

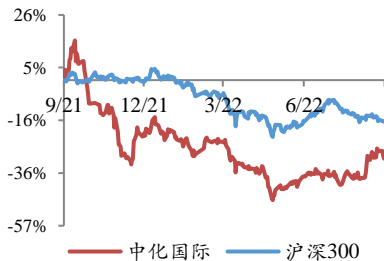
## 业绩大幅增长，新材料平台价值待重估

**投资评级：买入（维持）**

报告日期： 2022-09-01

收盘价（元）	7.29
近 12 个月最高/最低（元）	12.17/5.57
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）	202
流通市值（亿元）	199

### 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.Q2 扣非业绩环比大增，碳三项目即将落地 2022-07-15

2.全年业绩创历史新高，加速打造新材料平台 2022-04-22

### 主要观点：

#### ● 事件描述

8月30日，中化国际发布2022半年度报，公司2022年上半年实现营业收入444.13亿元，同比上升13.96%；实现归母净利润9.74亿元，同比减少54.55%；实现扣非净利润8.68亿元，同比增长44.46%，基本每股收益0.78元。

#### ● 二季度业绩同比环比实现大幅增长，氯碱价差修复，新增产能逐渐释放

公司第二季度实现归母净利润5.80亿元，环比增长47.21%；扣非净利润5.53亿元，环比增长75.56%。2022年上半年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后当前业绩相比前一年均有大幅增长，其中收入增幅约38%，归母净利润增幅约113%，扣非后归母净利润增幅约77%，盈利能力大幅增强。

量方面，公司圣奥泰国2.5万吨/年橡胶防老剂工厂于2022年二季度正式投产运营，产能释放带来产销量增长。连云港产业园18万吨/年环氧树脂项目和扬州仪征基地一期2.4万吨/年ABS改性材料项目于2022年二季度启动试生产，下半年将继续带来量增。

图表 1 公司主要产品产销量数据（万吨）

	氯苯 产品 产量	氯苯 产品 销量	氯碱 产品 产量	氯碱 产品 销量	树脂 产品 产量	树脂 产品 销量	橡胶 防老 剂产 量	橡胶 防老 剂销 量
21Q1	5.4	5.6	7.4	6.7	5.0	4.2	4.9	4.6
21Q2	5.4	4.9	5.2	7.7	3.8	4.0	4.8	5.0
21Q3	10.9	11.4	15.7	7.8	9.2	8.0	9.2	8.9
21Q4	5.2	5.5	4.5	6.8	4.3	4.0	5.2	4.7
22Q1	4.9	4.5	8.5	9.2	4.2	3.5	4.0	3.4
22Q2	5.9	4.6	19.4	7.4	3.8	3.6	5.2	4.3
同比	9%	-6%	270%	-4%	-1%	-10%	8%	-14%
环比	19%	2%	128%	-19%	-9%	4%	31%	28%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

价格价差方面，橡胶防老剂、环氧树脂、烧碱产品的价格维持高景气度，同时部分原料价格较一季度有一定程度的下跌。公司核心产品烧碱价差较一季度有明显修复，根据公司披露，氯碱销售价格（不含税）环比上涨46%，其余主要产品价格环比变化不大，景气度维持。

图表 1 公司主要产品平均销售价格 (不含税, 元/吨)

	氯苯产品平均价格	氯碱产品平均价格	树脂产品平均价格	橡胶防老剂平均价格
2021Q1	7485.8	1109.8	22309.2	16704.1
2021Q2	8539.7	1139.2	23449.6	20917.1
2021Q3	8196.2	1914.2	24624.4	20021.3
2021Q4	11070.3	1181.5	28893.8	27493.5
2022Q1	10179.3	1978.3	23808.3	30576.1
2022Q2	10091.7	2886.5	22362.6	31712.7
同比	18%	153%	-5%	52%
环比	-1%	46%	-6%	4%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

● **连云港碳三项目投产在即, 年底开始将为公司贡献业绩增量**

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)、同时新增 18 万吨环氧丙烷, 项目将于 2022 年年底陆续投产。

**连云港碳三项目采用绿色工艺, 成本及一体化优势明显。**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。在丙烷的采购上, 公司能够发挥自身传统大宗贸易优势及信用优势获取稳定、低廉的丙烷资源。在产品的布局上, 公司也具有差异化, 是国内唯一利用丙烷脱氢自产丙烯并发展“酚酮-双酚 A-环氧树脂”产品链。碳三项目建成后, 公司的环氧氯丙烷、双酚 A 等装置能够完全满足原有及新增产能的原料需求, 拥有抵御原材料波动的能力并且能够增强供应链的稳定性, 平滑周期性。

**环氧树脂产能成为行业第一, 充分受益风电装机高增。**连云港产业园 18 万吨/年环氧树脂项目于 2022 年二季度投料试生产, 形成 35 万吨/年环氧树脂总产能, 成为国内环氧树脂龙头企业。在风电叶片中, 单 GW 用环氧树脂 4500 吨左右, 2022/2023 年风电消耗的纯环氧树脂约 27/31.5 万吨。截止 8/30 日, 环氧树脂华东价格 18750 元/吨, 位于 45% 左右历史分位, 价格底部开始回升; 环氧树脂-ECH-双酚 A-烧碱价差位于 15% 左右的历史分位。我们认为公司环氧树脂的量价将充分受益下半年风电需求拉动。

● **加速从贸易转型精细化工制造领域, 新材料孵化加速**

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。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, 重点攻关芳纶、聚苯醚、生物可降解材料等重大研发项目, 公司有望成为集团的新材料管线孵化平台。

**尼龙 66 及中间体 J 项目取得重大突破。**公司中卫基地 4 万吨/年尼龙 66 及 2.5 万吨/年中间体 J 项目于 2022 年二季度一次开车成功, 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，该技术的突破也展现了公司持续加强新材料研发取得的阶段性成果。

**连云港碳三产业项目助力公司由贸易转型精细化工制造型企业。**2022 年底即将投产的连云港碳三产业项目是中化国际构建新材料全产业链的关键步骤，也是公司从贸易型企业转型生产制造型企业的关键举措，建成投产后有助于公司深化化工新材料业务布局。未来 1-2 年，随着公司的重点项目连云港碳三精细化工产业园项目、聚合物添加剂项目、ABS 项目陆续投产后，公司的业务结构将会持续优化，贸易收入占比将不断下降，化工新材料产销占比将逐渐上升，盈利稳定性也有望逐步提升。

#### ● 投资建议

2022 年下半年，碳三新材料项目、聚合物添加剂项目、对位芳纶项目陆续投产或放量有望为公司贡献利润增量。我们上调 2022-2024 年公司盈利预测，预计归母净利润分别为 18.21、22.70、29.32 亿元，同比增长-16.3%、24.7%、29.2%，对应 PE 分别为 14.39、11.54 与 8.94 倍，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

#### ● 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	77745	87805	93343
收入同比 (%)	48.9%	-3.6%	12.9%	6.3%
归属母公司净利润	2175	1821	2270	2932
净利润同比 (%)	608.9%	-16.3%	24.7%	29.2%
毛利率 (%)	10.1%	12.0%	12.4%	12.9%
ROE (%)	17.8%	9.3%	10.4%	12.0%
每股收益 (元)	0.80	0.51	0.63	0.82
P/E	10.70	14.39	11.54	8.94
P/B	1.93	1.34	1.21	1.07
EV/EBITDA	7.94	7.65	6.26	4.80

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	24574	28067	33686	<b>营业收入</b>	80648	77745	87805	93343
现金	2979	2647	4038	9491	营业成本	72480	68414	76935	81319
应收账款	3680	5254	5516	5477	营业税金及附加	218	246	278	296
其他应收款	1570	1294	1448	1637	销售费用	918	1314	1515	1473
预付账款	1488	1864	2186	2065	管理费用	2361	2986	3210	3119
存货	7595	8576	9435	9562	财务费用	449	797	850	939
其他流动资产	4141	4939	5444	5454	资产减值损失	-602	-16	-13	-15
<b>非流动资产</b>	36520	45109	50036	52352	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	375	428	453
固定资产	11080	13983	16202	17638	<b>营业利润</b>	9632	3568	4396	5605
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	25772	28232	28765	营业外支出	93	180	1	113
<b>资产总计</b>	57973	69683	78103	86038	<b>利润总额</b>	9630	3563	4395	5624
<b>流动负债</b>	26456	29041	33565	35457	所得税	3061	691	864	1099
短期借款	7677	8345	9014	10481	<b>净利润</b>	6570	2872	3531	4526
应付账款	6403	6760	7799	7821	少数股东损益	4394	1051	1261	1593
其他流动负债	12376	13936	16751	17155	<b>归属母公司净利润</b>	2175	1821	2270	2932
<b>非流动负债</b>	11588	12399	12818	14555	EBITDA	5157	5924	7318	8905
长期借款	9261	11588	13916	17655	EPS (元)	0.80	0.51	0.63	0.82
其他非流动负债	2327	811	-1098	-3100					
<b>负债合计</b>	38044	41441	46382	50012					
少数股东权益	7680	8731	9992	11586					
股本	2765	3594	3594	3594					
资本公积	1648	5819	5819	5819					
留存收益	7836	10099	12316	15028					
归属母公司股东权	12249	19512	21729	24441					
<b>负债和股东权益</b>	57973	69683	78103	86038					

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	3858	7665	9603
净利润	2175	1821	2270	2932
折旧摊销	1606	2221	2699	3121
财务费用	481	834	883	989
投资损失	-6864	-375	-428	-453
营运资金变动	-922	-1860	996	1593
其他经营现金流	7995	4897	2518	2759
<b>投资活动现金流</b>	-3704	-10652	-7241	-5073
资本支出	-8561	-10232	-7382	-5392
长期投资	7210	-478	-401	-329
其他投资现金流	-2353	59	542	649
<b>筹资活动现金流</b>	-1247	6462	967	923
短期借款	3063	669	669	1467
长期借款	6563	2327	2327	3739
普通股增加	5	829	0	0
资本公积增加	-1963	4171	0	0
其他筹资现金流	-8915	-1534	-2029	-4283
<b>现金净增加额</b>	-3649	-332	1391	5453

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%	-3.6%	12.9%	6.3%
营业利润	342.2%	-63.0%	23.2%	27.5%
归属于母公司净利	608.9%	-16.3%	24.7%	29.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	10.1%	12.0%	12.4%	12.9%
净利率 (%)	2.7%	2.3%	2.6%	3.1%
ROE (%)	17.8%	9.3%	10.4%	12.0%
ROIC (%)	6.0%	6.0%	6.7%	7.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	65.6%	59.5%	59.4%	58.1%
净负债比率 (%)	190.9%	146.7%	146.2%	138.8%
流动比率	0.81	0.85	0.84	0.95
速动比率	0.47	0.49	0.49	0.62
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.39	1.12	1.12	1.08
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	0.51	0.63	0.82
每股经营现金流	0.50	1.07	2.13	2.67
每股净资产	4.43	5.43	6.05	6.80
<b>估值比率</b>				
P/E	10.70	14.39	11.54	8.94
P/B	1.93	1.34	1.21	1.07
EV/EBITDA	7.94	7.65	6.26	4.80

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。