

中国化学（601117.SH）

如何看中国化学己二腈项目的盈利空间？

己二腈国产替代加速，民用丝需求待释放，未来成长空间广阔。 尼龙 66（PA66）为使用量最大尼龙产品之一，具备强度高、耐磨性好、润滑性优良等优势，下游包括工程塑料、工业丝、民用丝等领域。但受到国内民用拉丝技术的影响，国内尼龙 66 需求未充分释放。当前尼龙 66 在民用丝应用比例较低（13%），后续如若民用丝技术成功突破，有望部分替代尼龙 6 市场（2023 年我国 PA6 消费量为 435 万吨，PA6/PA66 表观消费量比约为 9:1，全球则为 7:3），进一步打开广阔成长空间。过去我国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，进口己二腈量价预期会存在较大波动，国内厂商为了保障未来供应链安全，预计后续将积极寻找国产己二腈替代来源，己二腈国产化有望提速，国产己二腈价格有望得到支撑（近期部分企业已经上调国内己二胺产品价格）。此前 2022 年英威达在上海建成己二腈年产 40 万吨产能，是目前国内最主要丁二烯法己二腈供应厂商，但考虑到 2024 年英威达在上海建成尼龙 66 年产 40 万吨产能（需要使用自产己二腈），预计英威达上海己二腈产品重点内供，外销规模有限。由于己二腈生产技术壁垒较高，生产技术长期由海外巨头垄断，中国化学己二腈项目成功突破“卡脖子”技术，是我国首个具备自主知识产权，采用丁二烯直接氢氰化法大规模量产己二腈的项目，技术路线具备较好经济性，后续有望持续受益己二腈国产替代加速及下游民用丝等需求放量。

测算当前生产己二腈原材料合计成本约 1.16 万元/吨。 己二腈原材料主要有丁二烯、天然气、液氨，截至 2025/5/16，丁二烯价格 1.1 万元/吨，天然气价格（51 城工业天然气平均）3.91 元/立方米，液氨价格 2430 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 1.16 万元/吨。

当前价格下公司己二腈项目满产后预计盈利良好，后续有望展现较高盈利弹性。 针对中国化学己二腈项目一期 20 万吨设计产能的盈利情况，我们基于以下假设进行测算：1）产品最终以己二胺形式出售，己二腈加氢制己二胺单吨需消耗氢气成本约 2035 元；2）产能总投资 104 亿元，折旧 15 年，年均折旧约 6.9 亿元；3）期间费用率参考神马股份约 10%，所得税 15%，公司项目持股 75%。**盈亏平衡线测算：**基于当前原材料价格，我们测算在 150%设计产能利用率（公司通过技改升级至 30 万吨/年）情况下己二胺盈亏平衡价 1.77 万元/吨；在 100%设计产能利用率（20 万吨/年）情况下己二胺盈亏平衡价 1.90 万元/吨；在 50%设计产能利用率（10 万吨/年）情况下己二胺盈亏平衡价 2.29 万元/吨。今年 5 月以来国产己二胺平均报价约 2.22 万元/吨，接近 50%设计产能利用率情况下的盈亏平衡线。**盈利弹性测算：**假设项目未来顺利满产（20 万吨产量），按照 5 月 2.22 万/吨价格计算归母净利润为 3.62 亿元；技改后 30 万吨产量对应归母净利润为 7.64 亿元（占 2024 年归母净利润的 13.4%）。（具体弹性测算可见图表 4）

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 64/73/81 亿，同比增长 12.7%/13.4%/11.2%，当前股价对应 PE 分别为 7.5/6.6/6.0 倍。考虑到公司实业项目后续业绩弹性较大、海外大单加快执行、受益煤化工投资提速，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！

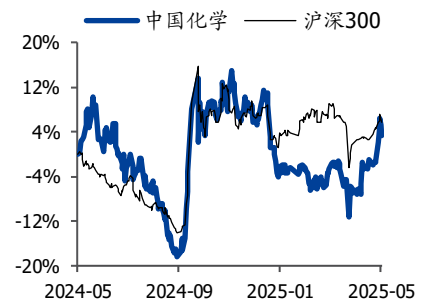
风险提示：实业转型不达预期、海外项目执行进度不达预期、汇兑风险、测算误差风险等。

买入（维持）

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
05 月 16 日收盘价（元）	7.88
总市值（百万元）	48,136.76
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）	56.24

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：liao wenqiang@gszq.com

相关研究

- 1、《中国化学（601117.SH）：Q1 业绩增长超预期，实业板块盈利有望改善》 2025-04-30
- 2、《中国化学（601117.SH）：当前时点如何看中国化学？》 2025-04-27
- 3、《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

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	178,358	185,844	198,027	212,423	230,932
增长率 yoy（%）	13.1	4.2	6.6	7.3	8.7
归母净利润（百万元）	5,426	5,688	6,410	7,270	8,086
增长率 yoy（%）	0.2	4.8	12.7	13.4	11.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.89	0.93	1.05	1.19	1.32
净资产收益率（%）	9.4	9.1	9.5	9.9	10.1
P/E（倍）	8.9	8.5	7.5	6.6	6.0
P/B（倍）	0.8	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 05 月 16 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	169386	175157	186976	201764	220892
现金	48639	50067	52489	53762	56431
应收票据及应收账款	34763	41072	43506	49055	55392
其他应收款	5161	5097	5501	5901	6415
预付账款	17826	18473	19507	20820	22549
存货	5512	5848	6175	6450	6878
其他流动资产	57486	54599	59797	65776	73228
非流动资产	49729	58265	61211	62450	63294
长期投资	2434	2499	2499	2499	2499
固定资产	13784	13807	16638	18802	20376
无形资产	4541	4727	4934	5117	5275
其他非流动资产	28970	37232	37139	36031	35144
资产总计	219115	233421	248187	264214	284186
流动负债	143546	155584	164954	174767	187667
短期借款	875	2754	3454	3504	3554
应付票据及应付账款	87455	100838	105912	112515	121285
其他流动负债	55216	51992	55588	58748	62829
非流动负债	11497	8939	8430	7930	7430
长期借款	7158	5308	4808	4308	3808
其他非流动负债	4339	3631	3622	3622	3622
负债合计	155043	164524	173384	182697	195098
少数股东权益	6577	6622	7334	8233	9336
股本	6109	6109	6109	6109	6109
资本公积	15407	15323	15323	15323	15323
留存收益	36557	41127	46235	52051	58519
归属母公司股东权益	57495	62276	67468	73284	79753
负债和股东权益	219115	233421	248187	264214	284186

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	9134	8722	8730	6805	8330
净利润	5971	6242	7122	8168	9188
折旧摊销	1665	1780	1846	2261	2656
财务费用	364	352	252	245	231
投资损失	107	-52	-59	-64	-69
营运资金变动	499	-403	-1005	-4503	-4338
其他经营现金流	528	803	574	698	662
投资活动现金流	-3365	-3760	-4746	-3385	-3363
资本支出	-3320	-3011	-4937	-3448	-3432
长期投资	-124	-1121	0	0	0
其他投资现金流	79	373	191	64	69
筹资活动现金流	1305	-5409	-1541	-2148	-2298
短期借款	334	1879	700	50	50
长期借款	1565	-1850	-500	-500	-500
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	83	-84	0	0	0
其他筹资现金流	-677	-5353	-1741	-1698	-1848
现金净增加额	7119	-558	2423	1272	2669

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	178358	185844	198027	212423	230932
营业成本	161679	167156	177340	189277	204988
营业税金及附加	556	576	614	659	716
营业费用	493	501	535	574	624
管理费用	2977	3548	3763	4036	4388
研发费用	6164	6534	6931	7647	8775
财务费用	-169	222	151	220	293
资产减值损失	12	-133	-130	-150	-130
其他收益	212	195	218	234	254
公允价值变动收益	-208	-163	0	0	0
投资净收益	-107	52	59	64	69
资产处置收益	10	73	99	106	115
营业利润	6820	7426	8440	9664	10858
营业外收入	160	120	126	133	139
营业外支出	74	187	187	187	187
利润总额	6905	7359	8379	9610	10810
所得税	934	1117	1257	1441	1621
净利润	5971	6242	7122	8168	9188
少数股东损益	545	554	712	899	1103
归属母公司净利润	5426	5688	6410	7270	8086
EBITDA	8630	9361	10376	12091	13758
EPS (元/股)	0.89	0.93	1.05	1.19	1.32

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	13.1	4.2	6.6	7.3	8.7
营业利润(%)	2.4	8.9	13.7	14.5	12.3
归属母公司净利润(%)	0.2	4.8	12.7	13.4	11.2
获利能力					
毛利率(%)	9.4	10.1	10.4	10.9	11.2
净利率(%)	3.0	3.1	3.2	3.4	3.5
ROE(%)	9.4	9.1	9.5	9.9	10.1
ROIC(%)	7.9	8.0	8.5	9.1	9.5
偿债能力					
资产负债率(%)	70.8	70.5	69.9	69.1	68.7
净负债比率(%)	-57.6	-56.6	-55.5	-53.0	-52.0
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	7.0	5.9	5.3	5.2	5.0
应付账款周转率	2.4	2.0	1.9	2.0	2.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.89	0.93	1.05	1.19	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	1.43	1.43	1.11	1.36
每股净资产(最新摊薄)	9.41	10.19	11.04	12.00	13.06
估值比率					
P/E	8.9	8.5	7.5	6.6	6.0
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	0.2	1.2	0.6	0.4	0.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 05 月 16 日收盘价

内容目录

如何看中国化学己二腈项目的盈利空间? 5

投资建议 7

风险提示 7

图表目录

图表 1: 己二腈上下游产业链 5

图表 2: 全球已投产己二腈产能及工艺 5

图表 3: 己二腈原材料成本拆解 (2025/5/16) 6

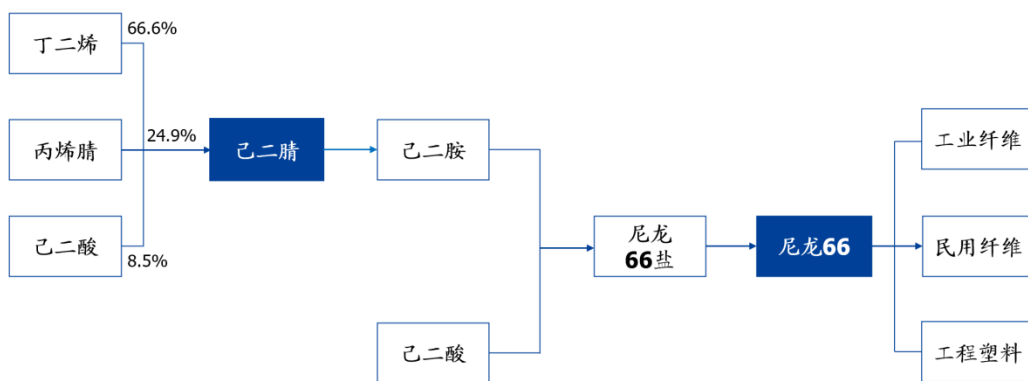
图表 4: 中国化学己二腈项目盈利弹性测算 (万元) 6

图表 5: 化学工程公司估值表 7

如何看中国化学己二腈项目的盈利空间？

己二腈国产替代加速，民用丝需求待释放，未来成长空间广阔。尼龙 66（PA66）为使用量最大尼龙产品之一，具备强度高、耐磨性好、润滑性优良等优势，下游包括工程塑料、工业丝、民用丝等领域。但受到国内民用拉丝技术的影响，国内尼龙 66 需求未充分释放。当前尼龙 66 在民用丝应用比例较低（13%），后续如若民用丝技术成功突破，有望部分替代尼龙 6 市场（2023 年我国 PA6 消费量为 435 万吨，PA6/PA66 表观消费量比约为 9:1，全球则为 7:3），进一步打开广阔成长空间。过去我国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，进口己二腈量价预期会存在较大波动，国内厂商为了保障未来供应链安全，预计后续将积极寻找国产己二腈替代来源，己二腈国产化有望提速，国产己二腈价格有望得到支撑（近期部分企业已经上调国内己二胺产品价格）。此前 2022 年英威达在上海建成己二腈年产 40 万吨产能，是目前国内最主要丁二烯法己二腈供应厂商，但考虑到 2024 年英威达在上海建成尼龙 66 年产 40 万吨产能（需要使用自产己二腈），预计英威达上海己二腈产品重点内供，外销规模有限。由于己二腈生产技术壁垒较高，生产技术长期由海外巨头垄断，中国化学己二腈项目成功突破“卡脖子”技术，是我国首个具备自主知识产权，采用丁二烯直接氢氰化法大规模量产己二腈的项目，技术路线具备较好经济性，后续有望持续受益己二腈国产替代加速及下游民用丝等需求放量。

图表1：己二腈上下游产业链



资料来源：澎湃新闻、《国内外己二腈行业现状及竞争力分析》屠庆华、《己二腈工艺路线选择及产业化分析》陈亚君，国盛证券研究所

图表2：全球已投产己二腈产能及工艺

企业	权益产能（万吨/年）	工艺
英威达	107.0	丁二烯法
奥升德	54.5	丙烯腈法
巴斯夫	30.0	丁二烯法
旭化成	4.3	丙烯腈法
重庆华峰	20.0	己二酸法
天辰齐翔	20.0（一期）	丁二烯法

资料来源：《己二腈工艺路线选择及产业化分析》陈亚君、华峰集团官网、大众日报，国盛证券研究所

测算当前生产己二腈原材料合计成本约 **1.16 万元/吨**。己二腈原材料主要有丁二烯、天然气、液氨，截至 2025/5/16，丁二烯价格 1.1 万元/吨，天然气价格（51 城工业天然气平均）3.91 元/立方米，液氨价格 2430 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 1.16 万元/吨。

图表3：己二腈原材料成本拆解（2025/5/16）

项目	单位	最新价格
丁二烯	元/吨	11000
天然气	元/立方米	3.91
液氨	元/吨	2430
综合成本	元/吨	11609

资料来源：Wind，iFinD，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》，国盛证券研究所

当前价格下公司己二腈项目满产后预计盈利良好，后续有望展现较高盈利弹性。针对中国化学己二腈项目一期 20 万吨设计产能的盈利情况，我们基于以下假设进行测算：1）产品最终以己二胺形式出售，己二腈加氢制己二胺单吨需消耗氢气成本约 2035 元；2）产能总投资 104 亿元，折旧 15 年，年均折旧约 6.9 亿元；3）期间费用率参考神马股份约 10%，所得税 15%，公司项目持股 75%。**盈亏平衡线测算：**基于当前原材料价格，我们测算在 150%设计产能利用率（公司通过技改升级至 30 万吨/年）情况下己二胺盈亏平衡价 1.77 万元/吨；在 100%设计产能利用率（20 万吨/年）情况下己二胺盈亏平衡价 1.90 万元/吨；在 50%设计产能利用率（10 万吨/年）情况下己二胺盈亏平衡价 2.29 万元/吨。今年 5 月以来国产己二胺平均报价约 2.22 万元/吨，接近 50%设计产能利用率情况下的盈亏平衡线。**盈利弹性测算：**假设项目未来顺利满产（20 万吨产量），按照 5 月 2.22 万/吨价格计算归母净利润为 3.62 亿元；技改后 30 万吨产量对应归母净利润为 7.64 亿元（占 2024 年归母净利润的 13.4%）。（**具体弹性测算可见图表 4**）**投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 64/73/81 亿，同比增长 12.7%/13.4%/11.2%，当前股价对应 PE 分别为 7.5/6.6/6.0 倍。考虑到公司实业项目后续业绩弹性较大、海外大单加快执行、受益煤化工投资提速，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4：中国化学己二腈项目盈利弹性测算（万元）

己二腈 20 万吨设计 产能的利用率	己二胺价格（元/吨）						
	17728	19012	22864	22167	25000	30000	35000
50%（10 万吨/年）	-29467	-22100	0	-4002	12255	40942	69630
100%（20 万吨/年）	-14733	0	44200	36197	68709	126084	183459
150%（30 万吨/年）	0	22100	88400	76395	125164	211226	297289

资料来源：Wind，iFinD，公司公告，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》，流程工业网，中国化工信息杂志，国盛证券研究所

投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 64/73/81 亿，同比增长 12.7%/13.4%/11.2%，当前股价对应 PE 分别为 7.5/6.6/6.0 倍。考虑到公司实业项目后续业绩弹性较大、海外大单加快执行、受益煤化工投资提速，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5: 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
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
中国化学	7.88	0.93	1.05	1.19	1.32	8.5	7.5	6.6	6.0	0.75	3.0%
三维化学	8.90	0.40	0.58	0.79	1.07	22.0	15.3	11.3	8.3	2.23	8.7%
东华科技	9.44	0.58	0.71	0.92	1.12	16.3	13.3	10.3	8.4	1.49	2.5%
航天工程	17.17	0.35	0.43	0.70	0.84	48.6	40.4	24.7	20.5	2.68	1.2%

资料来源：Wind，国盛证券研究所，数据截至 2025/5/16，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
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	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