

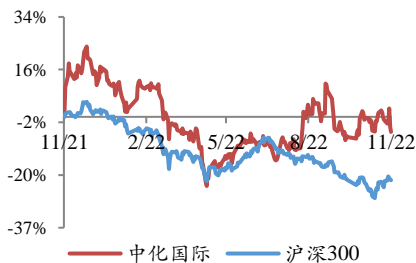
# 拟剥离非核心主业，贸易向生产转型加速

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2022-11-18

收盘价（元）	6.90
近12个月最高/最低（元）	9.00/5.57
总股本（百万股）	2,764
流通股本（百万股）	2,725
流通股比例（%）	98.58
总市值（亿元）	191
流通市值（亿元）	188

## 公司价格与沪深300走势比较



## 分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

## 联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

## 相关报告

1. 三季度业绩韧性较强，碳三项目即将投产 2022-10-31

2. 业绩大幅增长，新材料平台价值待重估 2022-09-01

3. Q2扣非业绩环比大增，碳三项目即将落地 2022-07-15

## 主要观点：

### ● 事件描述

11月16日晚，中化国际发布公告，子公司中化新加坡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（海南橡胶）转让持有的 Halcyon Agri Corporation Limited（合盛公司）36%的股份。出售完成后，中化新持有合盛公司的股份比例将为29.2%，交易对价为每股0.315美元。

### ● 非核心业务逐渐剥离，聚焦主业实现向生产型企业转型

此举有利于公司进一步聚焦精细化工主业，实现资源合理分配。此次交易顺利完成后，合盛公司将完成出表。根据公告披露，合盛公司2021年净资产72,415万美元，营业收入245,982万美元，净利润1,705万美元。出表后，公司贸易营收比重将大幅下降，随着连云港C3产业园全面达产，以及新材料项目陆续落地，公司化工新材料主业占比不断提升。

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。

### ● 资本开支持续增长，后续成长性可期

此外，此次交易有利于减轻公司资产减值压力，同时回笼资金1.81亿美元，为其余核心业务后续投入进行资金支持。

**连云港C3项目即将投产贡献业绩增量。**连云港碳三项目一期将于2022年底-2023年初陆续投产，项目总投资规模139.13亿元，投产后预计实现年均营业收入110亿元、年均利润总额17亿元。碳三项目增强公司一体化链条，形成产业链闭环。此外，公司后续聚合物添加剂项目一期、对位芳纶下游衍生项目等陆续投产有望为公司贡献利润增量。

**对位芳纶突破高模高强牌号，产业链优势明确。**对位芳纶从设备到工艺控制的难度较高，2021年全球产能仅12万吨左右，主要掌握在杜邦和帝人手中，是国内亟需实现自主可控的材料。公司拥有单套最大产能，累积共5500吨/年，并且在今年已突破高模高强牌号，实现稳定供应。另外，公司的芳纶也拥有上游产业链优势，对位芳纶的重要

原料对苯二胺和对苯二甲酰氯是下属公司扬农集团的产业链下游，原料保障优势明显。

#### ● 投资建议

两化整合大背景下，公司定位为承载中化集团的重要化工新材料管线孵化平台。随着“2+N”战略（2为环氧树脂及聚合物添加剂产业链，N为专精特新新材料产品）深入，公司积极推进布局对位芳纶、锂电池正极材料、尼龙66等国产替代重点材料。我们预计2022-2024年公司实现归母净利润分别为16.10、19.84、27.46亿元，同比增长-26.0%、23.2%、38.4%，对应PE分别为11.85、12.50与9.03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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	80648	77377	87406	92973
收入同比 (%)	48.9%	-4.1%	13.0%	6.4%
归属母公司净利润	2175	1610	1984	2746
净利润同比 (%)	608.9%	-26.0%	23.2%	38.4%
毛利率 (%)	10.1%	11.6%	12.0%	12.5%
ROE (%)	17.8%	11.3%	9.3%	11.6%
每股收益 (元)	0.80	0.58	0.55	0.76
P/E	10.70	11.85	12.50	9.03
P/B	1.93	1.33	1.17	1.04
EV/EBITDA	7.94	7.50	5.63	4.47

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	21453	25495	31922	32600	<b>营业收入</b>	80648	77377	87406	92973
现金	2979	3617	7944	8450	营业成本	72480	68414	76935	81319
应收账款	3680	5229	5491	5455	营业税金及附加	218	245	277	295
其他应收款	1570	1288	1441	1631	销售费用	918	1308	1509	1467
预付账款	1488	1864	2186	2065	管理费用	2361	2971	3195	3107
存货	7595	8576	9435	9562	财务费用	449	895	1013	924
其他流动资产	4141	4921	5425	5438	资产减值损失	-602	-16	-13	-15
<b>非流动资产</b>	36520	44388	48513	52405	公允价值变动收益	19	0	0	0
长期投资	731	865	972	1070	投资净收益	6864	373	426	451
固定资产	11080	15141	23646	25078	<b>营业利润</b>	9632	3126	3860	5271
无形资产	4136	4488	4631	4879	营业外收入	92	175	0	133
其他非流动资产	20573	23892	19264	21379	营业外支出	93	180	1	113
<b>资产总计</b>	57973	69883	80435	85005	<b>利润总额</b>	9630	3121	3859	5290
<b>流动负债</b>	26456	29036	33559	35451	所得税	3061	605	759	1033
短期借款	7677	8345	9014	10481	<b>净利润</b>	6570	2515	3100	4257
应付账款	6403	6760	7799	7821	少数股东损益	4394	906	1116	1511
其他流动负债	12376	13930	16746	17149	<b>归属母公司净利润</b>	2175	1610	1984	2746
<b>非流动负债</b>	11588	17962	15943	14584	EBITDA	5157	5705	7749	9483
长期借款	9261	11761	12261	12761	EPS (元)	0.80	0.58	0.55	0.76
其他非流动负债	2327	6201	3682	1823					
<b>负债合计</b>	38044	46997	49502	50035					
少数股东权益	7680	8586	9702	11213					
股本	2765	2764	3593	3593					
资本公积	1648	1649	5820	5820					
留存收益	7836	9887	11818	14344					
归属母公司股东权	12249	14300	21231	23757					
<b>负债和股东权益</b>	57973	69883	80435	85005					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1374	3791	8240	10313
净利润	2175	1610	1984	2746
折旧摊销	1606	2343	3501	4045
财务费用	481	957	1083	1048
投资损失	-6864	-373	-426	-451
营运资金变动	-922	-1817	999	1587
其他经营现金流	7995	4498	2085	2498
<b>投资活动现金流</b>	-3704	-10053	-7243	-7575
资本支出	-8561	-9632	-7382	-7892
长期投资	7210	-478	-401	-329
其他投资现金流	-2353	57	540	647
<b>筹资活动现金流</b>	-1247	6900	3330	-2232
短期借款	3063	669	669	1467
长期借款	6563	2500	500	500
普通股增加	5	-1	829	0
资本公积增加	-1963	1	4171	0
其他筹资现金流	-8915	3731	-2839	-4199
<b>现金净增加额</b>	-3649	638	4327	506

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	48.9%	-4.1%	13.0%	6.4%
营业利润	342.2%	-67.6%	23.5%	36.6%
归属于母公司净利	608.9%	-26.0%	23.2%	38.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	10.1%	11.6%	12.0%	12.5%
净利率 (%)	2.7%	2.1%	2.3%	3.0%
ROE (%)	17.8%	11.3%	9.3%	11.6%
ROIC (%)	6.0%	5.4%	5.9%	7.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	65.6%	67.3%	61.5%	58.9%
净负债比率 (%)	190.9%	205.4%	160.0%	143.1%
流动比率	0.81	0.88	0.95	0.92
速动比率	0.47	0.52	0.60	0.59
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.39	1.11	1.09	1.09
应收账款周转率	21.92	14.80	15.92	17.04
应付账款周转率	11.32	10.12	9.86	10.40
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.80	0.58	0.55	0.76
每股经营现金流	0.50	1.37	2.29	2.87
每股净资产	4.43	5.17	5.91	6.61
<b>估值比率</b>				
P/E	10.70	11.85	12.50	9.03
P/B	1.93	1.33	1.17	1.04
EV/EBITDA	7.94	7.50	5.63	4.47

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。