

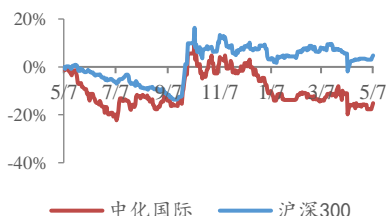
减值拖累 2024 全年业绩，25Q1 经营减亏

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-05-08

收盘价（元）	3.69
近 12 个月最高/最低（元）	4.82/3.38
总股本（百万股）	3,589
流通股本（百万股）	3,587
流通股比例（%）	99.95
总市值（亿元）	132
流通市值（亿元）	132

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

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 二季度业绩扭亏，新材料项目加速
2024-09-04

2. 节能降碳先锋，央企新材料典范
2024-06-27

3. 需求下滑盈利承压，碳三及新材料
项目即将全面达产 2023-10-31

主要观点：

● 事件描述

事件一：4 月 29 日晚，中化国际发布 2024 年报，公司 2024 年实现营收 529.25 亿元，同比-2.48%；实现归母净利润-28.37 亿元，同比-53.52%；实现扣非归母净利润-37.16 亿元，同比-58.63%。其中，公司第四季度实现营收 134.34 亿元，同比+19.32%，环比-1.44%；归母净利-23.20 亿元，同比-77.38%，环比-338.91%；扣非净利润-23.45 亿元，同比-72.53%，环比-329.54%。

事件二：公司同日发布 2025 年一季报，实现营收 108.03 亿元，同比-7.01%，环比-19.59%；归母净利-3.96 亿元，同比-38.64%，环比+82.92%；扣非净利润-4.22 亿元，同比-23.64%，环比+82.00%。

● 减值拖累全年业绩，一季度经营层面减亏

四季度计提长期减值准备拖累全年业绩。2024Q4，公司归母利润出现大幅亏损，主要系 2024 年锂电池及部分其他业务面临产能过剩、竞争加剧的现状，盈利空间持续压缩，公司计提长期资产减值准备 16.06 亿元。此外，经营层面，受限于目前所处行业持续下行的环境，公司环氧氯丙烷、环氧树脂等主要产品的价格处于行业历史的较低水平，叠加中化国际重要碳三一期项目装置于 2024 年 4 月末全面转固并投入生产，产能持续爬坡加剧了公司业绩的下滑。根据公司披露的经营数据，四季度氯苯/氯碱/树脂/橡胶防老剂销量分别环比+15.54%/+7.28%/-5.38%/+6.44%，销售单价分别环比-8.44%/+9.43%/+2.57%/-4.28%。四季度综合毛利率为 2.32%，环比+1.46pct。

25Q1 连云港碳三环比减亏 1.36 亿元。收入端，一季度受春节假期及部分产品季节性波动影响；利润端，根据公司一季报披露，1、2、3 月归属于上市公司股东的净亏损逐月收窄，一季度累计-3.96 亿元，剔除 2024 年资产减值及特殊事项后，环比减亏 0.86 亿元；累计实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润-4.22 亿元，剔除 2024 年资产减值及特殊事项后，环比减亏 0.85 亿元。2025 年一季度碳三产业链开工率环比明显提升，其中核心装置 PDH 开工率达 100%，主要原料及能源消耗环比下降，同时公司积极压降能源价格，一季度实现显著节降。扬农瑞恒 1、2、3 月净亏损环比收窄，一季度累计净利润-2.93 亿元，环比去年四季度减亏 1.36 亿元。根据公司披露的经营数据，一季度氯苯/氯碱/树脂/橡胶防老剂销量分别环比-15.93%/+3.73%/-20.74%/-21.74%，销售单价分别环比-0.42%/-9.40%/+5.56%/-4.19%。一季度综合毛利率为 3.06%，环比+0.74pct。

● 聚焦打造“2+2”核心产业链，在建项目储备丰富

公司聚焦环氧树脂、聚合物添加剂两大优势产业链，巩固行业地位，打造全球领先的产业链及解决方案供应商，并大力发展工程塑料和特种纤维产业链，覆盖中间体到工程塑料/纤维及材料改性，打造差异化产品组合。2024 年，促进剂项目按计划顺利推进，已于 2024 年下半年投料试车；尼龙 66 市场推广顺利，销量同比增长 70.99%；2500 吨/年芳纶扩产项目已于 2024 年四季度按计划投料试车。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润分别为-7.29、0.48、4.21 亿元(2025-2026 前值为 5.06、7.96 亿元)，对应 PE 分别为1、276.89、31.47 倍，维持“增持”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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	52925	61204	65081	66196
收入同比 (%)	-2.5%	15.6%	6.3%	1.7%
归属母公司净利润	-2837	-729	48	421
净利润同比 (%)	-53.5%	74.3%	106.6%	779.9%
毛利率 (%)	2.3%	3.6%	4.9%	5.8%
ROE (%)	-22.5%	-6.0%	0.4%	3.4%
每股收益 (元)	-0.79	-0.20	0.01	0.12
P/E	—	—	276.89	31.47
P/B	1.15	1.10	1.10	1.06
EV/EBITDA	35.69	23.29	14.08	11.23

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	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	14807	14757	17008	18244
现金	3152	1547	2566	3915
应收账款	2580	2953	3270	3249
其他应收款	895	1041	1170	1145
预付账款	762	1031	1104	1041
存货	3988	4612	4897	4875
其他流动资产	3430	3575	4000	4019
非流动资产	36349	37791	39435	40707
长期投资	1844	2215	2725	3114
固定资产	23063	26655	30250	32762
无形资产	2507	2340	2110	1911
其他非流动资产	8935	6580	4351	2919
资产总计	51156	52549	56443	58951
流动负债	15775	15389	18040	18195
短期借款	607	1607	2607	3607
应付账款	5247	6390	6889	6677
其他流动负债	9922	7393	8545	7911
非流动负债	17093	19442	20735	22572
长期借款	12741	13969	15196	16979
其他非流动负债	4352	5473	5539	5593
负债合计	32868	34831	38775	40767
少数股东权益	5704	5640	5644	5681
股本	3589	3589	3589	3589
资本公积	5609	5609	5609	5609
留存收益	3386	2881	2827	3306
归属母公司股东权益	12583	12078	12024	12503
负债和股东权益	51156	52549	56443	58951

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1163	2163	2401	3811
净利润	-2837	-729	48	421
折旧摊销	2605	2450	2800	3001
财务费用	662	910	1036	1155
投资损失	-786	-909	-967	-983
营运资金变动	44	84	-377	-73
其他经营现金流	-1407	-456	286	785
投资活动现金流	-837	-3352	-3386	-3672
资本支出	-2259	-4145	-4124	-4634
长期投资	1301	-88	-290	-127
其他投资现金流	121	880	1029	1089
筹资活动现金流	1061	-416	2004	1210
短期借款	-3980	1000	1000	1000
长期借款	2891	1228	1228	1782
普通股增加	-1	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	2151	-2644	-224	-1572
现金净增加额	1388	-1606	1020	1349

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	52925	61204	65081	66196
营业成本	51703	58986	61878	62373
营业税金及附加	130	151	164	164
销售费用	513	594	631	642
管理费用	1506	1653	1757	1787
财务费用	649	886	1024	1134
资产减值损失	-1878	-232	-95	-163
公允价值变动收益	-18	0	0	0
投资净收益	786	909	967	983
营业利润	-3134	-867	-27	380
营业外收入	96	101	104	100
营业外支出	19	20	20	20
利润总额	-3057	-786	54	461
所得税	31	8	2	3
净利润	-3088	-794	52	458
少数股东损益	-252	-65	4	37
归属母公司净利润	-2837	-729	48	421
EBITDA	958	1497	2628	3393
EPS（元）	-0.79	-0.20	0.01	0.12

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-2.5%	15.6%	6.3%	1.7%
营业利润	-45.7%	72.3%	96.9%	1514.2%
归属于母公司净利润	-53.5%	74.3%	106.6%	779.9%
获利能力				
毛利率（%）	2.3%	3.6%	4.9%	5.8%
净利率（%）	-5.4%	-1.2%	0.1%	0.6%
ROE（%）	-22.5%	-6.0%	0.4%	3.4%
ROIC（%）	-4.0%	-2.4%	-0.4%	0.8%
偿债能力				
资产负债率（%）	64.3%	66.3%	68.7%	69.2%
净负债比率（%）	179.7%	196.6%	219.5%	224.2%
流动比率	0.94	0.96	0.94	1.00
速动比率	0.64	0.59	0.61	0.68
营运能力				
总资产周转率	1.03	1.16	1.15	1.12
应收账款周转率	20.51	20.72	19.90	20.37
应付账款周转率	9.85	9.23	8.98	9.34
每股指标（元）				
每股收益	-0.79	-0.20	0.01	0.12
每股经营现金流（薄）	0.32	0.60	0.67	1.06
每股净资产	3.51	3.37	3.35	3.48
估值比率				
P/E	—	—	276.89	31.47
P/B	1.15	1.10	1.10	1.06
EV/EBITDA	35.69	23.29	14.08	11.23

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。