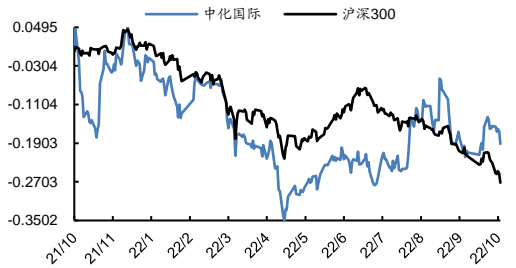


研究所
证券分析师: 李永磊 S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn
证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn
联系人: 陈雨 S0350122070023
cheny19@ghzq.com.cn

扣非净利润同比再增, 化工新材料基业渐成 ——中化国际(600500)点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/10/28

表现	1M	3M	12M
中化国际	3.4%	4.5%	-19.2%
沪深300	-7.5%	-16.2%	-27.2%

市场数据

2022/10/28

当前价格(元)	6.93
52周价格区间(元)	5.50-9.25
总市值(百万)	19,155.00
流通市值(百万)	18,882.56
总股本(万股)	276,406.97
流通股本(万股)	272,475.64
日均成交额(百万)	98.42
近一月换手(%)	0.54

《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:

10月28日, 公司发布2022年三季报: 2022年前三季度, 公司实现营业收入659.39亿元, 同比+12.83%; 实现归母净利润12.90亿元, 同比-46.36%; 实现扣非归母净利润11.77亿元, 同比+36.27%; 加权平均净资产收益率为10.67%, 同比减少8.65个百分点。销售毛利率9.46%, 同比减少1.34个百分点; 销售净利率3.08%, 同比减少8.28个百分点; 扣非后销售净利率1.78%, 同比增加0.28个百分点。

其中, 2022年Q3实现营收215.26亿元, 同比+10.56%, 环比-15.81%; 实现归母净利润3.15亿元, 同比+21.01%, 环比-45.69%; 实现扣非归母净利润3.09亿元, 同比+17.55%, 环比-44.12%; 加权平均净资产收益率为2.54%, 同比增加0.74个百分点。销售毛利率8.78%, 同比增加0.95个百分点, 环比减少0.37个百分点; 销售净利率2.32%, 同比增加0.25个百分点, 环比减少1.15个百分点。

投资要点:

■ 业绩同比持续增长, 公司转型与经营持续稳健向好

2022年前三季度, 面对严峻复杂的经营环境, 公司聚焦以化工新材料为核心的主业, 加速推动战略项目落地, 提质增效, 严防风险, 全力实现经营目标。公司营业收入呈现量价齐升的态势, 特别是高性能及中间体、添加剂等业务营收较上年同期大幅增长。同时, 随着公司转型不断深入, 公司产业质量不断提升, 产业基础不断加固, 受核心化工产业盈利能力增强的带动, 公司归母净利润及扣非归母净利润均实现可比口径同比大幅增长。2022年前三季度, 公司累计实现收入659.39亿元, 归母净利润12.90亿元, 扣非后归母净利润11.77亿元, 主要财务指标与上年同期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27%, 归母净利润增幅80%, 扣非后归母净利润增幅57%。

公司主营产品在2022年Q3保持相对稳健, 公司业绩韧性彰显。其中: 1) 氯苯产品销量、销售金额均有一定程度下滑, 产品均价回落, 销量5.07万吨, 同比-13.2%, 销售金额4.06亿元, 同比-21.6%; 2) 氯碱产品量价齐升, 销量12.96万吨, 同比+1142.4%, 销售金额

2.90 亿元，同比+291.6%；3）树脂产品销量提升，但受困于价格疲软，收入下滑，销量 4.46 万吨，同比+15.6%，销售金额 7.84 亿元，同比-25.0%；4）橡胶防老剂依然保持高景气态势，产销两旺态势不减，销量 5.37 万吨，同比+24.0%，销售金额 16.11 亿元，同比+58.0%，均价依然维持在超 30000 元/吨的历史高位。总体来看，尽管公司主营产品涨跌互现，但下跌程度有限，同时各条产业链相互平衡，相互补充，保障公司业绩稳健成长，为公司业绩带来韧性，也体现出公司坚定转型所带来的积极效应。

表 1: 公司主要财务数据

财务指标	2020	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q3 同比	2022Q3 环比
营业总收入, 亿元	541.62	173.88	215.01	194.70	223.42	806.48	188.44	255.69	215.26	10.6%	-15.8%
营业总成本, 亿元	523.71	161.08	205.46	188.85	218.61	774.00	180.27	243.52	206.72	9.5%	-15.1%
毛利, 亿元	17.91	12.80	9.55	5.32	4.81	32.48	8.17	12.17	8.54	60.5%	-29.8%
归母净利润, 亿元	3.07	3.10	18.41	2.61	-2.39	21.76	3.94	5.80	3.15	21.0%	-45.7%
扣非归母净利润, 亿元	0.01	3.53	2.56	2.63	-3.09	5.65	3.15	5.53	3.09	17.6%	-44.1%

资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

表 2: 公司主要产品经营数据

主营产品		2020	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q3 同比	2022Q3 环比
氯苯产品	产量, 万吨	22.29	5.44	5.39	5.47	5.22	4.91	5.86	5.28	-3.5%	-9.9%
	销量, 万吨	21.82	5.56	4.91	5.84	5.52	4.53	4.60	5.07	-13.2%	10.2%
	销售金额, 亿元	11.05	4.17	4.19	5.18	6.11	4.61	4.64	4.06	-21.6%	-12.5%
氯碱产品	平均价格, 元/吨	5064.91	7485.30	8540.30	8873.32	11070.29	10179.34	10091.68	8008.16	-9.8%	-20.6%
	产量, 万吨	29.69	7.38	5.23	8.34	4.52	8.49	19.35	19.90	138.6%	2.8%
	销量, 万吨	22.65	6.73	7.75	1.04	6.80	9.16	7.44	12.96	1142.4%	74.2%
树脂产品	销售金额, 亿元	2.91	0.75	0.88	0.74	0.80	1.81	2.15	2.90	291.6%	35.1%
	平均价格, 元/吨	1285.23	1109.78	1139.23	7103.10	1181.49	1978.34	2886.51	2239.08	-68.5%	-22.4%
	产量, 万吨	13.49	5.04	3.83	4.12	4.31	4.16	3.79	4.47	8.6%	18.0%
橡胶防老剂	销量, 万吨	12.89	4.17	4.04	3.86	4.04	3.51	3.64	4.46	15.6%	22.3%
	销售金额, 亿元	21.63	9.31	9.48	10.46	11.68	8.35	8.15	7.84	-25.0%	-3.7%
	平均价格, 元/吨	16783.26	22309.16	23449.59	27129.68	28893.78	23808.25	22362.61	17596.98	-35.1%	-21.3%
橡胶防老剂	产量, 万吨	17.37	4.90	4.81	4.33	5.23	3.98	5.21	4.15	-4.1%	-20.3%
	销量, 万吨	17.85	4.62	5.03	4.33	4.69	3.37	4.33	5.37	24.0%	24.1%
	销售金额, 亿元	23.85	7.72	10.51	10.20	12.90	10.31	13.72	16.11	58.0%	17.5%
	平均价格, 元/吨	13360.74	16704.12	20917.09	23561.70	27493.50	30576.14	31712.67	30022.02	27.4%	-5.3%

资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

■ 多个重大项目稳步推进，即将进入业绩收获期

C3 产业链相关项目逐步建成落地, 推动公司转型进入脱胎换骨阶段。公司 C3 产业链相关项目主要包括碳三产业一期项目 (60 万吨丙烷脱氢、65 万吨苯酚/丙酮、24 万吨双酚 A、40 万吨环氧丙烷和 15 万吨环氧氯丙烷), 以及 24 万吨双酚 A 扩建项目、18 万吨环氧树脂项目。2022 年上半年, 公司陆续实现 15 万吨双氧水法 ECH、18 万吨环氧树脂、离子膜烧碱、双氧水四套装置建成投产; 65 万吨苯酚/丙酮、48 万吨双酚 A、60 万吨 PDH 等项目建设进入冲刺阶段, 预计

2022年Q4至2023年Q1将陆续中交和试生产，40万吨环氧丙烷装置正在建设中，预计2023年2月中交。公司C3产业链相关项目的逐步落地，在增厚公司利润并提供大量现金流的基础上，将推动公司打造行业领先的一体化环氧树脂产业链，并将为公司构筑坚实的化工产业基础，推动公司转型不断深入，公司发展行稳致远。

连云港促进剂项目建成在即，打造橡胶防老剂和促进剂双引擎驱动。在防老剂的雄厚基础上，公司连云港促进剂项目促进剂历经10年开发，采用连续干法技术，中试装置已稳定运行2-3年，技术已得到充分验证，构筑了确定性较高的领先优势。公司新工艺的促进剂产品已获得部分头部轮胎企业的认证和确定，将大幅度缩短投产后的产品推广周期。目前连云港促进剂项目进入最后安装和冲刺阶段，预计2023年一季度建成。

PA66、改性ABS双双落地，公司核心产业链拓展稳步推进，为公司打开更广阔的发展空间。1) PA66-己二胺：公司实现2.5万吨己二胺-4万吨尼龙66建成投产，实现全新的己内酰胺法PA66工艺产业化，采用自主研发的催化剂和独家的合成工艺技术，目前装置运行情况超过小试、中试水平，装置运营稳定。未来公司将立足“十四五”规划，把握西部独有的焦炉煤气和天然气优势，以及关键中间体技术突破优势，进一步完善PA66及中间体产业布局。2) ABS：扬州一期2.4万吨/年ABS改性项目已于今年8月开业投运，二期投产后将达到6万吨规模，叠加西班牙ELIX Polymers 17万吨产能，公司改性ABS产能将超过20万吨。依托ELIX Polymers以及国内产业链的拓展，未来公司将打造ABS聚合改性全产业链布局。

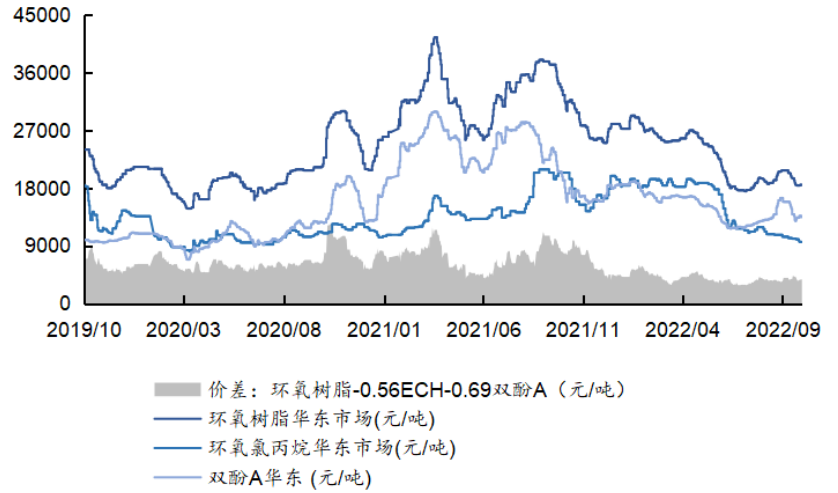
公司以技术突破为核心，聚焦核心产业链打造，稳步推进重大战略项目，随着若干项目逐步落地，公司业绩将进入开花结果期，并带动公司转型进入新局面。未来，公司将继续坚持以技术突破为引领，围绕核心产业链“强链、补链、延链”，开展深度整合，为实现创新型化工新材料领先企业的目标奠定坚实基础。

■ 公司对位芳纶取得高模高强产品重大突破，未来成长可期

2022年5月，公司高强高模芳纶产品质量和稳定性取得重大突破，并一举攻下轮胎、通信光缆、特种防护、橡胶等多个下游行业头部企业客户，意向订单超过产能。公司5500吨/年对位芳纶项目自2022年6月起已开始盈利，高强高模芳纶产品品质大幅提升。目前芳纶高端产品有更好的价值体现，公司高强高模产品占比达到产量的75%，项目整体收入和利润贡献逐步增加。公司产品更多地锚定在较高端的客户需求上，通过与下游客户联合应用研发，多领域推进正式合作，并凭借品质与供应的稳定性获得较高的客户粘性。未来公司将适时启动对位芳纶扩产计划，并逐步推动实施上下游全产业链布局。随着公司高端产品实现重大突破以及未来产能扩张，公司对位芳纶将实现持续成长，加速带动国产替代进程，并推动公司化工新材料产

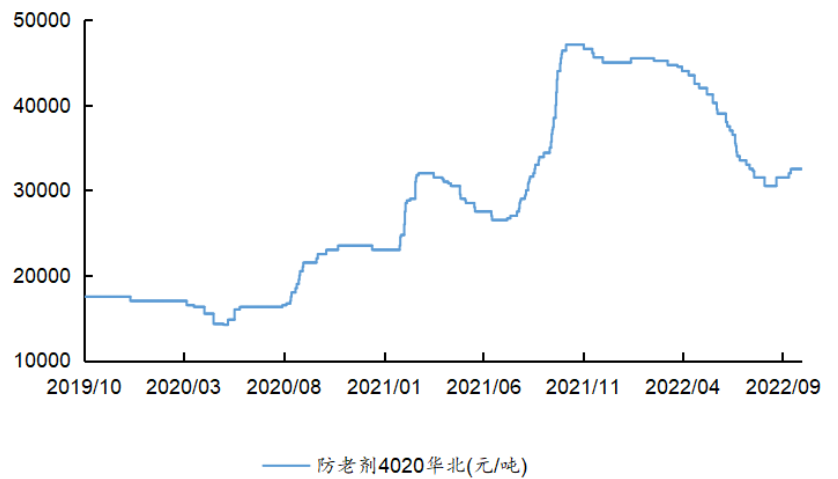
业高质量发展。

图 1: 环氧树脂产业链短期承压, 静待底部反弹



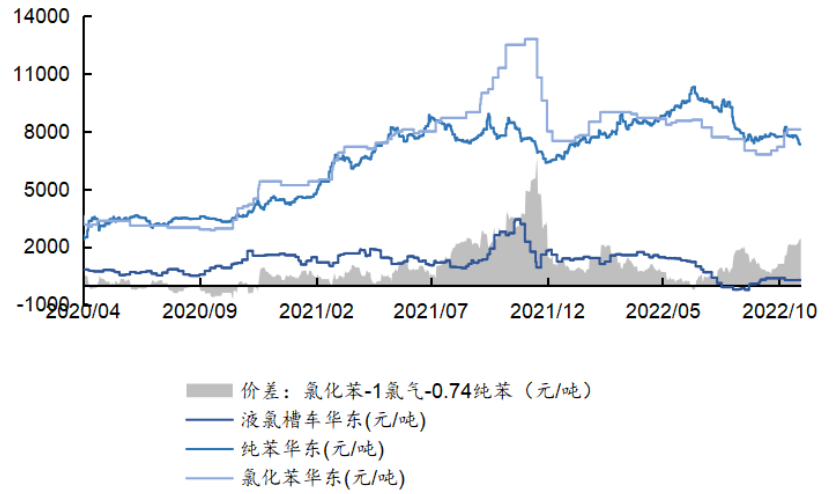
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 2: 防老剂价格企稳反弹, 盈利能力持续高位



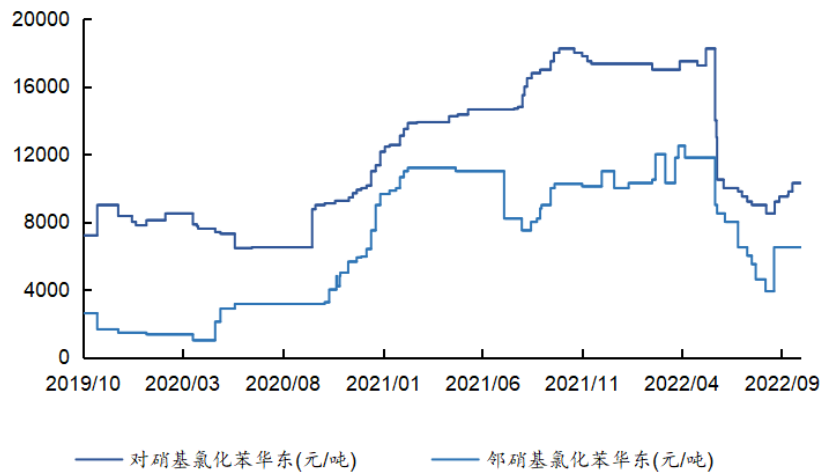
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 3: 氯苯价格回升, 价差呈向好态势



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 4: 对硝基和邻硝基氯化苯价格触底回升



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

- **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司前三季度经营情况、主营产品市场情况、公司项目推进情况和转型深入带来的加成效应等多重因素，适度上调公司盈利预测，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 11.83、8.81、6.49，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。

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	11.83	8.81	6.49
P/B	1.93	1.41	1.22	1.03
P/S	0.29	0.22	0.22	0.22
EV/EBITDA	7.94	7.83	5.98	5.31

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

证券代码:	600500				股价:	6.93				投资评级:	买入				日期:	2022/10/28			
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	11.83	8.81	6.49										
成长能力					P/B	1.93	1.41	1.22	1.03										
收入增长率	49%	6%	1%	1%	P/S	0.29	0.22	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。