

短期业绩承压，新材料孵化加速

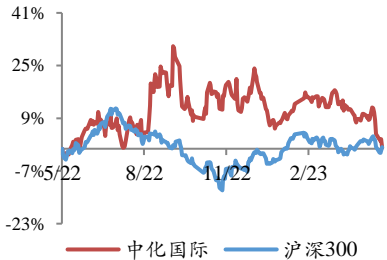
投资评级：买入（维持）

报告日期： 2023-05-02

| | |
|------------------|-----------|
| 收盘价 (元) | 6.20 |
| 近 12 个月最高/最低 (元) | 8.09/6.03 |
| 总股本 (百万股) | 3,592 |
| 流通股本 (百万股) | 2,743 |
| 流通股比例 (%) | 76.37 |
| 总市值 (亿元) | 223 |
| 流通市值 (亿元) | 170 |

0

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 拟剥离非核心主业，贸易向生产转型加速 2022-11-18

2. 三季度业绩韧性强，碳三项目即将投产 2022-10-31

3. 业绩大幅增长，新材料平台价值待重估 2022-09-01

主要观点：

● 事件描述

事件一：4月27日晚，中化国际发布2022年度报告，实现营业收入874.49亿元，同比增长8.25%；归母净利润13.11亿元，同比减少39.15%；实现扣非净利润8.33亿元，同比增长53.42%，基本每股收益0.46元。其中，公司第四季度实现营收215.10亿元，同比减少3.72%，环比减少0.07%；归母净利0.21亿元，同比转正，环比减少93.33%；扣非归母净利润-3.44亿元，同比下降11.33%，环比转负。

事件二：4月27日晚，中化国际发布2023年一季报，第一季度实现营业收入147.66亿元，同比减少21.64%，环比减少31.35%；归母净利润1.13亿元，同比减少71.32%，环比增加438.10%；扣非归母净利润-0.56亿元，同比减少117.73%，环比增加83.74%。

● 2022全年扣非归母实现高增长，宏观环境冲击下经营稳健

归母净利润同比下降有上年同期出售扬农化工的不可比因素，剔除扬农股份股权出售收益及扬农股份经营数据相比均有大幅增长，其中收入增幅约18%，归母净利润增幅约159%，扣非后归母净利润增幅约93%。从盈利水平来看，2022年公司毛利率8.66%，同比-1.47pct；净利率2.49%，同比-5.66pct。公司上半年克服疫情的不利影响，盈利超预期。下半年疫情反复以及需求下行导致整体经营压力增大，存货损失拖累利润，但公司积极以量补价，一方面积极开拓国际市场，另一方面连云港C3项目部分装置、泰国防老剂项目、扬州改性ABS项目、尼龙66项目等实现投产，平滑周期性波动。

● 四季度业绩承压，一季度轻装上阵改善明显

四季度ECH、防老剂等盈利下滑，存货损失拖累经营性利润，积极拓展产品销量缓冲业绩压力。非经营损益部分主要来源于2022年度政府补贴，2022年Q4扣非业绩-3.44亿元环比承压。由于疫情反复及需求下滑使得公司主要产品的价差明显缩窄，公司盈利能力下降，同时四季度计提了4.96亿元资产减值损失，前期存货损失计提为主要影响因素；但公司积极以量补价，各主要产品销量环比均有较大幅度增长。2022Q4公司氯苯/氯碱/树脂/防老剂产品板块产量分别环比+62.42%/+18.59%/+60.49%/+8.39%，销量分别环比+43.16%/+16.11%/+56.74%/-20.15%。

拆分板块来看，2022Q4公司氯碱产品板块中，氯化苯-苯/双酚A-苯酚-丙酮/环氧氯丙烷-丙烯-液氯价差环比变动+37.82%/-9.62%/-34.08%，需求下行导致双酚A和环氧氯丙烷价差收窄明显。烧碱-原盐价差有所修复，环比+14.76%。此外，公司树脂产品板块由于下游需求不畅，2022Q4公司树脂产品平均售价环比-11.64%，根据市场数据，环氧树脂-环氧氯丙烷-双酚A-49%烧碱价差环比+1.47%。防老剂

板块，公司橡胶防老剂 2022Q4 平均售价为 27471.2 元/吨，同比/环比-0.08%/-8.50%，防老剂 6PPD-苯胺-MIBK 环比-10.93%，盈利能力有一定下滑。

一季度盈利环比改善，防老剂盈利提升。2023Q1 公司氯苯/氯碱/树脂/防老剂产品板块产量分别环比-29.39%/+4.20%/-23.70%/-10.32%，销量分别环比-28.00%/-22.10%/-17.81%/+0.69%。市场需求较弱及春季因素导致公司产品产量销量均缩减。氯化苯-苯/双酚 A-苯酚-丙酮/环氧氯丙烷-丙烯-液氯/烧碱-原盐/环氧树脂-环氧氯丙烷-双酚 A-49%烧碱/尼龙 66-己内酰胺/ABS-苯乙烯-丙烯腈-丁二烯价差环比变动-55.31%/-40.27%/-7.86%/-24.44%/-2.38%/-9.44%/-25.97%。防老剂板块价差修复，6PPD-苯胺-MIBK 价差环比+9.40%，在行业需求低迷的背景下，该板块盈利韧性较强，作为行业龙头行业地位稳固，为公司提供盈利基石。2023 年，我们认为主要产品需求有望逐季改善，目前已来到基本面拐点。

● **研发投入增加，“强链、补链、延链”提高新材料竞争力**

连云港碳三项目部分装置已陆续投料试车，2023 年将全线贯通。公司连云港碳三项目一期总投资规模 139.13 亿元，拟建年产 60 万吨丙烷脱氢 (PDH)、65 万吨苯酚丙酮、24 万吨双酚 A、40 万吨环氧丙烷、15 万吨环氧氯丙烷 (ECH)、18 万吨环氧树脂。其中，2022 年环氧氯丙烷、环氧树脂、双酚 A、苯酚丙酮、离子膜烧碱、双氧水已投产，预计在 23 年第二季度 PDH 装置投料试车，第三季度 PO 装置建成调试，届时实现全线贯通碳三项目。公司的碳三项目上游布局丙烷脱氢，并采用国家政策鼓励的绿色工艺 HPPO 法，综合利用丙烷脱氢副产氢气配套双氧水法环氧氯丙烷，符合国家双碳政策要求，大幅降低产业链成本。另外，连云港促进剂项目稳步推进，预计 2023 年内建成投产。

专精特新产业链突破，新材料孵化加速。公司定位为承载中化集团的重要化工新材料平台，推进布局对位芳纶、锂电池正极材料等国产替代重点材料，公司有望成为集团的新材料管线孵化平台。

2022 年对位芳纶实现高强高模突破，拟扩产 2500 吨巩固领先优势。公司目前拥有对位芳纶产能 5500 吨/年，通过不断提高产线运行稳定性，推动产品质量提升，2022 年在高强高模牌号方面实现重大市场突破，产品品质已进入行业领先梯队并成功取得多个应用领域客户认证，公司在芳纶行业的市场地位持续提升。根据仪征生态环境局公示，公司新建 2500 吨对位芳纶浆粕及短纤生产线扩建项目已获得环评批复，进一步扩大规模优势。

尼龙 66 及中间体 J 项目取得重大突破。2022 年四季度，公司年产 4 万吨尼龙 66 及 2.5 万吨中间体 J 项目已全面投产并实现盈利，预计项目达产达效后每年可为公司带来新增销售收入 8.86 亿元，年净利润近 1 亿元。该项目采用的创新生产工艺经两步反应直接制备己二胺，绕过了跨国公司对尼龙 66 关键原料己二腈技术与供应的长期垄断。目

前该板块产销良好，公司也将结合市场情况扩展产能。

研发投入持续增加，推进新材料产品孵化。2022 年公司研发投入 12.56 亿元，研发投入聚焦于化工新材料（占比 55.8%），聚合物添加剂板块（19.3%），轻量化材料、特种材料（占比 4.4%），全年公司新产品销售收入 90.1 亿元，同比增长 41%。

● **拟剥离非核心主业，贸易向生产转型加速**

近年来，公司加速调整战略方向，逐渐由传统贸易业务为主向精细化工生产型平台转型，打造科技驱动的创新型化工新材料企业。后续，碳三新材料项目、聚合物添加剂项目、对位芳纶下游衍生项目陆续投产有望为公司贡献利润增量。随着公司的重点项目陆续投产后，公司的业务结构将会持续优化，化工新材料产销占比将逐渐上升。

报告期内，公司大力推进产业整合，于 2022 年 11 月 17 日披露《关于全资子公司出售资产的公告》，宣布以非公开协议转让方式，向海南橡胶转让持有的合盛集团（天然橡胶业务）36.00%的股份，并最终于 2023 年 2 月 3 日顺利完成项目交割，实现了公司向化工新材料核心主业的进一步聚焦。

近年来，公司对现有资产组合“既做加法，又做减法”，不断优化业务组合。“做减法方面”，中化国际已相继退出物流、农化、部分化工贸易等非核心业务，此次剥离非核心、重资产业务天然橡胶是公司又一重大举措。“做加法方面”，主业化工新材料领域，公司通过增持扬农集团股权，持续增加对新材料业务的投入，打造多基地、上下产业链一体化的产业布局，促进资源向主业集中，公司盈利结构持续优化。近年来，公司加速调整战略方向，逐渐由传统贸易业务为主向精细化工生产型平台转型，我们认为公司价值将被市场重估。

● **投资建议**

由于下游产品需求下滑超出预期，我们下修公司 2023-2024 年业绩预测，我们预计 2023-2025 年公司实现归母净利润分别为 9.77、15.17、19.96 亿元（2023、2024 年前值为 19.84、27.46 亿元），对应 PE 分别为 22.79、14.69 与 11.16 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
 安全生产风险；
 项目投产进度不及预期；
 宏观经济下行。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 87449 | 90583 | 99852 | 102329 |
| 收入同比 (%) | 8.3% | 3.6% | 10.2% | 2.5% |

| | | | | |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 归属母公司净利润 | 1311 | 977 | 1517 | 1996 |
| 净利润同比 (%) | -39.2% | -25.4% | 55.2% | 31.6% |
| 毛利率 (%) | 8.7% | 7.5% | 8.4% | 8.8% |
| ROE (%) | 7.2% | 5.0% | 7.3% | 8.8% |
| 每股收益 (元) | 0.46 | 0.27 | 0.42 | 0.56 |
| P/E | 14.37 | 22.79 | 14.69 | 11.16 |
| P/B | 1.31 | 1.15 | 1.08 | 0.98 |
| EV/EBITDA | 7.84 | 8.15 | 5.35 | 4.13 |

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 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 33735 | 46497 | 47070 | 48592 | 营业收入 | 87449 | 90583 | 99852 | 102329 |
| 现金 | 4585 | 11391 | 12503 | 14026 | 营业成本 | 79880 | 83815 | 91452 | 93304 |
| 应收账款 | 3695 | 4923 | 4731 | 4911 | 营业税金及附加 | 227 | 260 | 272 | 280 |
| 其他应收款 | 1231 | 1415 | 1636 | 1572 | 销售费用 | 694 | 874 | 964 | 929 |
| 预付账款 | 1308 | 2076 | 1878 | 1918 | 管理费用 | 2197 | 2265 | 2641 | 2612 |
| 存货 | 6015 | 8874 | 8709 | 8597 | 财务费用 | 641 | 923 | 866 | 730 |
| 其他流动资产 | 16901 | 17818 | 17612 | 17568 | 资产减值损失 | -931 | 49 | 79 | 64 |
| 非流动资产 | 36522 | 37830 | 37095 | 35458 | 公允价值变动收益 | -60 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 686 | 733 | 751 | 758 | 投资净收益 | 152 | 302 | 253 | 260 |
| 固定资产 | 16160 | 18878 | 23475 | 22967 | 营业利润 | 2684 | 2134 | 3309 | 4208 |
| 无形资产 | 2905 | 2666 | 2340 | 2057 | 营业外收入 | 91 | 179 | 0 | 41 |
| 其他非流动资产 | 16770 | 15553 | 10528 | 9675 | 营业外支出 | 166 | 206 | 1 | 43 |
| 资产总计 | 70257 | 84326 | 84164 | 84050 | 利润总额 | 2610 | 2108 | 3308 | 4206 |
| 流动负债 | 28153 | 33822 | 33383 | 31301 | 所得税 | 429 | 479 | 782 | 881 |
| 短期借款 | 4777 | 4858 | 4940 | 4027 | 净利润 | 2180 | 1629 | 2526 | 3325 |
| 应付账款 | 7934 | 8505 | 8807 | 9240 | 少数股东损益 | 870 | 651 | 1009 | 1329 |
| 其他流动负债 | 15442 | 20460 | 19636 | 18034 | 归属母公司净利润 | 1311 | 977 | 1517 | 1996 |
| 非流动负债 | 15561 | 22093 | 20006 | 18686 | EBITDA | 4976 | 4806 | 6600 | 7595 |
| 长期借款 | 10286 | 12786 | 13286 | 13786 | EPS (元) | 0.46 | 0.27 | 0.42 | 0.56 |
| 其他非流动负债 | 5276 | 9307 | 6720 | 4900 | | | | | |
| 负债合计 | 43714 | 55915 | 53389 | 49988 | | | | | |
| 少数股东权益 | 8399 | 9050 | 10059 | 11388 | | | | | |
| 股本 | 3593 | 3592 | 3592 | 3592 | | | | | |
| 资本公积 | 5601 | 5602 | 5602 | 5602 | | | | | |
| 留存收益 | 8950 | 10167 | 11522 | 13480 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 18144 | 19361 | 20717 | 22674 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 70257 | 84326 | 84164 | 84050 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 3406 | 2491 | 7312 | 6944 |
| 净利润 | 1311 | 977 | 1517 | 1996 |
| 折旧摊销 | 1716 | 2621 | 3291 | 3641 |
| 财务费用 | 681 | 1062 | 1165 | 1074 |
| 投资损失 | -152 | -302 | -253 | -260 |
| 营运资金变动 | -1634 | -2745 | 820 | -665 |
| 其他经营现金流 | 4429 | 4599 | 1468 | 3818 |
| 投资活动现金流 | -8573 | -3532 | -2009 | -1644 |
| 资本支出 | -8120 | -4135 | -2698 | -2566 |
| 长期投资 | 27 | 416 | 458 | 646 |
| 其他投资现金流 | -480 | 187 | 232 | 276 |
| 筹资活动现金流 | 7281 | 7848 | -4191 | -3778 |
| 短期借款 | -2900 | 81 | 81 | -912 |
| 长期借款 | 1025 | 2500 | 500 | 500 |
| 普通股增加 | 828 | -1 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 3953 | 1 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 4375 | 5267 | -4773 | -3365 |
| 现金净增加额 | 2189 | 6806 | 1112 | 1523 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 8.3% | 3.6% | 10.2% | 2.5% |
| 营业利润 | -72.0% | -20.5% | 55.1% | 27.2% |
| 归属于母公司净利 | -39.2% | -25.4% | 55.2% | 31.6% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 8.7% | 7.5% | 8.4% | 8.8% |
| 净利率 (%) | 1.5% | 1.1% | 1.5% | 2.0% |
| ROE (%) | 7.2% | 5.0% | 7.3% | 8.8% |
| ROIC (%) | 5.9% | 3.0% | 4.5% | 5.5% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 62.2% | 66.3% | 63.4% | 59.5% |
| 净负债比率 (%) | 164.7% | 196.8% | 173.5% | 146.8% |
| 流动比率 | 1.20 | 1.37 | 1.41 | 1.55 |
| 速动比率 | 0.46 | 0.65 | 0.69 | 0.79 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.24 | 1.07 | 1.19 | 1.22 |
| 应收账款周转率 | 23.67 | 18.40 | 21.10 | 20.84 |
| 应付账款周转率 | 10.07 | 9.86 | 10.38 | 10.10 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.46 | 0.27 | 0.42 | 0.56 |
| 每股经营现金流 | 0.95 | 0.69 | 2.04 | 1.93 |
| 每股净资产 | 5.05 | 5.39 | 5.77 | 6.31 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 14.37 | 22.79 | 14.69 | 11.16 |
| P/B | 1.31 | 1.15 | 1.08 | 0.98 |
| EV/EBITDA | 7.84 | 8.15 | 5.35 | 4.13 |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

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 15%；
- 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。