

世界级天胶航母正式起航

投资要点:

- **天然橡胶和合成橡胶价格底部确立，未来上涨有利橡胶业务**
近期，占据全球天然橡胶产量约70%的泰国、印尼和马来西亚三国联手抑制天然橡胶价格下降，决定采取限量保价措施，不排除进一步采取砍伐老橡胶林的举动；我们认为天然橡胶价格底部基本确立，未来上涨取决于下游需求的趋势性好转；另外，丁二烯价格也触底反弹，合成橡胶价格也基本见底。明年天胶和合成胶价格稳步上涨将大大有利于公司橡胶业务盈利的提升。
- **以 GMG 为平台，准备大举收购橡胶园，有望成全球天胶巨头**
公司目前控制的自产天胶为2万吨左右，未来几年有望达到10万吨以上；公司目前橡胶加工销售能力接近60万吨，约为2007年的5倍；2010年实现天然橡胶销量59万吨，位居中国第一、全球第三；计划到2013年达到100万吨。
公司把橡胶业务定位为**核心战略业务**，对橡胶实行从种植到销售的产业链一体化管理；公司以**GMG**作为橡胶业务的海外战略性平台，已筹集30亿人民币，将在非洲和印尼、泰国等地大力向天然橡胶上游资源拓展；我们认为目前天胶价格相对低位是收购橡胶园和加工厂的良好时机，公司未来几年有望成为全球天胶巨头。
- **化工物流进军码头仓储、化工分销进军精细化工、其他处底部**
化工物流的船运仍低迷，集装罐盈利良好，公司以入股连云港码头为契机加大进军港口码头和仓储资源，将有利于化工物流业务改善盈利、降低成本。农药业务仍处小年，化工及分销业务相对稳定，冶金能源业务也处周期底部；公司通过持股扬农和建设苯酚丙酮项目，开始大力发展精细化工。
- **投资建议：**母公司中化股份的上市环评已过，上市进程加快，有利于解决公司的同业竞争和梳理主营业务。预计公司2011-2013年EPS为0.52、0.70和0.86元，具有较好安全边际，我们首次给予“推荐”评级。

主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	22750	39692	57227	72080	88276
收入增长率%	-17%	74%	44%	26%	22%
EBITDA(百万元)	1352	1651	1621	2160	2559
净利润(百万元)	620	670	746	1010	1237
摊薄EPS(元)	0.43	0.47	0.52	0.70	0.86
PE	14.6	13.5	12.1	9.0	7.3
PB	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：中国银河证券研究部

中化国际 (600500.SH)

推荐 首次评级

分析师

袁孝锋

☎: (8621) 20252676

✉: qiuxiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511050001

王强

☎: (8621) 20252621

✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080002

特此鸣谢

胡昂

☎: (8621) 20252671

✉: huang@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2011.12.29

A股收盘价(元)	6.30
A股一年内最高价(元)	13.88
A股一年内最低价(元)	6.20
上证指数	2173
市净率	1.4
总股本(万股)	143,756
实际流通A股(万股)	143,756
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	90.57

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、天然橡胶和合成橡胶价格底部确立，未来上涨有利橡胶业务

近期，占据全球天然橡胶产量约 70%的泰国、印尼和马来西亚三国联手抑制天然橡胶价格下降，决定采取限量保价措施，不排除进一步采取砍伐老橡胶林的举动；我们认为天然橡胶价格底部基本确立，未来上涨取决于下游需求的趋势性好转；另外，丁二烯价格也触底反弹，合成橡胶价格也基本见底。

明年天胶和合成胶价格稳步上涨将大大有利于公司橡胶业务盈利的提升。

2、以 GMG 为平台，准备大举收购橡胶园，有望成全球天胶巨头

公司目前控制的自产天胶为 2 万吨左右，未来几年有望达到 10 万吨以上；公司目前橡胶加工销售能力接近 60 万吨，约为 2007 年的 5 倍；2010 年实现天然橡胶销量 59 万吨，位居中国第一、全球第三；计划到 2013 年达到 100 万吨。

公司把橡胶业务定位为核心战略业务，对橡胶实行从种植到销售的产业链一体化管理；公司以 GMG 作为橡胶业务的海外战略性平台，已筹集 30 亿人民币，将在非洲和印尼、泰国等地大力向天然橡胶上游资源拓展；我们认为目前天胶价格相对低位是收购橡胶园和加工厂的良好时机，公司未来几年有望成为全球天胶巨头。

3、化工物流进军码头仓储、化工分销进军精细化工、其他业务处底部

化工物流的船运仍低迷，集装罐盈利良好，公司以入股连云港码头为契机加大进军港口码头和仓储资源，将有利于化工物流业务改善盈利、降低成本。农药业务仍处小年，化工及分销业务相对稳定，冶金能源业务也处周期底部；公司通过持股扬农和建设苯酚丙酮项目，开始大力发展精细化工。

4、母公司中化股份上市在即

公司母公司中化股份的上市环评已过，上市进程加快，有利于解决公司的同业竞争和梳理主营业务。

我们与市场不同的观点:

天然橡胶价格底部已基本确立。

估值与投资建议:

不考虑中化股份上市对公司的资产的影响，以及明年 GMG 公司若收购橡胶园或橡胶加工厂对公司业绩的增厚，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.52 元、0.70 元和 0.86 元，对应目前的动态估值分别只有约 14 倍、10 倍和 8 倍，具有较好的安全边际，我们首次给予公司“推荐”评级；给予 2012 年 15 倍 PE，合理估值区间 9-10 元。

股价表现的催化剂:

(1) 天胶价格上涨；(2) 公司收购天然橡胶园；(3) 母公司中化股份上市进程推进。

主要风险因素:

天胶价格下跌、农药和化工物流业务进一步低迷

目 录

一、物流贸易龙头：突出橡胶、物流、农药三大核心业务.....	4
二、加强天胶上游资源获取，做强橡胶核心战略业务.....	5
（一）、我国天然橡胶需求持续旺盛、进口依存度很大.....	5
（二）、橡胶价格底部确立，未来价格上涨利好橡胶业务.....	6
（三）、大力获取上游橡胶资源迎来大发展.....	8
三、化工物流春天尚需等待，入股码头资源盈利丰厚.....	10
四、农化利空已消化、化工分销业务较稳定.....	11
（一）、农药利空消化，转好可能性较大.....	11
（二）、化工分销较稳定，进军精细化工领域.....	11
五、冶金能源业务，新增煤炭.....	11
六、投资建议.....	12

图 目 录

图 1: 五年来公司各业务领域的营收增长.....	4
图 2: 2010 年公司各业务领域的营收比重.....	4
图 3: 五年来公司各业务领域贡献毛利增长.....	4
图 4: 2010 年公司各业务领域的营收比重.....	4
图 5: 2007 至 2011 年全球天然橡胶产量及增速.....	5
图 6: 近年来我国橡胶轮胎产量情况 (万条).....	6
图 7: 2003-2011 年天然橡胶进口量.....	6
图 8: 2003 至 2019 年我国天然橡胶进口依存度.....	6
图 9: 天然橡胶价格走势 (元/吨).....	7
图 10: 公司近几年来橡胶业务贡献毛利率变化情况.....	7
图 11: GMG 未来在加里曼丹岛的扩产规划 (吨).....	8
图 12: 公司的橡胶营销网络.....	10

表 目 录

表 1: 公司自产胶及橡胶加工能力分布.....	9
表 2: 中化国际分业务预测.....	13
表 3: 中化国际财务报表预测.....	14

一、物流贸易龙头：突出橡胶、物流、农药三大核心业务

中化国际是在化工品物流、橡胶、农化、化工品分销、精细化工、冶金能源等领域从事物流、分销、实业投资、贸易等国际化经营的大型国有控股上市公司；公司以市场化经营为价值导向，坚持向产业上下游延伸的发展战略，努力从外贸代理型企业向具有市场营销能力和稳定盈利能力的综合服务商转变，化工品物流、橡胶、农化、化工品分销、精细化工、冶金能源等核心业务的市场地位不断提升。

图 1：五年来公司各业务领域的营收增长

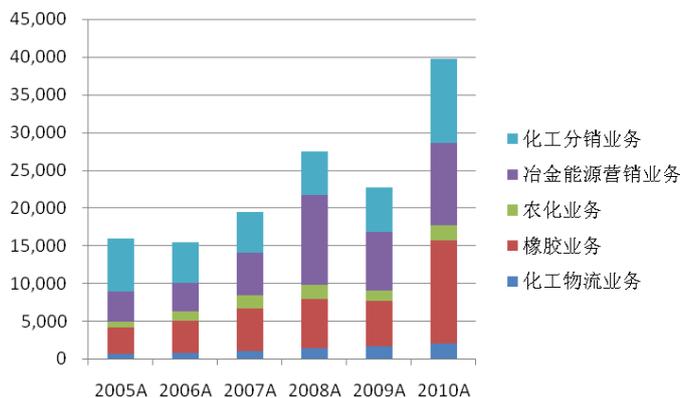
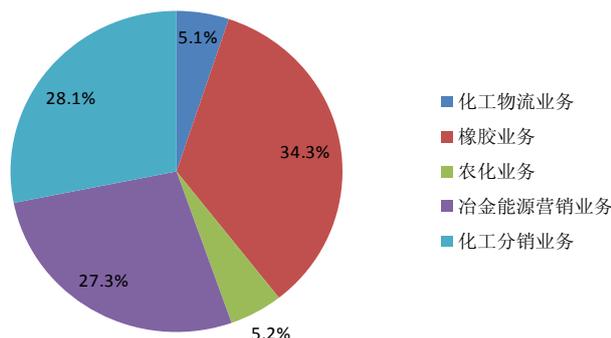


图 2：2010 年公司各业务领域的营收比重



资料来源：中国银河证券研究部

图 3：五年来公司各业务领域贡献毛利增长

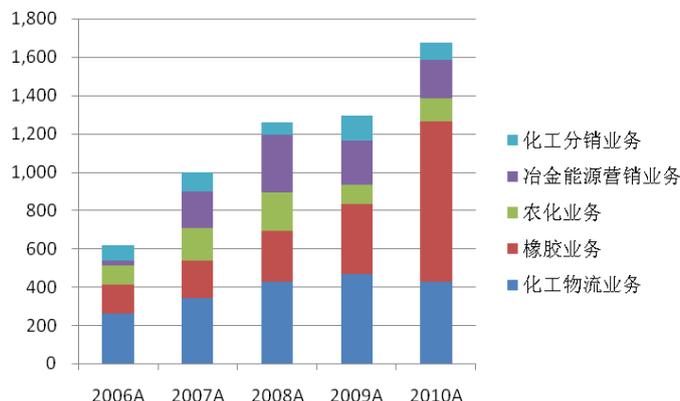
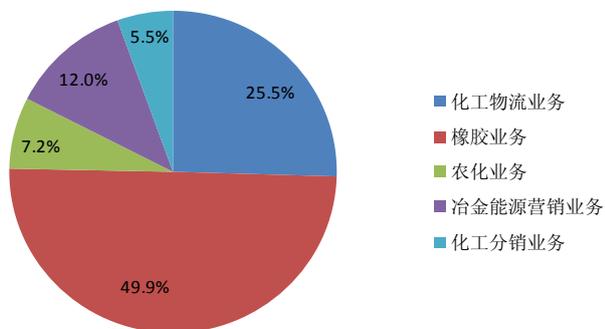


图 4：2010 年公司各业务领域的营收比重



资料来源：中国银河证券研究部

在橡胶业务领域，公司是国内最大最强的橡胶经营服务商，也是国际市场具有核心竞争力的天然橡胶资源产业服务商，公司 2010 年在全球的天然橡胶累计经营总量的全球市场份额超过 6%，成功跻身全球第一集团阵营。在物流业务领域，公司致力于成为国际一流的专业化工品物流服务供应商，目前是国内规模最大的专业液体化工品船运经营实体，集装罐规模亚洲第一。在农化业务领域，公司是中国唯一拥有国际高端农药品牌的本土企业；2008 年 2 月底公司收购美国孟山都公司在印度、泰国、菲律宾、越南、巴基斯坦、孟加拉六国及台湾地区的酰胺类产品业务，分别获得了菲律宾、印度和泰国水稻除草剂市场 31%、55% 和 45% 的份额。在化工分销业务领域，公司是国内最大的化学品分销服务公司，是中国最大的丙酮分销商。在冶金能源业务领域，公司是国内最大规模的焦炭出口和铁矿石进口贸易企业。

二、加强天胶上游资源获取，做强橡胶核心战略业务

公司橡胶业务单元，是拥有 50 多年历史积淀的中国最早开展天然橡胶贸易的实体。公司的橡胶业务涉及天然胶种植、生产加工、营销和增值服务等产业链的各个环节，从事国际国内一体化经营，是国内最大最强的橡胶经营服务商，也是国际市场具有核心竞争力的天然橡胶资源产业服务商。2010 年，中化国际在全球的天然橡胶累计经营总量同比增长了 55%，全球市场份额超过 6%，成功跻身全球第一集团阵营。

(一)、我国天然橡胶需求持续旺盛、进口依存度很大

天然橡胶与钢铁、煤炭、石油并称四大工业原料，广泛应用于国防、汽车、航天、衣服、乳胶制品等各个工民用领域。天然橡胶树属热带雨林乔木，种植地域基本分布于南北纬 15℃ 以内，主要是东南亚地区，约占世界天然橡胶种植面积的 90%。生产国主要有泰国、印度尼西亚、马来西亚、中国、印度、越南、缅甸、斯里兰卡等，尤以前三国为主；泰国、印尼和马来西亚三国的产量占世界产量的 70% 左右，且将所产天然橡胶的绝大部分用于出口，其中，泰国和印度尼西亚的出口占产量比高达 90% 以上。

图 5：2007 至 2011 年全球天然橡胶产量及增速



资料来源：IRSG、中国银河证券研究部

根据历史资料记载，自 20 世纪 60 年代开始，世界对天然橡胶的需求量每 20 年就增加近一倍。如，1961 年全球需求天然橡胶 200 万吨左右，到 1981 年达 370 余万吨，到 2001 年达 720 多万吨，2010 年超过 1000 万吨。

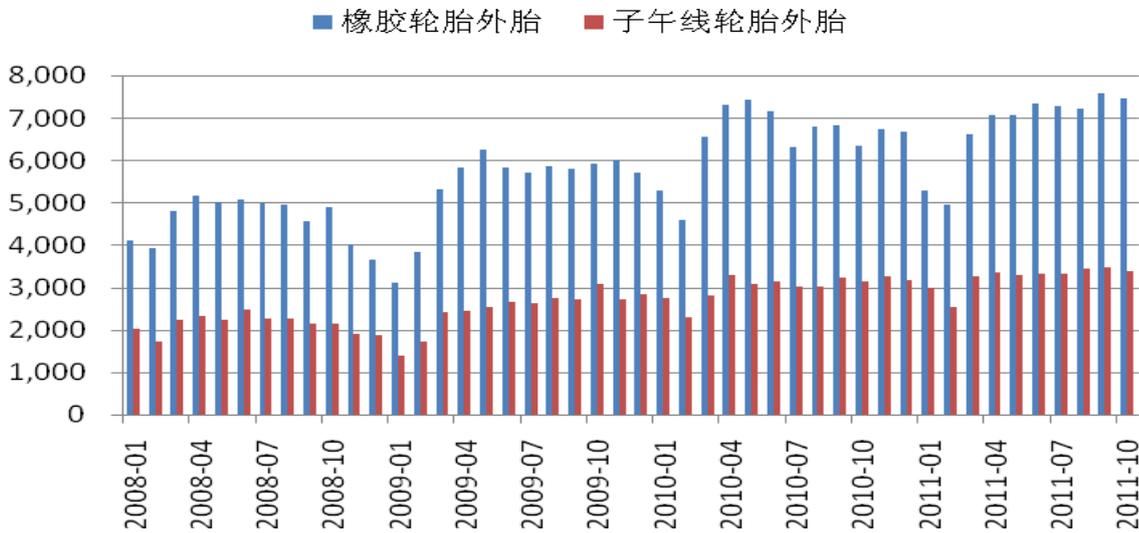
在 2011 年 11 月刚刚结束的天然橡胶生产国联合会年会上预测：虽然受美债、欧债影响，全球经济下滑，但随着不可再生的石油资源的短缺和天然橡胶的不可替代性，2011 年全球需求量仍将不少于去年，预计可达 1043 万吨（仅印度就增加 10 多万吨）、2015 年达 1218 万吨、2019 年达 1392 万吨、2020 年达 1420 万吨。即在今后的十年中，全球对天然橡胶的需求平均每年将增长 3.5% 以上。按 2011 年预计实际年产胶量 1018 万吨算，到 2020 年，还须增加 400 万吨的产量才能平衡。

天然胶 75% 以上都是用于轮胎行业，因此轮胎的产量增长也拉高了对天然胶的需求。随着人们生活水平的提高，国内汽车行业从长期看，还会维持一个较高的增速，从而拉动轮胎行业的发展；再加上国外轮胎产能向国内的转移，国内轮胎产量在未来很长一段时间内，都会维持一个高速增长的局面。

我国天胶消费量在过去十年，实现了年均 10% 以上的增长，2010 年，我国天然橡胶的消费量已突破 350 万吨，约占全球天然橡胶消费总量的 1/3 以上，而我国的天然橡胶产量却只有

68.7万吨，对外依存度已超过80%。我国海南岛分布着92个农业单位，其中95%的农业单位都种植天然胶面积，现年产天然橡胶22万吨以上，占全国天然橡胶的50%以上，是全国最大的天然橡胶生产基地。但种植面积已经没有多大的增长空间，产量增长仅依靠于前些年的树木不断成熟来提高。

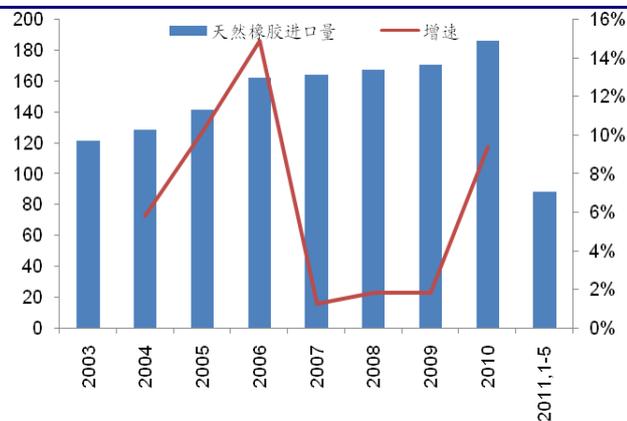
图 6: 近年来我国橡胶轮胎产量情况 (万条)



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

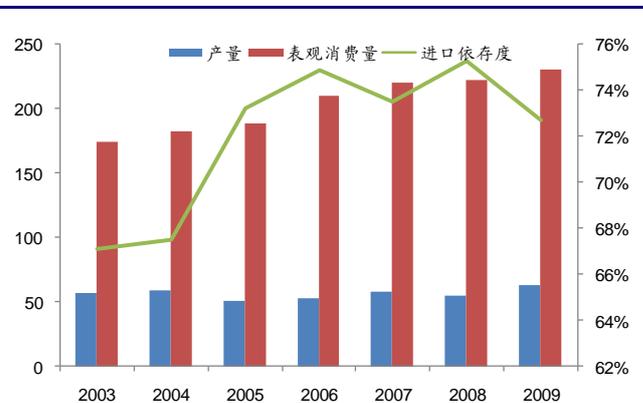
2010年我国天胶消费量增加7%以上，新增的需求都靠进口。2001年起我国就已经成为世界第一大天然橡胶进口国。2011年上半年进口橡胶达88万吨，比去年上半年进口量84万吨增加了4.76%，预计下半年仍保持上半年的较大增速。

图 7: 2003-2011 年天然橡胶进口量



资料来源: CEIC, 中国银河证券研究部

图 8: 2003 至 2019 年我国天然橡胶进口依存度



资料来源: CEIC, 中国银河证券研究部

据有关专家预测，到2015年，我国需求天然橡胶将达480万吨以上，未来几年复合增长仍将超过8%。按当年产能100万吨计，2015年我国天然橡胶资源缺口量仍近达五分之四。

(二)、橡胶价格底部确立，未来价格上涨利好橡胶业务

今年以来，受下游需求疲软的拖累，天然橡胶价格在一季度初每吨4万多的高位下来，一直到2万5上下的低位徘徊；而最近欧洲主权债务危机威胁需求，以及泰国发生70年来最严重水灾抑制了汽车产出，进而降低了轮胎的需求，也影响了短期轮胎的需求。11月下旬，占据全球天胶产量约70%的泰国、印尼、马来西亚三国决定联手抑制橡胶价格下滑，同意将每公斤天然橡胶价格维持在3美元以上；如果橡胶价格再往下走，三国可能将降低产量及限制出

口，砍伐老龄树、重植更多新树及将产能推进仓库，旨在将出口每公斤价格推高至 3.5 美元。上一次 2008 年泰、马、印尼三国联手抑制橡胶价格下跌采取措施，使得橡胶价格出现了一轮反弹。

图 9: 天然橡胶价格走势 (元/吨)

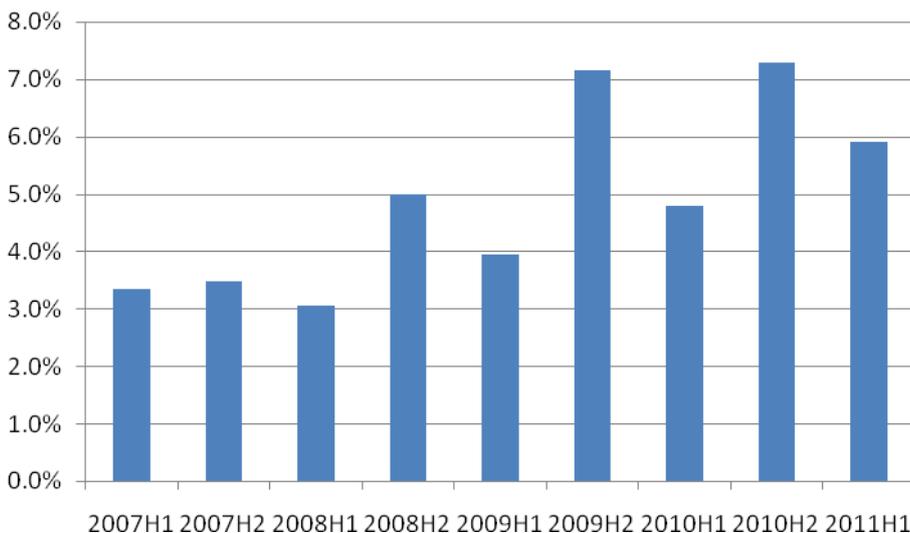


资料来源: wind, 中国银河证券研究部

诚然，天然橡胶价格能否触底回升还需最终看下游需求能否出现趋势性好转，但我们认为天然橡胶价格的底部基本已经确立，最近从底部反弹约 5% 也与三国干预天胶价格有一定的关系。从 2002 年以来的近十年，全球天胶供应复合增长只有 4.5%，明显低于棕榈油的增长，这主要是棕榈树只要 3-4 年就可以产出棕榈树，而且以目前橡胶价格来看，投资天胶的回报明显低于棕榈树；因此，考虑到泰、马、印尼三国目前

如果橡胶价格再下降，

图 10: 公司近几年来橡胶业务贡献毛利率变化情况



资料来源: 中国银河证券研究部

对于自产胶业务，其盈利状况是和橡胶价格上涨成线性正比关系的。对于橡胶加工贸易来讲，橡胶价格涨价跌都有做法，就怕单边下跌；单边上涨时短期盈利状况最好，但风险也很

快积累；相对来讲，橡胶价格稳步上涨时的盈利状况是比较理想而稳定的。我们从公司近几年来橡胶业务的盈利状况来看，橡胶价格总体上涨的 2009 年下半年和 2010 年下半年盈利最佳，拥有一季度行情的 2011 年上半年的盈利状况也还不错。因此，我们认为，明年橡胶价格一旦稳步向上，公司天然橡胶业务是非常有利的。

另外，随着丁二烯价格的触底强劲反弹，合成橡胶价格的底部也将基本确立。

(三)、大力获取上游橡胶资源迎来大发展

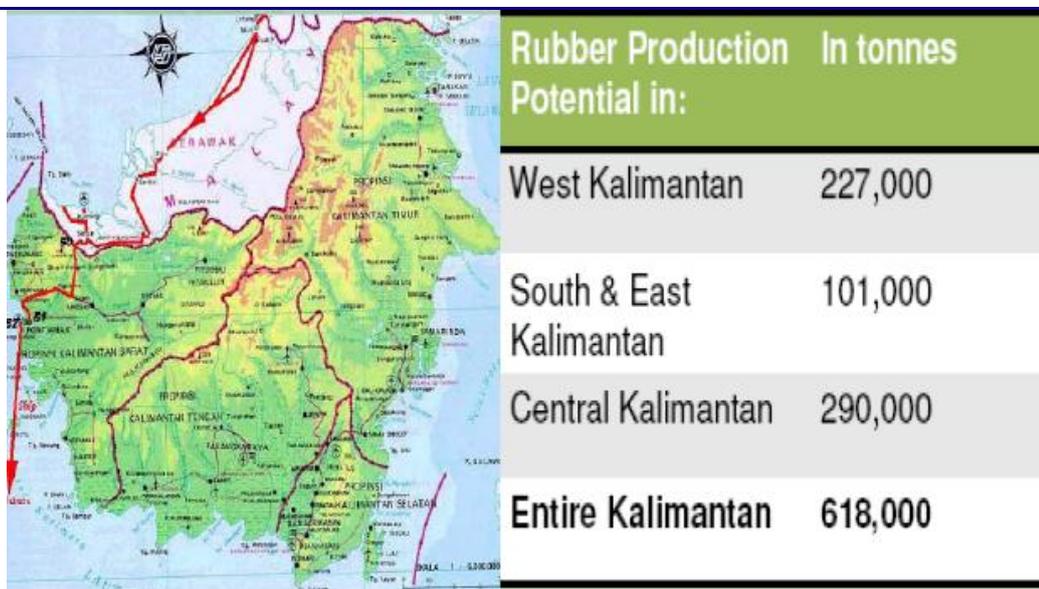
近年来,公司的橡胶业务确立了以资源为核心的上游延伸战略和以高端客户为核心的渠道营销战略,着力打造产业链一体化经营模式,在资源、技术、品牌和渠道方面持续提升竞争优势,进一步巩固了在国内市场的领先地位。

在天胶种植环节,公司于 2008 年 7 月成功收购新加坡上市公司 GMG 公司,从而间接拥有位于非洲、印尼等地的天然橡胶种植园,成功进入天然橡胶产业链的种植环节。

公司控股 55% 的 GMG 是家综合性天胶生产销售公司,长期业务专注在投资中非、西非及印尼的天胶园。GMG 目前在喀麦隆的控股子公司 Hevecam (控股 90%) 拥有自有橡胶种植面积 4.2 万公顷; 现在已开发 2 万公顷, 拥有 2 万吨的年种植能力, 未来随着剩余 2 万公顷的种植面积投入生产, 最大年产量有望达到 4 万吨。其在象牙海岸, 51.2% 股权的子公司 Tropical Rubber Cote d'Ivoire 拥有及经营 1511 公顷橡胶园 (Anguedou 胶园) 的土地使用权。

GMG 公司主要在非洲和印尼拓展, 以后种植面积会成倍增长; GMG 在印尼产胶大省加里曼丹岛 (天胶产能占印尼全国的 20% 以上) 的子公司一直在积极进行天胶资源的开拓, 临近印尼和马来西亚边界的大量适宜种植天胶而未开发的土地为 GMG 公司提供了广阔的舞台。按照 GMG 之前披露的信息, GMG 公司规划在未来几年, 将在加里曼丹岛的天胶自种规模扩大到 6 万吨以上。因此尽管 GMG 目前天胶产量只有 2 万吨左右, 未来几年 GMG 的天胶自有产量有望达到 10 万吨以上。

图 11: GMG 未来在加里曼丹岛的扩产规划 (吨)



资料来源: 中国银河证券研究部

除此之外,公司也参股云南天然橡胶产业股份有限公司和海南天然橡胶产业集团股份有限公司, 涉足国内天然橡胶种植园的经营。

在天然胶加工环节, 中化国际公司也动作频频, 先后在泰国、马来西亚、新加坡、印尼及中国海南、云南等地建立天然橡胶采购基地。在国内, 公司控股海南中化橡胶和西双版纳中化橡胶, 国内控制加工能力约 20 万吨; 其中云南 6 万吨, 由于云南是农垦改制, 个人手上有种

植资源，明年有望做到 8 万吨。

GMG 公司在喀麦隆、象牙海岸和印尼拥有多家橡胶加工厂；其中，在喀麦隆的控股 90% 的子公司 Hevecam 拥有年产量为 5 万公吨的加工厂；在象牙海岸，其 51.2% 股权的子公司 Tropical Rubber Cote d'Ivoire 拥有和经营年产量 3 万公吨的加工厂；在印尼南加里曼丹，其 51% 股权子公司 PT Bumi Jaya 拥有及经营一家年产量 3 万公吨的加工厂；GMG 公司自身的天胶加工外销能力达到了 11 万吨以上。

2010 年末，中化国际公司通过 GMG 又成功收购了泰国天胶巨头德美行 55% 的股份，使得 GMG 的天胶销售规模实现成倍的增长，新增自有可控产能 20 万吨。德美行曾经是泰国最大的天胶出口企业，90 年代曾是全球最大的天然橡胶加工企业之一，后因经营策略及市场竞争等原因，经营陷于困境，2003 年至今一直处于持平或亏损状态；德美行的五间加工厂布局于苏拉、同宋、北大年、也拉、叻公等泰南天胶主产区，是全球天胶种植密度最大的区域。依照 2007 年泰国天胶业协会统计，德美行共拥有 STR 10 产能 1.2 万吨；STR 20 产能 14.4 万吨和 STR CV 产能 10.8 万吨，总计产能有 26.4 万吨，因此我们预计德美行若回到正常的经营发展轨道，天胶销量有望达到 30 万吨以上。

此外，中化国际公司于 2007 年收购的欧马橡胶工业有限公司，拥有 20 多年橡胶加工的经营历史，年加工能力达 3 万吨，主要生产马来西亚标准颗粒胶和复合胶等产品。

表 1: 公司自产胶及橡胶加工能力分布

		自产胶	橡胶加工能力
GMG	喀麦隆的控股 90% 子公司 Hevecam	拥有橡胶种植面积为 4.2 万公顷；已开发 2 万公顷，拥有 2 万吨的年种植能力；未来剩余 2 万公顷投入生产，最大年产量有望达到 4 万吨。	5 万吨加工厂
	象牙海岸 51.2% 股权的子公司 Tropical Rubber Cote d'Ivoire	拥有及经营 1511 公顷橡胶园（Anguededou 胶园）的土地使用权。	3 万吨加工厂
	印尼南加里曼丹 51% 股权子公司 PT Bumi Jaya	加里曼丹岛天胶自种规模将扩大到 6 万吨以上	3 万吨加工厂
德美行	泰国		泰南苏拉、同宋、北大年、也拉、叻公等天胶主产区五间加工厂，20 万吨
	迪特迪瓦		加工厂
欧马橡胶	马来西亚		3 万吨加工厂
中化海南	海南		14 万吨
中化版纳	云南西双版纳		6 万吨，明年有望 8 万吨

资料来源：中国银河证券研究部

在橡胶贸易环节，中化国际凭借全产业链的优势和专业化的营销服务能力，通过五个营销大区的布局，做大做强中国市场。同时，利用全球产能配置的优势，为国际轮胎商提供全球资源保障的解决方案。除此之外，中化国际还是艾克森美孚公司卤化丁基橡胶在中国的总经销，是日本 JSR 公司在中国丁腈胶的总代理，是荷兰 DSM 公司三元乙丙橡胶在国内的最大分销商。

总体来看，中化国际公司目前控制的自产天胶为 2 万吨左右，未来几年有望达到 10 万吨以上。中化国际公司控制的橡胶加工销售能力从 2007 年的不到 10 万吨左右，增加到目前接近 60 万吨，增长约 4 倍。2010 年，中化国际公司实现天然橡胶销量 59 万吨，位居中国第一、全球第三；今年营销量预计接近 70 万吨，公司计划到 2013 年橡胶加工销售能力达到 100 万吨。

公司把橡胶业务定位为核心战略业务，对橡胶实行从种植到销售的产业链一体化管理；公司以 GMG 作为公司橡胶业务的海外战略性平台，承担在全球范围内实施资源拓展的重要使命。公司通过 GMG 的增发和发债融资约 30 亿人民币，将在非洲和印尼、泰国等地大力向天然橡胶上游资源拓展；我们认为目前天胶价格处于相对低位，是公司收购种植园和橡胶加工厂的良好时机。

图 12: 公司的橡胶营销网络



资料来源: 中国银河证券研究部

三、化工物流春天尚需等待，入股码头资源盈利丰厚

公司物流业务涉及船运、集装罐多式联运和货代仓储、码头储罐以及危险品处理中心等领域，拥有资产近 50 亿人民币。截至 2010 年底，公司拥有 42 艘载重 1000 吨至 20000 吨的 IMO II/III 型散装液体化学品船，2010 年实现船运量 663 万吨，是国内规模最大的专业液体化工品船运经营实体，是国内唯一一家可承运 PO（环氧丙烷）、TDI（二异氰酸盐酯）、MDI 产品等高危液体化学品的船东，提供国内沿海、国际远、近洋航线上的液体化工品运输服务，截至 2010 年底，控制船舶运力超过 35 万吨。

中化国际还拥有近 3000 个 T11、T14、T50、电加热等各种型号的集装罐 4000 多个罐，其中特种罐 1000 个，集装罐规模亚洲第一，2010 年实现物流罐次 9643 次；集装罐盈利非常好，已获得巴斯夫、纳尔科、拜耳、DOWS、ExxonMobil 等客户的全球标书。

公司物流业务领域的三块业务中，目前船运约占 85%，集装罐占 10% 左右，码头储罐则占 5% 左右。

船运行业，供给太多、运力供过于求，市场也不好，行业持续低迷；船运行业周期原本 10 年左右，受金融危机和成本高涨等因素影响，船运复苏可能将由 2013 年前后推后到 2015 年左右。公司船运业务加快资产结构调整，今年上半年新买新租 3 条适合远洋航线的大吨位不锈钢船；截止 6 月末，公司共控制船舶 43 艘，不锈钢船比例从 09 年的 17% 提升到 45%，并拓展租赁、合作等多种经营模式，提高了资产运营效率。

目前公司国内与国外贸易比重各占一半，对外航线主要是中东和东北亚（日韩、中国台湾地区）。作为首批取得两岸直航许可的液体化学品船东，公司目前共有 25 条船获得直航资质，已成为台海间液体化工品运输的主力军。2010 年，中化国际的台海直航市场份额已达到 30%。另外，公司还新开辟了远东-南美-中东之间的环球航线，逐渐实现了航运国际化目标。

由于我国经济高速发展而造成港口、物流园区等重要物流资源相对稀缺，这也提高了公司的成本。公司注重码头资源的获取，目前已在连云港合资码头和储罐设施，对方 51% 控股码

头,公司则 51%控股储罐;我们预计公司还将进军化工仓储发达的江苏长江沿岸如张家港等、和东南沿海的其他港口和码头资源;入股进军码头,不但现金流很好,还将大大促进公司储罐业务的发展。

公司化工物流板块整体仍处于行业低迷期,目前贡献利润率维持在 7-8%;国内化工危险品运输标准提高如若能严格执行,将对公司化工物流业务领域构成实质性利好。

四、农化利空已消化、化工分销业务较稳定

(一)、农药利空消化,转好可能性较大

公司农化业务领域的经营范围涵盖农资经营、实业投资、货物及技术进出口等业务,主营除草剂、杀虫剂、杀菌剂等农药产品,是中国唯一拥有国际高端农药品牌的本土企业;营销网络覆盖中国、印度、泰国、菲律宾、越南、巴基斯坦、孟加拉及台湾地区等亚洲主要粮食产区;投资于南通江山农药化工股份有限公司等上游生产基地。

2003 年 10 月中化国际成功完成了孟山都酰胺类产品 4 个品牌(马歇特、禾耐斯、拉索、新马歇特)独家商权及商标所有权的收购;之后,又于 2006 年 10 月获得美国孟山都公司草甘膦产品——“农达”在中国的独家分销权,开启了农化业务战略转型的新篇章,中化国际农化团队也由此踏上了品牌化经营的新征程。2007 年 5 月公司顺利完成了对中国第二大草甘膦生产企业——南通江山农药化工股份有限公司 28%股权的收购,并于 2008 年 11 月进一步增持江山股份至 29.19%,成为其第一大股东,成为农化业务向产业链上游延伸的又一个里程碑事件。2008 年 2 月底中化国际收购美国孟山都公司在印度、泰国、菲律宾、越南、巴基斯坦、孟加拉六国及台湾地区的酰胺类产品业务,分别获得菲律宾、印度和泰国水稻除草剂市场 31%、55%和 45%的份额。中化国际在海外营销渠道的拓展,使品牌营销延伸到了亚洲市场,使其农化业务正式踏上了国际化经营的征途。

公司主要是高端农药,近 2 年是农药的小年;今年则是天灾,上半年农化板块盈利还可以,贡献毛利率超过 12%。公司农药业务明后天应该不会再比今年差,公司之后农药主要向杀虫剂拓展。

(二)、化工分销较稳定,进军精细化工领域

公司的化工业务致力于为国内外生产商和工厂用户提供经济、高效、环保和专业的化工产品分销服务。通过对分销网络、分销队伍和运营体系的建设以及通过技术平台的支持,中化国际已经成为国内外具有影响力的综合化工分销服务商,2010 年化工类产品全年销量已经突破 200 万吨。

公司化工分销的主要品种是基础油、苯乙烯、芳烃、塑料、聚酯聚醚、石油焦等;主要供应 LG、三井、住友等;在国际上已与陶氏化学(DOW)、英国石油(BP)、壳牌(SHELL)、埃克森美孚(EXXON MOBIL)、雪佛龙(CHEVRON)、巴斯夫(BASF)、拜耳(BAYER)、道康宁(DOW CORNING)、鲜京化学(SK)、沙特基础公司(SABIC)、台塑(FPC)、中国石油(PETROCHINA)、中国石化(SINOPEC)等国际性化工供应商建立起了良好的合作关系;在国内分销领域,中化国际不仅为番禺福田、翔鹭石化、浙江巨象、陶氏张家港、江苏三木等国内行业龙头企业提供专业的一揽子分销配送服务,同时也为众多中小化工企业提供经济高效的增值服务。

化工分销基本维持原状,比较稳定,贡献毛利率不到 1%;苯乙烯产品由于在华东有一定定价权,稍微好一些。

公司将向其他精细化工发展,近期收购扬农 5%和投资建设苯酚丙酮等项目都是其发展精细化工的重要举措。

五、冶金能源业务,新增煤炭

公司的冶金能源业务经营起源于 1990 年向国际大型钢铁公司出口中国优质焦炭,经过多

年努力，公司成为国内最大的焦炭出口运营商。

目前公司冶金能源业务主要分为焦炭出口、铁矿石进口和煤炭进口业务。

公司焦炭事业部的主要市场和客户分布在欧盟、印度、日本、韩国、南非、美洲等地，同世界多家大型钢铁企业建立起了长期服务关系，与山西、江苏、河南、河北等地的焦化厂建立了良好的合作关系，并投资参股山西、镇江等焦化企业，控制焦化产能逾 200 万吨，在天津、连云港、镇江等主要干散货港口拥有堆场，并配备专业的加工设施及服务队伍，已建立了从中国内陆到远洋及近海沿江的物流通途。焦炭业务在 2004 年之前盈利一直不错，之后逐步下滑，到 2008 年之后焦炭业务基本没盈利。

公司进口的铁矿石主要来自澳大利亚、巴西、印度、美国、加拿大、俄罗斯、南美等国家和地区，并于 2007 年在印度班加罗尔设立办事处，更加贴近货源地，为获取稳定、优质的资源打下良好的基础，可以向终端客户提供各种规格品质的铁矿石。目前公司运营铁矿石约为 200 万吨，铁矿石业务自 2004 年以来一直盈利比较好，但今年业务量下降较大。

公司近年来探索开发煤炭业务，目前已获得多家大型国际煤炭集团在内的澳洲、俄罗斯、北美、印尼等国际大矿优质货源，同时亦与国内多家特大型国有煤矿企业建立长期合作关系，可长期提供稳定优质的进口澳洲、美国、俄罗斯主焦煤，俄罗斯肥煤、喷吹煤，澳洲、印尼、俄罗斯动力煤，国内主焦煤，1/3 焦煤，喷吹煤，肥煤，瘦煤，气煤，动力煤等全系列煤炭品种，服务于国内钢铁、电力、焦化及化工等领域的广大用户。公司旨在打造千万吨级煤炭运营企业。

六、投资建议

中化国际的母公司是中国中化股份有限公司，持股比例约为 55%；其集团公司中国中化集团公司是国有大型骨干企业，已 20 次入围《财富》全球 500 强，中化集团主业分布在农业、能源、化工、地产、金融领域，是中国最大的农业投入品（化肥、农药、种子）一体化经营企业、第四大国家石油公司、领先的化工产品综合服务商，并在高端商业地产和非银行金融业务领域具有广泛影响。

中化股份上市的环保核查已经过了，明年初将报证监会，上市进程比较快。公司目前与母公司中化股份的关联交易有 20 亿左右，主要在化工分销和物流船运等；同业竞争主要是塑料和农药；从比重来看，中化股份公司去年净利润 74 亿，中化国际公司占比近 10%；中化股份公司的上市对解决中化国际公司的同业竞争有利，有利于中化国际公司梳理其主营业务。

不考虑中化股份上市对公司的资产的影响，以及明年 GMG 公司若收购橡胶园或橡胶加工厂对公司业绩的增厚，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.52 元、0.70 元和 0.86 元，对应目前的动态估值分别只有约 14 倍、10 倍和 8 倍，具有较好的安全边际，我们首次给予公司“推荐”评级。

表 2: 中化国际分业务预测

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	27,401.77	22,750.48	39,691.95	57,227.19	72,079.78	88,276.19
化工物流业务	1,326.60	1,613.64	2,034.93	1,831.44	2,289.30	2,861.62
橡胶业务	6,601.59	6,001.99	13,594.99	25,830.48	36,162.67	47,011.48
农化业务	1,813.65	1,453.75	2,067.63	1,447.34	1,592.08	1,751.28
冶金能源营销业务	11,953.43	7,789.89	10,830.37	11,371.89	11,940.48	12,537.51
化工分销业务	5,706.50	5,891.21	11,164.03	16,746.05	20,095.25	24,114.30
营收增长 (%)	41.2%	-17.0%	74.5%	44.2%	26.0%	22.5%
化工物流业务	33.4%	21.6%	26.1%	-10.0%	25.0%	25.0%
橡胶业务	17.0%	-9.1%	126.5%	90.0%	40.0%	30.0%
农化业务	6.3%	-19.8%	42.2%	-30.0%	10.0%	10.0%
冶金能源营销业务	108.5%	-34.8%	39.0%	5.0%	5.0%	5.0%
化工分销业务	7.0%	3.2%	89.5%	50.0%	20.0%	20.0%
营业成本	24,938.83	20,937.63	37,018.81	54,396.72	68,237.94	83,486.82
化工物流业务	853.51	1,095.50	1,539.57	1,629.98	2,037.47	2,546.84
橡胶业务	6,247.96	5,495.26	12,520.27	24,151.50	33,631.29	43,720.67
农化业务	1,544.93	1,273.22	1,835.40	1,230.24	1,353.26	1,488.59
冶金能源营销业务	10,763.15	7,433.96	10,186.72	10,973.87	11,522.57	12,098.69
化工分销业务	5,529.28	5,639.69	10,936.85	16,411.12	19,693.35	23,632.02
营业毛利	2,462.94	1,812.85	2,673.14	2,830.48	3,841.84	4,789.37
化工物流业务	473.09	518.14	495.36	201.46	251.82	314.78
橡胶业务	353.62	506.73	1,074.72	1,678.98	2,531.39	3,290.80
农化业务	268.72	180.53	232.23	217.10	238.81	262.69
冶金能源营销业务	1,190.28	355.93	643.65	398.02	417.92	438.81
化工分销业务	177.22	251.52	227.18	334.92	401.91	482.29
营业毛利率 (%)	9.0%	8.0%	6.7%	4.9%	5.3%	5.4%
化工物流业务	35.7%	32.1%	24.3%	11.0%	11.0%	11.0%
橡胶业务	5.4%	8.4%	7.9%	6.5%	7.0%	7.0%
农化业务	14.8%	12.4%	11.2%	15.0%	15.0%	15.0%
冶金能源营销业务	10.0%	4.6%	5.9%	3.5%	3.5%	3.5%
化工分销业务	3.1%	4.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
贡献毛利率 (%)	4.6%	5.7%	4.2%	3.0%	3.4%	3.6%
化工物流业务	32.3%	28.9%	21.0%	7.8%	7.8%	7.8%
橡胶业务	4.0%	6.1%	6.1%	4.9%	5.4%	5.4%
农化业务	11.0%	7.0%	5.8%	7.4%	7.4%	7.4%
冶金能源营销业务	2.5%	2.9%	1.9%	0.6%	0.6%	0.6%
化工分销业务	1.1%	2.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
贡献毛利	1,258.39	1,293.27	1,675.72	1,711.44	2,474.80	3,152.42
化工物流业务	428.47	466.24	426.53	142.85	178.57	223.21
橡胶业务	263.15	366.09	835.47	1,265.69	1,952.78	2,538.62
农化业务	200.04	101.91	120.00	106.38	117.02	128.72
冶金能源营销业务	302.15	228.41	201.00	62.55	65.67	68.96
化工分销业务	64.58	130.61	92.72	133.97	160.76	192.91
营业收入	27,401.77	22,750.48	39,691.95	57,227.19	72,079.78	88,276.19
营业成本	24,938.83	20,937.63	37,018.81	54,396.72	68,237.94	83,486.82

营业毛利	2,462.94	1,812.85	2,673.14	2,830.48	3,841.84	4,789.37
营业税费&销售费用	1,204.55	519.58	997.42	1,119.04	1,367.04	1,636.96
贡献毛利	1,258.39	1,293.27	1,675.72	1,711.44	2,474.80	3,152.42

资料来源：中国银河证券研究部

表 3: 中化国际财务报表预测

资产负债表							
单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2013E
流动资产	6353	10196	14397	16939	19680	22668	22668
现金	3489	4657	7520	5298	5053	4765	4765
交易性投资	76	26	11	11	11	11	11
应收票据	124	129	264	380	479	587	587
应收款项	866	1800	2081	3001	3780	4629	4629
其它应收款	188	209	429	618	779	954	954
存货	1168	2297	3371	4953	6214	7602	7602
其他	441	1078	721	2677	3365	4120	4120
非流动资产	9211	9818	10412	10181	9856	9573	9573
长期股权投资	1254	1216	1352	1352	1352	1352	1352
固定资产	4333	4962	5896	5839	5496	5194	5194
无形资产	1055	1042	1096	1096	1095	1095	1095
其他	2569	2598	2067	1894	1913	1933	1933
资产总计	15564	20013	24808	27121	29537	32241	32241
流动负债	4905	7531	13496	15152	16872	18483	18483
短期借款	2659	3538	7039	8000	8000	8000	8000
应付账款	807	2087	2296	3374	4233	5179	5179
预收账款	390	624	1437	1970	2471	3023	3023
其他	1049	1283	2724	1808	2168	2281	2281
长期负债	3371	4395	3116	3094	2901	2804	2804
长期借款	1991	1874	608	587	393	297	297
其他	1380	2521	2508	2508	2508	2508	2508
负债合计	8276	11926	16612	18247	19773	21287	21287
股本	1438	1438	1438	1438	1438	1438	1438
资本公积金	1711	1882	1575	1575	1575	1575	1575
留存收益	2295	2628	2938	3505	4109	4858	4858
少数股东权益	1954	2239	2362	2581	2817	3099	3099
归属于母公司所有者权益	5445	5948	5951	6517	7121	7871	7871
负债及权益合计	15675	20113	24925	27345	29711	32257	32257

利润表							
单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2013E
营业收入	27402	22750	39692	57227	72080	88276	88276
营业成本	24939	20938	37019	54397	68238	83487	83487
营业税金及附加	741	45	377	348	439	537	537
营业费用	463	474	621	771	971	1189	1189
管理费用	412	455	566	572	721	883	883
财务费用	146	107	43	83	139	172	172

资产减值损失	191	102	212	172	216	265	265
公允价值变动收益	48	(67)	(7)	(20)	(15)	(15)	(15)
投资收益	319	344	396	280	300	300	300
营业利润	877	905	1244	1145	1641	2028	2028
营业外收入	167	54	47	140	100	100	100
营业外支出	13	23	78	10	15	15	15
利润总额	1030	937	1213	1275	1726	2113	2113
所得税	146	186	297	306	414	507	507
净利润	884	750	917	969	1312	1606	1606
少数股东损益	178	130	246	223	302	369	369
归属于母公司净利润	706	620	670	746	1010	1237	1237
EPS (元)	0.49	0.43	0.47	0.52	0.70	0.86	0.86

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2013E
经营活动现金流	1681	950	639	(1760)	(17)	80	80
净利润			670	724	900	1083	1083
折旧摊销			0	393	380	358	358
财务费用			43	68	158	168	168
投资收益			0	(260)	(285)	(285)	(285)
营运资金变动			0	(2912)	(1438)	(1568)	(1568)
其它			(75)	226	269	323	323
投资活动现金流	(2845)	(1060)	(262)	(258)	(150)	(75)	(75)
资本支出			0	(230)	(150)	(75)	(75)
其他投资			(262)	(28)	0	0	0
筹资活动现金流	2139	1487	2512	(203)	(78)	(292)	(292)
借款变动			0	(217)	(22)	(193)	(193)
普通股增加			0	0	0	0	0
资本公积增加			0	0	0	0	0
股利分配			0	(168)	(184)	(216)	(216)
其他			2512	182	127	117	117
现金净增加额	975	1377	2888	(2221)	(245)	(288)	(288)

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

裘孝锋、王强，石油化工行业证券分析师。2 人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn