

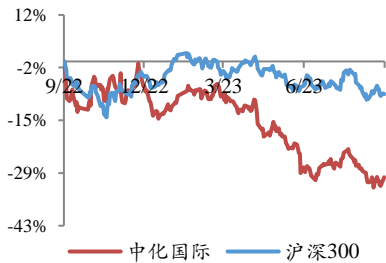
## 需求不佳盈利承压，碳三及新材料项目加速推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-13

收盘价（元）	5.23
近12个月最高/最低（元）	7.48/5.03
总股本（百万股）	3,592
流通股本（百万股）	3,122
流通股比例（%）	86.93
总市值（亿元）	188
流通市值（亿元）	163

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

### 相关报告

1. 短期业绩承压，新材料孵化加速  
2023-05-03

2. 拟剥离非核心主业，贸易向生产转型加速  
2022-11-18

3. 三季度业绩韧性较强，碳三项目即将投产  
2022-10-31

### 主要观点：

#### ● 事件描述

8月30日，中化国际发布2023年半年度报告，实现营业收入290.21亿元，同比减少34.66%；实现归母净利润-1.64亿元，同比减少116.83%；实现扣非归母净利润-5.62亿元，同比下降164.75%；实现基本每股收益-0.05元/股。其中，第二季度实现营业收入142.55亿元，同比下降44.25%，环比下跌3.46%；实现归母净利润-2.77亿元，同比下跌147.76%，环比下跌345.13%；实现扣非归母净利润-5.06亿元，同比下降191.50%，环比下跌803.57%。

#### ● 二季度盈利承压，产销率环比提升

**二季度核心产品整体盈利承压。**2023H1，公司营收利润出现大幅下降，主要系整体需求恢复不佳导致产品价格和毛利率出现较大下降。根据公司披露的经营数据，二季度氯苯/氯碱/树脂/橡胶防老剂销售单价分别环比-5.16%/-15.28%/-7.12%/-8.79%。二季度综合毛利率为4.05%，同比/环比-5.10pct/-3.76pct。

**以量换价，市场份额进一步提升。**二季度，产品降价以及新项目放量使得公司产销量环比大幅提升。单季度产品总产量/销量分别达到406615/304981吨，环比分别+1.26%/+12.93%。其中氯苯产品64704/53681吨，环比分别+6.81%/+2.74%；氯碱233740/141643吨，环比分别-4.93%/+20.79%；树脂产品71990/69002吨，环比分别+31.47%/+20.20%；橡胶防老剂36181/40655吨，环比分别-10.33%/-5.77%。2023下半年，我们认为主要产品需求有望逐季改善，目前已来到基本面拐点。

#### ● 提质增效精细管理，积极面对行业困境

2023年上半年，化工行业面临产能过剩和下游需求不足等困难。公司的关键产品价格持续下降，降至近5年来的历史低位，公司采取了一系列措施应对严峻挑战，聚焦于提质增效和卓越运营体系建设，上半年的营运资金周转率达到21.8次，同比提升了79%。特别是存货和应付账款等项目的周转改善明显，营运效率大幅提升。

#### ● 投资建议

由于下游产品需求下滑超出预期，我们下修公司业绩预测，我们预计2023-2025年公司实现归母净利润分别为5.61、12.58、16.87亿元（2023-2025年前值为9.77、15.17、19.96亿元），对应PE分别为33.10、14.77与11.01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;
- (5) 宏观经济下行。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	87449	89510	99644	101873
收入同比 (%)	8.3%	2.4%	11.3%	2.2%
归属母公司净利润	1311	561	1258	1687
净利润同比 (%)	-39.2%	-57.2%	124.2%	34.2%
毛利率 (%)	8.7%	6.5%	7.9%	8.2%
ROE (%)	7.2%	3.0%	6.3%	7.8%
每股收益 (元)	0.46	0.16	0.35	0.47
P/E	14.37	33.10	14.77	11.01
P/B	1.31	0.98	0.93	0.86
EV/EBITDA	7.84	9.21	5.41	4.21

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	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	33735	45768	46006	46989
现金	4585	10801	11420	12444
应收账款	3695	4865	4722	4889
其他应收款	1231	1398	1632	1565
预付账款	1308	2073	1886	1923
存货	6015	8860	8743	8617
其他流动资产	16901	17772	17604	17551
<b>非流动资产</b>	36522	37830	37095	35458
长期投资	686	733	751	758
固定资产	16160	18878	23475	22967
无形资产	2905	2666	2340	2057
其他非流动资产	16770	15553	10528	9675
<b>资产总计</b>	70257	83598	83101	82446
<b>流动负债</b>	28153	33788	33444	31337
短期借款	4777	4858	4940	4027
应付账款	7934	8491	8842	9262
其他流动负债	15442	20438	19662	18048
<b>非流动负债</b>	15561	22093	20006	18686
长期借款	10286	12786	13286	13786
其他非流动负债	5276	9307	6720	4900
<b>负债合计</b>	43714	55881	53450	50023
少数股东权益	8399	8773	9609	10733
股本	3593	3592	3592	3592
资本公积	5601	5602	5602	5602
留存收益	8950	9751	10847	12496
归属母公司股东权益	18144	18945	20042	21690
<b>负债和股东权益</b>	70257	83598	83101	82446

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3406	1905	6819	6428
净利润	1311	561	1258	1687
折旧摊销	1716	2621	3291	3641
财务费用	681	1062	1165	1074
投资损失	-152	-298	-253	-258
营运资金变动	-1634	-2641	758	-649
其他经营现金流	4429	3803	1100	3269
<b>投资活动现金流</b>	-8573	-3537	-2009	-1626
资本支出	-8120	-4136	-2698	-2547
长期投资	27	416	458	646
其他投资现金流	-480	183	231	275
<b>筹资活动现金流</b>	7281	7848	-4191	-3778
短期借款	-2900	81	81	-912
长期借款	1025	2500	500	500
普通股增加	828	-1	0	0
资本公积增加	3953	1	0	0
其他筹资现金流	4375	5267	-4773	-3365
<b>现金净增加额</b>	2189	6216	618	1025

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	87449	89510	99644	101873
营业成本	79880	83684	91810	93523
营业税金及附加	227	257	272	278
销售费用	694	864	962	925
管理费用	2197	2238	2635	2600
财务费用	641	923	873	744
资产减值损失	-931	49	79	64
公允价值变动收益	-60	0	0	0
投资净收益	152	298	253	258
<b>营业利润</b>	2684	1237	2744	3538
营业外收入	91	179	0	74
营业外支出	166	206	1	56
<b>利润总额</b>	2610	1210	2743	3556
所得税	429	275	649	745
<b>净利润</b>	2180	935	2094	2811
少数股东损益	870	374	837	1124
<b>归属母公司净利润</b>	1311	561	1258	1687
EBITDA	4976	3918	6044	6943
EPS (元)	0.46	0.16	0.35	0.47

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	8.3%	2.4%	11.3%	2.2%
营业利润	-72.0%	-53.9%	121.9%	28.9%
归属于母公司净利润	-39.2%	-57.2%	124.2%	34.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	8.7%	6.5%	7.9%	8.2%
净利率 (%)	1.5%	0.6%	1.3%	1.7%
ROE (%)	7.2%	3.0%	6.3%	7.8%
ROIC (%)	5.9%	1.8%	3.8%	4.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	62.2%	66.8%	64.3%	60.7%
净负债比率 (%)	164.7%	201.6%	180.3%	154.3%
流动比率	1.20	1.35	1.38	1.50
速动比率	0.46	0.63	0.65	0.73
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.24	1.07	1.20	1.24
应收账款周转率	23.67	18.40	21.10	20.84
应付账款周转率	10.07	9.86	10.38	10.10
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.46	0.16	0.35	0.47
每股经营现金流(薄)	0.95	0.53	1.90	1.79
每股净资产	5.05	5.27	5.58	6.04
<b>估值比率</b>				
P/E	14.37	33.10	14.77	11.01
P/B	1.31	0.98	0.93	0.86
EV/EBITDA	7.84	9.21	5.41	4.21

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。