | 10,012.13 |
| 少数股东损益 | 183.32 | 370.41 | 444.61 | 1,114.42 | 1,039.04 |
| 归属于母公司净利润 | 3,658.84 | 4,633.42 | 6,026.01 | 7,888.95 | 8,973.09 |
| 每股收益(元) | 0.60 | 0.76 | 0.99 | 1.29 | 1.47 |

| 主要财务比率 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|----------|---------|----------|----------|----------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 5.63% | 25.39% | 17.33% | 14.81% | 12.32% |
| 营业利润 | 18.79% | 22.98% | 37.15% | 39.31% | 11.24% |
| 归属于母公司净利润 | 19.51% | 26.64% | 30.06% | 30.92% | 13.74% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 11.45% | 9.90% | 11.23% | 12.25% | 11.79% |
| 净利率 | 3.33% | 3.36% | 3.72% | 4.25% | 4.30% |
| ROE | 9.72% | 9.61% | 11.36% | 13.28% | 13.46% |
| ROIC | -160.28% | -75.79% | -108.20% | -106.97% | -106.32% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 70.06% | 70.49% | 69.03% | 70.22% | 68.35% |
| 净负债率 | -80.15% | -71.46% | -83.48% | -85.77% | -93.19% |
| 流动比率 | 1.21 | 1.18 | 1.25 | 1.25 | 1.30 |
| 速动比率 | 1.16 | 1.14 | 1.20 | 1.21 | 1.25 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 4.66 | 4.88 | 4.94 | 5.01 | 5.08 |
| 存货周转率 | 11.72 | 29.28 | 29.72 | 30.06 | 29.91 |
| 总资产周转率 | 0.87 | 0.88 | 0.89 | 0.92 | 0.93 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.60 | 0.76 | 0.99 | 1.29 | 1.47 |
| 每股经营现金流 | 1.36 | 0.37 | 1.67 | 1.86 | 2.63 |
| 每股净资产 | 6.16 | 7.89 | 8.68 | 9.72 | 10.91 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 17.97 | 14.19 | 10.91 | 8.33 | 7.33 |
| 市净率 | 1.75 | 1.36 | 1.24 | 1.11 | 0.99 |
| EV/EBITDA | -1.41 | 1.48 | 0.37 | -0.26 | -1.02 |
| EV/EBIT | -1.57 | 1.63 | 0.42 | -0.29 | -1.12 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |