

三维化学 (002469)

证券研究报告

2025年05月11日

高弹性建筑化工小巨人，业绩增长潜力可期

化工实业：给业绩托底的压舱石，亦是股价上行的催化剂

2020年公司收购诺奥化工将业务拓展至化工产品销售，收购后驱动收入、业绩及现金流高增，促进报表实质性改善，24年醇醛酸酯类产品营收占比55%，诺奥化工净利润占比超90%，并且使得公司股价能充分受益于产品涨价逻辑催化。从盈利角度来看，截至24年末，公司是全国最大的正丙醇生产企业，产能10万吨/年，根据我们构建的模型，在其他原辅材料价格不变的情况下，当正丙醇销售单价为8000元/吨时，对应的正丙醇毛利润为1.4亿元，单吨毛利润为1436元。此外，公司化工产线经过灵活改造后，可通过原料端（乙烯、丙烯、丁烯）的切换，快速切换至相对高效益产品的生产，从而平滑不同化工产品的价格波动对盈利能力带来的影响。

化工工程有望逐步进入收入确认高峰

公司承接的硫磺回收装置业务量全国领先，截至24年末，累计完成各类硫磺回收装置设计、总承包合计240套，装置总规模1283万吨/年。

1) 23年签约北方华锦EPC订单13.07亿元，至25Q1末已累计确认收入3.57亿元，已累计收款5.36亿元。考虑到项目计划在25年10月中交，我们判断合同中未确认收入的部分（约10亿元）有望在Q2、Q3左右迎来集中确认；

2) 鲁油鲁炼项目总投资245亿元，24年12月正式开工，预计建设周期2年7个月，4月10日已经进入老旧装置拆除阶段。公司前身从胜利炼油厂改制而来，我们判断订单释放后有望带来显著业绩增量；

3) 煤化工方面，我们测算未来5年全国煤化工年均投资规模达2065.8亿元，25年以来公司已中标较多煤化工硫磺回收订单（神华包头EPC中标1.57亿、国能哈密0.15亿、神华榆林工艺包0.07亿等）。假设硫磺回收装置占总投资1%，对应的煤化工硫磺回收EPC年均市场规模约为21亿元。

高分红、高股息，财务安全边际较高

24年公司拟定现金分红金额为2.6亿元，现金分红比例98.8%，截至2025年5月9日收盘对应24年股息率为4.6%。此外，公司在手现金充裕，截至25Q1末，公司账面现金合计达18.0亿元，资产负债率17.85%，无有息负债，高分红+高在手现金提供了高安全边际。

高端新材料项目具备潜在的业绩高弹性，维持“买入”评级

公司还有5万吨/年异辛酸、1.5万吨/年纤维素及衍生物产能正在建设中，达产后有望贡献业绩增量。预计公司25-27年归母净利润3.8、4.9、6.0亿元，我们采用分部估值法并参考可比公司估值，认为公司25年合理市值为75亿元，对应25年目标价11.59元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动超预期，煤化工项目投资进度不及预期，市场空间测算不及预期，订单结转速度不及预期，股价大幅波动。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,657.45	2,554.29	3,676.37	4,213.36	4,816.81
增长率(%)	1.82	(3.88)	43.93	14.61	14.32
EBITDA(百万元)	512.18	511.55	504.93	647.18	772.38
归属母公司净利润(百万元)	282.18	262.65	377.41	491.49	599.97
增长率(%)	3.07	(6.92)	43.69	30.23	22.07
EPS(元/股)	0.43	0.40	0.58	0.76	0.92
市盈率(P/E)	20.21	21.72	15.11	11.60	9.51
市净率(P/B)	2.10	2.09	1.99	1.86	1.72
市销率(P/S)	2.15	2.23	1.55	1.35	1.18
EV/EBITDA	4.46	6.18	8.38	5.84	5.11

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	8.79元
目标价格	11.59元

基本数据

A股总股本(百万股)	648.86
流通A股股本(百万股)	628.89
A股总市值(百万元)	5,703.50
流通A股市值(百万元)	5,527.99
每股净资产(元)	4.28
资产负债率(%)	17.85
一年内最高/最低(元)	13.33/4.58

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003 baorongfu@tfzq.com	
王涛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001 wangtao@tfzq.com	
任嘉禹	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070001 renjiayu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《三维化学-季报点评:在手订单充裕，关注化工实业价格的边际变化》 2025-04-18
- 《三维化学-年报点评报告:现金分红比例近100%，25年有望迎来业绩集中兑现》 2025-03-27
- 《三维化学-季报点评:三季度业绩延续承压，期待新兴业务放量》 2024-10-25

内容目录

1. 化工实业：给业绩托底的压舱石，亦是股价上行的催化剂	4
1.1. 收购诺奥化工切入化工实业，促进报表实质性改善	4
1.2. 怎么看后续化工实业的盈利空间？	5
2. 工程业务：鲁油鲁炼+煤化工有望在 25-27 年集中兑现	12
2.1. 石油化工：25 年或迎收入确认高峰，鲁油鲁炼有望打开成长空间	12
2.2. 煤化工：项目投资建设加速推进，资本支出迈入长景气周期	13
3. 未来新材料领域还有哪些看点？	18
3.1. 异辛酸	18
3.2. 高端纤维素	19
3.3. 稀土顺丁橡胶	20
4. 盈利预测和投资建议	21
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：2016-2024 年公司营业收入及增速	4
图 2：2016-2024 年公司归母净利润及增速	4
图 3：2016-2024 年经营性现金流净额（亿元）	4
图 4：2016-2024 年历年年末公司在手现金（亿元）及资产负债率	4
图 5：2024 年正丙醇价格及公司收盘价变化	5
图 6：2019-2024 年公司现金分红金额及分红比例	5
图 7：2017 年以来三维化学主要原材料的市场价格变化	7
图 8：2017 年以来三维化学部分核心产品的市场价格变化	7
图 9：2019-2024 年我国正丙醇产量	8
图 10：2010-2024 年我国正丙醇进口量	8
图 11：正丙醇下游需求拆分	9
图 12：2019-2024 年我国醋酸正丙酯产能及产量	9
图 13：2019-2024 年我国醋酸正丙酯装置开工率	9
图 14：2017-2025 年醋酸正丙酯价格变化	9
图 15：2020-2024 年新签订单数及金额（亿元）	12
图 16：2020-2024 年新签订单数及金额占比（亿元）	12
图 17：新疆煤化工项目不完全统计	14
图 18：全国其他省份煤化工项目不完全统计	15
图 19：2022 年异辛酸下游需求拆分	19
图 20：四川石化钪系稀土顺丁橡胶技术改造项目	20
表 1：三维化学旗下诺奥化工生产的主要产品品类	6
表 2：2024 年三维化学主要化工产品的产能情况	6

表 3: 诺奥化工的收入、净利润及产品产销量情况	6
表 4: 2021-2024 年公司主要原材料采购均价 (元/吨)	7
表 5: 2022 年正丙醇产能统计	8
表 6: 淄博诺奥化工丙醛及丙醇装置原辅材料消耗情况	10
表 7: 正丙醇成本及盈利拆分 (产能数据截至 2022 年)	10
表 8: 乙烯、正丙醇价格变化影响吨毛利的敏感性分析	11
表 9: 三维化学具体业务及服务内容	12
表 10: 三维化学中标的北方华锦联合石化公司 EPC 合同内容	13
表 11: 鲁油鲁炼项目建设内容	13
表 12: 煤化工项目投资额增长幅度测算	13
表 13: 25 年以来开工的煤化工项目不完全统计	15
表 14: 部分重点煤化工项目招投标情况	16
表 15: 公司中标的部分煤化工领域硫磺回收装置	17
表 16: 子公司三维隆邦拟投资建设项目情况	18
表 17: 2022 年我国异辛酸产能不完全统计	19
表 18: 三维化学纤维素业务情况	20
表 19: 公司分业务营收预测表	21
表 20: 费用率预测	22
表 21: 可比公司估值表	22
表 22: 三维化学分部估值情况	23

1. 化工实业：给业绩托底的压舱石，亦是股价上行的催化剂

1.1. 收购诺奥化工切入化工实业，促进报表实质性改善

并入诺奥化工带动公司营收及归母净利润显著增长，从工程公司转变为“工程+化工”双轮驱动。2020年三维化学收购诺奥化工89.89%的股权，并于2020年11月30日起并表，当年增加了2.84亿元的营业外收入。从经营层面来看，我们认为收购诺奥化工的作用主要体现在三个方向：

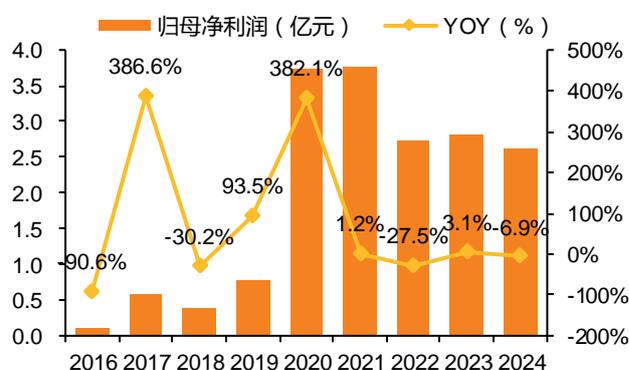
1) 促使公司收入、利润规模显著上升，带动业务基本盘上升至新的台阶。在收购诺奥化工之前，公司主要以工程承包业务为主，营业收入不超过8亿，归母净利润不超过1.6亿。且公司营收和利润的规模可能因为工程订单的结转节奏而存在明显波动。收购后，公司经营范围进一步拓展至化工原料和化工制品制造领域，醇醛酯类产品收入大幅增加，24年实现营业收入25.54亿元，同比-3.88%，实现归母净利润2.63亿元，同比-6.92%，其中醇醛酯类产品的销售收入的营收占比为55%，子公司诺奥化工实现净利润2.48亿元，占公司整体净利润的比例超90%。

图 1：2016-2024 年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2016-2024 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

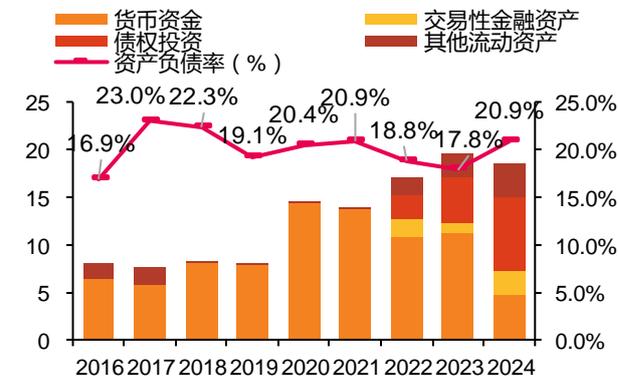
2) 带动经营性现金流显著改善，降低经营风险和负债率。从2020年起现金流大幅好转，我们预计主要由于并入诺奥化工后，醇醛酯类等化工产品业务的收现比率要好于工程承包类业务，从而带来现金流高增。24年公司经营性现金流净额为2.85亿元，同比少流入2.21亿元，主要系工程总承包支付设备材料款及工程款增加所致。从在手现金角度，截止到25Q1末，公司货币资金+交易性金融资产+债权投资+其他流动资产合计达17.95亿元，整体资产负债率仅为17.85%，财务安全边际较高的同时，在手现金充裕也给公司后续收并购或开拓新的投资类项目运营等提供了潜在可能。

图 3：2016-2024 年经营性现金流净额（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

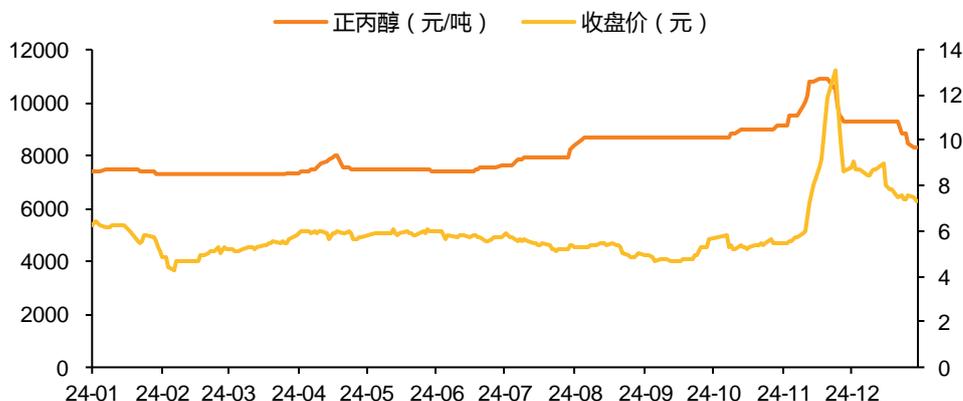
图 4：2016-2024 年历年年末公司在手现金（亿元）及资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

3) 收购后使得股价层面能够充分受益于化工品涨价逻辑。以正丙醇为例，截至 24 年末，公司是全国最大的正丙醇生产企业，至 22 年其正丙醇产能达 10 万吨/年。2024 年下半年正丙醇市场价格从年初的 7300 元/吨快速上升，特别是 11 月以后涨幅明显，最高点达 10900 元/吨，同期公司股价亦快速上行，从 24 年 11 月 1 日的 5.47 元快速拉升至 11 月 25 日的 13.09 元，涨幅达 139%。

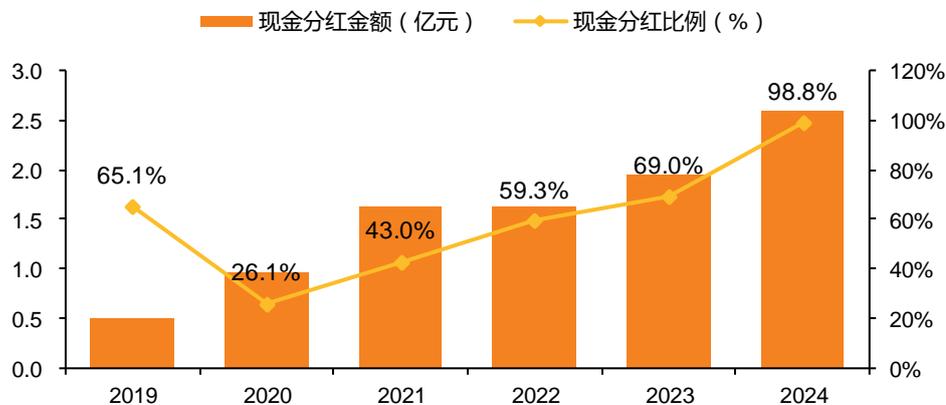
图 5：2024 年正丙醇价格及公司收盘价变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

高分红、高股息提供较高的安全边际。2021-2024 年公司现金分红比例均在 40% 以上，2024 年公司拟定现金分红金额为 2.6 亿元，现金分红比例为 98.8%，截至 2025 年 5 月 9 日收盘，对应公司 24 年股息率为 4.6%。

图 6：2019-2024 年公司现金分红金额及分红比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 怎么看后续化工实业的盈利空间？

化工品能够灵活切换生产，平滑价格波动对盈利能力的影响。截至 24 年末，三维化学是国内最大的正丙醇生产企业、国内规模领先的丁辛醇残液回收企业和正戊醇销售企业。公司通过外采乙烯、丙烯、丁辛醇残液等原材料，生产销售部分 C3、C4、C5、C8 醇（醛）以及醋酸正丙酯等化工产品。可以通过原料（乙烯、丙烯、丁烯）端的切换，快速切换至高效益产品的生产，从而平滑不同化工产品的价格波动对盈利能力带来的影响。

表 1：三维化学旗下诺奥化工生产的主要产品品类

原料	产品
乙烯	丙醛、正丙醇、乙酸正丙酯、丙酸
丙烯	辛醇、正丁醇、正丁醛、异丁醛
丁烯	正戊醛、正戊醇、混合戊醇、2-甲基丁醛、2-甲基丁醇
丁辛醇残液	混合丁醇、粗辛醇、碳十二

资料来源：诺奥化工官网，天风证券研究所

表 2：2024 年三维化学主要化工产品的产能情况

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能
C3、C4、C5、C8 醛（部分品类切换生产）	17 万吨/年	100.00%	-
C3、C4、C5、C8 醇（部分品类切换生产）	26 万吨/年	69.77%	-
丙酸（丁酸、戊酸）	3 万吨/年	24.08%	-
醋酸正丙酯	10 万吨/年	4.57%	-
催化剂	6000 吨/年	82.34%	-
纤维素	1000 吨/年	26.30%	正在建设醋酸丁酸纤维素产品优化提升技改项目（5 万吨/年异辛酸装置及配套设施）

资料来源：三维化学公司公告，天风证券研究所

历史上来看，22 年是诺奥化工盈利的相对低位。自 2021 年诺奥化工并表后的 4 年时间里，其净利润的低点出现在 22 年，当年轻实现净利润 1.64 亿元，盈利最高点则出现在 21 年，当年净利润达 3.11 亿元。在主要产品产销量并没有大幅度波动的情况下，我们认为利润空间的压缩主要来自于原材料采购成本的快速上涨，同时产品价格受制于终端需求，并不能很好的向下传导原材料成本上涨的压力。

1) 从产品价格层面来看：22 年诺奥化工醇醛酸酯类产品的平均售价为 7687 元/吨，残液加工类产品的平均售价为 6681 元/吨，较 21 年销售均价同比分别-5.4%、-0.4%。

表 3：诺奥化工的收入、净利润及产品产销量情况

诺奥化工	2021	2022	2023	2024
营业收入（亿元）	19.71	17.25	18.24	17.96
净利润（亿元）	3.11	1.64	1.75	2.48
醛醇酸酯类				
产量（万吨）	17.07	17.83	20.29	18.88
销量（万吨）	17.57	17.39	20.32	18.80
收入（亿元）	14.27	13.37	13.84	14.08
平均售价（元/吨）	8,121.93	7,687.17	6,811.70	7,491.94
残液加工类				
产量（万吨）	7.96	5.92	6.43	5.94
销量（万吨）	8.08	5.83	6.43	6.07
收入（亿元）	5.42	3.90	4.36	3.84
平均售价（元/吨）	6,710.67	6,681.20	6,777.55	6,318.50

资料来源：三维化学公司公告，天风证券研究所

2) 从原材料成本角度来看：自 21 年下半年开始，原材料采购价格显著提升，到 22H1 达到了诺奥化工原材料采购成本的阶段性历史高点。22 年上半年乙烯、丙烯、残液、合成气的采购成本分别为 7758、7362、3681、2971 元/吨，较 21H1 同比分别+14.1%、+4.3%、+11.6%、+31.8%，环比分别+10.1%、+2.2%、+3.4%、+3.8%。

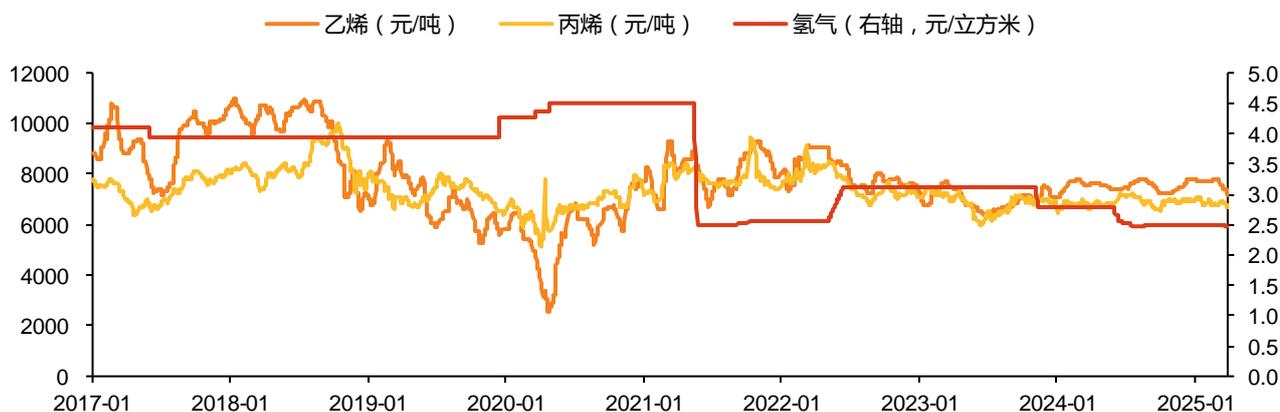
表 4：2021-2024 年公司主要原材料采购均价（元/吨）

	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2
乙烯	6,799.65	7,047.15	7,758.02	6,507.17	6,256.42	6,263.13	6632.07	6412.87
合成气	2,255.04	2,861.30	2,971.25	3,237.55	2,831.14	2,593.32	2,574.18	2,518.48
丙烯	7,058.26	7,205.23	7,361.76	6,671.66	6,333.81	6,244.11	6,206.63	6,277.06
残液	3,298.74	3,559.76	3,681.26	3,406.22	3,556.66	3,776.31	3,308.18	3,140.14

资料来源：三维化学公司公告，天风证券研究所

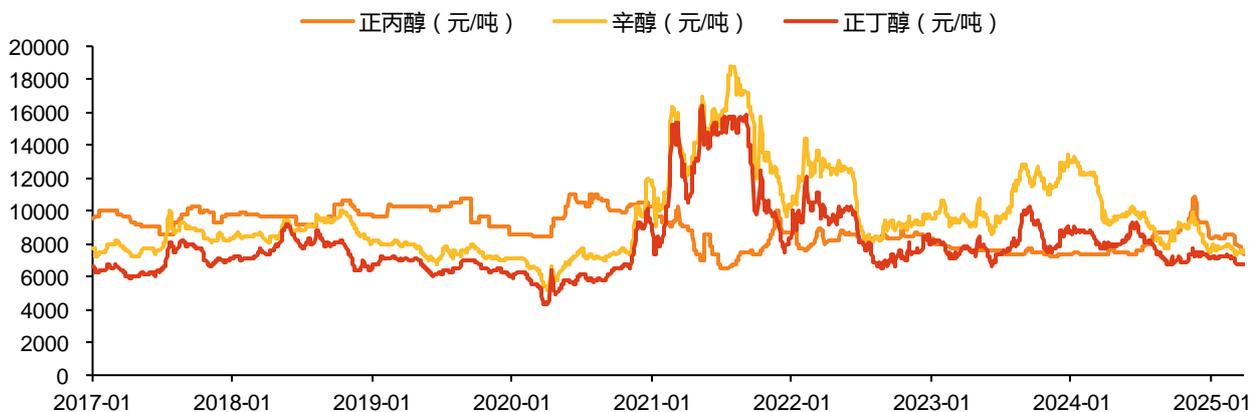
25 年以来产品价格的下滑大于原材料价格的下滑幅度，在当前价格下，我们判断 25 年盈利水平可能与 22 年接近。据 Wind，25 年以来的正丙醇、辛醇、正丁醇的市场参考均价分别为 8243、7678、7057 元/吨，较 24 年均价同比分别+1.1%、-21.2%、-10.4%，较 22 年均价分别-1.4%、-27.2%、-18.1%，而成本侧的乙烯、丙烯市场均价分别为 7641、6870 元/吨，较 24 年同比分别+1.4%、-0.2%，较 22 年均价分别-5.2%、-10.3%。综上，我们认为若后续产品以及原材料维持当前的价格水平，不考虑产能变化的情况下，公司 25 年化工业务的盈利水平可能与 22 年相近。若后续产品存在提价可能，亦或原材料层面有降价空间，则公司的盈利能力有望转好。

图 7：2017 年以来三维化学主要原材料的市场价格变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2017 年以来三维化学部分核心产品的市场价格变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

从供给侧角度来看，三维化学的正丙醇产能全国领先，为 10 万吨/年，25 年新增产能或主要来自于鲁西化工的 8 万吨/年。产能方面，国内正丙醇生产企业较少，截至 2022 年全国产能在 26 万吨左右，其中三维化学产能 10 万吨，居于全国领先。南京荣欣化工 2 万吨，2019 年宁波巨化新材料有限公司 5 万吨乙烯氢甲酰化生产正丙醇装置投产。2021 年鲁西化工 8 万吨正内醇装置投产，未来鲁西化工还有 8 万吨产能正在建设。

表 5：2022 年正丙醇产能统计

	产能/万吨	工艺
三维化学	10	乙烯羟基合成法
南京荣欣化工	2	乙烯羟基合成法
宁波巨化新材料	5	乙烯羟基合成法
鲁西化工	8	乙烯羟基合成法
中国石油锦州石化	0.07	异丙醇副产物回收法
长春化工（盘锦）有限公司	1.5	烯丙醇加氢法

资料来源：钟慧娟《正丙醇生产工艺及成本预估》，天风证券研究所

对等关税影响下，正丙醇价格或仍有上升空间。由于国内产能不足，正丙醇长期依赖进口，正丙醇进口途径主要有三个，最主要是美国进口，由于美国的原料乙烯、合成气、氢气成本优势明显，尤其是乙烯，美国进口正丙醇生产成本一直远低于国内。第二种途径是采购中国台湾大连化学的 1,4-丁二醇的副产品正丙醇，中国台湾大连化学是目前世界上 1,4-丁二醇产能最高的企业之一，年产 70 万吨 1,4-丁二醇，与此同时可至少副产 7 万吨/年正丙醇。第三种是来自南非沙索公司。

自 2020 年 7 月 17 日起，中国商务部对原产于美国的进口正丙醇实施了反倾销制裁，美国公司的反倾销税率高达 254.4%-267.4%，实施期限为 5 年，导致正丙醇进口量显著下降，2020-2024 年均仍维持在 3-4 万吨左右。目前反倾销尚未结束，在此基础上，受对等关税政策影响，进口正丙醇价格或将进一步攀升，从而带动国内正丙醇销售价格上行。

图 9：2019-2024 年我国正丙醇产量



资料来源：Wind，天风证券研究所

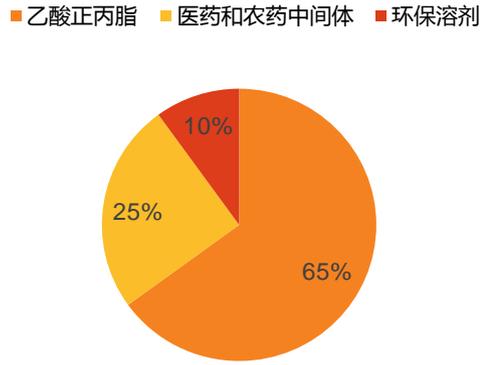
图 10：2010-2024 年我国正丙醇进口量



资料来源：Wind，天风证券研究所

从需求侧角度来看，正丙醇主要作为生产醋酸正丙酯的重要原料。正丙醇是一种具有醇香味的无色透明液体，目前被广泛应用于涂料、油漆、胶黏剂、化妆品、塑料和杀菌剂等产品，也是食品添加剂、饲料添加剂、合成香料、清洁剂、防腐剂和刹车油等多个领域的重要原料。另外，正丙醇在医药中间体领域也有非常重要的用途。从下游需求来看，国内 65% 的正丙醇用于乙酸正丙酯的生产，正丙醇也被用作医药和农药中间体，市场需求占比 25% 左右，而正丙醇直接用作环保溶剂的占比仅为 10% 左右。

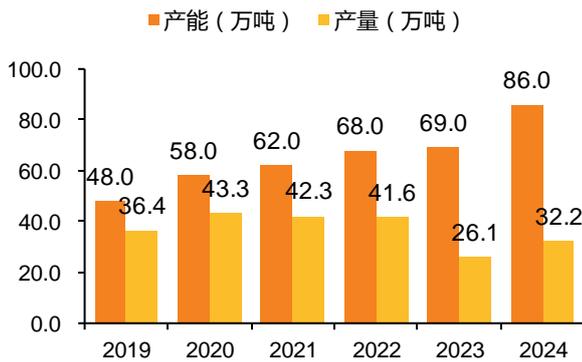
图 11：正丙醇下游需求拆分



资料来源：钟慧娟《正丙醇生产工艺及成本预估》，天风证券研究所

25 年醋酸正丙酯产能合计有 22 万吨增量，对应正丙醇产能缺口约为 5.6 万吨。2025 年乌江化工和珠海谦信分别要投产 10 万吨、12 万吨醋酸正丙酯产能，对正丙醇需求有望继续增长。如果按照生产 1 吨醋酸正丙酯消耗原料 0.618 吨正丙醇估算，剔除鲁西化工新增正丙醇产能后，仍有 5.6 万吨左右的正丙醇产能缺口，因此我们判断后续正丙醇价格或仍有上升空间。

图 12：2019-2024 年我国醋酸正丙酯产能及产量



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2019-2024 年我国醋酸正丙酯装置开工率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2017-2025 年醋酸正丙酯价格变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

从生产工艺来看，三维化学的正丙醇主要采用乙烯羰基合成法，即以乙烯、合成气、氢气为原料，经低压羰基合成工艺生产丙醛，再由气相加氢工艺生产正丙醇。参考公司装置原辅料消耗情况，生产 1 吨丙醛大约需要 0.50 吨乙烯+0.55 吨合成气，而生产 1 吨丙醇大约需要 1 吨丙醛+0.04 吨氢气。

表 6：淄博诺奥化工丙醛及丙醇装置原辅材料消耗情况

装置编号	装置功能	名称	消耗量(吨/年)	对应单吨消耗量(吨/年)	原辅材料来源
400#	年产 20000 吨丙醛	乙烯	10357	0.518	外购，齐鲁乙烯管道输送
		合成气	10379	0.519	外购，二化厂管道输送
800#	年产 50000 吨丙醛	乙烯	23752	0.475	外购
		合成气	29028	0.581	外购，二化厂管道输送
300#	年产 10000 吨丙醇	丙醛	10630	1.063	来自 400#装置
		氢气	400	0.040	外购，齐翔腾达管道输送
900#	年产 20000 吨丙醇	丙醛	19726.77	0.986	来自 800# 50000t/a 丙醛装置
		氢气	704.64	0.035	外购，齐翔腾达管道输送
		冷凝水	69.09	0.003	外购，齐翔腾达管道输送
1000#	年产 55000 吨丙醇	丙醛	54248.61	0.986	30273.23 吨来自 800#装置，9370 吨来源于 400#装置，14605.38 吨外购
		氢气	1937.77	0.035	外购，齐翔腾达管道输送
		冷凝水	190	0.003	外购，二化厂管道输送

资料来源：《淄博诺奥化工有限公司 25 万吨年羰基合成（醛、醇、酸、酯）一体化技改项目（一期）环境影响报告书》，天风证券研究所

结合人工、折旧等其他各项成本，我们构建了一个简单的正丙醇价格利润弹性模型，来模拟不同原材料价格变化下的正丙醇盈利情况。其中，我们假设正丙醇产能利用率为 100%，乙烯、合成气价格采用公司 21-24 年的历史采购均价，氢气采用 Wind 披露的 21 年以来均价。根据我们构建的模型，在其他原辅材料价格不变的情况下，当正丙醇销售单价为 8000 元/吨时，10 万吨产能对应的正丙醇毛利润为 1.4 亿元，单吨毛利润为 1436 元。

表 7：正丙醇成本及盈利拆分（产能数据截至 2022 年）

正丙醇销售单价（元/吨）	8000
成本构成（元/吨）	6564
1.原材料成本（元/吨）	6031
乙烯	3331
合成气	1501
氢气	1199
2.辅料成本（元/吨）	211
催化剂	21
水、电、气	190
3.其他成本（元/吨）	323
人工	75
折旧	198
修理	30
三废处理	20
吨毛利（元/吨）	1435.6
毛利率（%）	17.9%
正丙醇产能（万吨/年）	10
销售收入（亿元）	8.0
毛利润（亿元）	1.4

资料来源：Wind，《淄博诺奥化工有限公司 25 万吨年羰基合成（醛、醇、酸、酯）一体化技改项目（一期）环境影响报告书》，钟慧娟《正丙醇生产工艺及成本预估》，天风证券研究所

我们针对主要原材料乙烯采购价格以及正丙醇售价变化如何影响吨毛利来进行敏感性分析，可以看出正丙醇售价变化对于吨毛利的影响更为显著。且当乙烯价格为 7000 元/吨、正丙醇售价达到 7500 元/吨以上时，生产并销售正丙醇的吨毛利可在 790 元以上。

表 8：乙烯、正丙醇价格变化影响吨毛利的敏感性分析

乙烯价格 (元/吨)	正丙醇售价 (元/吨)											
	7250	7500	7750	8000	8250	8500	8750	9000	9250	9500	9750	10000
6000	1038	1288	1538	1788	2038	2288	2538	2788	3038	3288	3538	3788
6250	914	1164	1414	1664	1914	2164	2414	2664	2914	3164	3414	3664
6500	790	1040	1290	1540	1790	2040	2290	2540	2790	3040	3290	3540
6750	666	916	1166	1416	1666	1916	2166	2416	2666	2916	3166	3416
7000	541	791	1041	1291	1541	1791	2041	2291	2541	2791	3041	3291
7250	417	667	917	1167	1417	1667	1917	2167	2417	2667	2917	3167
7500	293	543	793	1043	1293	1543	1793	2043	2293	2543	2793	3043
7750	169	419	669	919	1169	1419	1669	1919	2169	2419	2669	2919
8000	45	295	545	795	1045	1295	1545	1795	2045	2295	2545	2795
8250	-79	171	421	671	921	1171	1421	1671	1921	2171	2421	2671
8500	-203	47	297	547	797	1047	1297	1547	1797	2047	2297	2547

资料来源：Wind，《淄博诺奥化工有限公司 25 万吨年羰基合成（醛、醇、酸、酯）一体化技改项目（一期）环境影响报告书》，钟慧娴《正丙醇生产工艺及成本预估》，天风证券研究所

2. 工程业务：鲁油鲁炼+煤化工有望在 25-27 年集中兑现

公司主要聚焦于承接尾端硫磺回收装置的工艺包、设计、EPC 等，承接的硫磺回收装置总包设计业务全国领先。公司的工程业务以环保见长，拥有自主研发的“无在线炉硫磺回收工艺技术”，是国内设计、总承包硫磺回收装置最多的公司，公司于 2003 年成功开发了适合煤制油、现代煤化工行业的硫磺回收技术，并成功完成全球首家煤直接液化项目——神华煤制油项目的 3 万吨/年硫磺回收装置设计；2009 年承接了大唐国际克什克腾煤制气项目 5.5 万吨/年硫磺回收装置总承包项目。截至 24 年末，公司累计完成各类硫磺回收装置设计、总承包合计 240 套，装置总规模 1283 万吨/年。

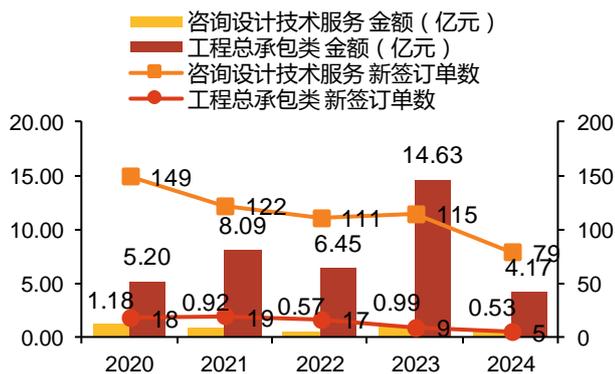
表 9：三维化学具体业务及服务内容

业务类型	业务细分	服务内容
工程业务	工程咨询	根据建设工程的需要，向工程业主提供专业服务，并对建设工程所需的多种条件进行综合分析、论证，编制建设工程咨询文件，提供咨询服务。
	工程设计	运用工程经济理论及技术经济方法，对多种项目等进行综合性设计及技术经济分析，并提供作为建设依据的设计文件和图纸。
	工程总承包	指受业主委托，按照合同约定对工程项目的勘察、设计、采购、施工、试运行（竣工验收）等实行全过程或若干阶段的承包。
化工业务		从事各类化工新材料研发以及多种高纯度产品和残液提纯产品的生产与销售。
催化剂业务		主要产品包括耐硫变换催化剂、硫磺回收催化剂、水解剂脱毒剂、脱硫剂等，产品主要应用于变换工艺过程、硫磺回收工艺过程、稀土橡胶生产过程等。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

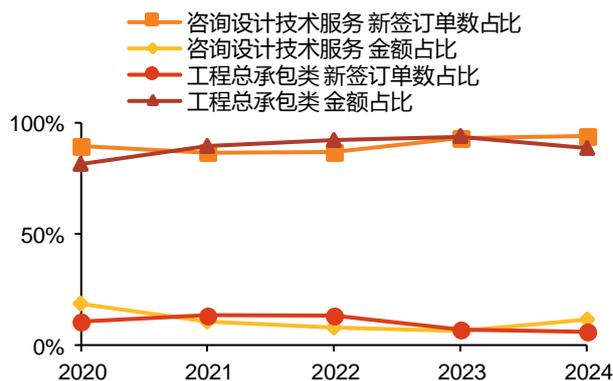
2024 年，公司新签订单 84 个，新签订单金额 4.7 亿元，同比-69.9%，其中设计咨询技术服务新签订单 79 个，签单金额 0.53 亿元，同比-46.3%，工程总承包类新签订单 5 个，签单金额 4.17 亿元，同比-71.5%。一季度新签+中标订单合计 4.7 亿元，至 25Q1 末在手未完工订单 16.7 亿元。往后来看，我们认为公司工程业务的看点主要为：1) 以北方华锦项目、鲁油鲁炼项目为代表的传统石油化工工程的集中兑现；2) 煤化工投资的持续放量，或带动硫磺回收工程市场快速扩容。

图 15：2020-2024 年新签订单数及金额（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：2020-2024 年新签订单数及金额占比（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1. 石油化工：25 年或迎收入确认高峰，鲁油鲁炼有望打开成长空间

北方华锦项目有望于 25 年迎来收入确认高峰。2023 年 11 月，公司公告签约北方华锦联合石化公司精细化工及原料工程项目 EPC 合同。该项目是盘锦市精细化工及原料工程项目的一部分，总投资 837 亿元，公司主要负责其中硫磺回收、酸性水汽提、溶剂再生 3 套装置的工程总承包，合同签约金额 13.07 亿元，工期 799 天，计划于 25 年 10 月 31 日中交。截止 25Q1 末，该项目已累计确认收入 3.57 亿元，累计收款 5.36 亿元。假设工程交工按照

合同约定正常推进的情况下，我们判断合同中未确认收入的部分（约 10 亿元）有望在 25 年的 Q2-Q3 迎来集中确认。

表 10：三维化学中标的北方华锦联合石化公司 EPC 合同内容

合同价款(亿元)	工程承包范围	合同工期
13.07	4×12 万吨/年硫磺回收、3×200 吨/小时酸性水汽提、650+2×600 吨/小时溶剂再生联合装置及公辅设施的设计、采购、施工（EPC）总承包，基础工程设计范围内从详细设计开始直到中间交接为止的设计、采购、施工、单机试车等各阶段内的工作，以及工程中间交接后的技术服务，项目文件归档，协助联动试车、投料试车、交工验收、性能考核、竣工验收，缺陷责任期间保修并修补其任何缺陷、保修期保修，用户培训，对 EPC 总承包工程的技术、质量、安全、环保、文明、进度、费用等全面负责。	工期：799 天 计划中间交接日期： 2025 年 10 月 31 日 计划交工日期： 2026 年 10 月 31 日

资料来源：公司公告，天风证券研究所

鲁油鲁炼项目快速推进，公司区位拿单优势明显。由中石化齐鲁石化分公司实施的鲁油鲁炼转型升级技术改造项目主要是对现有的齐鲁石化胜利炼油厂实施改扩建，分为炼油和化工两个部分，投资总额 245 亿元，预计建设周期为 2 年 7 个月，24 年 12 月 19 日项目正式动工，25 年 4 月 10 日已经进入老旧装置拆除阶段。公司前身从胜利炼油厂改制而来，我们预计后续公司有望凭借区位优势在鲁油鲁炼项目中斩获较多订单。

表 11：鲁油鲁炼项目建设内容

炼油部分	化工部分
新建 1000 万吨/年常减压装置、新建 210 万吨/年高端碳材料装置、新建 200 万吨/年加氢裂化装置、新建 100 万吨/年连续重整装置、新建 8 万标米 ³ /时干气制氢装置、新建 8 万吨/年硫磺回收装置、新建 100 万吨/年焦化汽油加氢装置、SSOT 装置异地改造，与上述新建和改造装置相应配套的储运、公用工程、辅助设施的新建或改造，以及临齐线扩能改造。	新建 100 万吨乙烯裂解装置，下游配套 20 万吨/年环氧乙烷装置、60 万吨/年裂解汽油加氢、100 万吨/年芳烃抽提装置、15 万吨丁二烯抽提装置、20 万吨离子膜烧碱产能恢复技术改造、废碱液处理装置、18 万吨/年芳烃吸附分离装置、1#氯乙烯装置安全隐患治理共 9 套装置（单元）及储运、公用工程及辅助设施等系统改造。

资料来源：《中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司鲁油鲁炼升级改造项目环境影响评价第一次信息公示》，天风证券研究所

2.2. 煤化工：项目投资建设加速推进，资本支出迈入长景气周期

据我们不完全统计，目前全国有规划的煤化工项目投资总额达 10329 亿元，其中新疆 4916.4 亿元，其他省份 5412.6 亿元。按照 5 年完成投资进行测算，对应的年均投资规模达 2065.8 亿元，较我们测算的 21-23 年年均投资 644.3 亿元相比，增长了 220.6%。其中，新疆年均投资额为 983.3 亿元，其他省份为 1082.5 亿元。

表 12：煤化工项目投资额增长幅度测算

	新疆	其他	合计
总投资额（亿元）	4916.4	5412.6	10329.0
未来 5 年全国煤化工年均投资额（亿元）	983.3	1082.5	2065.8
21-23 年全国煤化工年均投资额（亿元）	-	-	644.3
增幅	-	-	220.6%

资料来源：《煤炭工业“十四五”现代煤化工发展指导意见》等，天风证券研究所

注：相关统计数据为根据公开信息整理汇总，仅供参考

新疆资源禀赋优异，煤化工项目加速推进。2024 年 3 月 28 日，国家能源集团哈密能源集成创新基地基础设施建设项目在哈密市巴里坤哈萨克自治县岔哈泉园区开工。项目总投资 1700 亿元，是首个应用二代技术直接液化煤制油项目，也是新疆第一个煤制油项目。其中，一阶段年产 400 万吨煤制油工程项目估算总投资 567 亿元。项目计划每年用煤 1420 万吨，产油品超 400 万吨，其中，设计直接液化煤制油生产线年产油品 320 万吨，间接液化煤制

油生产线年产油品 80 至 100 万吨，二阶段工程的可研工作已经由中国寰球工程有限公司中标，正在启动中。

此前准东开发区规划建设两个 500 万吨煤制油联产天然气和化学品基地、240 亿立方米煤制天然气联产化学品基地，总投资 3624 亿元，总产值 1335 亿元。并配套布局 3000 万千瓦新能源装机规模，为煤制油和煤制气提供绿电、绿氢、绿氧。计划至 2025 年末首批煤制油气项目顺利开工并取得实质性进展，2027 年建成。

新疆目前有多个煤化工项目仍在积极推进，我们统计未投产的煤制烯烃、煤制气、煤制油项目总投资规模分别为 1189、2679、1048 亿元，对应产能分别为 940 万吨、340 亿立方米、700 万吨，投资总额达 4916 亿元。假设未来 5 年完成投资，则对应年均投资额达 983.3 亿元。

图 17：新疆煤化工项目不完全统计

项目类型	投资主体	项目	地址	投资额 (亿元)	产能 (万吨/亿立方米)	状态	进度
煤制烯烃	新疆中泰新材料股份有限公司	资源化综合利用制甲醇升级示范项目	吐鲁番市托克逊县	60	100	已投产	24年10月点火
	中国神华煤制油化工有限公司新疆煤化工分公司	神华新疆68万吨/年煤基新材料项目	乌鲁木齐甘泉堡工业区	223	68	已投产	2016年投产
	新疆蓝山屯河化学有限公司	110万吨/年煤制甲醇项目	昌吉州	75	110	未投产	24年8月启动环评
	新疆其亚新材料有限公司	600万吨/年煤基甲醇项目	准东经济技术开发区	287	600	未投产	24年6月开工
	新疆东明塑胶有限公司	80万吨/年煤制烯烃项目	准东经济技术开发区	190	80	未投产	23年12月开工
	新疆山能化工有限公司	80万吨/年煤制烯烃项目	准东经济技术开发区	209	80	未投产	24年1月取得环评
	伊吾疆纳新能源有限公司	70万吨/年煤制烯烃项目	哈密市伊吾县	430	70	未投产	项目论证阶段
	已投产合计			283	168		
未投产合计			1189	940			
总计			1472	1108			
煤制气	浙江能源伊犁新天煤化工有限责任公司	20亿立方米/年煤制天然气项目	伊犁州伊宁市巴彦岱镇	176	20	已投产	2017年投产
	新疆庆华能源集团有限公司	55亿立方米/年煤制天然气示范项目 (一期)	伊宁县伊东工业园区	125	13.75	已投产	2014年投产
	新疆庆华能源集团有限公司	55亿立方米/年煤制天然气示范项目 (二期)	伊宁县伊东工业园区	194	40	未投产	24年4月启动环评
	国家能源集团新疆能源有限责任公司	40亿立方米/年煤制天然气示范项目	准东经济技术开发区	250	40	未投产	24年10月开工
	中国华能集团公司新疆准东公司	40亿立方米/年煤制天然气项目	准东经济技术开发区	260	40	未投产	24年9月启动可研
	新疆天池能源有限责任公司	20亿立方米/年煤制天然气项目	准东经济技术开发区	230	20	未投产	24年8月通过发改委预审
	新疆新业国有资产经营 (集团) 有限责任公司	20亿立方米/年煤制天然气项目	准东经济技术开发区	155	20	未投产	24年8月通过发改委预审
	中煤集团新疆能源有限公司	40亿立方米/年煤制天然气项目	哈密市	320	40	未投产	24年9月取得环评
	新疆其亚化工有限公司	20亿立方米/年煤制天然气项目	准东经济技术开发区	160	20	未投产	24年3月环评公示
	新疆能源 (集团) 有限责任公司	40亿立方米/年煤制天然气项目	哈密市	500	40	未投产	22年9月推进预可研
	苏新能源和丰有限公司	40亿立方米/年煤制天然气项目	塔城市	410	40	未投产	2019年延期
	河南能源集团	40亿立方米/年煤制天然气项目	准东现代煤化工基地	200	40	未投产	23年11月推进可研
已投产合计			301	34			
未投产合计			2679	340			
总计			2980	374			
煤制油	国家能源集团新疆哈密能源化工有限公司	哈密能源集成创新基地项目 (年产400万吨煤制油)	哈密市巴里坤县	567	400	未投产	24年10月全面开工
	伊泰新疆能源有限公司	伊泰甘泉堡200万吨/年煤制油示范项目	乌鲁木齐甘泉堡经济技术开发区	320	200	未投产	2016年启动, 已停工
	伊泰伊犁能源有限公司	100万吨/年煤制油示范项目	伊犁州察布查尔县	161	100	未投产	2017年环评批复, 已停工
	已投产合计			0	0		
未投产合计			1048	700			
总计			1048	700			
乙二醇	新疆天业 (集团) 有限公司	一期5万吨/年电石炉尾气制乙二醇项目			5	已投产	2013年投产
	新疆天业 (集团) 有限公司	二期20万吨/年电石炉尾气制乙二醇项目	石河子市		20	已投产	2015年投产
	新疆天业汇合新材料有限公司	年产60万吨乙二醇项目	石河子市	80	60	已投产	2020年投产
	哈密广汇环保科技有限公司	荒煤气综合利用年产40万吨乙二醇项目	哈密市伊吾县	36	40	已投产	2021年投产
	已投产合计			116	125		
未投产合计			0	0			
总计			116	125			
24年以来有进展的煤化工项目投资额合计				2896			
所有未投产潜在的煤化工项目投资额合计				4916			

资料来源：煤化工期刊公众号，生态环境部，全国公共资源交易平台，中国化工报公众号，中国工业报公众号，现代煤化工公众号等，天风证券研究所

注：相关统计数据为根据公开信息整理汇总，仅供参考

从全国范围来看，潜在煤化工项目投资规模或近万亿。2024 年 10 月 25 日，陕煤集团榆林化学有限责任公司 1500 万吨/年煤炭分质清洁高效转化示范项目烯烃、芳烃及深加工工程一阶段项目正式进入施工阶段。榆林化学 1500 万吨/年煤炭分质清洁高效转化示范项目先后被列入国家《能源发展“十三五”规划》《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》，分两期建设，项目总投资 1760 亿元，设计原料煤用量为每年 1642 万吨、燃料煤用量每年 434 万吨。一期已建成 180 万吨/年乙二醇和 120 万吨/年煤热解装置，正在建设 50 万吨/年 DMC 装置；二期工程是目前单体投资最大的煤化工项目，计划建设烯烃、芳烃及深加工链，一阶段项目总投资 620 亿元，设计烯烃生产线年产 148 万吨。两期项目全部建成后，预计年销售收入 1340 亿元，年利润超 300 亿元。

据我们不完全统计，除新疆地区外，全国其他省份未投产的煤制烯烃、煤制气、煤制油、煤制乙二醇项目总投资规模分别为 3950、615、724、123 亿元，对应产能分别为 1133 万吨、102 亿立方米、416 万吨、120 万吨，投资总额达 5413 亿元。假设未来 5 年完成投资，则对应年均投资额达 1082.5 亿元。

图 18：全国其他省份煤化工项目不完全统计

项目类型	投资主体	项目	地址	投资额 (亿元)	产能 (万吨/亿立方米)	状态	进度
煤制烯烃	中煤蒙大新能源化工有限公司	年产60万吨甲醇项目和年产60万吨烯烃项目	内蒙古自治区鄂尔多斯市乌审旗化工项目园区	104	60	已投产	16年4月投产
	蒲城清洁能源化工有限公司	蒲城能化年产70万吨煤制烯烃项目	陕西省蒲城煤化工产业园	209	70	已投产	14年投产
	宁夏宝丰能源集团股份有限公司	二期100万吨烯烃项目	宁夏能源化工基地	95	100	已投产	23年11月投产
	青海大美煤业股份有限公司	青海大美尾气综合利用制烯烃项目	青海省西宁(国家)经济技术开发区甘河工业园西区	127	60	已投产	19年3月投产
	宁波富德能源有限公司	100万吨/年甲醇制33万吨烯烃项目	常州	20	33	已投产	16年12月投产
	中安联合煤化工有限责任公司	中安联合煤化工制烯烃项目	安徽省煤化工(淮南)基地祁集片区	242	170	已投产	21年投产
	神华包头煤化工有限公司	包头化工神华包头煤制烯烃升级示范项目	内蒙古自治区包头市	172	75	未投产	24年11月开工
	陕煤集团榆林化学有限责任公司	榆林化学二期工程	陕西省榆林市	1760	148	未投产	24年10月开工
	中煤陕西榆林能源化工有限公司	中煤榆林220万吨甲醇项目、90万吨聚烯烃项目	陕西省榆林市榆横工业区能源化工产业南区	239	90	未投产	24年9月开工
	内蒙古荣信化工有限公司	80万吨烯烃项目	内蒙古鄂尔多斯达拉特经济开发区	98	80	未投产	24年7月开工
	广西华谊能源化工有限公司	100万吨甲醇制烯烃项目	中国(广西)自由贸易试验区钦州港片区钦州石化产业园	136	100	未投产	24年7月开工
	内蒙古宝丰煤基新材料有限公司	260万吨煤制烯烃项目	内蒙古自治区鄂尔多斯市乌审旗苏里格经济开发区	478	260	未投产	24年4月开工
	宁夏煤业公司	70万吨/年煤制烯烃新材料项目	宁夏回族自治区宁东能源化工基地	220	70	未投产	24年11月立项批复
	中国石化长城能源化工有限公司	中国石化长城能源煤制烯烃项目	内蒙古自治区鄂尔多斯市准格尔经济开发区大路产业园	239	80	未投产	24年7月取得环评
	中煤能源集团有限公司	煤基烯烃新材料及下游深加工一体化项目	平鲁经济技术开发区朝阳新材料产业园	297.8	100	未投产	24年9月设计中标
	国能包头煤化工有限责任公司	国能包头煤化工二期工程	内蒙古自治区包头市昆区哈林格尔工业园区	100	70	未投产	23年9月开工
	青海国投	青海国投60万吨烯烃项目	青海省海西州格尔木工业园区	211	60	未投产	22年4月开工
	已投产合计			797	493		
	未投产合计			3950	1133		
	总计			4748	1626		
煤制气	内蒙古汇能化工有限公司	煤制天然气项目	鄂尔多斯市伊金霍洛旗	115	16	已投产	21年投产
	内蒙古大唐国际克什克腾煤制天然气有限责任公司	大唐克旗煤制天然气项目	内蒙古赤峰市克什克腾旗	257	40	已投产	23年10月投产
	北京北控&神华	北控鄂尔多斯40亿立方米煤制天然气项目	鄂尔多斯市准格尔旗大路工业园区	233	40	未投产	24年2月推进方案设计
	内蒙古华星新能源有限公司	40亿立方米煤制天然气项目	内蒙古鄂尔多斯市上海庙经济开发区	229	40	未投产	23年11月开工
	安徽晋能控股集团	22亿立方米煤制天然气项目	安徽淮南市	154	22	未投产	21年1月用地批复
	已投产合计			372	56		
未投产合计			615	102			
总计			987	158			
煤制油	国家能源集团宁夏煤业	宁煤400万吨/年煤炭间接液化示范项目	宁东能源化工基地	550	400	已投产	22年投产
	潞安集团	180万吨/年高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目		239	180	已投产	17年投产
	克矿集团	未来能源煤制油项目(100万吨/年)	陕西	160	100	已投产	2015年8月投产
	贵州渝富	200万吨/年煤制清洁燃料项目	贵州省毕节市纳雍县煤电一体化产业基地	359	200	未投产	22年12月推进环评
	中国神华煤制油化工有限公司	煤制油煤直接液化升级示范项目		365	216	未投产	24年6月启动环评
	已投产合计			949	680		
未投产合计			724	416			
总计			1673	1096			
乙二醇	中化学(内蒙古)新材料有限责任公司	30万吨/年煤制乙二醇项目	内蒙古通辽市扎鲁特旗鲁北产业园化工集中区	64	30	已投产	24年10月投产
	陕西榆林化学材料有限公司	120万吨/年煤制乙二醇一期40万吨/年乙二醇项目		62	40	已投产	23年投产
	宁夏顺泰清洁能源有限公司	煤制乙二醇项目	宁夏基地	43	40	已投产	22年5月投产
	内蒙古久泰新材料科技股份有限公司	年产100万吨乙二醇项目	内蒙古呼和浩特托清经济开发区	118	100	已投产	22年10月投产
	四川正达新材料有限公司	年产120万吨乙二醇联产10万吨电子级DMC新材料项目	四川省普光经济开发区普光工业园区	123	120	未投产	24年11月完成电气仪表安装
	已投产合计			288	210		
未投产合计			123	120			
总计			411	330			
24年以来有进展的煤化工项目投资额合计				4589			
所有未投产潜在的煤化工项目投资额合计				5413			

资料来源：化网煤化工公众号，聚烯烃人公众号，石油和化工园区公众号等，天风证券研究所

注：相关统计数据为根据公开信息整理汇总，仅供参考

2025 年以来全国煤化工项目加速推进，关注后续订单发包情况。新疆准东经济技术开发区 25 年计划实施重大项目 152 个，项目总投资 4437 亿元，全年计划完成投资 400 亿元以上。一季度计划开（复）工重大项目 83 个，计划完成投资 20 亿元以上。从我们不完全统计的情况来看，2-3 月有多个大型煤化工项目相继正式开工，对应项目总投资规模超过 1400 亿元。

表 13：25 年以来开工的煤化工项目不完全统计

项目	总投资 (亿元)	进展	备注
山东能源兖矿新疆能化准东煤化一体项目	338	2 月 23 日开工	项目涵盖新疆山能化工有限公司准东五彩湾 80 万吨/年煤制烯烃、2300 万吨/年兖矿四号露天煤矿、山能化工铁路专用线和五彩湾生活基地四个项目。
陕煤集团榆林化学 1500 万吨/年煤炭分质清洁高效转化示范项目烯烃、芳烃及深加工工程二期一阶段项目	620	3 月 5 日开工	项目包含 560 万吨/年甲醇、150 万吨/年甲醇制烯烃、30 万吨/年聚乙烯 (FDPE)、30 万吨/年聚丙烯 (PP) 等。
内蒙古荣信化工有限公司年产 80 万吨烯烃项目	98.3	3 月 16 日开工	预计 2026 年 10 月 30 日全部建成中交。
国家能源集团准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目	167.93	3 月 22 日开工	25 年计划完成投资 30 亿元，年底完成各装置主要建筑物和设备基础施工，2026 年开始安装设备、管道、电气仪表等，2027 年实现装置全面投产。
东方希望集团准东煤电一体化项目	190	3 月 28 日开工	该项目将现代煤化工与绿电、绿氢等产业深度耦合，主要采用粉煤加压气化、净化、甲醇制烯烃等工艺，每年可就地转化原料煤约 600 万吨，主要生产乙烯、丙烯、丁烯、液化石油气等产品。

资料来源：准东开发区零距离公众号，吉林化建公众号等，天风证券研究所

表 14：部分重点煤化工项目招投标情况

项目	招标内容	第一中标候选人	报价(万元)	公告日期
国能新疆煤制气有限公司准东 20 亿立方米年煤制天然气项目	硫回收装置专利专有技术许可、工艺包编制及技术服务	山东三维化学集团股份有限公司	410	2024 年 9 月 6 日
	全厂强夯工程施工	陕西建工机械施工集团有限公司	440	2024 年 11 月 21 日
	煤气化装置总体设计及基础工程设计服务	赛鼎工程有限公司	1398	2025 年 3 月 27 日
	全厂给排水管网及总图运输 EPC 总承包	-	-	2025 年 4 月 11 日
包头化工神华包头煤制烯烃升级示范项目	空分装置 EPC 总承包	华陆工程科技有限责任公司	35200	2024 年 11 月 5 日
	循环水场、给水加压及消防泵站 EPC 总承包	东华工程科技股份有限公司	28613	2024 年 12 月 16 日
	储配煤及输煤 EPC 总承包	中煤科工集团武汉设计研究院有限公司	26997	2024 年 12 月 20 日
	硫回收装置 EPC 总承包	山东三维化学集团股份有限公司	15678	2025 年 1 月 24 日
	高效膜浓缩及蒸发结晶装置 EPC 总承包	神华工程技术有限公司	21902	2025 年 2 月 7 日
	临时用电工程外线及协调施工总承包	中国能源建设集团北京电力建设有限公司	860	2025 年 4 月 15 日
	全厂系统工程 EPC 总承包	-	-	2025 年 3 月 3 日
	MTO 装置 EPC 总承包	-	-	2025 年 3 月 10 日
	厂外灰渣场 EPC 总承包	-	-	2025 年 3 月 21 日
榆林化工神华榆林循环经济煤炭综合利用项目	硫磺回收装置技术许可、工艺包、培训及技术服务	山东三维化学集团股份有限公司	730	2025 年 2 月 26 日
	综合能源供应岛勘察设计	中国电力工程顾问集团西北电力设计院有限公司	3699	2025 年 2 月 28 日
	全厂系统及公辅设施基础工程设计、部分详细工程设计和技术服务	中国寰球工程有限公司	1450	2025 年 3 月 21 日
	厂前区方案设计、初步设计、详细设计和技术服务	中铁第一勘察设计院集团有限公司	398	2025 年 3 月 26 日
	零星工程施工和临建设施施工工程	-	-	2025 年 3 月 19 日
新疆山能化工有限公司准东五彩湾 80 万吨/年煤制烯烃项目	空分技术、工艺包及成套设备	杭氧集团股份有限公司	67074	2025 年 4 月 8 日
	聚丙烯装置基础设计服务	大庆石化工程有限公司	398	2025 年 4 月 9 日
	全厂临时设施、四通一平、大门、围墙施工总承包	山东能源集团建工集团有限公司	1797	2025 年 4 月 16 日
	净化装置(低温甲醇洗、冷冻、CCUS、硫回收)、甲醇合成装置基础设计	中国五环工程有限公司	263	2025 年 4 月 18 日
哈密化工哈密能源集成创新基地项目(一阶段煤制油工程)	硫磺回收装置技术许可、工艺包编制、培训、总体设计、基础设计和技术服务	山东三维化学集团股份有限公司	1500	2025 年 1 月 16 日
	大件组焊厂房 PC 工程	中建安装集团有限公司	37571	2025 年 1 月 17 日
	低温甲醇洗装置技术许可、工艺包编制、培训和技术服务	华陆工程科技有限责任公司	600	2025 年 4 月 10 日
	零星工程施工	-	-	2025 年 4 月 14 日
新疆新业国有资产经营(集团)有限责任公司准东 20 亿立方米/年	初步设计	赛鼎工程有限公司	2960	2024 年 6 月 20 日

煤制天然气项目

新疆天池能源有 限责任公司准东 20 亿立方米/年 煤制天然气项目	环评报批前公示	-	-	2025 年 3 月 16 日
--	---------	---	---	-----------------

资料来源：国能 E 招，阳光采购服务平台，中化商务，特变电工官网，天风证券研究所

参考公司历史上中标的订单情况来看，硫磺回收装置 EPC 的平均订单规模在 1.5 亿元左右，占其项目总投资的比例为 0.7%。公司近期已经承接了较多煤化工相关的硫磺回收订单（神华包头硫磺回收 EPC 中标 1.57 亿、国能哈密 0.15 亿、神华榆林工艺包 0.07 亿等），如果按照我们计算的未来 5 年煤化工年均投资额 2065.8 亿元、硫磺回收装置占比 1% 进行计算，对应的煤化工硫磺回收 EPC 年均市场规模约为 21 亿元左右。

表 15：公司中标的部分煤化工领域硫磺回收装置

项目名称	金额(万元)	时间
包头化工神华包头煤制烯烃升级示范项目硫回收装置 EPC 总承包	15677.8	2025 年
哈密化工哈密能源集成创新基地项目(一阶段煤制油工程)硫磺回收装置技术许可、工艺包编制、培训、总体设计、基础设计和技术服务	1500.0	2025 年
榆林化工神华榆林循环经济煤炭综合利用项目硫磺回收装置技术许可、工艺包、培训及技术服务	730.0	2025 年
新疆山能化工有限公司准东五彩湾 80 万吨/年煤制烯烃项目硫回收技术来源及工艺包	-	2025 年
神华榆林循环经济煤炭综合利用项目（一阶段工程）硫磺回收装置设计、采购、施工(EPC)总承包	12087.0	2018 年
中天合创鄂尔多斯煤炭深加工示范项目硫磺回收装置 EPC 总承包	20436.0	2014 年
神华新疆 68 万吨/年煤基新材料项目硫磺回收装置设计采购施工总承包	11169.0	2013 年

资料来源：国能 E 招标网，三维化学公司公告，阳光采购服务平台官网，天风证券研究所

3. 未来新材料领域还有哪些看点？

高端新材料项目投产后具备潜在的业绩高弹性。2023 年公司与合作伙伴隆邦化工合资成立“山东三维隆邦新材料科技有限公司”，其中公司以自有资金出资 2250 万元，占注册资本的 60%；隆邦化工以“醋酸丁酸纤维素及其衍生品生产装置、醋酸丁酸纤维素及其衍生品成套技术、年产 3 万吨异辛酸装置工艺软件包”等资产整体评估作价出资 1500 万元，占注册资本的 40%。2024 年 3 月，公司公告子公司三维隆邦拟投资对原有装置进行技术改造和产品结构优化升级，达产后有望新增异辛酸产能 5 万吨/年、纤维素及衍生物产能 1.5 万吨/年，未来或给公司业绩带来新的增长点。

表 16：子公司三维隆邦拟投资建设项目情况

项目名称	项目内容	产能	投资额（亿元）	建设周期
醋酸丁酸纤维素产品优化提升技改项目	对 2400 吨/年丁酸酐装置及配套设施进行产品结构优化升级和技术改造提升，主要包括对丁酸酐装置改造提升、配套建设正丁酸-异辛酸联产装置一套及项目所涉及储罐改造，同时完善相关配套设施。	年产丁酸酐 10000 吨、正丁酸 10000 吨、异辛酸 50000 吨，副产乙酸 7264 吨、混合醇醛 15832 吨（丁酸酐、乙酸为其他装置自用；正丁酸作为生产丁酸酐的原料，本项目自用；异辛酸与混合醇醛外售）。	4.02	项目建设期约为半年，计划从 2024 年 6 月开工建设，预计于 2024 年 12 月竣工
纤维素衍生物及其配套装置改造提升项目	对 1000 吨/年醋酸丁酸纤维素装置进行产品结构优化升级和技术改造提升，配套建设项目所涉及原料罐区以及完善相关配套设施。	年产 15000 吨，即：醋酸纤维素 5000 吨/年、醋酸丙酸纤维素 3000 吨/年、醋酸丁酸纤维素 5000 吨/年、交联羧甲基纤维素钠 2000 吨/年；同时配套提升淡酸回收装置处理能力至 20 万吨/年。	3.2	项目建设期约为 1.5 年，计划从 2024 年 6 月开工建设，预计于 2025 年 12 月竣工

资料来源：公司公告，天风证券研究所

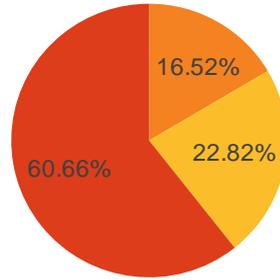
3.1. 异辛酸

根据智研咨询，异辛酸是一种附加值较高的精细化学品，上游主要为异辛烯醛、异辛醛、异辛醇等，其盐类广泛应用于涂料催干剂、聚合物制品的催化剂与稳定剂等方面。根据异辛酸的品质，可分别应用于工业、医药、催化剂、合成树脂领域，其中医药、催化剂、高端涂料油墨等领域对异辛酸的要求较高。2022 年我国异辛酸消费中涂料领域消费量约占比 16.52%，医药中间体消费量占比约为 22.82%，其他领域消费量占比约 60.66%。

从 2019 年开始，国内异辛酸下游规模不断扩大，导致异辛酸需求不断增长，需求量约 9-10 万吨/年，而我国实际生产异辛酸的总量在 5 万吨/年左右，其余主要依赖进口。截至 2022 年全球异辛酸产量约为 33.82 万吨，需求量约为 32.8 万吨。

图 19：2022 年异辛酸下游需求拆分

■ 涂料领域 ■ 医药中间领域 ■ 其他领域



资料来源：智研咨询公众号，天风证券研究所

异辛酸又叫 2-乙基己酸，其合成主要有三种：(1) 氧化剂法；(2) 醛氧化法；(3) 催化脱氢法。生产异辛酸的主要原料是 2-乙基己醇（又称异辛醇），目前都是采用丙烯为原料的羰基合成法进行生产，因此价格便宜，原料丰富。目前国内异辛酸生产工艺主要是利用催化剂，在氢氧化钠作用下，催化异辛醇氧化生成异辛酸。

从产能角度来看，据智研咨询不完全统计，截至 24 年 6 月，国内有 10 多家异辛酸生产企业，总产能为 16.3 万吨左右。从价格层面看，据生意社，截至 2025 年 4 月 23 日，异辛酸的市场平均报价在 1.2 万元/吨左右，上游原料辛醇参考均价为 7384 元/吨。

表 17：2022 年我国异辛酸产能不完全统计

公司名称	产能（万吨/年）
盘锦洪鼎化工有限公司	10
沈阳张明化工有限公司	2
江西金泰化工股份有限公司	2
郸城县凯杰科技有限公司	0.8

资料来源：智研咨询公众号，天风证券研究所

3.2. 高端纤维素

高端纤维素有望受益于国产替代逻辑，具备潜在的业绩高弹性。CA（醋酸纤维素）是用于生产烟草过滤嘴的原材料；CAB（醋酸丁酸纤维素）、CAP（醋酸丙酸纤维素）作为涂料添加剂，应用于塑料用涂料、金属用涂料、织物用涂料、纸张用油墨、木器用涂料、皮革用表面处理剂等涂料中，具有耐黄变、对紫外光稳定、控制光泽、控制粘度、改善流平、减少缩孔、缩短干燥时间等作用。从产能角度来看，其生产技术长期被美国伊士曼化学垄断，目前国内仍然没有实现大规模量产，主要依赖于进口。据睿略信息咨询公众号，全球醋酸丁酸纤维素（CAB）市场在 2023 年的市场规模为 34.93 亿元，其中国内醋酸丁酸纤维素（CAB）市场容量为 15.12 亿元。

目前用于制造醋片的主要原料浆粕为木浆粕，主要产自美国、巴西、加拿大和挪威，国内醋酸纤维素厂使用的木浆粕全部依赖进口。目前国内已有成熟醋酸纤维素和二醋酸纤维素束生产技术，而纺织用醋酸纤维生产尚属空白，主要依赖进口，且价格较高。我们认为公司项目投产后有望充分受益于国产替代逻辑。

表 18：三维化学纤维素业务情况

	2023	2024
醋酸丁酸纤维素营业收入（万元）	196.44	1,372.51
设计产能（吨/年）	1000	1000
产能利用率（%）	-	26.30%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 稀土顺丁橡胶

稀土橡胶：掌握年产 5 万吨稀土橡胶工艺及催化剂配制生产技术，进军稀土橡胶行业生产领域。2016 年，三维化学为四川石化顺丁橡胶装置 5 万吨/年钹系稀土顺丁橡胶改造项目引进了俄罗斯工艺技术。这一技术已在俄罗斯下卡姆斯克石化橡胶厂和西布尔公司应用，工艺技术成熟并且产品质量优良稳定，其产品全部供应米其林、普利司通、固特异、马牌等多家全球知名轮胎企业。2016 年四川石化公司与技术转让方青岛维实催化新材料科技有限责任公司和设计方山东三维石化工程股份有限公司三方签署协议，在四川石化 15 万吨/年镍系顺丁橡胶装置基础上通过局部改造，实现 5 万吨/年钹系顺丁橡胶的设计产能，并可与原有镍系顺丁生产正常切换，2019 年 5 月 23 日顺利中交，2020 年，四川石化装置钹系稀土顺丁橡胶投料试车一次成功产出 NdBR40 新品，并达到设计要求。2021 年 12 月 9~21 日，顺利试产出 600 余吨合格品以上钹系顺丁橡胶，产品覆盖所有 NdBR40/50/60 牌号，各项产品分析结果均达到工艺包要求，产品指标优于或等于国内外同类产品。未来，我们预计公司有望凭借技术优势，不断增加稀土顺丁橡胶产线改造建设市场份额的获取。

图 20：四川石化钹系稀土顺丁橡胶技术改造项目



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 盈利预测和投资建议

结合上文分析，我们对公司盈利预测做出如下假设：

- 1) 工程设计及总承包：**我们认为公司在手订单饱满，北方华锦项目未确认收入的金额近 10 亿有望在 25 年集中确认，带动总包业务规模快速增加，26-27 年有望进入鲁油鲁炼项目的签单及收入确认周期。预计 25-27 年工程总承包业务收入增速 125%/-35%/14%，考虑到签单到收入及利润释放仍需要一定时间，预计毛利率 16.0%/19.5%/19.0%。工程设计方面后续仍有望保持平稳增长，预计 25-27 年收入增速 8%/7%/6%，毛利率 50%。
- 2) 醇醛酯类及残液加工类：**截至 24 年末，公司是全国最大的正丙醇生产企业，产能 10 万吨/年，24 年底正丙醇价格快速上行，带动公司盈利能力显著提升。往后看，我们认为正丙醇仍有新增需求释放，价格仍有望维持，预计 25-27 年醇醛酯类业务收入增速 17.2%/9.8%/3.0%，毛利率 19.3%/19.4%/19.5%，残液加工类方面，25 年以来丁辛醇价格同比有所下降，预计该业务收入增速-2.0%/4.3%/5.2%，毛利率 29.5%/30%/30%。
- 3) 催化剂销售：**公司传统催化剂业务预计保持稳定，此外公司掌握了稀土顺丁橡胶催化剂的基数，若后续公司在稀土顺丁橡胶产线建设市场上取得新的突破，则有望带动催化剂业务保持较好的增长态势，并改善盈利能力，预计 25-27 年收入增速为 4.1%/1.4%/1.4%，毛利率 23.9%/24.4%/24.9%。
- 4) 纤维素及衍生物：**公司与隆邦化工成立合资子公司三维隆邦聚焦高端纤维素项目的生产，目前正在建设醋酸丁酸纤维素产品优化提升技改项目（5 万吨/年异辛酸装置及 1.5 万吨纤维素），预计随着产能逐步释放，收入及业绩增长有望显著提速。

表 19：公司分业务营收预测表

营业收入（百万元）		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
醇醛酯类	收入	1,337.16	1,384.14	1408.32	1,650.38	1,812.11	1,866.48
	YOY	-6.3%	3.5%	1.7%	17.2%	9.8%	3.0%
	毛利率	13.4%	14.1%	18.8%	19.3%	19.4%	19.5%
工程总承包	收入	564.65	472.83	466.60	1049.84	682.40	777.93
	YOY	39.8%	-16.3%	-1.3%	125.0%	-35.0%	14.0%
	毛利率	21.5%	28.0%	15.8%	16.0%	19.5%	19.0%
残液加工类	收入	389.78	435.95	383.59	376.08	392.09	412.43
	YOY	-28.1%	11.8%	-12.0%	-2.0%	4.3%	5.2%
	毛利率	24.2%	24.7%	29.7%	29.5%	30.0%	30.0%
催化剂销售	收入	203.78	230.15	172.72	179.73	182.22	184.71
	YOY	41.6%	12.9%	-25.0%	4.1%	1.4%	1.4%
	毛利率	29.5%	26.3%	23.8%	23.9%	24.4%	24.9%
工程设计	收入	96.21	120.79	96.89	104.64	111.96	118.68
	YOY	-7.9%	25.6%	-19.8%	8.0%	7.0%	6.0%
	毛利率	48.9%	49.6%	48.6%	50.0%	50.0%	50.0%
纤维素及衍生物	收入		1.96	13.73	302.00	1017.50	1440.00
	YOY			598.7%	2100.4%	236.9%	41.5%
	毛利率		-19.5%	2.3%	20.5%	22.5%	25.4%
其他	收入	18.27	11.62	12.46	13.70	15.07	16.58
	YOY	78.4%	-36.4%	7.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	49.5%	82.6%	79.6%	80.0%	80.0%	80.0%
合计	收入	2,609.85	2,657.45	2554.29	3676.37	4213.36	4816.81
	YOY	-0.8%	1.8%	-3.9%	43.9%	14.6%	14.3%
	毛利率	19.6%	21.2%	21.6%	20.8%	22.4%	23.2%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

5) **费用率**：预计后续公司营业收入快速增加有望带动费用持续摊薄，考虑到公司所处业务具备一定技术壁垒，需要保持较高的研发投入强度，预计后续研发费用率或保持稳定。预计 25-27 年销售费用率 0.63%/0.60%/0.58%，管理费用率 4.2%/4.1%/4.0%，研发费用率 4.3%，财务费用率-0.15%/-0.07%/0.01%。

表 20：费用率预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.8%	0.6%	0.8%	0.91%	0.63%	0.60%	0.58%
管理费用率	4.3%	3.9%	4.1%	4.61%	4.20%	4.10%	4.00%
研发费用率	3.9%	3.9%	4.3%	4.38%	4.30%	4.30%	4.30%
财务费用率	0.1%	-0.5%	-0.3%	-0.22%	-0.15%	-0.07%	0.01%
期间费用率	9.1%	8.0%	8.9%	9.7%	9.0%	8.9%	8.9%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

我们采用分部估值法来对公司进行估值：2020 年公司收购诺奥化工后成功切入到精细化工产品制造领域，目前业务主要分为化工产品销售业务和工程类业务。针对化工产品销售业务，我们选择了同属于石油化工板块且产品结构相似的鲁西化工、巨化股份、华鲁恒升作为可比公司，而在工程业务方面，我们选取了业务模式相近的化工工程专业化公司利柏特、中油工程，以及同样受益于煤化工行情催化的航天工程、东华科技作为可比公司，两个业务板块对应的可比公司 25 年 Wind 一致预期 PE 分别为 13、22 倍。

表 21：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
化工产品销售业务											
000830.SZ	鲁西化工	206.87	10.83	1.06	1.03	1.18	1.27	10.20	10.48	9.15	8.52
600160.SH	巨化股份	723.80	26.81	0.73	1.45	1.81	2.25	36.94	18.52	14.83	11.93
600426.SH	华鲁恒升	439.51	20.70	1.84	1.94	2.23	2.50	11.26	10.67	9.27	8.27
	平均							19.47	13.22	11.08	9.58
工程类业务及其他											
603698.SH	航天工程	91.71	17.11	0.35	0.48	0.66	0.84	48.47	35.78	26.03	20.38
002140.SZ	东华科技	68.89	9.73	0.58	0.71	0.87	1.03	16.79	13.73	11.16	9.40
600339.SH	中油工程	173.64	3.11	0.11	0.15	0.17	0.15	27.32	20.29	18.27	20.65
605167.SH	利柏特	41.22	9.18	0.54	0.53	0.64	0.77	17.14	17.18	14.40	11.90
	平均							27.43	21.74	17.46	15.58
002469.SZ	三维化学	57.04	8.79	0.40	0.58	0.76	0.92	21.72	15.11	11.60	9.51

注：数据截至 20250509 收盘，除三维化学 25-27 年为天风预测外，其余公司 25-27 年 EPS 为 Wind 一致预期。

资料来源：Wind，天风证券研究所

总体来看，公司新能源新材料领域布局具备先发优势，中长期成长空间广阔，维持“买入”评级。我们看好后续公司业务的利润弹性，预计公司 25-27 年归母净利润为 3.8、4.9、6.0 亿元，同比分别+44%、+30%、+22%，对应 PE 分别为 15、12、10 倍，参考上文可比公司估值情况，我们采用分部估值法，分别给予化工产品（含催化剂及新材料）、化工工程两块业务 25 年 17、22 倍 PE，对应市值分别为 42.5、32.7 亿元，合计 75 亿元，对应 25 年目标价 11.59 元，维持“买入”评级。

表 22：三维化学分部估值情况

2025 年	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率 (%)	可比公司平均 PE	给予 PE	总市值 (亿元)
化工产品销售业务	25.08	2.50	10.0%	13.2	17.0	42.5
工程业务及其他	11.68	1.49	12.7%	21.7	22.0	32.7
合计	36.76	3.77	10.3%	-	19.9	75.2

注：数据截至 20250509 收盘

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

5. 风险提示

原材料价格波动超预期：若公司主要化工产品所需要的原材料价格大幅波动，会对公司毛利率形成一定侵蚀，从而拖累公司的利润水平。

煤化工项目投资进度不及预期：若煤化工项目投资落地节奏由于审批节奏、环保等因素放缓，则可能导致文中测算的市场空间不及预期。

市场空间测算不及预期：本文对于市场空间的测算基于一定的假设条件，如果项目开展进度较慢，或者政策风向有所变更，可能存在市场空间测算不及预期的情况。

订单结转速度不及预期：若公司在手工程订单的推进收到影响，可能导致收入确认速度放缓，进而影响利润规模。

股价大幅波动：公司近期公告股价交易异常波动，于 2025 年 4 月 23 日、4 月 24 日连续 2 个交易日收盘价格涨幅偏离值累计超过 20%。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,119.82	474.14	709.33	1,095.26	935.55	营业收入	2,657.45	2,554.29	3,676.37	4,213.36	4,816.81
应收票据及应收账款	330.75	265.60	714.76	455.61	748.59	营业成本	2,093.01	2,003.46	2,910.97	3,269.34	3,697.25
预付账款	38.08	105.85	136.73	99.39	126.55	营业税金及附加	12.30	15.24	18.38	21.07	24.08
存货	200.54	243.74	241.42	230.82	303.23	销售费用	22.52	23.18	23.16	25.28	27.94
其他	442.46	989.31	772.76	694.23	852.45	管理费用	108.01	117.77	154.41	172.75	192.67
流动资产合计	2,131.66	2,078.64	2,575.00	2,575.31	2,966.36	研发费用	114.17	111.80	158.08	181.17	207.12
长期股权投资	1.40	0.84	0.44	0.34	1.34	财务费用	(9.03)	(5.68)	(4.22)	(3.01)	0.61
固定资产	483.30	439.42	484.25	542.85	606.11	资产/信用减值损失	(7.56)	(20.11)	(3.00)	(5.00)	0.00
在建工程	11.04	37.01	33.61	36.48	41.19	公允价值变动收益	0.40	1.63	0.75	0.93	1.10
无形资产	108.94	102.42	98.04	93.41	88.53	投资净收益	19.91	33.83	26.87	30.35	28.61
其他	606.32	874.70	731.62	803.79	766.84	其他	(37.89)	(32.84)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,211.01	1,454.39	1,347.96	1,476.88	1,504.00	营业利润	341.61	306.00	440.20	573.03	696.85
资产总计	3,481.83	3,626.68	3,922.96	4,052.19	4,470.37	营业外收入	0.45	1.09	1.20	1.10	1.40
短期借款	0.00	150.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.83	0.97	1.00	0.93	0.97
应付票据及应付账款	257.99	307.16	420.59	360.42	461.19	利润总额	341.24	306.12	440.41	573.20	697.28
其他	111.61	117.04	363.69	341.68	406.09	所得税	51.90	42.53	57.25	74.52	90.65
流动负债合计	369.60	574.20	784.28	702.11	867.28	净利润	289.34	263.58	383.15	498.69	606.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	7.15	0.93	5.75	7.19	6.67
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	282.18	262.65	377.41	491.49	599.97
其他	92.56	74.35	121.00	132.00	142.00	每股收益(元)	0.43	0.40	0.58	0.76	0.92
非流动负债合计	92.56	74.35	121.00	132.00	142.00						
负债合计	621.01	759.36	905.28	834.11	1,009.28	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	142.73	143.10	145.39	148.27	150.94	成长能力					
股本	648.86	648.86	648.86	648.86	648.86	营业收入	1.82%	-3.88%	43.93%	14.61%	14.32%
资本公积	645.72	645.72	645.72	645.72	645.72	营业利润	7.83%	-10.42%	43.86%	30.18%	21.61%
留存收益	1,409.42	1,412.52	1,563.49	1,760.08	2,000.07	归属于母公司净利润	3.07%	-6.92%	43.69%	30.23%	22.07%
其他	14.09	17.12	14.21	15.14	15.49	获利能力					
股东权益合计	2,860.82	2,867.32	3,017.68	3,218.08	3,461.08	毛利率	21.24%	21.56%	20.82%	22.41%	23.24%
负债和股东权益总计	3,481.83	3,626.68	3,922.96	4,052.19	4,470.37	净利率	10.62%	10.28%	10.27%	11.67%	12.46%
						ROE	10.38%	9.64%	13.14%	16.01%	18.13%
						ROIC	25.61%	24.14%	33.06%	35.40%	52.96%
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	289.34	263.58	377.41	491.49	599.97	资产负债率	17.84%	20.94%	23.08%	20.58%	22.58%
折旧摊销	69.72	61.50	63.95	70.15	76.92	净负债率	-38.53%	-10.69%	-23.24%	-33.88%	-26.94%
财务费用	5.04	3.72	(4.22)	(3.01)	0.61	流动比率	4.30	3.17	3.28	3.67	3.42
投资损失	(20.40)	(33.83)	(26.87)	(30.35)	(28.61)	速动比率	3.92	2.82	2.98	3.34	3.07
营运资金变动	(6.18)	(459.55)	(73.24)	239.99	(311.53)	营运能力					
其它	168.34	449.15	6.50	8.12	7.77	应收账款周转率	9.26	8.57	7.50	7.20	8.00
经营活动现金流	505.85	284.57	343.52	776.40	345.13	存货周转率	14.02	11.50	15.16	17.84	18.04
资本支出	118.96	35.45	54.35	116.00	130.00	总资产周转率	0.78	0.72	0.97	1.06	1.13
长期投资	(0.00)	(0.56)	(0.40)	(0.10)	1.00	每股指标(元)					
其他	(291.50)	(675.09)	226.02	(208.10)	(269.59)	每股收益	0.43	0.40	0.58	0.76	0.92
投资活动现金流	(172.54)	(640.20)	279.97	(92.20)	(138.59)	每股经营现金流	0.78	0.44	0.53	1.20	0.53
债权融资	10.00	155.74	(155.50)	0.01	(2.61)	每股净资产	4.19	4.20	4.43	4.73	5.10
股权融资	(192.01)	(256.51)	(232.79)	(298.29)	(363.63)	估值比率					
其他	(84.19)	(209.43)	0.00	0.00	0.00	市盈率	20.21	21.72	15.11	11.60	9.51
筹资活动现金流	(266.20)	(310.20)	(388.30)	(298.28)	(366.24)	市净率	2.10	2.09	1.99	1.86	1.72
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	4.46	6.18	8.38	5.84	5.11
现金净增加额	67.11	(665.83)	235.20	385.92	(159.71)	EV/EBIT	5.16	7.02	9.60	6.55	5.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com