

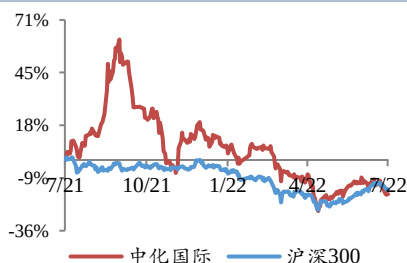
Q2 扣非业绩环比大增，碳三项目即将落地

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-07-14

收盘价（元）	6.23
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）	2,708
流通股比例（%）	97.97
总市值（亿元）	172
流通市值（亿元）	169

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. 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

7月14日下午，中化国际发布2022半年度业绩预告，公司2022年上半年预计实现归母净利润8.79~10.55亿元，同比减少50.97%~59.14%；实现扣非净利润7.86~9.43亿元，同比增长29.18%~55.01%，基本每股收益0.78元。

● Q2 扣非业绩同比环比大幅增长，主要系公司主营产品量价齐升。

公司2022Q2单季度预计实现归母净利4.85~6.60亿元，同比减少64.12%~73.67%，环比增长23.01%~67.62%；扣非净利润4.71~6.28亿元，同比增长84.20%~145.71%，环比增长49.39%~99.26%。2022年上半年业绩预减主要原因是公司上年同期出售扬农化工产生的投资收益占2021年上半年归母净利润的71%，为非经营损益项目，公司实际盈利情况由扣非净利润体现，22Q2扣非净利润实现同比环比大增。公司主要业绩增长动力来源于量价两方面。

量方面，新增的15万吨/年环氧氯丙烷、65万吨/年苯酚丙酮和24万吨/年双酚A在Q2预计陆续实现投产贡献利润。价格方面，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。根据我们对公司主要产品价格价差监测，2022Q2烧碱/原盐价格为1319.41/479.75元/吨，环比+13.76%/-9.48%；烧碱-原盐价差为597.71元/吨，环比增长66.25%，主要系原料原盐价格的下降同时叠加烧碱产品价格的上涨导致。防老剂是公司控股公司圣奥化学的核心产品。2022年Q2，橡胶防老剂价格6PPD为42763.13元/吨，同比大幅增长42.42%，环比小幅减少5.45%。价差方面，6PPD-苯胺-MIBK价差为32326.43元/吨，同比/环比分别+129.62%/-5.13%。原料价格小幅下跌，苯胺/MIBK环比-5.95%/-6.74%。另一核心产品环氧树脂价差较上一季度缩窄，2022Q2环氧树脂价格为25130.00元/吨，环比下跌8.19%，环氧树脂-环氧氯丙烷-双酚A-烧碱价差为3953.38元/吨，环比下跌19.17%，主要源于环氧树脂价格明显下跌。环氧氯丙烷-丙烯-液氯价差较为稳定，双酚A-苯酚-丙酮价差为5385.22元/吨，环比下降-21.95%，主要是由于双酚A价格的下降。公司自产环氧氯丙烷、双酚A及烧碱，可以显著增加成本把控能力。

● 连云港碳三项目投产在即，有望逐步贡献业绩增量。

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年下半年陆续投产。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。公司现有双酚 A 产能 24 万吨、35 万吨环氧树脂以及配套 25 万吨环氧氯丙烷,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。

● 公司加速从贸易转型精细化工,打造新中化新材料平台企业。

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、RO 反渗透膜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。2022 年 4 月 14 日,中化国际公告,投资 9.78 亿元打造的年产 4 万吨尼龙 66 及 2.5 万吨中间体 J 项目已全面完成装置中交。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有望为公司贡献利润增量。我们预计 2022-2024 年公司实现归母净利润分别为 14.96、18.05、24.07 亿元,同比增长-31.2%、20.6%、33.4%,对应 PE 分别为 15、12、9 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	76813	87401	92977
收入同比 (%)	48.9%	-4.8%	13.8%	6.4%
归属母公司净利润	2175	1496	1805	2407
净利润同比 (%)	608.9%	-31.2%	20.6%	33.4%
毛利率 (%)	10.1%	11.2%	12.1%	12.7%
ROE (%)	17.8%	7.8%	8.6%	10.4%
每股收益 (元)	0.80	0.42	0.50	0.67
P/E	10.70	14.97	12.41	9.30
P/B	1.93	1.17	1.07	0.97
EV/EBITDA	7.94	7.91	6.70	5.16

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					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
流动资产	21453	24001	26808	31610					
现金	2979	2235	2845	7478					
应收账款	3680	5191	5490	5455					
其他应收款	1570	1279	1441	1631					
预付账款	1488	1858	2183	2062					
存货	7595	8546	9423	9547					
其他流动资产	4141	4893	5425	5438					
非流动资产	36520	45109	50036	52352					
长期投资	731	865	972	1070					
固定资产	11080	13983	16202	17638					
无形资产	4136	4488	4631	4879					
其他非流动资产	20573	25772	28232	28765					
资产总计	57973	69110	76843	83962					
流动负债	26456	28980	33540	35426					
短期借款	7677	8345	9014	10481					
应付账款	6403	6737	7789	7809					
其他流动负债	12376	13898	16736	17137					
非流动负债	11588	12399	12818	14555					
长期借款	9261	11588	13916	17655					
其他非流动负债	2327	811	-1098	-3100					
负债合计	38044	41379	46357	49981					
少数股东权益	7680	8544	9547	10855					
股本	2765	3594	3594	3594					
资本公积	1648	5819	5819	5819					
留存收益	7836	9774	11526	13713					
归属母公司股东权	12249	19187	20939	23126					
负债和股东权益	57973	69110	76843	83962					

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	3450	6886	8835					
净利润	2175	1496	1805	2407					
折旧摊销	1606	2221	2699	3121					
财务费用	481	834	883	989					
投资损失	-6864	-371	-426	-451					
营运资金变动	-922	-1761	939	1584					
其他经营现金流	7995	4287	1852	2007					
投资活动现金流	-3704	-10656	-7243	-5124					
资本支出	-8561	-10232	-7382	-5441					
长期投资	7210	-478	-401	-329					
其他投资现金流	-2353	54	540	647					
筹资活动现金流	-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					
现金净增加额	-3649	-745	610	4633					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
营业收入	80648	76813	87401	92977					
营业成本	72480	68177	76838	81187					
营业税金及附加	218	243	277	295					
销售费用	918	1298	1743	1755					
管理费用	2361	2950	3551	3578					
财务费用	449	797	855	953					
资产减值损失	-602	-16	-13	-15					
公允价值变动收益	19	0	0	0					
投资净收益	6864	371	426	451					
营业利润	9632	2933	3496	4594					
营业外收入	92	175	0	106					
营业外支出	93	180	1	83					
利润总额	9630	2928	3495	4617					
所得税	3061	568	687	902					
净利润	6570	2360	2808	3715					
少数股东损益	4394	864	1003	1308					
归属母公司净利润	2175	1496	1805	2407					
EBITDA	5157	5297	6450	7935					
EPS（元）	0.80	0.42	0.50	0.67					

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	48.9%	-4.8%	13.8%	6.4%
营业利润	342.2%	-69.6%	19.2%	31.4%
归属于母公司净利	608.9%	-31.2%	20.6%	33.4%
获利能力				
毛利率（%）	10.1%	11.2%	12.1%	12.7%
净利率（%）	2.7%	1.9%	2.1%	2.6%
ROE（%）	17.8%	7.8%	8.6%	10.4%
ROIC（%）	6.0%	5.0%	5.6%	6.5%
偿债能力				
资产负债率（%）	65.6%	59.9%	60.3%	59.5%
净负债比率（%）	190.9%	149.2%	152.1%	147.1%
流动比率	0.81	0.83	0.80	0.89
速动比率	0.47	0.47	0.45	0.56
营运能力				
总资产周转率	1.39	1.11	1.14	1.11
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	0.42	0.50	0.67
每股经营现金流	0.50	0.96	1.92	2.46
每股净资产	4.43	5.34	5.83	6.43
估值比率				
P/E	10.70	14.97	12.41	9.30
P/B	1.93	1.17	1.07	0.97
EV/EBITDA	7.94	7.91	6.70	5.16

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。