

收购SIAT、扬农集团股权,积极扩展天胶资源和精细化学品业务

2012年2月22日

推荐/首次

中化国际

事件点评

——中化国际（600500）对外投资点评

杨若木	基础化工行业分析师 010-66554032	执业证书编号: S1480510120014 Email: yangrm@dxzq.net.cn
梁博	010-66554046	Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件:

中化国际发布公告称将进行两笔收购,分别为:(1)控股子公司GMG出资1.9256亿欧元获得SIAT公司35%股权;(2)出资16.34亿元获得扬农集团6166万股股份,交易完成后公司持有扬农集团的股权比例将从5%上升至40.53%。

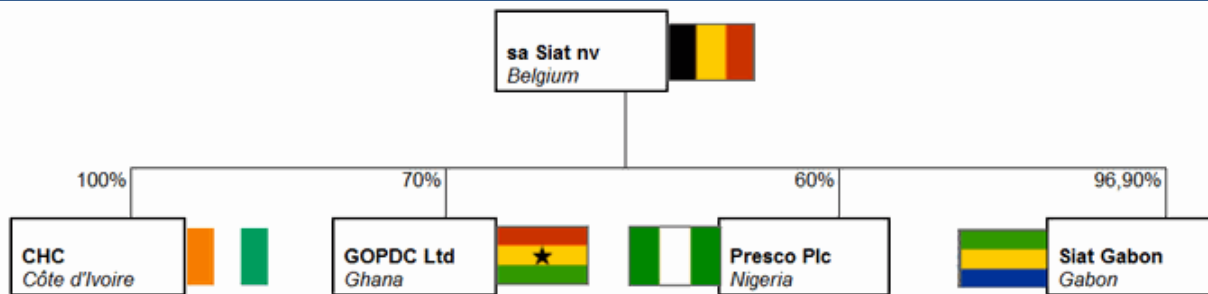
观点:

1. 收购 SIAT 股权助公司增加自有天胶资源,扩大天胶领域上下游一体化能力。

SIAT公司总部位于比利时布鲁塞尔,主要业务为天然橡胶和油棕的种植、加工、生产和销售。SIAT现有天然橡胶种植资源约5.15万公顷,其中约1.5万公顷已经种植,其种植园资产和工厂位于非洲的科特迪瓦、加纳、尼日利亚和加蓬四国。此次交易通过公司控股51%的子公司GMG进行。交易完成前,GMG在喀麦隆地区拥有4.1万公顷天胶种植园,目前年产天胶2万吨左右。交易完成后,GMG的权益天胶种植面积为5.9万公顷,权益天胶产量有望达到2.5万吨(按1公顷产天胶1吨计算)。

公告显示SIAT2010年营业收入约11.5亿元(1.38亿欧元),净利润1.2亿元(0.15亿欧元),预计SIAT2011年税前利润约4.5亿元(0.54亿欧元)。我们预计如果天胶价格在2.8万元/吨,SIAT2012年净利润在2.5-3.0亿元之间,对中化国际净利润的贡献约0.45-0.54亿元。

图1: SIAT核心资产一览



资料来源: SIAT 网站

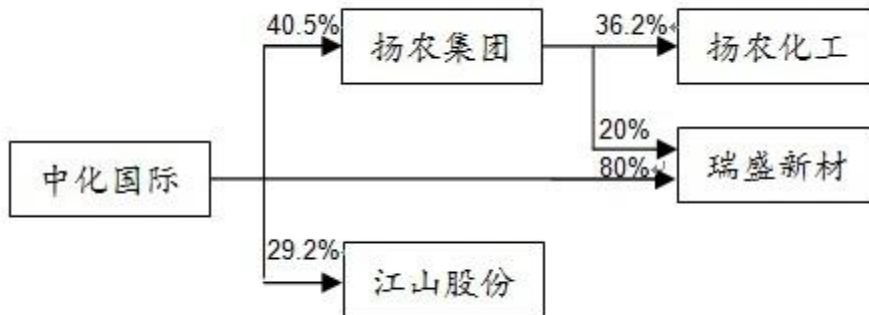
据了解天然橡胶的种植分散,一般贸易商通过建天胶加工厂收购周边的资源从而达到扩大资源控制的目的。我们认为此次收购使公司在非洲的天胶资源分布从1个国家扩展到5个国家,资源网络的扩大有助于公司未来不断扩展在非洲的天胶种植业务,增强公司对非洲天胶资源的掌控能力。此外,SIAT现有客户主要在欧洲和美洲,收购完成后公司的天胶贸易网络将更加完善。

目前公司每年天胶贸易量在80万吨左右,占全球天胶市场8%左右的份额,是全球第二大天胶贸易商,仅次于泰国的“诗董”(Sri Trang)。从整个产业链来看,上游天胶种植的利润率高于天胶贸易,因此公司通过收购扩大上游天胶种植规模,增加自有天胶的产量不但能扩大公司在天胶市场的影响力,从长期看还将提升公司天胶业务的毛利率。

2. 增持扬农集团,积极向上游精细化工和农化生产业务扩展

扬农集团主要包括农药、氯碱和精细化学品3大业务,主要产品包括拟除虫菊酯、氯苯、烧碱和盐酸等。扬农集团持有扬农化工(600486)36.2%的股权。在此次收购前,公司生产型业务主要以江山股份的草甘膦为主,收购完成后,公司业务扩展到杀虫剂、除草剂,未来公司还可能与农达合作,引进更多新的农化产品,公司在农化领域的布局日益清晰。此外,公司2011年10月已经宣布出资8亿元持有扬农集团旗下瑞盛新材80%股权。瑞盛新材拟建苯酚产能22万吨,丙酮产能13.5万吨,双酚A产能12万吨,其主要下游是塑料和合成橡胶。合成橡胶将是公司未来重点发展的业务。

图2: 公司积极发展化工生产业务



资料来源: 东兴证券研究所

完成收购后,公司持有扬农集团股权比例将从5%上升到40.5%。预计扬农集团2011年净利润在3.5亿元左右,预计2012年对公司净利润的贡献在2.0亿元左右。

上述投资行为表明公司未来将重点发展农化产品和精细化工品的生产。目前公司核心仍以贸易业务为主,但贸易业务利润薄,且受上游产品供应的制约,继续发展的难度较大。因此向上游生产领域扩张是公司发展的必然选择。同时由于公司在天然橡胶和化学品贸易领域的巨大销售网络将帮助公司生产业务迅速扩大销售规模,从而发挥公司上下游一体的优势。

结论:

1、通过收购SIAT公司的部分股权公司完成了天胶种植业务在非洲的布局,为将来扩大自有天胶的种植和收购当地天胶资源打下坚实基础。预计公司未来在天胶贸易领域的市场份额将持续扩大,而中国对天胶需求的持续增长将提升公司天胶业务的盈利能力。

2、通过增持扬农集团股权公司进一步扩张了上游农化和精细化学品的生产业务。我们看好未来公司发挥生产和销售一体化的协同效应。

3、预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.55 元, 0.70 元和 1.0 元, 目标价 9.5 元, 给予“推荐”评级。

东兴证券

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士学位, 2007 年加盟东兴证券研究所, 现任基础化工行业组长, 资深行业研究员, 有四年化工行业研究经验。

梁博

2007 年获得工学硕士学位, 两年煤化工和炼油装置设计经验, 2010 年起任中山证券化工行业研究员, 2011 年加盟东兴证券研究所, 有一年半石油化工研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。