



未有评级

600500.CH

价格: 人民币 6.20

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-	9	8.4	(9.4)
相对新华富时 A50 指数	-	(1)	(17.7)	(22.1)

发行股数(百万)	1437.6
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	8913
3 个月日均交易额(人民币 百万)	36
净负债比率(%) (2013E)	52
主要股东(%)	
中国中化股份有限公司	55.17

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 1 月 30 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

中化国际

2013 年经营有望出现拐点

中化国际近几年来一直在寻求从传统的贸易型公司向以橡胶、化工物流、精细化工和农化业务为主的实业转型, 并通过并购、投资等方式快速拓展产业链和国际化经营布局, 初步形成了具有一定行业影响力的产业地位。但在转型过程中的不断探索、经营业务的筛选也给公司业绩带来较大不确定性。展望 2013 年, 由于预期橡胶价格回暖并走强, 农药景气度的提升, 并且公司收购一些子公司利润的释放, 将支持公司业绩实现大幅反转。结合目前历史低位的估值, 建议投资者关注。

主要发现

- 2012 年由于受到国内外需求疲软, 橡胶价格大跌等因素影响, 公司当年净利润同比下滑 23.5% 至 5.92 亿元。
- 考虑橡胶价格在 2013 年有望表现较好, 农药行业景气度提升, 加之公司 2012 年收购江苏扬农 40.53% 的股权、江苏圣奥 60.976% 的股权和比利时 SIAT NV 公司 35% 股权后, 可为公司贡献 5-6 个亿利润, 我们预计 2013 年公司业绩有望出现拐点。
- 在不考虑焦炭这些业务的额外贡献, 我们预计中化国际 2013 年净利润有望达到 12 亿元左右, 按增发后摊薄每股盈利 0.57 元左右, 目前股价相当于 10.9 倍 2013 年预期市盈率, 接近历史最低点。建议投资者关注。
- 公司未来发展战略: 将进一步聚焦核心业务, 扎根本土, 国际化拓展。未来将定位橡胶、精细化工产业、农化三大重点板块, 物流也是为精细化工产业合作。公司的业务转型仍在持续中。

主要风险

- 橡胶价格、化工品价格剧烈波动风险。

投资摘要

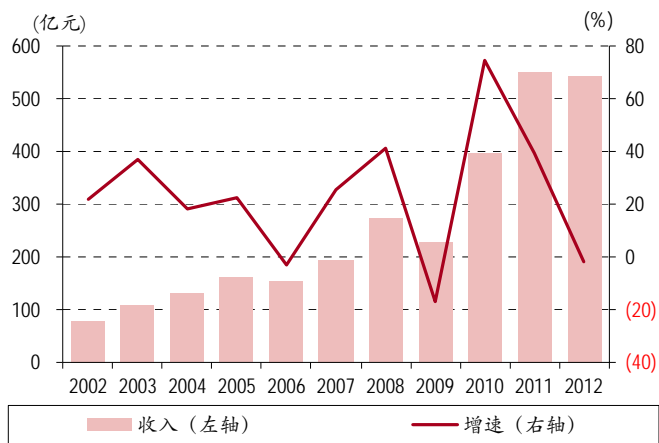
年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	39,692	55,291	54,123	67,386	76,689
变动(%)	74.47	39.30	(2.11)	24.50	13.81
净利润(人民币 百万)	671	775	593	1,188	1,518
全面摊薄每股收益(人民币)	0.466	0.539	0.410	0.826	1.056
变动(%)	8.1	15.7	(23.5)	100.3	27.9
每股股息(人民币)	0.15	0.15	0.13	0.18	0.20
股息率(%)	2.4	2.4	2.1	2.9	3.2

资料来源: 万德及中银国际研究预测

公司简介

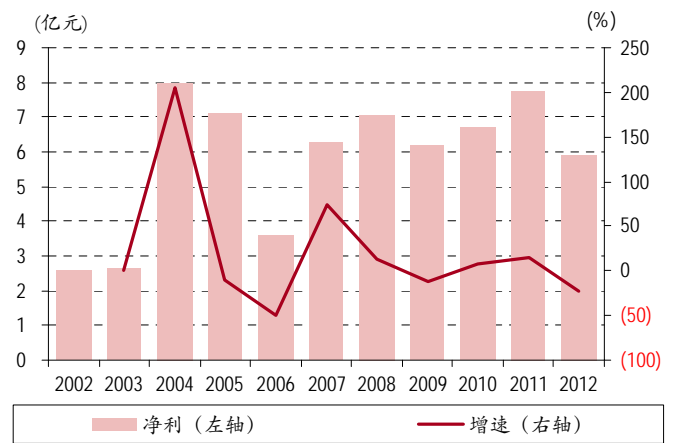
中化国际近几年来一直在寻求从传统的贸易型公司向以橡胶、化工物流、精细化工和农化业务为主的实业转型，并通过并购、投资等方式快速拓展产业链和国际化经营布局，初步形成了具有一定行业影响力的产业地位。但在转型过程中的不断探索、经营业务的筛选也给公司业绩带来较大不确定性，自从2004年公司焦炭业务赚得巨额利润后，近8年来公司业绩一直在区间内震荡。

图表 1.2002-2012 年公司收入及增速



资料来源：公司资料、中银国际研究

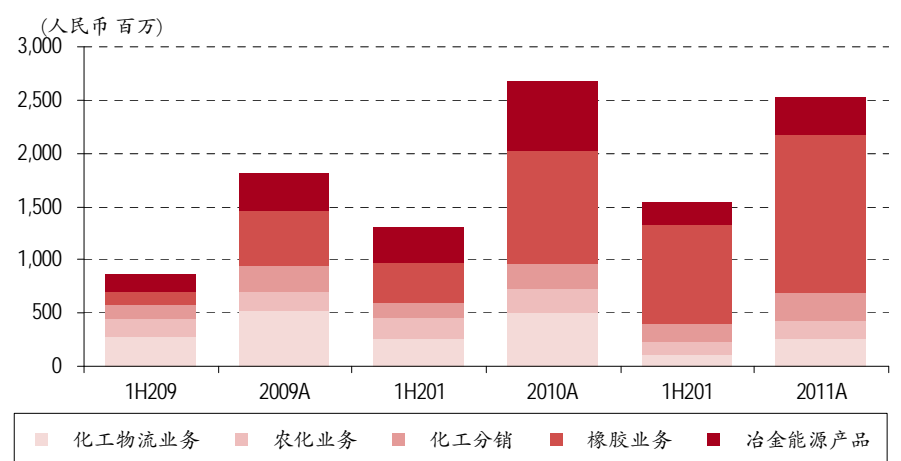
图表 2.2002-2012 年公司净利及增速



资料来源：公司资料、中银国际研究

各业务板块近况

图表 3.公司各板块业务明细



资料来源：公司资料、中银国际研究

1) 橡胶业务：

橡胶业务是中化国际重点发展的板块，其计划重点提升以中国市场为核心的全球营销能力，并通过加强全球种植和加工布局，实现全球领导地位战略。目前公司国内已形成14.5万吨生产能力，销量近60万吨，市占率第一。海外市场，2012年公司通过GMG成功收购比利时SIAT NV公司35%股权，使得其在非洲的天然橡胶、油棕资源和土地储备进一步得到拓展。

但由于橡胶价格波动加大，给公司业绩也带来大幅波动。2011年公司橡胶的经营利润近15亿元，而2012年由于橡胶价格的单边下跌时间较长，导致公司这块业务发生亏损。从而拖累当年净利同比下降23.5%。另外从整个橡胶产业链来看，近80%利润在种植环节、15%利润在加工，还有5%左右在营销环节，公司希望后续加大自有种植量来提升整体利润。但种植投入也相对较大，并且橡胶种植期长，一般种胶收获期预计要5-7年左右时间。所以我们认为未来橡胶业务的发展仍需较多自己投入，并需要较长时间。

2) 化工物流业务：

公司已成为国内化工物流市场的领先者之一，截至2011年末，其共经营47艘载重1,000吨至20,000吨的IMO II/III型散装液体化学品船，同时还拥有近5,000个各种型号的集装罐。但由于金融危机以来的需求低迷，船运市场景气度持续走低，公司化工物流经营利润率从2009年的32.1%下降至2011年末的15.2%，我们预计2012年在个位数。展望2013年，由于经济预期好转和需求回暖，我们预计公司化工物流业务有望走出低谷。

3) 农化业务：

农化业务也是公司较为看重的板块。在2003年通过收购孟山都酰胺类产品4个品牌独家商权及商标所有权，并在2006年获得孟山都草甘膦产品：“农达”在中国的独家分销权，进入农药市场。之后2008年公司进一步收购了孟山都在东南亚主要市场“农达”和酰胺类产品的分销权，并在2008年将**江山股份**(600389.CH/人民币17.17, 未有评级)股权增持至29.19%，成为其第一大股东，打通了农药生产环节，整合了生产、营销的产业链，为后续在全球布局奠定了基础。

4) 精细化工业务：

公司的精细化工实业业务主要水性聚氨酯和橡胶助剂等业务。其中水性聚氨酯主要是公司看好这块业务在中国的快速发展，水性产品需求在中国增长40%左右。公司目前正在代理国外公司的产品，计划将其技术引进中国，进行长足发展。另外，2012年公司收购了江苏扬农化工集团40.53%的股权，成为其第二大股东，这样进入了化工芳烃类和农药类产品的经营领域。

5) 化工分销及冶金能源业务：

化工分销和冶金能源业务是中化国际的传统贸易业务，目前公司将这两个板块定义为能赢取现金流的板块，以后不做战略性发展。因此虽然2013年中国政府将焦炭出口关税由40%下降为0%，之前市场预期中化国际在该项业务上可以大赚一笔，但由于公司已退出该业务几年，并且对该政策的持续性和环保性有待观察，因此并不认为焦炭业务会重演2004年的辉煌。

增发事项

2012年7月公司公布了其非公开增发预案，计划向不超过10名特定投资者非公开发行不超过67,314万股A股(总股本将增加46.7%至21.1亿股)，发行价格不低于5.94元/股，募集不超过40亿人民币，用于收购江苏圣奥60.976%股权和补充流动资金。其中公司大股东中化股份承诺认购比例不低于发行总量的55.76%。如果进展顺利，我们预计公司增发项目有望在今年1季度完成。

江苏圣奥是国内橡胶防老剂等橡胶助剂的行业龙头，在轮胎行业享有较高知名度，2011 年实现销售收入 23.3 亿元，净利 4.37 亿元。中化国际希望通过收购江苏圣奥可以为轮胎行业核心客户提供天然胶、合成胶和橡胶化学品（以圣奥为平台）的全方位产品，从而提高在下游行业的影响力和议价能力。

未来发展战略

公司未来发展战略：将进一步聚焦核心业务，扎根本土，国际化拓展。未来将定位橡胶、精细化工产业、农化三大重点板块，物流也是为精细化工产业合作。公司的业务转型仍在持续中。

2013 年经营业绩有望出现拐点

2012 年由于受到国内外需求疲软、橡胶价格大跌等因素影响，公司当年净利润同比下滑 23.5% 至 5.92 亿元。展望 2013 年，我们认为公司的经营业绩有望出现拐点，这主要是基于以下理由：

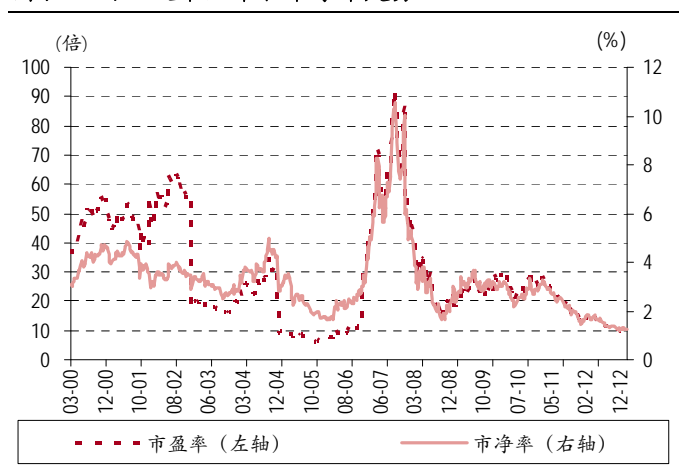
- 1) 橡胶价格在经历了前两年大幅下跌后，在 2012 年第四季度开始企稳，缓慢回升。由于预期 2013 年美国、欧洲经济也将止跌企稳，而我国汽车市场也将呈现复苏行情，加之美国 QE3 等货币因素影响，我们预计橡胶价格在 2013 年将有较好表现。2010-2011 年公司橡胶经营利润分别为 10.7 亿和 14.9 亿，如果橡胶价格表现较好，我们预计公司 2013 年经营利润至少会达到 2010 年水平。
- 2) 得益于农产品价格高企带来全球农作物种植面积的增长，我们预计全球农药景气度在 2013 年仍将保持在较高水平，从而奠定公司农化业务增长的坚实基础。另外公司也将继续拓展其全球农药的分销领域。
- 3) 在收购江苏扬农 40.53% 的股权、江苏圣奥 60.976% 的股权和比利时 SIAT NV 公司 35% 股权后，根据这些公司历史业绩和 2013 年经营情况推算，我们预计它们可至少为公司贡献 5-6 个亿利润。

图表.SHFE 橡胶价格走势



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表.公司历史市盈率和市净率走势



资料来源：公司资料、中银国际研究

在不考虑焦炭这些业务的额外贡献，我们预计中化国际 2013 年净利有望达到 12 亿元左右，同比将增长 100%，考虑增发后股本 21.1 亿股，今年公司每股盈利 0.57 元左右，目前股价相当于 10.9 倍 2013 年预期市盈率，接近历史最低点。考虑 2013 年公司经营可能出现拐点，并且目前估值较低，建议投资者关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371