

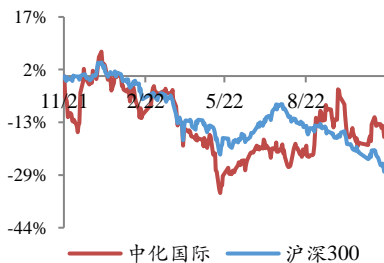
三季度业绩韧性强，碳三项目即将投产

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2022-10-30

收盘价 (元)	6.93
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)	192
流通市值 (亿元)	189

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. 业绩大幅增长，新材料平台价值待重估 2022-09-01

2. Q2 扣非业绩环比大增，碳三项目即将落地 2022-07-15

3. 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

10月28日晚，中化国际发布2022三季报，公司2022年前三季度实现营业收入659.39亿元，同比增长12.83%；归母净利润12.90亿元，同比减少46.36%；实现扣非净利润11.77亿元，同比增长35.27%，基本每股收益0.47元。

● 三季度业绩承压，销量增长及一体化产业链优势缓冲业绩压力

公司第三季度实现营收215.26亿元，同比增长10.56%，环比减少15.81%；归母净利3.15亿元，同比增长21.01%，环比减少45.52%；扣非归母净利润3.09亿元，同比增长16.38%，环比下跌44.12%。2022年Q3业绩环比承压的主要原因是公司主要产品的价格有所下跌，价差明显缩窄导致公司盈利能力下降；但公司积极以量补价，各主要产品销量环比均有较大幅度增长。整体业绩与一季度基本持平，盈利韧性较强。

产销方面，2022Q3公司氯苯/氯碱/树脂/防老剂产品板块产量分别环比-9.89%/+2.81%/+18.02%/-20.30%，销量分别环比+10.21%/+74.21%/+22.32%/+24.07%。在三季度产品盈利不佳的情况下，公司产品销量大幅增长，有效缓冲业绩压力。

价格价差方面，拆分板块来看，2022Q3公司氯苯、氯碱产品板块较为受挫，氯苯/氯碱产品平均售价8008/2239元/吨，分别环比-20.65%/-22.43%。价差方面，主要产品价差大幅收窄，氯化苯-苯/双酚A-苯酚-丙酮/环氧氯丙烷-丙烯-液氯价差环比变动-37.40%/-38.10%/-44.31%，主要由于原料价格虽有下降，但不及产品价格下跌的幅度。2022Q3烧碱/原盐市场价格为1317/438元/吨，分别环比-0.19%/-8.47%，烧碱-原盐价差环比+9.99%。在第三季度公司主要产品价格全面下跌的情况下，烧碱价格仍能维持稳定，同时原材料原盐价格有所下跌，使得烧碱-原盐产品价差得以扩大。树脂产品板块，公司树脂产品板块盈利能力同样有所下降，2022Q3公司树脂产品平均售价17597元/吨，环比-21.31%，其中环氧树脂/尼龙66/ABS产品市场价格环比-25.28%/-6.90%/-11.85%。价差方面，环氧树脂-环氧氯丙烷-双酚A-49%烧碱/尼龙66-己内酰胺/ABS-苯乙烯-丙烯腈-丁二烯价差环比-13.98%/-5.66%/-18.38%。防老剂板块，公司橡胶防老剂2022Q3平均售价为30022.0元/吨，同比/环比+49.95%/-5.33%，防老剂是公司控股公司圣奥化学的核心产品，与市场价格变动对比，公司防老剂价格的跌幅明显较小，显示出公司的产品竞争力较强。价差上，6PPD-苯胺-MIBK价差环比-26.43%，公司盈利能力受到一定压力。

● 资本开支持续增长，后续成长性可期

连云港碳三项目将于年底陆续投产，开始为公司贡献增量。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)、18 万吨环氧树脂，预计年底全线完工，2023Q1 实现投产运营。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。全部投产后，预计为公司贡献营业收入 160 亿元，归母净利润 12 亿元。

专精特新产业链突破，新材料孵化加速。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，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。三季度，公司年产 4 万吨尼龙 66 及 2.5 万吨中间体 J 项目已全面投产，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。

对位芳纶单套产能全国第一，高强高模占比不断提升。公司目前拥有对位芳纶产能 5500 吨/年，其中 5000 吨/年单套产能规模是国内第一，解决国内卡脖子问题。预计公司高强高模产品占比将不断提升，成为国内芳纶行业领先企业。

● 投资建议

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。后续，碳三新材料项目、聚合物添加剂项目、对位芳纶下游衍生项目陆续投产有望为公司贡献利润增量。随着公司的重点项目陆续投产后，公司的业务结构将会持续优化，化工新材料产销占比将逐渐上升。由于下游产品需求下滑超出预期，我们略微下修公司今年全年业绩，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 (前值为 18.21、22.70、29.32 亿元)，同比增长-26.0%、23.2%、38.4%，对应 PE 分别为 11.90、12.55 与 9.07 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	11.90	12.55	9.07
P/B	1.93	1.34	1.17	1.05
EV/EBITDA	7.94	7.51	5.65	4.48

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
流动资产	21453	25495	31922	32600	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	57973	69883	80435	85005	利润总额	9630	3121	3859	5290
流动负债	26456	29036	33559	35451	所得税	3061	605	759	1033
短期借款	7677	8345	9014	10481	净利润	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	归属母公司净利润	2175	1610	1984	2746
非流动负债	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					
负债合计	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					
负债和股东权益	57973	69883	80435	85005					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	-3649	638	4327	506

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
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%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标 (元)				
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
估值比率				
P/E	10.70	11.90	12.55	9.07
P/B	1.93	1.34	1.17	1.05
EV/EBITDA	7.94	7.51	5.65	4.48

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。