

2022年11月17日

公司研究

评级: 买入(维持)

研究所
证券分析师: 李永磊 S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn
证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn
联系人: 陈雨 S0350122070023
cheny19@ghzq.com.cn

拟出售天然橡胶资产，化工新材料战略 进一步聚焦

——中化国际（600500）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/11/17

表现	1M	3M	12M
中化国际	-5.1%	-7.1%	-2.4%
沪深300	-0.7%	-9.4%	-21.8%

市场数据

2022/11/17

当前价格(元)	7.03
52周价格区间(元)	5.50-9.25
总市值(百万)	19,431.41
流通市值(百万)	19,155.04
总股本(万股)	276,406.97
流通股本(万股)	272,475.64
日均成交额(百万)	409.99
近一月换手(%)	0.68

《——中化国际（600500）点评报告：扣非净利润同比再增，化工新材料基业渐成（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2022-10-31

《中化国际（600500）2022年中报点评：扣非净利润大涨，化工新材料持续成长（买入）*化学制品*董伯骏，李永磊》——2022-09-03

《中化国际(600500)深度报告之一：聚焦核心产业链，加速打造化工新材料领先企业（买入）*化学制品*董伯骏，李永磊》——2022-08-15

事件：

11月16日，公司发布《关于全资子公司出售资产的公告》：公司全资子公司中化国际（新加坡）有限公司（SINOCEM INTERNATIONAL (OVERSEAS) PTE LTD，以下简称“中化新”）拟以非公开协议转让方式向海南天然橡胶产业集团股份有限公司（以下简称“海南橡胶”）转让持有的 Halcyon Agri Corporation Limited（以下简称“合盛公司”）574,204,299股普通股，标的资产的交易价格确定为180,874,354.19美元。中化新拟以0.315美元/股的对价以现金方式向海南橡胶出售所持有的合盛公司36.00%的股份。上述出售完成后，中化新持有合盛公司的股份比例将为29.2%。本次交易完成后，公司合并报表范围发生变化，合盛公司不再作为合并报表范围内子公司。

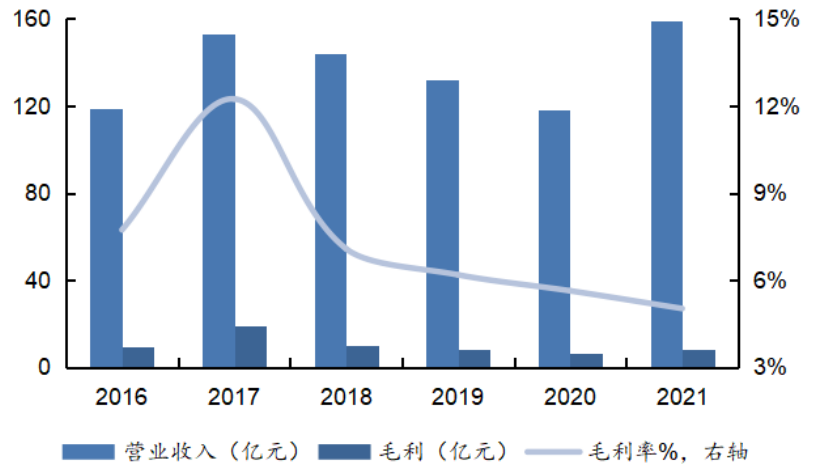
投资要点：

■ 公司天然橡胶业务营收规模大，与海南橡胶交易有望实现双赢

合盛公司为新加坡上市公司，成立于2010年，注册资本为9.53亿新加坡元，主要从事种植、加工、行销和出口天然胶等业务。公司于2016年8月22日完成对合盛公司股权的收购，持有其54.99%的股权。公司天然橡胶业务覆盖天然橡胶从种植、生产加工到贸易分销的全产业链，全球市场份额已超过12%，处于全球领先地位。天然橡胶业务为公司贡献较大的营收规模，但受天然橡胶行情长期低迷、疫情等多重因素影响，公司天然橡胶业务经营承压。总体而言，公司天然橡胶业务具有完整产业链配备及较大的市场份额和规模效应，在天然橡胶领域拥有较高的市场地位和综合实力，但不符合公司聚焦化工新材料产业的核心战略方向，与现有产业链缺少协同效应，较大的营收规模导致公司主业不清晰，也加大了公司的经营管理压力，交易后将有利于公司汇集资源并进一步投入到化工新材料产业。对交易对方而言，本次交易完成后，海南橡胶将迅速获取天然橡胶及乳胶的海外加工产能，有助于进一步提升天然橡胶国际市场话语权及影响力；同时，海南橡胶将获得合盛公司下游客户资源，并利用合盛公司欧美贸易网络进一步切入全球天然橡胶贸易，扩大天然橡胶贸易业务规模。此外，海南橡胶将获得合盛公司在喀麦隆、科特迪瓦等天

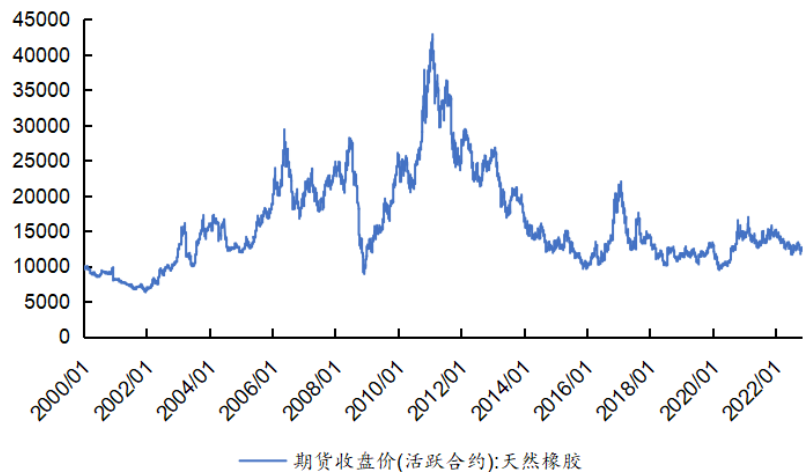
然橡胶新兴产区的天然橡胶种植园，加强国际化种植资源布局。

图 1: 公司天然橡胶业务营收、毛利及毛利率



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 2: 天然橡胶价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 上海期货交易所, 国海证券研究所 (2000.1-2022.11.16)

■ 天然橡胶出表，公司进一步聚焦化工新材料

公司作为中国中化材料科学产业核心投资平台，未来将持续加大资金和研发投入，打造以连云港一体化循环经济产业园为核心的化工新材料集群。公司将持续聚焦化工新材料产业，以重点产业链打造为核心，不断延链、补链、强链，逐渐形成多条具备国际或国内领先地位

位的产业链，进一步提升在环氧树脂、聚合物添加剂、芳纶、ABS、尼龙 66 等核心产业链的突出竞争优势，并打造以连云港基地为核心、“1+N”多基地协同发展的产业基地格局，有力支撑产业链的建设。目前，公司已具备深厚的产业基础和领先化工新材料企业雏形，为公司未来发展奠定了良好基础，多项重点项目陆续建成投产，将为公司提供更多的成长性与业绩增量。

此次合盛公司股权的出售将使天然橡胶业务出表，化工新材料产业营收占比将进一步提升。公司虽减少超百亿营收，但主业进一步明朗，化工新材料质地更加纯粹，同时公司此次也将获得超 10 亿元（1.81 亿美元）资产出售收益，助力化工新材料相关项目建设。随着公司连云港 C3、促进剂等重大项目逐渐落地，公司向化工新材料转型持续深入，同时公司对位芳纶、尼龙 66 等取得突破并继续拓展，公司将向领先化工新材料企业不断迈进。

- **盈利预测和投资评级** 基于审慎性原则，本次盈利预测不考虑拟出售事项对公司业绩的影响，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 16.20、21.75、29.53 亿元，对应 PE 分别 12.00、8.93、6.58 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示** 资产出售目前仍存在不确定性、项目投产进度不及预期、原材料价格大幅波动、化工品行情大幅下跌、国内外疫情等不可抗力、国际局势动荡、行业政策大幅变动等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	80648	85803	86700	87638
增长率（%）	49	6	1	1
归母净利润（百万元）	2175	1620	2175	2953
增长率（%）	609	-26	34	36
摊薄每股收益（元）	0.79	0.59	0.79	1.07
ROE（%）	18	12	14	16
P/E	10.70	12.00	8.93	6.58
P/B	1.93	1.43	1.24	1.04
P/S	0.29	0.23	0.22	0.22
EV/EBITDA	7.94	7.89	6.02	5.34

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中化国际盈利预测表（暂未考虑本次出售事项）

证券代码:	600500		股价:	7.03	投资评级:	买入	日期:	2022/11/17	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					每股指标				
ROE	18%	12%	14%	16%	EPS	0.80	0.59	0.79	1.07
毛利率	10%	10%	11%	12%	BVPS	4.43	4.90	5.69	6.76
期间费率	5%	6%	5%	5%	估值				
销售净利率	3%	2%	3%	3%	P/E	10.70	12.00	8.93	6.58
成长能力					P/B	1.93	1.43	1.24	1.04
收入增长率	49%	6%	1%	1%	P/S	0.29	0.23	0.22	0.22
利润增长率	609%	-26%	34%	36%					
营运能力					利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产周转率	1.39	1.27	1.27	1.10	营业收入	80648	85803	86700	87638
应收账款周转率	21.92	12.04	34.65	11.12	营业成本	72480	77135	77304	76719
存货周转率	10.62	8.34	13.95	8.06	营业税金及附加	218	259	248	257
偿债能力					销售费用	918	1120	1060	1069
资产负债率	66%	67%	63%	62%	管理费用	2361	3180	2876	2910
流动比	0.81	0.91	0.86	0.90	财务费用	449	471	495	520
速动比	0.43	0.48	0.54	0.50	其他费用/（-收入）	974	1194	1127	1139
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	9632	3115	4182	5679
现金及现金等价物	2979	2944	6902	3621	营业外净收支	-2	0	0	0
应收款项	4724	7987	4049	9257	利润总额	9630	3115	4182	5679
存货净额	7595	10293	6217	10871	所得税费用	3061	623	836	1136
其他流动资产	6154	7503	7275	7164	净利润	6570	2492	3346	4543
流动资产合计	21453	28727	24442	30913	少数股东损益	4394	872	1171	1590
固定资产	11080	10590	11831	12775	归属于母公司净利润	2175	1620	2175	2953
在建工程	11394	12394	15394	18394	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
无形资产及其他	13315	14801	15698	16683	经营活动现金流	1374	21	8982	1827
长期股权投资	731	893	1013	1136	净利润	2175	1620	2175	2953
资产总计	57973	67406	68378	79900	少数股东权益	4394	872	1171	1590
短期借款	7677	9677	10677	11677	折旧摊销	1606	1891	2090	2391
应付款项	8918	12074	7562	12621	公允价值变动	-19	0	0	0
预收帐款	0	20	10	16	营运资金变动	-922	-4051	3870	-4773
其他流动负债	9861	9944	10091	10007	投资活动现金流	-3704	-3739	-7023	-7108
流动负债合计	26456	31714	28341	34320	资本支出	-8561	-3447	-6809	-6873
长期借款及应付债券	10060	12060	13060	14060	长期投资	7210	-549	-474	-498
其他长期负债	1528	1528	1528	1528	其他	-2353	257	260	263
长期负债合计	11588	13588	14588	15588	筹资活动现金流	-1247	3776	2000	2000
负债合计	38044	45302	42929	49908	债务融资	8413	4000	2000	2000
股本	2765	2764	2764	2764	权益融资	773	-3	0	0
股东权益	19929	22103	25449	29992	其它	-10433	-221	0	0
负债和股东权益总计	57973	67406	68378	79900	现金净增加额	-3649	58	3958	-3281

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年半化工行业研究经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。