

证券研究报告  
化学制品  
2022年09月02日



# 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

评级：买入(维持)

国海证券研究所

李永磊(证券分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

陈雨(联系人)

S0350122070023

cheny19@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中化国际	6.5%	9.1%	-32.0%
沪深300	-3.5%	-1.0%	-17.0%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	80648	77179	79257	83187
增长率(%)	49	-4	3	5
归母净利润 (百万元)	2175	1446	1968	2524
增长率(%)	609	-34	36	28
摊薄每股收益 (元)	0.79	0.52	0.71	0.91
ROE(%)	18	8	10	11
P/E	10.70	13.69	10.06	7.84
P/B	1.93	1.08	0.97	0.86
P/S	0.29	0.26	0.25	0.24
EV/EBITDA	7.94	7.41	5.72	5.29

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

### 相关报告

《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：**2022年8月30日，中化国际发布2022半年度报告：公司2022年上半年实现营业收入444.13亿元，同比+13.96%；实现归母净利润9.74亿元，同比-54.55%；实现扣非归母净利润8.68亿元，同比+44.46%。销售毛利率9.79%，同比减少2.49个百分点；销售净利率3.45%，同比减少12.56个百分点；经营活动现金流13.84亿元，同比增加27.02亿元。2022年H1归母净利润和净利率下滑主要原因是公司上年同期数据包含出售江苏扬农化工股份有限公司股权产生的投资收益，该项收益占上年同期归母净利润71%，属非经常性损益项目。

其中，2022年Q2实现营收255.69亿元，同比+18.92%，环比+35.69%；实现归母净利润5.80亿元，同比-68.48%，环比+47.26%；实现扣非归母净利润5.53亿元，同比+122.98%，环比+75.56%。销售毛利率9.15%，同比减少1.90个百分点，环比减少1.51个百分点；销售净利率3.47%，同比减少21.10个百分点，环比增加0.04个百分点；经营活动现金流23.59亿元。

## 点评：

### 主营产品价格总体向好，多措并举推动公司核心业务盈利能力大幅增长

面对疫情、俄乌冲突等不利影响，公司迅速调整营销策略，积极开拓海外市场，及时优化排产，持续推进技改和工艺优化，保障供应链稳定，核心业务盈利较同期大幅增长。2022H1，公司当前主要化工新材料产品氯苯、氯碱、树脂产品、橡胶防老剂均价分别为10135.18、2385.5、23071.68、31214.86元/吨，同比分别+27%、+112%、+1%、+65%；分别实现营收9.25、3.96、16.50、24.03亿元，同比分别+11%、+143%、-12%、+32%。转型逐渐深入，两大核心产业单元扬农集团和圣奥化学积淀不断加深，业绩持续向好。2022H1，扬农集团实现收入56.07亿元，净利润9.41亿元；圣奥化学实现收入24.44亿元，净利润6.72亿元，两大核心产业单元半年度即实现净利润16.13亿元，显示出蓬勃的发展势头。

## 化工新材料产业多点开花，双氧水法环氧氯丙烷、对位芳纶、PA66等核心产品取得重大突破

公司是国内环氧树脂、聚合物添加剂和对位芳纶龙头企业。转型过程中，公司聚焦核心产业链的打造，持续坚持以技术突破为引领，2022H1多项核心产品取得重大突破，为公司向领先的综合型化工新材料企业迈进奠定了坚实的基础。

(1) 连云港C3一期项目15万吨/年双氧水法ECH、18万吨/年环氧树脂建成投产，打响C3投产第一枪；此外，12万吨/年离子膜烧碱、35万吨/年双氧水建成投产。其中ECH为全球首套双氧水法装置，于2022Q1投产并稳定运行，产线负荷持续提升，稳居国内ECH龙头地位。目前公司拥有ECH产能25万吨，环氧树脂产能35万吨，均位居全国第一。

(2) 对位芳纶5000吨产能全国第一，并于2022H1取得重大突破，成功攻克高模高强产品质量问题，品质达到国际一流水平，取得多个应用领域客户认证，销量快速提升，由“以产定销”成功转型为“以销定产”，未来公司对位芳纶发展前景广阔。

(3) 工程塑料方面，公司依托自主开发的不经己二腈生产己二胺的技术，布局高端尼龙材料产业，中卫基地4万吨/年PA66及2.5万吨/年己二胺项目于2022Q2一次开车成功；依托Elix先进经验，仪征基地一期2.4万吨/年ABS改性材料项目于2022Q2启动试生产，已完成多家重要客户送样。

(4) 公司致力于打造领先的聚合物添加剂综合服务商，2022H1泰国2.5万吨/年橡胶防老剂工厂投产运营，2万吨/年高端防老剂TMQ建成投产，添加剂产业完成国际化布局并实现产业版图的进一步扩展。

## 聚焦核心产业链建设，C3一期等重大项目落地在即，加速打造创新型化工新材料领先企业

C3一期其他项目苯酚丙酮、双酚A、PDH和PO有序推进设备安装和土建施工，预计将于今年下半年起陆续建成，C3一期项目即将全线贯通，增厚公司业绩的同时，奠定公司材料产业发展的根基；连云港19.2万吨促进剂项目工艺装置主体结构完毕，部分开始设备安装，延链、补链、强链，不断拓展聚合物添加剂产业。公司坚持“科学至上”，2022H1研发费用达到4.6亿元，4年CAGR达到39%（剔除不可比因素）。未来公司将持续聚焦环氧树脂、聚合物添加剂、对位芳纶、工程塑料等核心产业链建设，并积极培育锂电材料、电子化学品产业链，打造化工新材料的产业高地。

预计公司2022/2023/2024年营收分别为772/793/832亿元，归母净利润分别为14.46/19.68/25.24亿元，对应PE 13.7/10.1/7.8倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**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。

图表：盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	80648	77179	79257	83187
增长率(%)	49	-4	3	5
归母净利润（百万元）	2175	1446	1968	2524
增长率(%)	609	-34	36	28
摊薄每股收益（元）	0.79	0.52	0.71	0.91
ROE(%)	18	11	13	14
P/E	10.70	13.69	10.06	7.84
P/B	1.93	1.47	1.28	1.10
P/S	0.29	0.26	0.25	0.24
EV/EBITDA	7.94	12.59	10.18	9.16

资料来源：wind，国海证券研究所

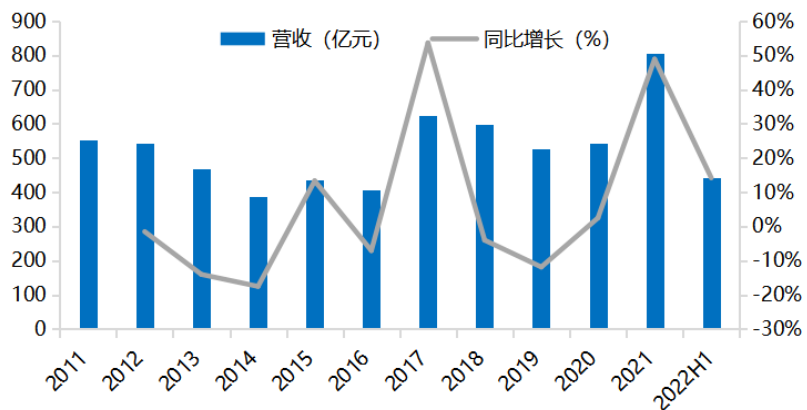
图表：公司分部经营数据

行业		2020	2021	2021H1	2021H2	2022H1
化工中间体 及新材料	销售收入 (亿元)	61.81	109.12	44.39	64.73	68.67
	净利润 (亿元)	8.73	12.06	6.23	5.83	10.05
聚合物添加剂	销售收入 (亿元)	23.92	43.21	18.29	24.92	26.17
	净利润 (亿元)	3.10	6.59	3.19	3.40	6.54
轻量化材料	销售收入 (亿元)	137.08	237.33	107.86	129.47	115.00
	净利润 (亿元)	2.68	4.17	3.55	0.62	0.07
医药健康	销售收入 (亿元)	33.95	44.40	23.33	21.07	24.07
	净利润 (亿元)	1.00	1.14	0.64	0.50	0.75
天然橡胶	销售收入 (亿元)	117.98	158.86	74.53	84.33	84.19
	净利润 (亿元)	-4.05	-3.23	0.10	-3.33	0.02
农用化学品	销售收入 (亿元)	98.10	66.82	66.82	0	0
	净利润 (亿元)	12.11	7.92	7.92	0	0
其他	销售收入 (亿元)	68.78	146.02	53.68	93.04	126.02
	净利润 (亿元)	-6.16	37.05	40.61	-3.56	-2.10

资料来源：公司公告，国海证券研究所

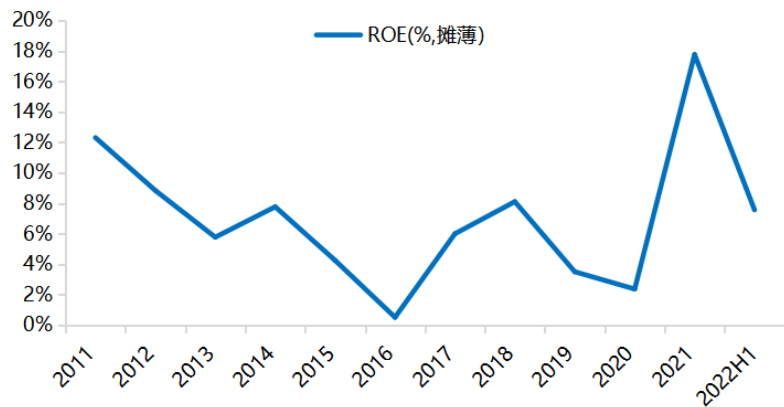
# 2022H1扣非归母净利润增长44.46%

图表：2022H1营收同比增长13.96%



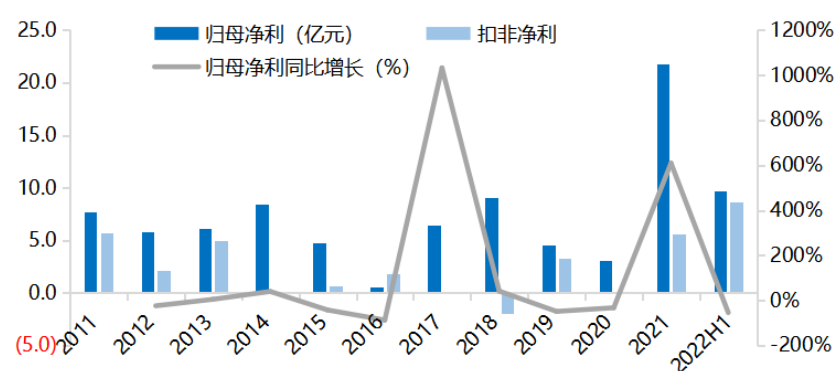
资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

图表：2022H1ROE下降（去年同期出售扬农化工）



资料来源：wind，国海证券研究所

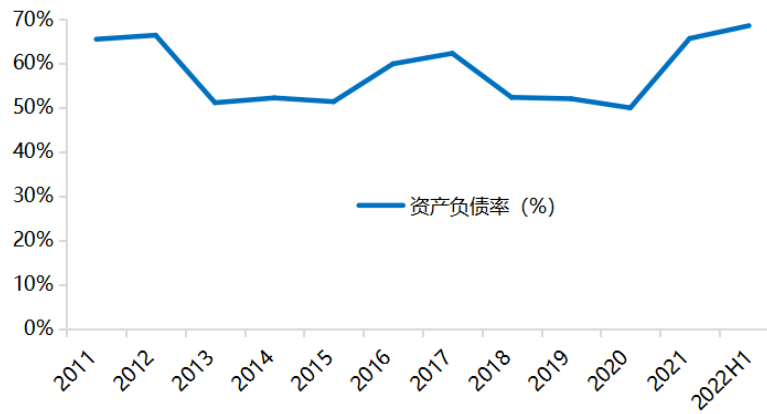
图表：2022H1归母净利下滑但扣非净利同比大幅增长



资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

\*注：2021年归母净利包含出售扬农化工的非经常性损益

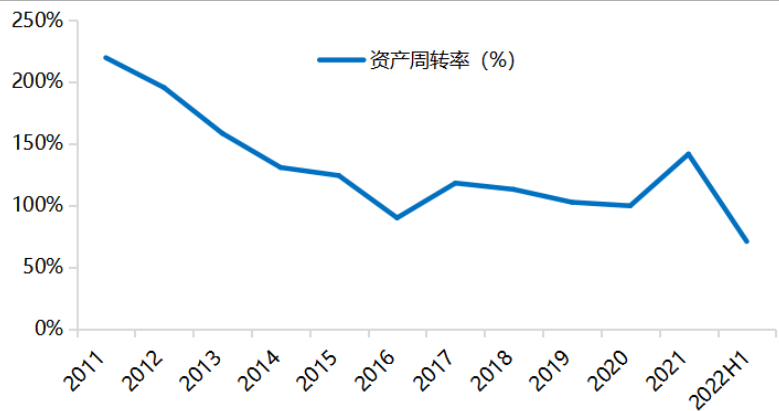
图表：2022H1资产负债率略有上升



资料来源：wind，国海证券研究所

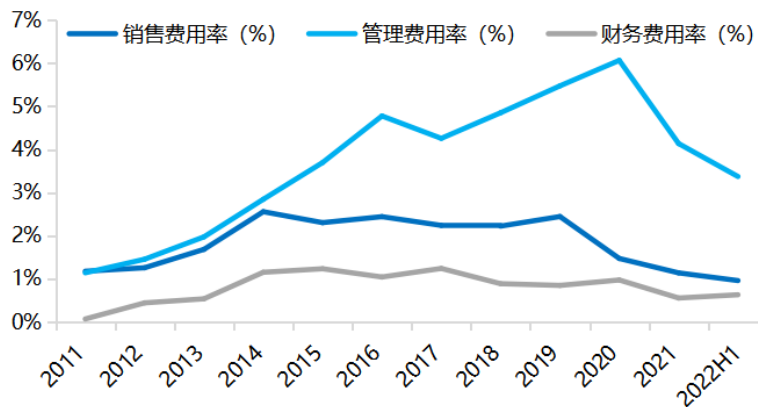
# 2022H1期间费用率下降，经营活动现金流回暖

图表：2022H1资产周转率下降



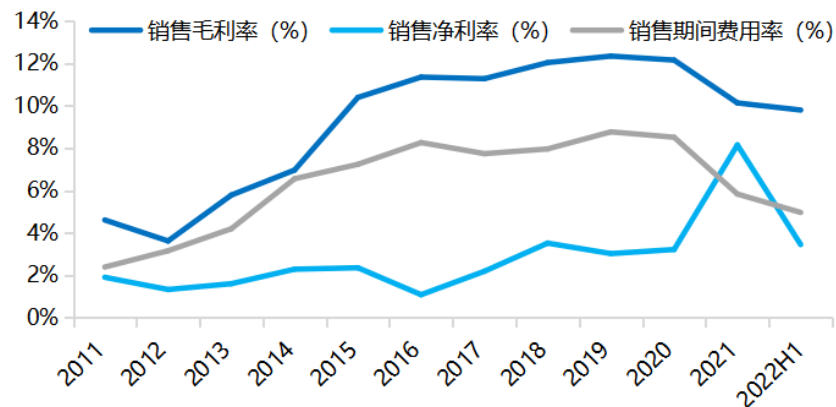
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1期间费用率下降



资料来源：wind，国海证券研究所

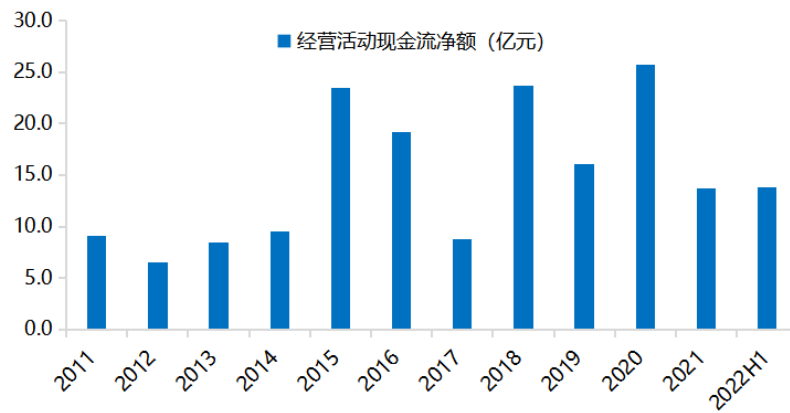
图表：2022H1毛利率略有下降



资料来源：wind，国海证券研究所

\*注：2021年销售净利率包含出售扬农化工的非经常性损益

图表：2022H1经营活动现金流上升

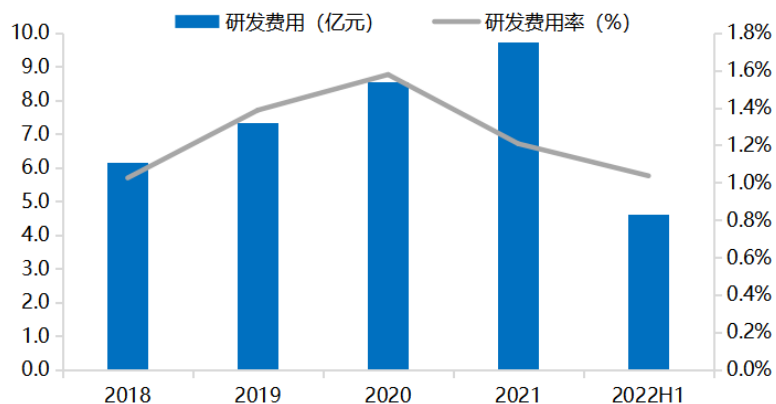


资料来源：wind，国海证券研究所



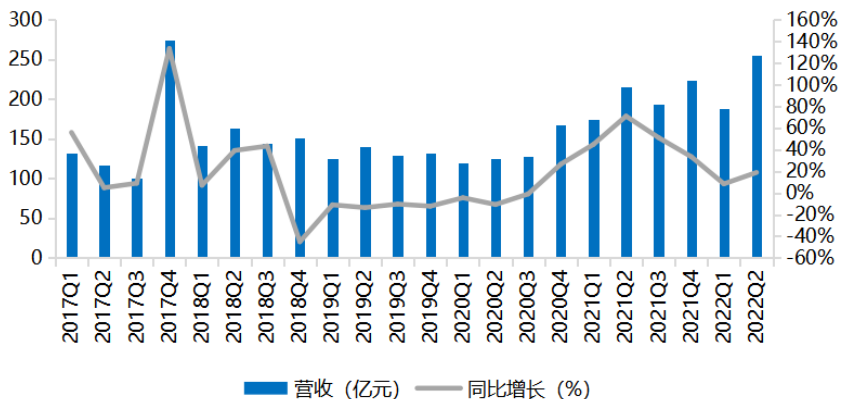
# 2022Q2归母净利环比增长47.26%

图表：2022H1研发费用4.60亿元



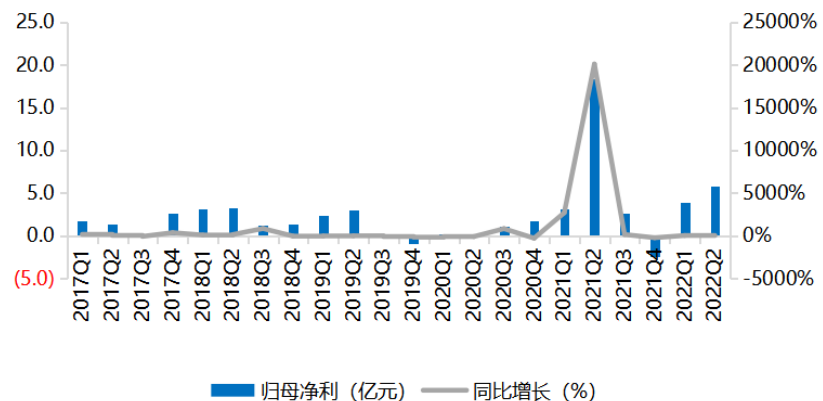
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q2营收同比增长18.92%，环比增长35.96%



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q2归母净利同比下降68.48%，环比增长47.26%

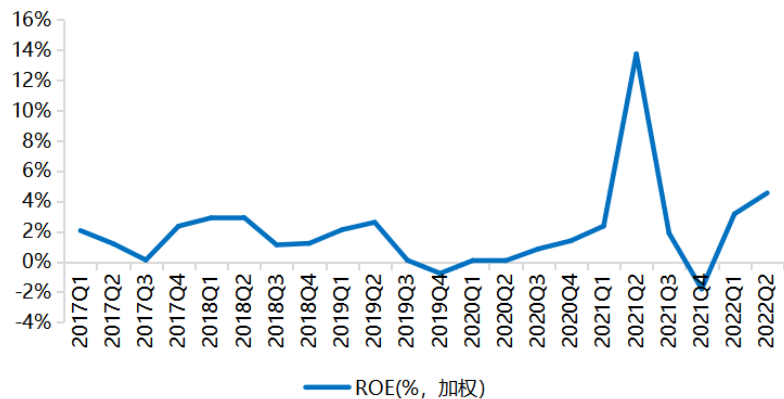


资料来源：wind, 国海证券研究所

\*注：2021Q2归母净利包含出售扬农化工的非经常性损益

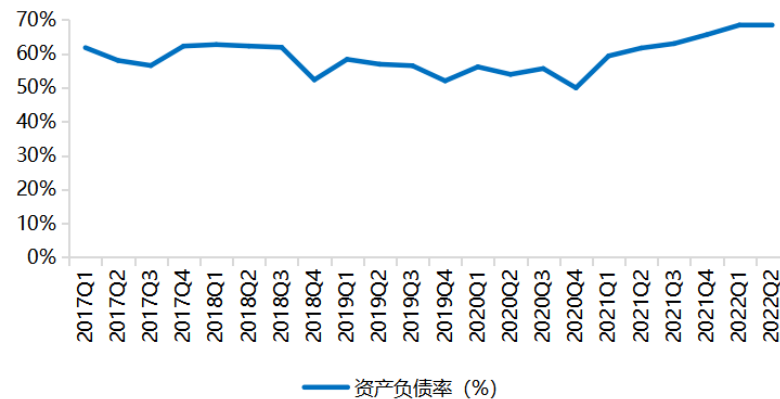
# 2022Q2ROE、资产周转率、净利率上升

图表：季度净资产收益率



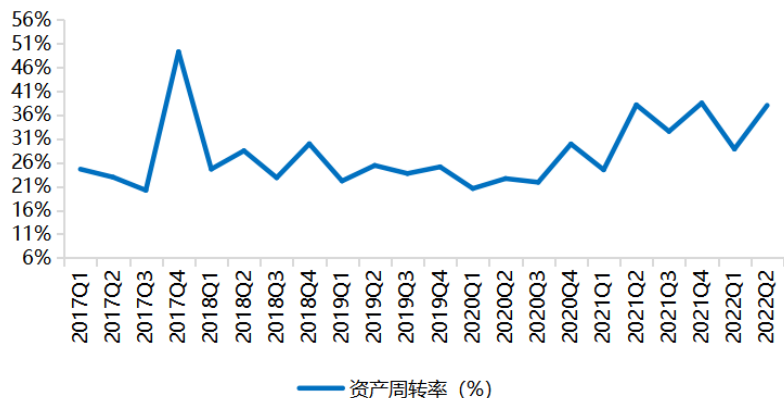
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产负债率



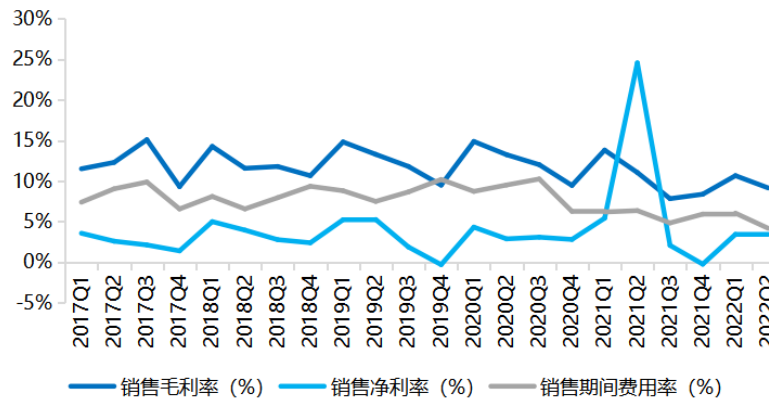
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产周转率



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度毛利率、净利率、期间费用率

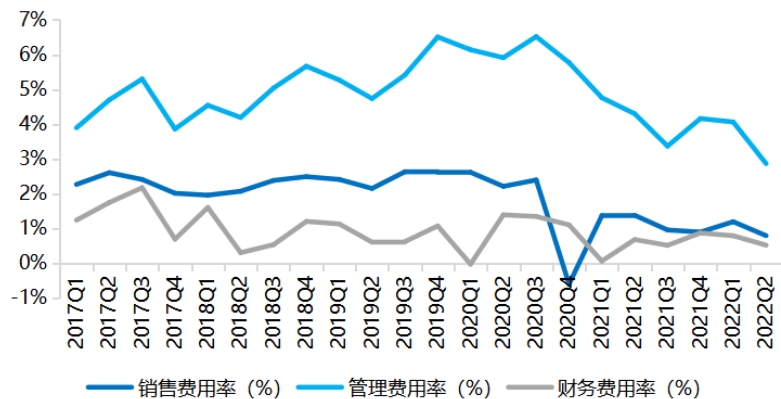


资料来源：wind，国海证券研究所

\*注：2021Q2销售净利率包含出售扬农化工的非经常性损益

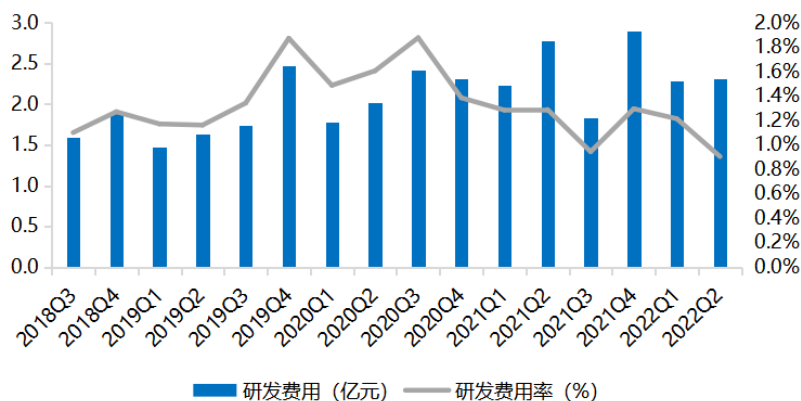
# 2022Q2期间费用率下降，经营活动现金流大幅提升

图表：2022Q2期间费用率下降



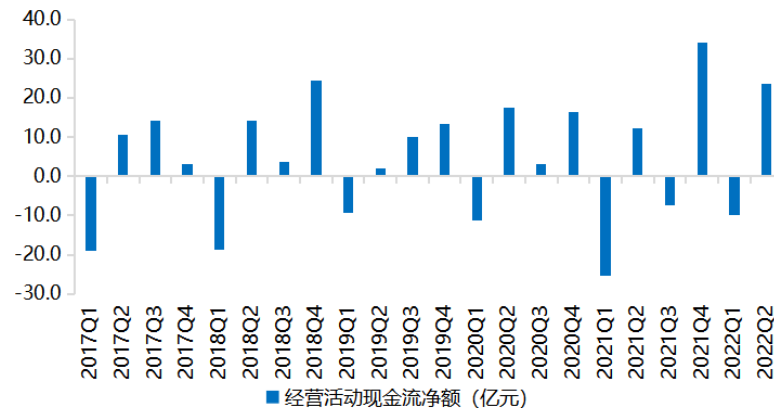
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



资料来源：wind，国海证券研究所

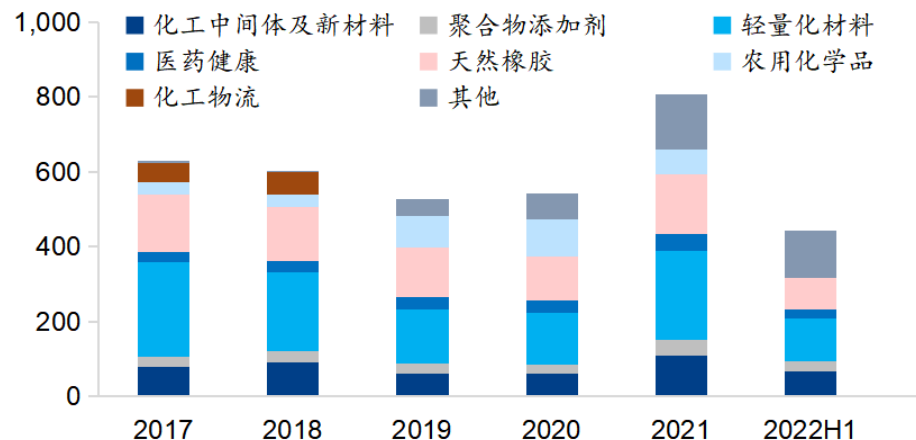
图表：2022Q2经营活动现金流增长



资料来源：wind，国海证券研究所

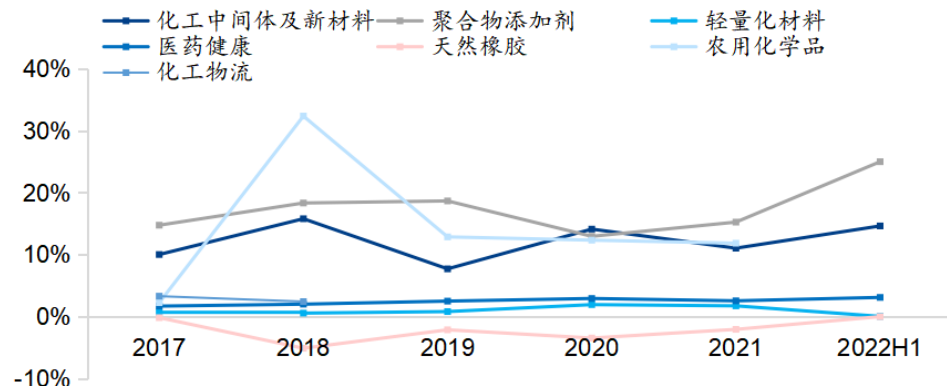
# 2022H1公司化工新材料产业净利与净利率明显提升

图表：公司分行业收入情况（亿元）



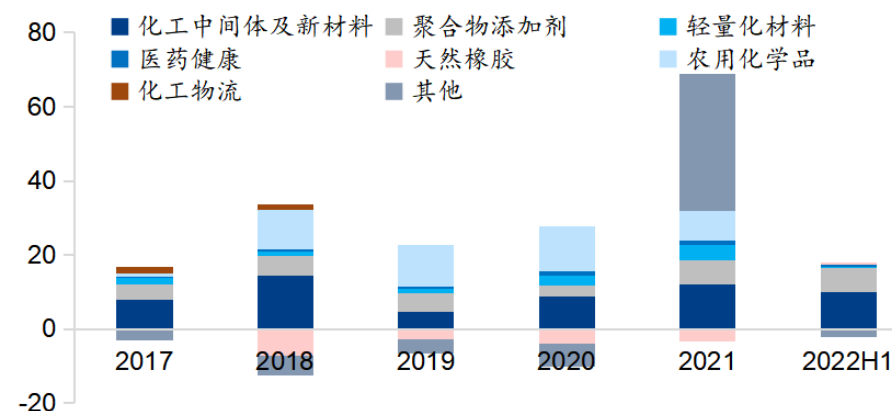
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表：公司分行业净利率



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表：公司分行业净利情况（亿元）

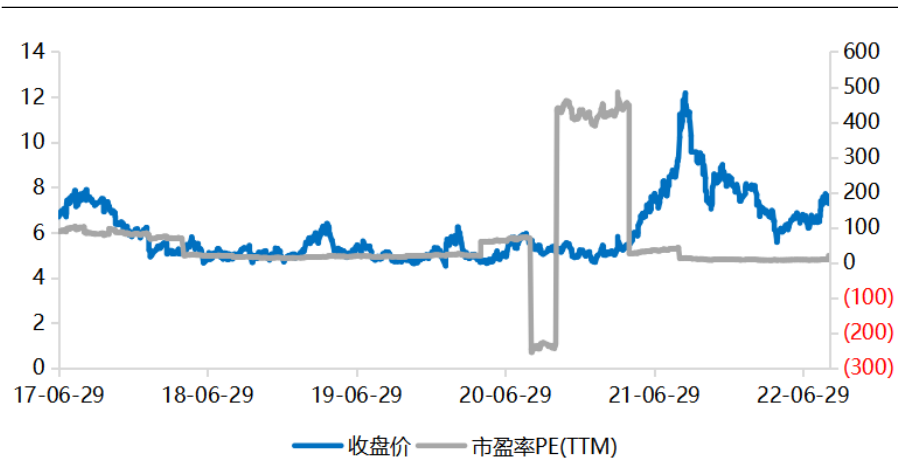


资料来源：公司公告，国海证券研究所

\*注：2021年其他中包含出售扬农化工的非经常性损益

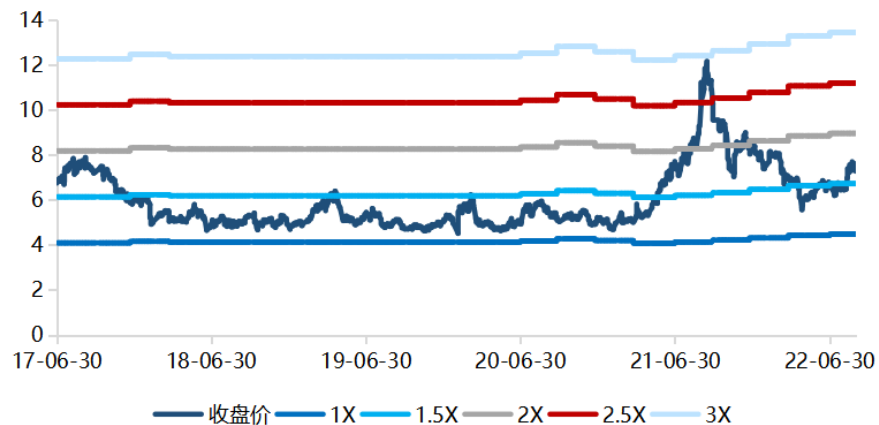
公司化工新材料产业主要为“化工中间体及新材料”和“聚合物添加剂”两个分部

图表：收盘价及PE (TTM)



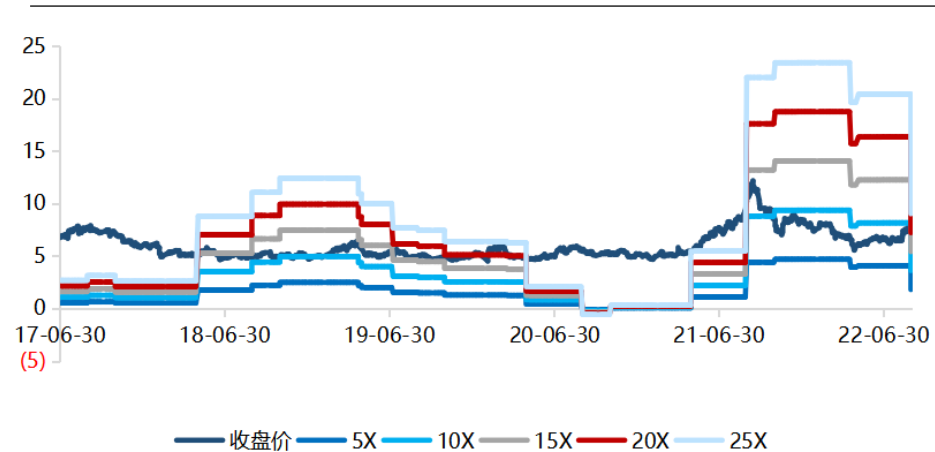
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

# 中化国际盈利预测表

证券代码: 600500		股价: 7.16				投资评级: 买入(维持)				日期: 20220901				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					<b>利润表 (百万元)</b>				<b>每股指标与估值</b>					
2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	2979	2802	5759	6604	营业收入	80648	77179	79257	83187	<b>每股指标</b>				
应收款项	4724	6710	4293	8336	营业成本	72480	68925	69880	72425	EPS	0.80	0.52	0.71	0.91
存货净额	7595	8389	6535	9596	营业税金及附加	218	233	227	244	BVPS	4.43	6.66	7.37	8.28
其他流动资产	6154	6686	6895	6727	销售费用	918	1008	969	1015	<b>估值</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>21453</b>	<b>24588</b>	<b>23482</b>	<b>31264</b>	管理费用	2361	2861	2629	2762	P/E	10.70	13.69	10.06	7.84
固定资产	11080	12142	12004	11696	财务费用	449	494	543	598	P/B	1.93	1.08	0.97	0.86
在建工程	11394	14908	18953	23163	其他费用/(-收入)	974	1074	1030	1081	P/S	0.29	0.26	0.25	0.24
无形资产及其他	13315	14980	15537	16230	营业利润	9632	3192	4525	5686	<b>财务指标</b>				
长期股权投资	731	893	1013	1136	营业外净收支	-2	0	0	0	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>资产总计</b>	<b>57973</b>	<b>67511</b>	<b>70989</b>	<b>83490</b>	利润总额	9630	3192	4525	5686	<b>盈利能力</b>				
短期借款	7677	8677	9677	11677	所得税费用	3061	825	1304	1554	ROE	18%	8%	10%	11%
应付款项	8918	9840	7911	11143	净利润	6570	2367	3221	4132	毛利率	10%	11%	12%	13%
预收帐款	0	18	10	15	少数股东损益	4394	921	1253	1607	期间费率	5%	6%	5%	5%
其他流动负债	9861	9386	9581	9713	归属于母公司净利润	2175	1446	1968	2524	销售净利率	3%	2%	2%	3%
<b>流动负债合计</b>	<b>26456</b>	<b>27921</b>	<b>27178</b>	<b>32547</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>成长能力</b>				
长期借款及应付债券	10060	11060	12060	15060	经营活动现金流	1374	1134	7172	2304	收入增长率	49%	-4%	3%	5%
其他长期负债	1528	1528	1528	1528	净利润	2175	1446	1968	2524	利润增长率	609%	-34%	36%	28%
<b>长期负债合计</b>	<b>11588</b>	<b>12588</b>	<b>13588</b>	<b>16588</b>	少数股东权益	4394	921	1253	1607	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>38044</b>	<b>40509</b>	<b>40766</b>	<b>49135</b>	折旧摊销	1606	1896	1932	2061	总资产周转率	1.39	1.14	1.12	1.00
股本	2765	3595	3595	3595	公允价值变动	-19	0	0	0	应收账款周转率	21.92	12.78	28.70	11.73
股东权益	19929	27002	30223	34354	营运资金变动	-922	-2847	2320	-3568	存货周转率	10.62	9.20	12.13	8.67
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>57973</b>	<b>67511</b>	<b>70989</b>	<b>83490</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-3704</b>	<b>-8017</b>	<b>-6216</b>	<b>-6458</b>	<b>偿债能力</b>				
					资本支出	-8561	-7700	-5979	-6210	资产负债率	66%	60%	57%	59%
					长期投资	7210	-549	-474	-498	流动比	0.81	0.88	0.86	0.96
					其他	-2353	232	238	250	速动比	0.43	0.48	0.53	0.58
					<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1247</b>	<b>6706</b>	<b>2000</b>	<b>5000</b>					
					债务融资	8413	2000	2000	5000					
					权益融资	773	4927	0	0					
					其它	-10433	-221	0	0					
					现金净增加额	-3649	-177	2956	845					

## 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。

## 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。



# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597