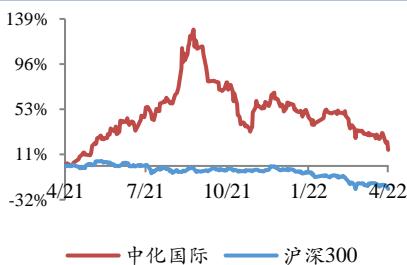


# 全年业绩创历史新高，加速打造新材料平台

**投资评级：买入（首次）**

报告日期：2022-04-21

收盘价（元）	<b>6.20</b>
近 12 个月最高/最低（元）	<b>12.32/5.38</b>
总股本（百万股）	<b>2,765</b>
流通股本（百万股）	<b>2,725</b>
流通股比例（%）	<b>98.54</b>
总市值（亿元）	<b>171</b>
流通市值（亿元）	<b>169</b>

**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

**主要观点：**

## ● 事件描述

4月15日晚，中化国际发布2021年度报告，公司2021年度实现营业收入806.48亿元，同比增长48.9%；实现归母净利润21.75亿元，同比增长608.9%；实现扣非净利润5.65亿元，同比增长45609.01%，基本每股收益0.78元；拟向全体股东每10股派发现金股利0.8元。

## ● 全年业绩创历史新高，化工新材料盈利水平同比大幅提升。

公司全年实现归母净利润21.75亿元，同比增长608.9%；实现扣非净利润5.65亿元，同比增长45609.01%。公司全年业绩创历史新高，报告期内，公司处置扬农化工资产收益15.7亿元，大幅增厚本年度归母净利润，扣除该非经常性因素，公司全年盈利能力同比增长仍然突出，扣非净利润实现历史最佳。21Q4业绩呈现亏损主因年底对天然橡胶资产组计提商誉减值3.52亿元致使资产减值损失同比增加3.17亿元。若调整加回后公司实际实现扣非归母净利润约为8.92亿元，经调整后21Q4经营性利润贡献为正，全年业绩实现大幅增长。

从业务板块拆分来看，化工新材料板块营业收入和利润增速最快。全年实现营业收入156.5亿元，同比增长110.92%，毛利率提升6.49%，其中氯苯、氯碱、环氧树脂、橡胶防老剂等产品量价齐升，产品景气度逐渐提升。化工材料营销板块全年实现营业收入230.4亿元，同比增长73.70%，轻量化营销业务为公司带来较好的现金流。战略新兴业务作为公司的新业务板块，全年实现营业收入3.1亿元，同比实现增长447.63%；实现毛利润0.4亿元，同时三元正极材料也实现了产业链核心客户的切入。

化工新材料板块具体拆分来看，各子板块均实现了量价齐升，其中氯苯/氯碱、环氧树脂、橡胶防老剂对整体盈利的拉动效应明显。基础原料中间体全年实现营收47.4亿元，同比增长74.43%，毛利率31.64%，同比下降2.19%，核心产品氯碱/氯苯全年均价同比上涨10.6%/77.7%，销量同比上涨-1.452%/0.003%。高性能材料全年实现营收65.9亿元，同比增长71.07%，毛利率17.89%，同比增长2.32%，核心产品环氧树脂全年均价同比上涨51.3%，销量同比上涨25.05%。聚合物添加剂全年实现营收43.2亿元，同比增长80.63%，毛利率33.72%，同比增长4.57%，核心产品橡胶防老剂全年均价同比上涨65.7%，销量同比上涨4.55%。

**相关报告**

表 1 化工新材料主要产品产能情况

产品分类	产品名称	现有产能（万吨）
基础原料及中间体	环氧氯丙烷	25（甘油法 10 万吨，双氧水法 15 万吨）
	氯苯	6
	二氯苯	3
	硝基氯苯系列	8
	芳香二胺系列	6
高性能材料	环氧树脂	35
	ABS	17
	对位芳纶	0.5
	洗油精细化学品	4
聚合物添加剂	橡胶防老剂	14
	塑料添加剂	2

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### ● 连云港碳三项目陆续投产，加速产业链一体化布局。

公司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 万吨环氧树脂，项目将于 2022 年陆续投产。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，建成投产后有助于公司深化化工新材料业务布局。根据方案，项目投产后预计可实现年均营业收入 110.11 亿元、年均利润总额 17.15 亿元。公司在连云港推进的碳三项目竞争优势显著：

**1) 轻质化原料布局优势：**公司的碳三项目上游布局丙烷脱氢，该路线是获得丙烯路线最短、收率最高、生产过程最清洁的路线，同时在非极端高油价下具有优于其他丙烯获得路线的成本优势。另外，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。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。

**2) 产业链一体化和循环经济优势：**本次项目与公司原有产业链有深度协同效应。公司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 ECH。相较于同行非化工主业公司，公司拥有充分消化下游的能力，提高了装置运行的稳定性和灵活性。

**3) 绿色工艺优势：**公司是国内唯一通过丙烷脱氢自产丙烯、综合利用氢气发展 HPPO 及双氧水法 ECH 的产品链。HPPO 法及双氧水法 ECH 均为国家政策鼓励的绿色工艺，具有绿色清洁、三废低的优势，符合国家双碳政策要求。

表 2 公司 2022 年主要在建工程及项目

主要项目	设计产能	在建产能预计完工时间
碳三产业一期项目	60 万吨/年 PDH、 65 万吨/年苯酚丙酮装置、 24 万吨/年双酚 A、 40 万吨/年 PO、 15 万吨/年 ECH	2022 年陆续完工
离子膜烧碱项目	12 万吨 / 年	2022 年一季度
双酚 A 扩建项目	24 万吨 / 年	2022 年三季度
环氧树脂项目	18 万吨 / 年	2022 年一季度
尼龙 66 及中间体 J 项目	4 万吨 / 年	2022 年一季度
聚合物添加剂项目一期	10 万吨/年促进剂中间体 M、 4 万吨/年促进剂 NS、 4 万吨/年促进剂 CBS、 1.2 万吨/年促进剂 DM	2022 年四季度
泰国圣奥防老剂项目	2.5 万吨/年	2022 年二季度
ABS 改性材料项目	2.4 万吨/年	2022 年二季度

资料来源：公司公告，华安证券研究所

- 定增预案落地助力碳三项目建设，大股东积极认购彰显发展信心**  
3月25日晚，公司发布定增预案公告，拟采用询价方式，向包括公司控股股东中化股份在内的不超过35名特定投资者发行不超过约

8.3亿股票，募集金额不超过50亿元，拟用于投入公司碳三新材料产业一期项目（35亿）及补充流动资金（15亿）。此前公司融资主要采取债权融资，2021年公司的资产负债率65.62%，通过本次股权融资，公司的资本结构将进一步优化，资产负债率将有所下降。同时此次定增，控股股东中化股份积极认购，彰显出控股股东对公司碳三项目的发展信心。根据公告显示，公司于2022年3月25日与中化股份签署了《附条件生效的股份认购协议》，公司控股股东中化股份拟根据本次发行前持有公司的股份比例同比例认购本次实际发行的股份数量，认购总金额不超过27.105亿元。本次发行前，控股股东中化股份对公司持股比例54.21%。公司还公告了关于制定《公司未来三年（2022年-2024年）股东回报规划》的议案，计划未来三年（2022-2024年）以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%。

#### ● 公司加速转型新材料领域，逐步成为中国中化集团旗下重要的材料科学平台

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。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，公司的盈利稳定性也有望逐步提升。2021年5月，中化国际的母公司中化集团，与中国化工集团联合重组的中国中化控股有限责任公司（下称“中国中化”）正式成立，重组后公司已形成以化工新材料为核心的精细化工主业。公司定位为承载中化集团的重要化工新材料平台，以集团的“科学至上”为核心发展观，聚焦新市场、新材料，加大研发投入，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。未来公司有望成为集团的新材料管线孵化平台，打造新材料平台，通过内生外延继续丰富新材料领域的布局。

#### ● 投资建议

2022年公司发展进入快车道，碳三新材料项目、聚合物添加剂项目、对位芳纶项目有望为公司贡献利润增量。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%、20.7%、33.3%，对应PE分别为15、12与9倍。首次覆盖，给予“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%	20.7%	33.3%
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	14.90	12.34	9.26
P/B		1.93	1.16	1.06	0.96
EV/EBITDA		7.94	7.89	6.69	5.14

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
<b>流动资产</b>				
现金	21453	24001	26808	31611
应收账款	2979	2235	2845	7479
其他应收款	3680	5191	5490	5455
预付账款	1570	1279	1441	1631
存货	1488	1858	2183	2062
其他流动资产	7595	8546	9423	9547
<b>非流动资产</b>				
长期投资	4141	4893	5425	5438
固定资产	36520	45109	50036	52352
无形资产	731	865	972	1070
其他非流动资产	11080	13983	16202	17638
<b>资产总计</b>	57973	69110	76844	83963
<b>流动负债</b>				
短期借款	26456	28980	33540	35426
应付账款	7677	8345	9014	10481
其他流动负债	6403	6737	7789	7809
<b>非流动负债</b>				
长期借款	12376	13898	16736	17137
<b>负债合计</b>	11588	12399	12818	14555
其他非流动负债	9261	11588	13916	17655
<b>少数股东权益</b>	2327	811	-1098	-3100
<b>负债和股东权益</b>	38044	41379	46357	49981
<b>股东权益</b>	7680	8544	9547	10855
股本	2765	3594	3594	3594
资本公积	1648	5819	5819	5819
留存收益	7836	9774	11527	13714
<b>归属于母公司股东权</b>	12249	19187	20940	23127
<b>负债和股东权益</b>	57973	69110	76844	83963

利润表				
	单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	9632	2933	3496	4594
营业外收入	92	175	0	106
营业外支出	93	180	0	83
<b>利润总额</b>	9630	2928	3496	4617
所得税	3061	568	688	902
<b>净利润</b>	6570	2360	2808	3715
少数股东损益	4394	864	1003	1308
<b>归属母公司净利润</b>	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				
	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	48.9%	-4.8%	13.8%	6.4%
营业利润	342.2%	-69.6%	19.2%	31.4%
归属于母公司净利润	608.9%	-31.2%	20.7%	33.3%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	10.70	14.90	12.34	9.26
P/B	1.93	1.16	1.06	0.96
EV/EBITDA	7.94	7.89	6.69	5.14

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形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。