

中国化学 (601117.SH)

当前时点如何看中国化学?

估值处于历史底部，现金流情况优异，有息债务率极低，分红具备较大提升空间。公司当前 PB 为 0.75 倍，处于近 10 年的 6.2% 分位，具备较强安全边际。公司 2024Q3 末有息债务率仅为 6.3% (8 大建筑央企中最低)，在手现金类资产 397 亿元，减去有息债务后为 256 亿元 (公司当前市值为 453 亿元)，是 8 大建筑央企中唯一在手现金大于有息负债的公司。公司自上市以来每年经营性现金流净额均为正，且近五年 (2019-2023 年) 经营性现金流与投资性现金流净额之和为 139 亿元 (8 大建筑央企仅有中国化学与中国中冶为正)。公司现金流及资产负债表情况实际与中钢国际、中材国际等公司特征类似 (自由现金流为正、有息债务率低、在手现金大于有息债务)，相较于两家公司平均 43% 的分红率，未来公司分红率 (目前 20%) 具备较大潜在提升空间。

己二腈项目运行顺利，受益进口替代加速及原材料价格下行，盈利有望明显提升。公司已二腈项目整体进展顺利，负荷率预计逐步提高。己二腈对美进口依赖度较高 (截至 2023 年末全球己二腈产能 236 万吨，其中美国企业英威达、奥升德分别拥有 107/55 万吨，合计占比 68%)，受中美贸易战影响，美国进口预计将受到较大影响，近期部分企业已经上调国内己二腈产品价格，后续预计国产替代进程有望进一步加快。此外从成本端看，己二腈原材料主要有丁二烯、天然气、液氨，其中丁二烯价格从今年初 (2025/1/2) 的 11100 元/吨降至当前 (2025/4/25) 8600 元/吨，降幅 22.5%；天然气价格 (51 城工业天然气平均) 从年初 (2025/1/2) 的 3.94 元/立方米下降至当前 (2025/4/25) 的 3.93 元/立方米；液氨价格从年初 (2025/1/2) 的 2650 元/吨降至当前 (2025/4/25) 2620 元/吨。按照消耗量估算 (假设单吨己二腈成本消耗 0.583 吨丁二烯+994 立方米工业天然气+0.537 吨液氨) 单吨产品价格 10323 元/吨，较去年初下降 1489 元/吨，降幅 12.6%。按一期 20 万吨产能计算，成本下降可提升 2.98 亿利润，项目盈利能力已有明显改善。当前公司持续推动“技术+产业”一体化模式开拓，聚焦化工新材料和特种化学品研发，阻燃尼龙、尼龙 6T、尼龙 46、尼龙 12、POE、乙醛酸、聚甲醛等一批重点中试项目稳步推进，打造实业第二增长曲线潜力大。

施工业务：国内受益煤化工投资提速，海外保持较高景气。当前海外能源不稳定因素增多，同时国内能源需求稳定上行，叠加近期中美关税事件冲击，提高国内能源自给率的重要性持续提升，发展新疆煤化工是保障国家能源安全的重要一环。今年新疆煤化工投资预计步入加速期，我们测算 2025-2026 年预计每年投资完成额为 1177/2104 亿元，2025 年开始项目建设显著提速，2026 年有望步入执行高峰。中国化学作为化学工程行业龙头，占据我国绝大部分煤化工份额，后续有望显著受益新疆煤化工建设提速。假设每年煤化工投资中 70% 以 EPC 订单形式实现，中国化学占其中至少 50% 以上份额，预计 2025-2026 年可分别获得订单 391/736 亿元，占公司 2024 年订单的 10.7%/20.1%，预计可对国内其他品类化工订单下滑，带动国内订单保持平稳增长。海外市场看，2024 年公司新签海外订单 1133 亿元，占总订单的 30.9%，在去年海外订单大增 165% 的高基数上继续增长 13%，海外业务开拓持续加码。随着近年来公司签署的大量海外订单在今年陆续进入施工期，海外订单有望持续向收入传导，驱动公司整体营收与利润加速。

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 57/63/72 亿元，同比增长 5.8%/9.8%/13.8%，当前股价对应 PE 分别为 7.9/7.2/6.3 倍。考虑到公司海外大单加快执行、国内受益煤化工投资提速、实业项目发展潜力大，且盈利质量高、现金流充裕，分红具备提升潜力，当前持续重点推荐！

风险提示：实业转型不达预期、海外项目执行进度不达预期、汇兑风险、测算误差风险等。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	157,716	178,358	185,234	197,878	215,861
增长率 yoy (%)	14.9	13.1	3.9	6.8	9.1
归母净利润 (百万元)	5,415	5,426	5,742	6,307	7,176
增长率 yoy (%)	16.9	0.2	5.8	9.8	13.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.89	0.89	0.94	1.03	1.17
净资产收益率 (%)	9.9	9.3	9.1	9.2	9.7
P/E (倍)	8.4	8.4	7.9	7.2	6.3
P/B (倍)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 25 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
04 月 25 日收盘价 (元)	7.42
总市值 (百万元)	45,326.74
总股本 (百万股)	6,108.73
其中自由流通股 (%)	99.36
30 日日均成交量 (百万股)	50.38

股价走势



作者

分析师	何亚轩
执业证书编号:	S0680518030004
邮箱:	heyaxuan@gszq.com
分析师	程龙戈
执业证书编号:	S0680518010003
邮箱:	chenglongge@gszq.com
分析师	廖文强
执业证书编号:	S0680519070003
邮箱:	liaowenqiang@gszq.com

相关研究

- 《中国化学 (601117.SH): 毛利率持续提升, 业绩增速环比显著改善》 2024-10-31
- 《中国化学 (601117.SH): 实业盈利显著改善, 海外业务高景气延续》 2024-08-31
- 《中国化学 (601117.SH): 从尼龙 66 产业链看中国化学己二腈项目前景》 2024-08-08

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	150621	169386	173919	191361	201152
现金	42092	48639	49473	50679	52058
应收票据及应收账款	33418	34763	31392	39279	37814
其他应收款	4709	5161	5090	5861	6085
预付账款	17044	17826	18388	20298	21904
存货	6191	5512	6636	6304	7751
其他流动资产	47168	57486	62940	68940	75540
非流动资产	43944	49729	49921	50584	51745
长期投资	2177	2434	2701	2973	3241
固定资产	12577	13784	14679	15686	16769
无形资产	3805	4636	4884	5106	5427
其他非流动资产	25385	28875	27657	26818	26308
资产总计	194566	219115	223840	241944	252897
流动负债	127021	143546	142774	154591	158344
短期借款	541	875	875	875	875
应付票据及应付账款	69789	87455	86349	97838	100176
其他流动负债	56691	55216	55550	55878	57293
非流动负债	9220	11497	11771	12234	12500
长期借款	6294	7658	7932	8395	8662
其他非流动负债	2926	3839	3839	3839	3839
负债合计	136240	155043	154545	166825	170845
少数股东权益	5436	6577	7145	7769	8566
股本	6109	6109	6109	6109	6109
资本公积	15323	15407	15407	15407	15407
留存收益	31928	36283	41184	46700	53025
归属母公司股东权益	52890	57495	62150	67351	73486
负债和股东权益	194566	219115	223840	241944	252897

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1500	9134	3468	3814	5037
净利润	5778	5971	6310	6930	7974
折旧摊销	1326	1506	1530	1749	1999
财务费用	-357	-169	-338	-245	-248
投资损失	130	107	27	52	79
营运资金变动	-6050	606	-3918	-4492	-4723
其他经营现金流	672	1113	-143	-180	-44
投资活动现金流	-5681	-3365	-1606	-2283	-3195
资本支出	3041	3334	-75	390	893
长期投资	-2585	98	-267	-273	-268
其他投资现金流	-5224	67	-1947	-2166	-2570
筹资活动现金流	-839	1305	-1028	-325	-462
短期借款	22	334	0	0	0
长期借款	316	1365	274	463	267
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	625	83	0	0	0
其他筹资现金流	-1803	-477	-1302	-787	-729
现金净增加额	-4767	7119	834	1206	1380

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	157716	178358	185234	197878	215861
营业成本	142990	161575	167720	178661	194054
营业税金及附加	517	556	551	601	670
营业费用	445	493	561	575	622
管理费用	2603	2977	3074	3293	3588
研发费用	5453	6164	6409	6847	7555
财务费用	-357	-169	-338	-245	-248
资产减值损失	84	12	259	495	583
其他收益	191	212	201	209	203
公允价值变动收益	59	-208	143	180	44
投资净收益	-130	-107	-27	-52	-79
资产处置收益	3	10	0	0	0
营业利润	6657	6820	7314	7989	9206
营业外收入	95	160	190	220	166
营业外支出	47	74	82	67	68
利润总额	6705	6905	7423	8142	9305
所得税	927	934	1113	1211	1331
净利润	5778	5971	6310	6930	7974
少数股东损益	363	545	568	624	797
归属母公司净利润	5415	5426	5742	6307	7176
EBITDA	7878	8259	8708	9646	11056
EPS (元)	0.89	0.89	0.94	1.03	1.17

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	14.9	13.1	3.9	6.8	9.1
营业利润(%)	17.4	2.4	7.3	9.2	15.2
归属于母公司净利润(%)	16.9	0.2	5.8	9.8	13.8
获利能力					
毛利率(%)	9.3	9.4	9.5	9.7	10.1
净利率(%)	3.4	3.0	3.1	3.2	3.3
ROE(%)	9.9	9.3	9.1	9.2	9.7
ROIC(%)	9.1	8.3	8.1	8.3	8.9
偿债能力					
资产负债率(%)	70.0	70.8	69.0	69.0	67.6
净负债比率(%)	-56.0	-55.5	-52.9	-49.7	-46.8
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	4.8	5.2	5.6	5.6	5.6
应付账款周转率	2.1	2.1	1.9	1.9	2.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.89	0.89	0.94	1.03	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	1.50	0.57	0.62	0.82
每股净资产(最新摊薄)	8.66	9.41	10.17	11.03	12.03
估值比率					
P/E	8.4	8.4	7.9	7.2	6.3
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	2.2	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 25 日收盘价

内容目录

当前时点如何看中国化学？	4
投资建议	8
风险提示	8

图表目录

图表 1: 中国化学与建筑央企、专业工程公司现金流等财务数据对比 (单位: 亿元)	4
图表 2: 中国化学历史 PE 走势	4
图表 3: 中国化学历史 PB 走势	5
图表 4: 中国: 现货价: 丁二烯 (元/吨)	5
图表 5: 51 城平均市场价: 天然气: 工业 (元/立方米)	6
图表 6: 中国: 现货价: 液氨 (元/吨)	6
图表 7: 己二腈生产成本测算	6
图表 8: 新疆煤化工项目投资完成额测算	7
图表 9: 中国化学历年新签订单及增速	7
图表 10: 化学工程公司估值表	8

当前时点如何看中国化学？

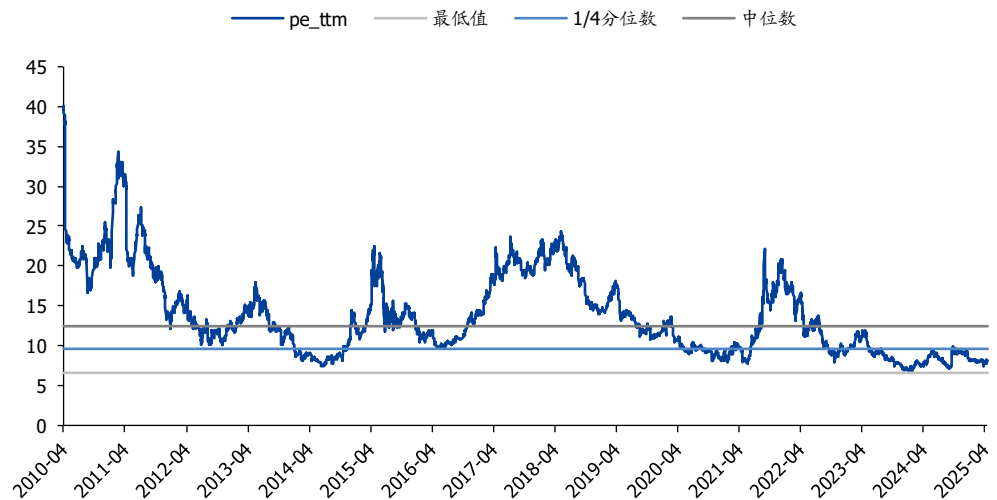
估值处于历史底部，现金流情况优异，有息债务率极低，分红具备较大提升空间。公司当前PB为0.75倍，处于近10年的6.2%分位，具备较强安全边际。公司2024Q3末有息债务率仅为6.3%（8大建筑央企中最低），在手现金类资产397亿元，减去有息债务后为256亿元（公司当前市值为453亿元），是8大建筑央企中唯一在手现金大于有息负债的公司。公司自上市以来每年经营性现金流净额均为正，且近五年（2019-2023年）经营性现金流与投资性现金流净额之和为139亿元（8大建筑央企仅有中国化学与中国中冶为正）。公司现金流及资产负债表情况实际与中钢国际、中材国际等公司特征类似（自由现金流为正、有息债务率低、在手现金大于有息债务），相较于两家公司平均43%的分红率，未来公司分红率（目前20%）具备较大潜在提升空间。

图表1：中国化学与建筑央企、专业工程公司现金流等财务数据对比（单位：亿元）

公司	有息债务率	在手现金-有息债务	5年经营性现金流净额和	5年投资性现金流净额和	5年经营性+投资性现金流净额和	5年自由现金流和/归母净利润	市值	分红率
中国化学	6.3%	256	308	-169	139	58%	453	20.0%
中材国际	11.2%	1	70	-34	36	33%	242	36.2%
中钢国际	3.8%	40	67	10	77	211%	95	50.1%
中国建筑	27.0%	-5641	256	-1757	-1501	-53%	2,281	20.8%
中国交建	34.2%	-4900	288	-3771	-3483	-298%	1,305	20.0%
中国铁建	28.1%	-3456	1548	-3223	-1675	-121%	1,020	18.2%
中国中铁	24.7%	-3311	1601	-3791	-2190	-138%	1,293	15.5%
中国电建	40.3%	-4115	1401	-3594	-2193	-392%	830	18.1%
中国能建	33.3%	-2121	488	-1643	-1155	-314%	812	13.6%
中国中冶	13.1%	-614	1013	-597	416	86%	566	17.2%

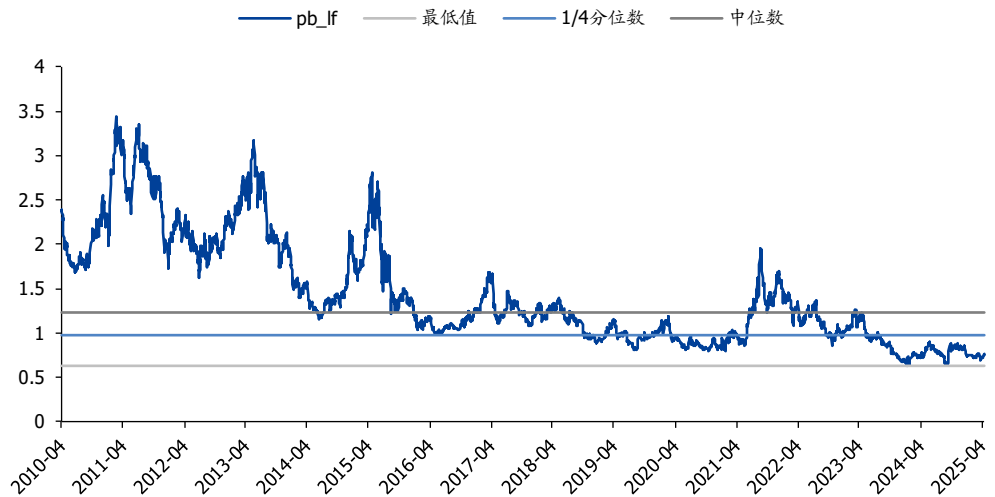
资料来源：Wind，国盛证券研究所。注：“有息债务率”、“在手现金-有息债务”截至2024Q3；5年数据为2019-2023年；市值为2025/4/25数据；分红率为2023年分红率。

图表2：中国化学历史PE走势



资料来源：Wind，国盛证券研究所

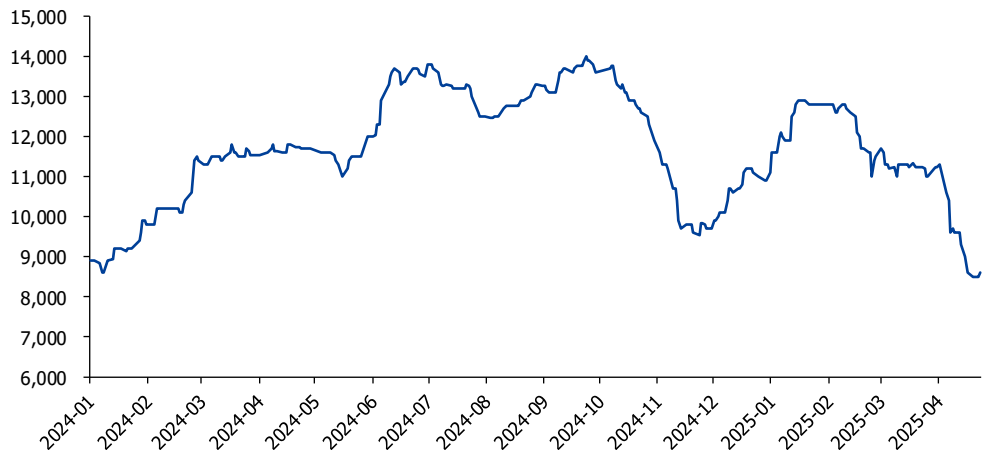
图表3: 中国化学历史 PB 走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

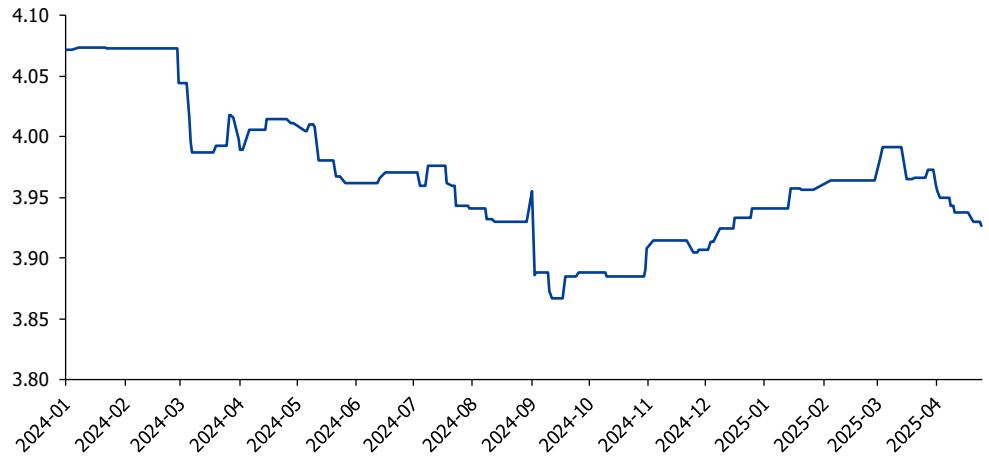
己二腈项目运行顺利，受益进口替代加速及原材料价格下行，盈利有望明显提升。公司已二腈项目整体进展顺利，负荷率预计逐步提高。己二腈对美进口依赖度较高(截至2023年末全球己二腈产能236万吨，其中美国企业英威达、奥升德分别拥有107/55万吨，合计占比68%)，受中美贸易战影响，美国进口预计将受到较大影响，近期部分企业已经上调国内己二胺产品价格，后续预计国产替代进程有望进一步加快。此外从成本端看，己二腈原材料主要有丁二烯、天然气、液氨，其中丁二烯价格从年初(2025/1/2)的11100元/吨降至当前(2025/4/25)8600元/吨，降幅22.5%；天然气价格(51城工业天然气平均)从年初(2025/1/2)的3.94元/立方米下降至当前(2025/4/25)的3.93元/立方米；液氨价格从年初(2025/1/2)的2650元/吨降至当前(2025/4/25)2620元/吨。按照消耗量估算(假设单吨己二腈成本消耗0.583吨丁二烯+994立方米工业天然气+0.537吨液氨)单吨产品价格10323元/吨，较去年初下降1489元/吨，降幅12.6%。按一期20万吨产能计算，成本下降可提升2.98亿利润，项目盈利能力已有明显改善。当前公司持续推动“技术+产业”一体化模式开拓，聚焦化工新材料和特种化学品研发，阻燃尼龙、尼龙6T、尼龙46、尼龙12、POE、乙醛酸、聚甲醛等一批重点中试项目稳步推进，打造实业第二增长曲线潜力大。

图表4: 中国: 现货价: 丁二烯 (元/吨)



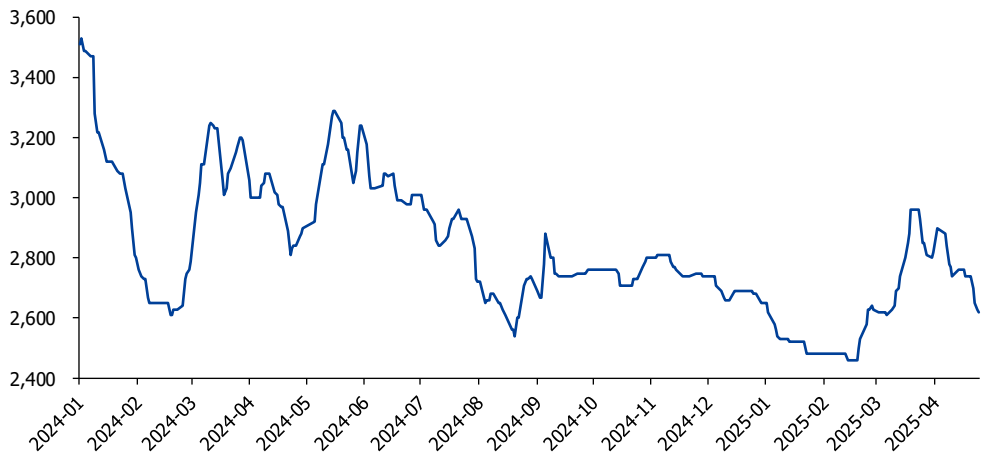
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 51城平均市场价: 天然气: 工业 (元/立方米)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表6: 中国: 现货价: 液氨 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 己二腈生产成本测算

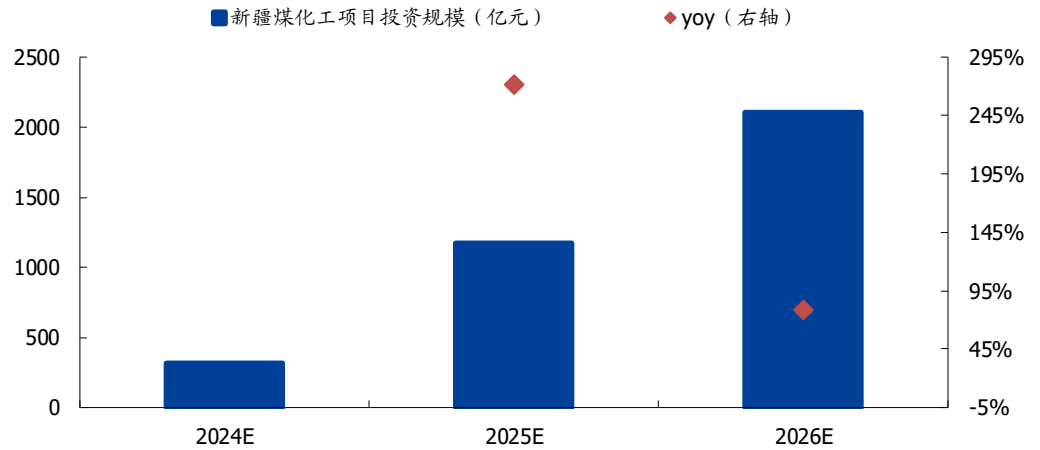
项目	单位	最新价格	2025年初价格	变动幅度
丁二烯	元/吨	8600	11100	-22.5%
天然气	元/立方米	3.93	3.94	-0.4%
液氨	元/吨	2620	2650	-1.1%
综合成本	元/吨	10323	11812	-12.6%

资料来源: 辽阳石化公司研究院《丁二烯直接氰化法生产己二腈工艺技术进展》, Wind, iFinD, 国盛证券研究所
注: 最新价格截至 2025/4/25, 年初价格为 2025/1/2 数据

施工业务: 国内受益煤化工投资提速, 海外保持较高景气。当前海外能源不稳定因素增多, 同时国内能源需求稳定上行, 叠加近期中美关税事件冲击, 提高国内能源自给率的重要性持续提升, 发展新疆煤化工是保障国家能源安全的重要一环。今年新疆煤化工投资预计步入加速期, 我们测算 2025-2026 年预计每年投资完成额为 1177/2104 亿元, 2025 年开始项目建设显著提速, 2026 年有望步入执行高峰。中国化学作为化学工程行业龙头, 占据我国绝大部分煤化工份额, 后续有望显著受益新疆煤化工建设提速。假设每年煤化工投资中 70% 以 EPC 订单形式实现, 中国化学占其中至少 50% 以上份额, 预

计 2025-2026 年可分别获得订单 391/736 亿元，占公司 2024 年订单的 10.7%/20.1%，预计可对冲国内其他品类化工订单下滑，带动国内订单保持平稳增长。海外市场看，2024 年公司新签海外订单 1133 亿元，占总订单的 30.9%，在去年海外订单大增 165% 的高基数上继续增长 13%，海外业务开拓持续加码。随着近年来公司签署的大量海外订单在今年陆续进入施工期，海外订单有望持续向收入传导，驱动公司整体营收与利润加速。

图表8: 新疆煤化工项目投资完成额测算



资料来源: 煤炭深加工现代煤化工、中国化工信息网、新疆石油及化工工业博览会、兰炭分会、煤化工信息网、巴里坤县人民政府、新疆阳光采购服务平台、中国拟在建项目网、准东开发区零距离公众号、千里马招标网、中国化工报、国际氢能网、中国新闻网、兵团第十三师、寻标宝、中化新网、现代煤化工、其亚集团官网、中国化工信息周刊、陕西黑猫公告、新疆维吾尔自治区生态环境厅、比地招标、煤化工网、氮肥与甲醇技术网、氯碱网、化工聚才网、丙烯酸及酯、国际燃气网、化工在线、国盛证券研究所

图表9: 中国化学历年新签订单及增速

年份	新签合同额 (亿元)	同比增速	新签国内合同 (亿元)	同比增速	新签国外合同 (亿元)	同比增速
2019 年	2,272	57%	906	-4%	1,366	171%
2020 年	2,512	11%	2,017	123%	495	-64%
2021 年	2,698	7%	2,201	9%	497	0%
2022 年	2,969	10%	2,590	18%	379	-24%
2023 年	3,268	10%	2,261	-13%	1,006	165%
2024 年	3,669	12%	2,536	12%	1,133	13%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资建议

我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 57/63/72 亿元，同比增长 5.8%/9.8%/13.8%，当前股价对应 PE 分别为 7.9/7.2/6.3 倍。考虑到公司海外大单加快执行、国内受益煤化工投资提速、实业项目发展潜力大，且盈利质量高、现金流充裕，分红具备提升潜力，当前持续重点推荐！

图表10: 化学工程公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE				PB-LF	25 股息率 E
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
中国化学	7.42	0.89	0.94	1.03	1.17	8.4	7.9	7.2	6.3	0.75	2.8%
三维化学	9.60	0.43	0.40	0.58	0.79	22.1	23.7	16.5	12.2	2.24	4.2%
东华科技	10.07	0.49	0.58	0.72	0.92	20.7	17.4	14.0	10.9	1.64	1.6%
航天工程	16.68	0.35	0.35	0.58	0.74	47.8	47.3	28.9	22.6	2.63	1.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 数据截至 2025/4/25, 其中航天工程盈利数据取自 Wind 一致预期, 其余取自国盛建筑团队最新预测

风险提示

实业转型不达预期、海外项目执行进度不达预期、汇兑风险、测算误差风险等。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com