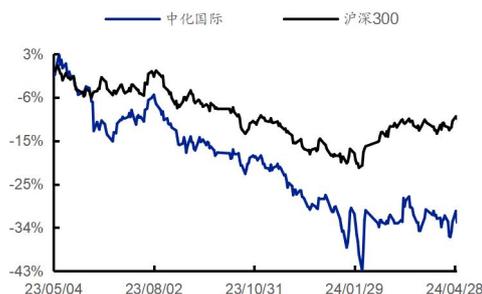


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn

2024Q1 盈利环比改善，在建项目顺利推进

——中化国际(600500)2023 年年报及 2024 年一季报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/04/30		
表现	1M	3M	12M	
中化国际	1.5%	0.5%	-31.9%	
沪深 300	1.9%	11.1%	-10.5%	

市场数据		2024/04/30
当前价格(元)		4.11
52 周价格区间(元)		3.34-6.73
总市值(百万)		14,752.24
流通市值(百万)		12,893.30
总股本(万股)		358,935.19
流通股本(万股)		313,705.69
日均成交额(百万)		135.41
近一月换手(%)		0.70

相关报告

《中化国际(600500)2023 年三季报点评报告: 业绩底部承压, C3 一期项目全线贯通(增持)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2023-11-02

《中化国际(600500)公司动态研究: 环氧树脂产业链下行致业绩承压, 关注短期价格修复及化工新材料产业长期发展(买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2023-09-06

《中化国际(600500.SH)2022 年报及 2023 年一季报点评: 业绩短期承压, 化工新材料持续提升(买

事件:

2024 年 4 月 30 日, 中化国际发布 2023 年年度报告及 2024 年一季报: 2023 年实现营业收入 542.72 亿元, 同比降低 37.94%; 实现归母净利润-18.48 亿元, 2022 年为 13.11 亿元; 实现扣非归母净利润-23.42 亿元, 2022 年为 8.33 亿元; 销售毛利率 4.7%, 同比降低 4.0 个 pct, 销售净利率-3.4%, 同比降低 5.9 个 pct; 经营活动现金流净额为 17.05 亿元, 同比-49.9%。

2023Q4 单季度, 公司实现营业收入 112.59 元, 同比-47.7%, 环比-19.5%; 实现归母净利润为-13.08 亿元, 2022Q4 为 0.21 亿元, 2023Q3 为-3.76 亿元; 扣非后归母净利润-13.59 亿元; 经营活动现金流净额为-0.74 亿元。销售毛利率为 2.46%, 同比-3.7pct, 环比-1.3pct; 销售净利率为-12.09%, 同比降低 12.8pct, 环比降低 9.5pct。

2024Q1, 公司实现营收 116.17 亿元, 同比-21.33%, 实现归母净利润-2.86 亿元, 2023Q1 为 1.13 亿元, 2024Q1 实现扣非归母净利润-3.41 亿元。

投资要点:

■ 受天然橡胶出表及产品价格下滑拖累, 2023 年归母净利润承压

2023 年实现营业收入 542.72 亿元, 同比减少 331.77 亿元, 剔除天然橡胶出表影响, 同比减少 161.90 亿元, 同比降低 23.35%; 实现归母净利润-18.48 亿元, 2022 年为 13.11 亿元, 同比-31.58 亿元。2023 年公司实现毛利润 25.38 亿元, 同比-50.31 元, 管理费用 16.85 亿元, 同比-5.11 亿元, 所得税-2.83 亿元, 同比-7.12 亿元, 少数股东损益-0.05 亿元, 同比-8.75 亿元。

分板块来看, 2023 年公司基础原料及中间体产品实现营收 78.30 亿元, 同比-4.38%, 毛利率-1.92%, 同比-24.74pct, 毛利率承压主要系下游需求不振, 成本向下传导不畅, 产品跌幅高于原料跌幅影响; 高性能材料业务实现营收 70.07 亿元, 同比+10.80%, 毛利率 5.11%, 同比-8.23 pct, 主要受终端需求复苏缓慢, 新产能投放不断增加, 产品盈利空间受到挤压; 添加剂产品实现营收 43.16 亿元, 同比-23.29%, 毛利率 29.65%, 同比-9.20 pct, 主要系产品市场价格大幅

入) *化学制品*董伯骏, 李永磊》——2023-05-04
《中化国际(600500)点评报告: 拟出售天然橡胶资产, 化工新材料战略 进一步聚焦 (买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2022-11-17

下滑影响; 化工材料营销实现营收 173.75 亿元, 同比-18.23%, 毛利率 2.63%, 同比-1.23 pct; 其他业务实现营收 177.74 亿元, 同比-61.48%, 毛利率 3.35%, 同比-0.67 pct。

期间费用方面, 2023 年公司销售费用率为 1.08%, 同比+0.29 pct, 管理费用率为 3.11%, 同比+0.59 pct; 研发费用率 1.63%, 同比+0.49 pct; 财务费用率 0.96%, 同比+0.23 pct。

2023Q4 公司实现归母净利润-13.08 亿元, 环比-9.32 亿元, 实现毛利润 2.77 亿元, 环比-2.55 亿元, 资产减值损失-7.71 亿元, 环比-7.38 亿元。

■ 2024Q1 归母净利润环比改善, 盈利质量显著提升

2024Q1, 公司实现营收 116.17 亿元, 同比-21.33%, 环比+3.18%; 实现归母净利润-2.86 亿元, 同比-3.60 亿元, 环比+10.22 亿元。2024Q1, 公司实现毛利润 4.24 亿元, 环比+1.48 亿元, 管理费用为 3.26 亿元, 环比减少 2.11 亿元, 销售费用 1.12 亿元, 环比减少 0.81 亿元, 财务费用 1.47 亿元, 环比增加 0.54 亿元, 其他收益 1.05 亿元, 环比增加 0.44 亿元, 资产减值损失-0.41 亿元, 损失环比减少 7.30 亿元。

2024 年一季度公司所处化工行业新增产能持续投放, 市场需求继续延续弱势, 公司重点产品一季度市场仍较为低迷, 多数产品较上年同期下跌。2024Q1 公司通过强化考核、多措并举, 实现经营活动产生的现金流量净额 2.48 亿元, 同比+80.09%, 盈利质量显著提升。

■ 公司积极推进重点战略项目, 预计 2024 年内多个项目投产

2023 年年内, 公司 24 万吨/年双酚 A 扩建项目、60 万吨/年 PDH、40 万吨/年 PO 项目陆续开车成功, 公司实现碳三产业链项目权限贯通。截至目前, 碳三产业链项目处于一体化产能爬坡期, 各生产装置运营稳定。聚合物添加剂产业链, 公司促进剂项目于 2023 年年内完成全部设计和采购工作, 完成全部单体中交。截至目前, 促进剂项目已具备试生产条件, 预计 2024 年下半年投料实试车。芳纶产业链, 公司 2500 吨/年芳纶扩产项目按计划顺利推进, 预计 2024 年四季度投料试车。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司价格及价差情况, 预计公司 2024-2026 年营收分别为 532.08、596.04、611.79 亿元, 归母净利润分别为 3.84、7.34、9.64 亿元, 当前股价对应 PE 分别 38、20、15 倍, 公司碳三产业链实现全线贯通, 聚合物添加剂产业链及芳纶产业链预计 2024 年年内投料试车, 考虑到公司未来成长性, 上调为“买入”评级。

风险提示 新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、

原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54272	53208	59604	61179
增长率(%)	-38	-2	12	3

归母净利润 (百万元)	-1848	384	734	964
增长率(%)	-241	121	91	31
摊薄每股收益 (元)	-0.51	0.11	0.20	0.27
ROE(%)	-12	2	4	5
P/E	—	38.42	20.10	15.31
P/B	1.02	0.93	0.87	0.81
P/S	0.29	0.28	0.25	0.24
EV/EBITDA	32.77	9.19	7.54	6.31

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

表 1：中化国际主要产品经营数据

		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
氯苯产品	产量, 万吨	5.44	5.39	5.47	5.22	4.91	5.86	5.28	8.57	6.06	6.47	6.48	13.66	6.74
	销量, 万吨	5.56	4.91	5.84	5.52	4.53	4.60	5.07	7.26	5.22	5.37	5.86	12.34	5.72
	销售金额, 亿元	4.17	4.19	5.18	6.11	4.61	4.64	4.06	8.61	3.99	3.87	3.84	8.50	3.82
	平均价格, 元/吨	7485.30	8540.30	8873.32	11070.29	10179.34	10091.68	8008.16	11854.03	7633.33	7206.70	6554.84	6888.25	6686.69
氯碱产品	产量, 万吨	7.38	5.23	8.34	4.52	8.49	19.35	19.90	23.59	24.59	23.37	29.68	58.96	25.94
	销量, 万吨	6.73	7.75	1.04	6.80	9.16	7.44	12.96	15.06	11.73	14.16	17.21	38.63	12.06
	销售金额, 亿元	0.75	0.88	0.74	0.80	1.81	2.15	2.90	3.24	2.10	2.15	2.85	6.52	2.00
	平均价格, 元/吨	1109.78	1139.23	7103.10	1181.49	1978.34	2886.51	2239.08	2150.22	1791.64	1518.36	1654.27	1686.74	1658.20
树脂产品	产量, 万吨	5.04	3.83	4.12	4.31	4.16	3.79	4.47	7.17	5.48	7.19	5.72	15.17	7.32
	销量, 万吨	4.17	4.04	3.86	4.04	3.51	3.64	4.46	6.98	5.74	6.90	7.19	14.95	6.34
	销售金额, 亿元	9.31	9.48	10.46	11.68	8.35	8.15	7.84	10.86	7.75	8.65	8.57	18.11	7.47
	平均价格, 元/吨	22309.16	23449.59	27129.68	28893.78	23808.25	22362.61	17596.98	15553.49	13495.12	12536.23	11917.46	12117.33	11778.90
橡胶防老剂	产量, 万吨	4.90	4.81	4.33	5.23	3.98	5.21	4.15	4.50	4.04	3.61	4.53	9.53	4.21
	销量, 万吨	4.62	5.03	4.33	4.69	3.37	4.33	5.37	4.29	4.31	4.07	5.16	10.10	4.49
	销售金额, 亿元	7.72	10.51	10.20	12.90	10.31	13.72	16.11	11.77	11.09	9.54	9.73	19.63	8.50
	平均价格, 元/吨	16704.12	20917.09	23561.70	27493.50	30576.14	31712.67	30022.02	27464.27	25714.14	23439.80	18834.52	19432.86	18919.94

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

2、主要产品价格、价差数据

图 1：环氧树脂价格及价差



资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：防老剂价格变化



资料来源：wind，国海证券研究所

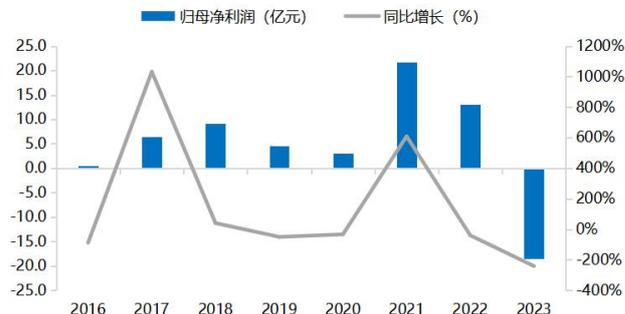
3、公司财务数据

图 3：2023 年营收 542.72 亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：2023 年归母净利润为-18.48 亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：2023 年净资产收益率下滑



资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023 年资产负债率



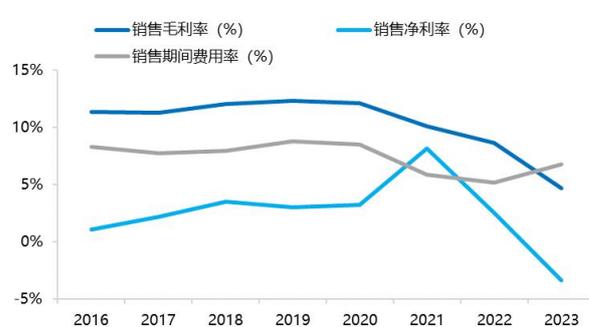
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年资产周转率为 87.41%



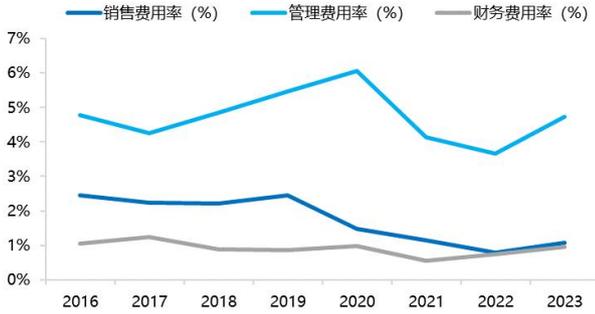
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年毛利率为 4.68%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年期间费用率小幅上升



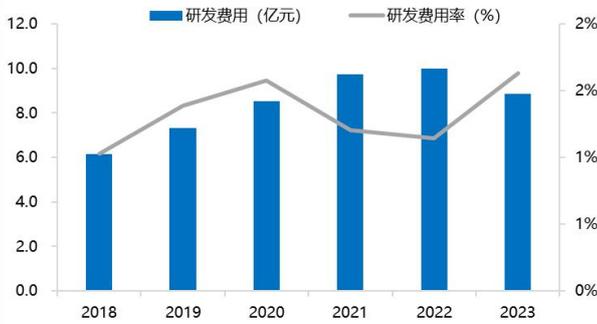
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2023 年经营活动现金流净额 17.05 亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：2023 年研发费用达 8.85 亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

图 12：2024Q1 营收环比+3.18%



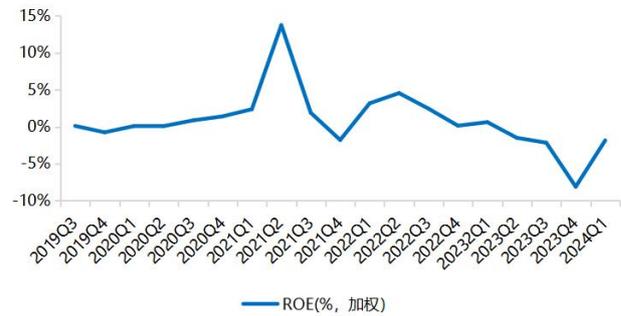
资料来源：wind，国海证券研究所

图 13：2024Q1 归母净利润环比减亏



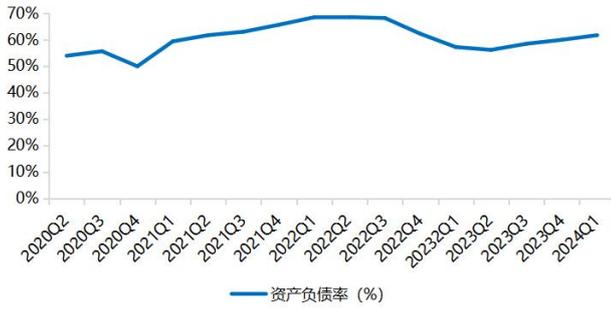
资料来源：wind，国海证券研究所

图 14：季度净资产收益率



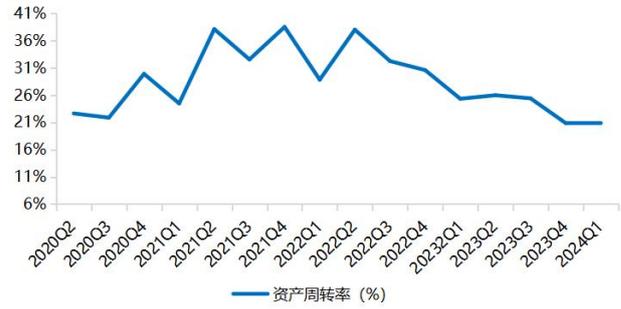
资料来源：wind，国海证券研究所

图 15: 季度资产负债率



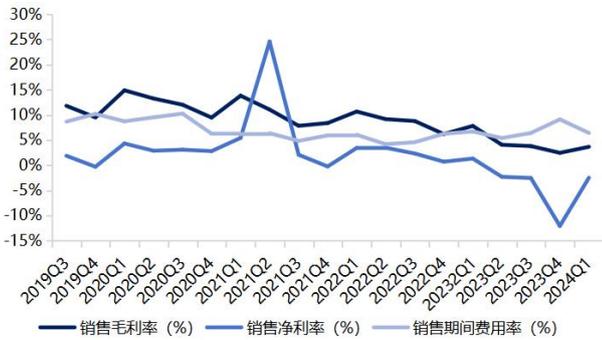
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度资产周转率



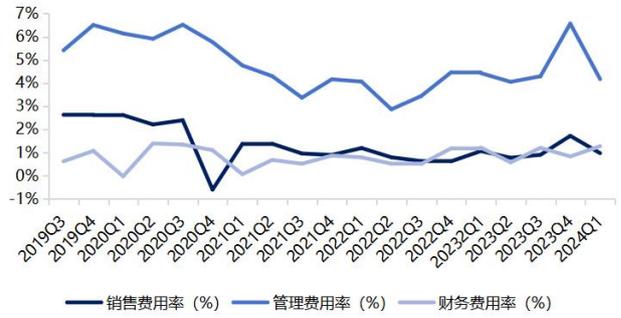
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度毛利率及净利率



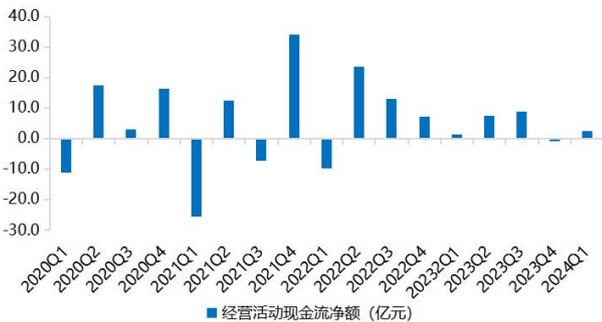
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度期间费用率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 2024Q1 经营活动现金流净额 2.48 亿元



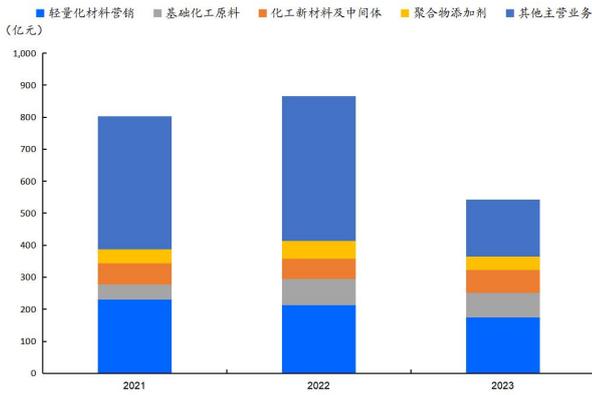
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度研发费用情况



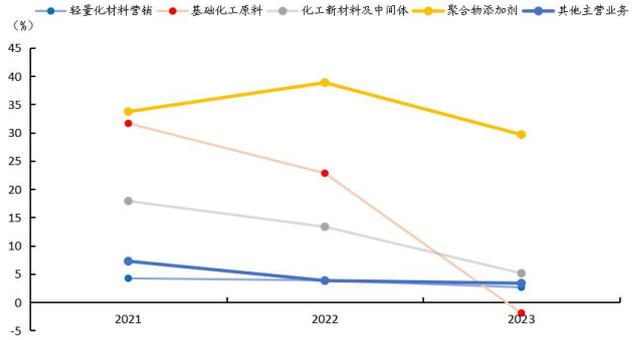
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 公司主要产品收入情况



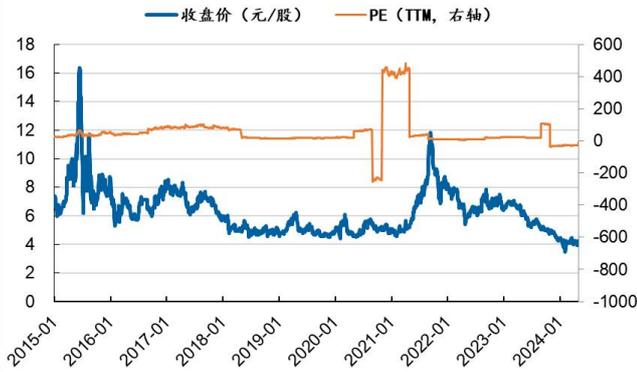
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 公司主要产品毛利率情况



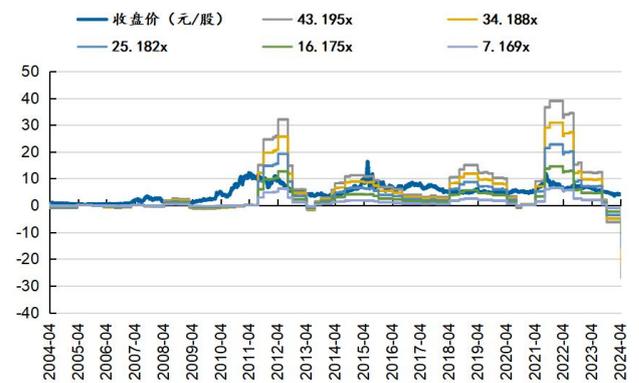
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 收盘价及 PE (TTM)



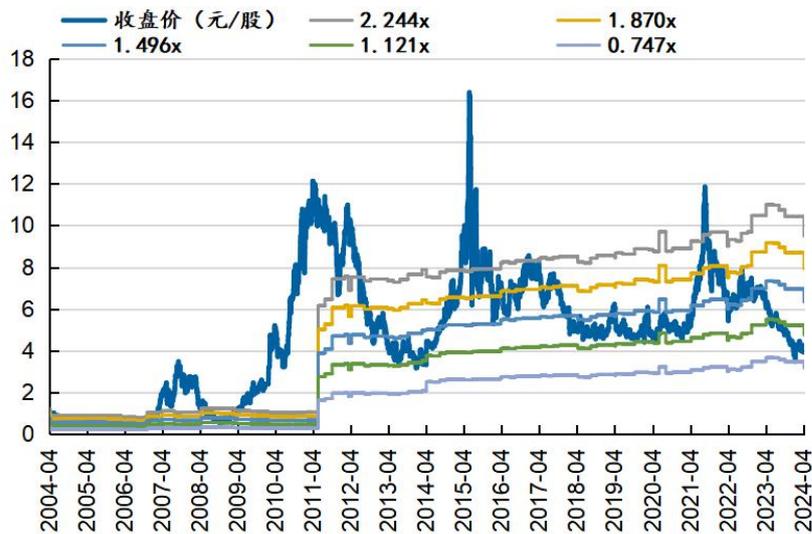
资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/30)

图 24: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/30)

图 25: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/30)

4、盈利预测与评级

综合考虑公司价格及价差情况，预计公司 2024-2026 年营收分别为 532.08、596.04、611.79 亿元，归母净利润分别为 3.84、7.34、9.64 亿元，当前股价对应 PE 分别 38、20、15 倍，公司碳三产业链实现全线贯通，聚合物添加剂产业链及芳纶产业链预计 2024 年年内投料试车，考虑到公司未来成长性，上调为“买入”评级。

5、风险提示

新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

附表：中化国际盈利预测表

证券代码:	600500				股价:	4.11		投资评级:	买入		日期:	2024/04/30	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	-12%	2%	4%	5%	EPS	-0.52	0.11	0.20	0.27				
毛利率	5%	8%	8%	9%	BVPS	4.32	4.44	4.71	5.05				
期间费率	5%	5%	5%	5%	估值								
销售净利率	-3%	1%	1%	2%	P/E	—	38.42	20.10	15.31				
成长能力					P/B	1.02	0.93	0.87	0.81				
收入增长率	-38%	-2%	12%	3%	P/S	0.29	0.28	0.25	0.24				
利润增长率	-241%	121%	91%	31%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.87	0.98	1.08	1.11	营业收入	54272	53208	59604	61179				
应收账款周转率	16.42	18.59	20.59	20.85	营业成本	51734	48866	54631	55799				
存货周转率	10.08	11.89	13.62	14.25	营业税金及附加	143	138	155	159				
偿债能力					销售费用	586	575	644	661				
资产负债率	60%	60%	59%	56%	管理费用	1685	1703	1848	1897				
流动比	0.84	0.76	0.78	0.78	财务费用	521	586	523	472				
速动比	0.49	0.46	0.48	0.49	其他费用/(-收入)	885	873	966	991				
					营业利润	-2151	457	874	1147				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	16	0	0	0				
现金及现金等价物	1913	2413	2417	2430	利润总额	-2135	457	874	1147				
应收款项	3409	3281	3477	3399	所得税费用	-283	73	140	184				
存货净额	4247	3972	4049	3785	净利润	-1853	384	734	964				
其他流动资产	5231	5008	5509	5627	少数股东损益	-5	0	0	0				
流动资产合计	14801	14674	15452	15241	归属于母公司净利润	-1848	384	734	964				
固定资产	19371	21799	23270	24294									
在建工程	10879	9791	8812	7931	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	7309	6767	6267	5767	经营活动现金流	1705	3891	4291	5177				
长期股权投资	1557	1557	1557	1557	净利润	-1848	384	734	964				
资产总计	53917	54590	55359	54790	少数股东损益	-5	0	0	0				
短期借款	4587	4287	3987	3687	折旧摊销	2237	2659	3009	3358				
应付款项	8358	8009	8498	8525	公允价值变动	10	0	0	0				
合同负债	618	607	656	612	营运资金变动	224	69	-237	26				
其他流动负债	4083	6517	6600	6604	投资活动现金流	-3792	-3519	-3103	-3098				
流动负债合计	17645	19419	19741	19428	资本支出	-4248	-3784	-3282	-3282				
长期借款及应付债券	13847	12347	11847	10347	长期投资	288	7	0	0				
其他长期负债	828	802	802	802	其他	168	258	179	184				
长期负债合计	14675	13149	12649	11149	筹资活动现金流	-864	151	-1184	-2067				
负债合计	32320	32568	32390	30577	债务融资	925	733	-815	-1815				
股本	3589	3589	3589	3589	权益融资	36	1	0	0				
股东权益	21597	22021	22969	24214	其它	-1825	-583	-369	-252				
负债和股东权益总计	53917	54590	55359	54790	现金净增加额	-2906	500	4	13				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。