



转型初见成效, 橡胶、化工一体化优势明显

2013年09月09日

强烈推荐/上调

中化国际 深度报告

——中化国际(600500)深度报告

报告摘要:

- **天然橡胶、精细化工、化工品物流贸易成为三大业务。**中化国际以贸易业务起家, 但贸易业务利润薄、受经济波动影响大。公司自2007年起通过兼并收购, 将业务聚焦于橡胶、精细化学品和化工品物流贸易等领域。通过向上游渗透, 公司掌握了上游自然资源和生产技术, 并将其与公司丰富的下游客户资源、完善的销售网络结合, 业务转型初见成效。
- **天然橡胶业务全产业链布局, 构建一体化优势。**公司收购了上游天胶种植园和天胶加工厂, 业务遍及天胶产业的各个环节。2012年公司销售天胶77万吨, 实现营业收入155亿元, 天胶贸易规模居全国第一, 全球第三。公司拥有橡胶种植面积7.3万公顷, 同时拥有土地储备27.3万公顷。未来随着自产胶比例的提升, 公司橡胶业务的竞争优势和盈利能力将持续提升。天胶价格近期止跌回升, 预计胶价将随需求复苏而上涨, 也对公司橡胶业务形成利好。
- **橡胶化学品和新材料是公司精细化学品业务的双核。**2012年公司收购江苏圣奥和扬农集团股权, 这两家公司将成为公司橡胶化学品和新材料业务的发展平台。圣奥在橡胶防老剂领域具有规模和技术优势, 未来将成为全球橡胶化学品龙头。扬农集团拥有深厚的技术积累, 在苯的氯化硝化、菊酯、环氧丙烷等领域具有技术优势。扬农集团还拥有光气资源, 具备发展聚氨酯材料的条件。
- **拥有国内最大的化工品运能和亚洲最大集装罐规模。**受宏观经济影响, 化工物流需求处于低位, 运价下滑, 但公司通过合理安排运力, 加强了中东航线的运营, 保证了物流业务的盈利增长。未来公司可能收购Newport, 进一步提升集装罐业务规模和运营效率。
- **公司盈利预测及投资评级。**预计公司2013-2014年EPS分别为0.63元, 0.78元。公司当前估值明显低于行业水平。我们认为公司合理市值在150亿左右, 对应股价为10.4元。当前股价上涨空间约54%, 将公司评级从“推荐”上调至“强烈推荐”, 未来12个月目标价为10.4元。

财务指标预测

指标	11A	12A	13E	14E	15E
营业收入(百万元)	55,291	54,448	49,500	52,500	55,800
增长率(%)	39.3%	-1.5%	-9.1%	6.1%	6.3%
净利润(百万元)	1,053	724	1,087	1,371	1,502
增长率(%)	14.9%	-31.3%	50.3%	26.0%	9.6%
净资产收益率(%)	12.3%	8.8%	12.5%	14.5%	14.3%
每股收益(元)	0.54	0.41	0.63	0.78	0.83
PE	12.54	16.51	10.78	8.68	8.17
PB	1.55	1.47	1.35	1.26	1.17

分析师: 梁博

Tel: 010-66554046

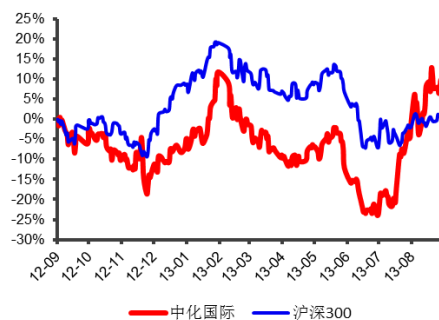
Email: liangbo@dxzq.net.cn

证书编号: S1480512060006

交易数据

52周股价区间(元)	4.46-7.18
总市值(亿元)	97.32
流通市值(亿元)	97.32
总股本/流通A股(万股)	143800/143800
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.48

52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

1、《中化国际(600500)事件点评: 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》2012-02-22

目 录

1. 天然橡胶、精细化工、化工品物流贸易成为三大业务	4
1.1 积极转型，收购兼并是主要手段	4
1.2 收入和利润构成变化，橡胶和精细化工利润贡献超6成	5
2. 天然橡胶：全产业链布局构建一体化优势	7
2.1 不断获取天胶种植资源，提升自产胶比重	7
2.2 天胶市场展望：未来供需趋于平衡，胶价探底回升	7
2.3 天胶业务盈利展望：随自产胶比例上升，吨毛利稳定增长	9
3. 精细化学品：橡胶化学品、新材料双核驱动	10
3.1 圣奥优势之一：规模最大的防老剂生产商	10
3.2 圣奥优势之二：掌握中间体 RT 培司核心技术	11
3.3 扬农集团成为新材料业务的发展平台	12
4. 农化业务：与国际巨头展开合作，继续完善销售网络	13
5. 化工物流业务：运输船队已经成型，静待行业复苏	14
5.1 拥有国内最大化工品运输能力	14
6. 财务分析	15
6.1 负债率高，需要再融资以降低负债率	15
6.2 盈利能力：受宏观经济影响毛利率处于低位	16
7. 盈利预测及估值	18

表格目录

表 1：公司收购、剥离资产一览	4
表 2：圣奥产能情况	11
表 3：扬农集团产能一览	12
表 4：公司运力情况	14
表 5：公司运营航线及利润情况	15
表 6：各板块毛利率	16
表 7：杜邦分析	17
表 8：公司拥有上市公司股权情况	18
表 9：公司参股子公司一览	18
表 10：公司控股子公司一览	19
表 11：公司盈利预测表	20

插图目录

图 1: 2008 年公司收入构成	5
图 2: 2012 年公司收入构成	5
图 3: 2008 年公司营业利润构成	6
图 4: 2012 年公司营业利润构成	6
图 5: 公司天胶资源和产能分布一览	7
图 6: 天胶供应量仍高于需求量, 需求增速出现回升迹象	8
图 7: 青岛保税区天胶库存下降	8
图 8: 天胶价格出现探底回升迹象	9
图 9: 公司天胶销量突破 70 万吨	9
图 10: 天胶业务吨毛利在 1100-1600 元区间波动	9
图 11: 橡胶化学品市场概况	10
图 12: 苯胺硝基苯法制 6PPD	11
图 13: 扬农集团产品链	13
图 14: 资产规模超 300 亿, 负债率逼近 70%	15
图 15: 调整负债比例, 增加长期债务比重	15
图 16: 财务费用超 2 亿元	16
图 17: 财务费用增加侵蚀 EBITDA	17
图 18: 受宏观经济影响 ROE、ROA 下降	18

1998年中化集团将橡胶、塑料、化工品和储运业务独立出来成立了中化国际，2000年中化国际在A股上市。成立初期公司主要业务是化工原料、精细化工品、农用化工品、塑料原料及塑料制成品、橡胶及橡胶制品的进出口贸易。在经营过程中，公司不断调整业务方向，业务重心逐步向天然橡胶、化工领域集中。按板块分，公司业务可分为资源类（天然橡胶）、化工类（精细化工、农化生产）、服务类（化工物流和分销）3部分。

在天然橡胶领域，中化国际的发展方向是全产业链，业务涵盖种植、加工、贸易3个环节。在化工领域，公司将发展重点放在橡胶化学品、农化、新材料等领域，同时积极发展化工物流，完善销售网络，构建产销一体化优势。

分析公司各个板块的经营情况，可以发现公司5大板块业务在所处细分行业均具有很强的竞争力。同时，公司未来还将加大在精细化学品生产的领域的投资，由于生产环节利润空间大于贸易环节，随着公司业务从贸易转向生产，公司的盈利能力还将进一步提升。通过本文，我们将分析公司各大业务板块的经营现状和盈利前景，并估算公司的价值。

1. 天然橡胶、精细化工、化工品物流贸易成为三大业务

1.1 积极转型，收购兼并是主要手段

收购兼并上游资源，剥离非核形资产促公司业务转型。作为一个传统的贸易企业，公司拥有丰富的客户资源，灵敏的市场嗅觉，但缺乏核心的生产技术。2007年开始公司便开始努力转型，收购兼并是公司快速转型的主要手段。2007年起公司先后收购了江山股份、GMG、扬农集团、江苏圣奥（下称，圣奥）等，共斥资77.86亿元。公司收购目标明确，主要集中在橡胶、化工领域。橡胶领域收购重点是上游胶林资源，化工领域收购重点是拥有技术优势的细分行业龙头，在各自领域必须处于行业前三位。扬农集团、江苏圣奥均满足上述要求。

收缩战线，剥离非核心资产。公司剥离了天津中化国际危险品物流、山西寰达股权，出售了交通银行股权等资产，共回笼资金10.11亿元。被公司剥离的资产处于焦炭、PVC等产能过剩行业。

表 1：公司收购、剥离资产一览

日期	公司名称	收购资产		主营业务
		股权比例	收购价格（亿元）	
2007年5月	江山股份	28%	5.00	草甘膦等农药生产
2008年9月	GMG	51%	12.80	天胶种植，加工
2011年12月	扬农集团	5%	1.80	农药，精细化学品生产
2012年3月	扬农集团	36%	16.30	农药，精细化学品生产
2012年11月	江苏圣奥	61%	26.16	橡胶防老化剂，不溶性硫磺
2012年7月	SIAT	35%	15.80	天胶种植，加工
合计			77.86	

出售资产				
日期	公司名称	股权比例	出售价格 (亿元)	主营业务
2010年9月	天津中化国际 危险品物流有 限责任公司	60%	0.66	物流
2011年6月	山西寰达	80.06%	1.33	焦炭生产, 铁合金
2011年6月	内蒙三联	50.50%	1.42	PVC、三氯乙烯生产
2011年12月	太仓兴国实业	19%	0.00	PTMEG 生产
2012年	交通银行	0.20%	6.70	银行
合计			10.11	

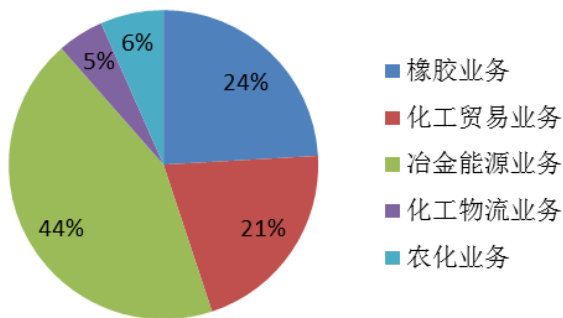
资料来源: 公司年报

1.2 收入和利润构成变化, 橡胶和精细化工利润贡献超 6 成

通过资产调整公司收入和利润构成发生较大变化。2008 年以来公司橡胶、化工贸易的规模增长较快。冶金能源业务收入占比大幅下降, 主要是受钢铁行业低迷影响, 铁矿石、焦炭贸易需求下降。2012 年橡胶、化工贸易业务占营业收入比重上升至 67%, 精细化工板块快速成长。

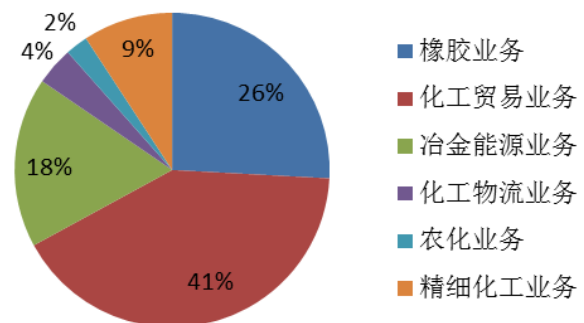
精细化工业务是公司 2012 年的亮点之一。2012 年精细化工板块贡献收入约 55 亿元, 净利润 10.9 亿元, 毛利率 19.8%。精细化工是公司未来重点发展的领域, 较高的毛利率将改变公司过去只见收入增长, 未见利润上升的局面。

图 1: 2008 年公司收入构成



资料来源: 公司年报

图 2: 2012 年公司收入构成

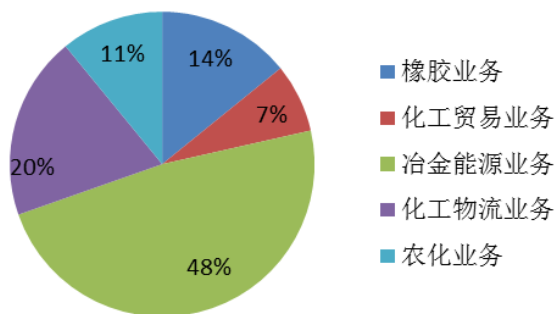


资料来源: 公司年报

橡胶业务和精细化工业务贡献约 6 成营业利润。2008 年公司营业利润的 48% 来自冶金能源业务, 到了 2012 年冶金能源贡献营业利润比例已经下降至 4%, 取而代之的是精细化工业务贡献了 36% 的营业利润。橡胶业务的核心地位也更加突出, 2012 年贡献了营业利润的 29%。化工物流和贸易板块的利润贡献比稳定在 25%-30% 之间。橡胶、精细化学品、化工品物流和贸易三大核心业务日趋明显, 公司的核心竞争力将

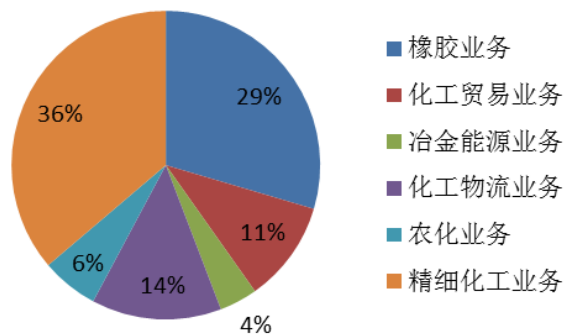
体现在上下游资源整合, 以及物流、销售网络等方面。下面我们将分析各板块具体的经营情况。

图 3: 2008 年公司营业利润构成



资料来源: 公司年报

图 4: 2012 年公司营业利润构成



资料来源: 公司年报

2. 天然橡胶：全产业链布局构建一体化优势

2.1 不断获取天胶种植资源，提升自产胶比重

中化国际天胶业务以贸易起家，目前业务范围涵盖天然橡胶种植、生产加工、销售和增值服务等各个环节，已经完成了全产业链布局。2012 年公司拥有天胶加工能力 63 万吨，销售天胶 77 万吨，市场份额位居中国第一，世界第三。

天胶业务公司的发展重点是获取上游资源。公司先后并购了马来西亚 EUROMA RUBBER、新加坡 GMG、泰国德美行和比利时 SIAT，在非洲、印尼等地获得了可观的土地资源。截至 2012 年底，公司天胶种植面积 7.3 万公顷，土地储备 27.3 万公顷。

公司天胶业务销量和收入规模快速增加。2008 至 2012 年，公司天胶销量从 24.5 万吨增长至 77 万吨，增长 214%；营业收入从 66 亿元增长至 154.5 亿元，增长 134%。

图 5：公司天胶资源和产能分布一览



资料来源：公司资料

中化国际天胶业务自产胶比例仍较低，未来将逐步增加。2012 年公司销售天胶中自种胶只有约 2 万吨，其他部分是自己加工生产的，还有部分是直接采购成品。行业经验显示，在天胶产业链中上游种植环节的利润率最高，中游加工环节利润率其次，下游贸易环节利润率最低。根据公司规划，位于非洲、东南亚的胶园的种植量将持续增加。按照亩产 80 公斤估算，每公顷土地年产胶约 1.2 吨。公司计划未来每年新增约 2000 公顷天胶种植面积，自种胶比例将提升。此外公司还将扩大天胶加工能力，自加工胶的比重也有提升空间。看好公司自产胶比例提升，天胶业务毛利率上升。

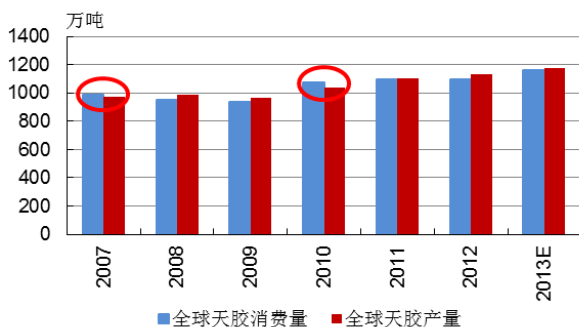
2.2 天胶市场展望：未来供需趋于平衡，胶价探底回升

需求增速下降是导致 2011、2012 年天胶价格下跌的主要原因。市场普遍认为过去 2 年天胶价格下跌主要是因为东南亚天胶产量增长。我们认为需求下降才是天胶价格下跌的主要原因。2010 年全球天胶产量同比增加 74 万吨, 但由于需求增长超过 130 万吨, 所以 2010 年天胶价格大幅上涨。随后 2 年, 需求增长缓慢, 才导致天胶价格大幅回落。作为农产品, 天胶的供应具有不确定性, 而胶农也可通过停割来减少供应提振价格。因此我们认为, 只要需求回暖, 天胶价格将止跌回升。

橡胶行业独立研究机构 ISRG 数据显示, 2011、2012 年天胶产量比消费量分别高出 10 万吨和 30 万吨。需求不足导致 2012 年底全球天胶库存达到 208 万吨。但从今年 2 季度开始, 伴随美国、欧洲等地经济逐渐走出低谷, 天胶需求有所回暖。ISRG 预计 2013 年全球天胶消费量将达到 1159 万吨, 同比增速将达到 5.3%。而全年天胶产量 1177 万吨, 同比增速约 3.9%。虽然供应量仍高于需求量, 但供需趋于平衡。

我们认为虽然未来几年全球天胶供应将继续增长, 但农产品属性决定了天胶供应的增长幅度不会很大。而需求的弹性较大, 如果欧美、中国的经济复苏快于预期, 则天胶需求的增长将带动胶价回升。近期国内外轮胎企业开工率有所上升, 青岛保税区天胶库存下降, 或预示天胶需求将持续增长。天胶价格在 7 月触及 16000 元/吨后开始反弹。

图 6: 天胶供应量仍高于需求量, 需求增速出现回升迹象



资料来源: ISRG

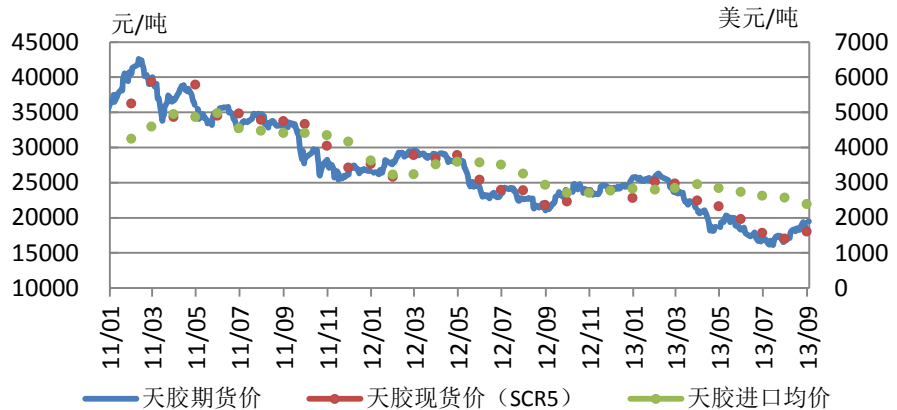
图 7: 青岛保税区天胶库存下降



资料来源: 东兴证券研究所

从生产成本角度看, 天胶的成本主要包括可变成本和固定成本两部分。可变成本主要包括胶工的工资及社保费、胶水运费、加工费用等; 固定成本主要包括橡胶林木折旧费、地租费、定期发生的化肥农药费、生产辅助人员的人工成本等。海南橡胶的数据显示, 天胶的可变成本约 9500 元/吨, 固定成本约 7000 元/吨, 因此国产天胶的成本价约 16500 元/吨。东南亚、非洲地区天胶成本稍低, 折合人民币大约 12000-14000 元/吨。我们判断天胶跌破成本价的可能性较小, 未来 1 年天胶价格很可能在 16000-25000 元/吨区间运行。

图 8: 天胶价格出现探底回升迹象

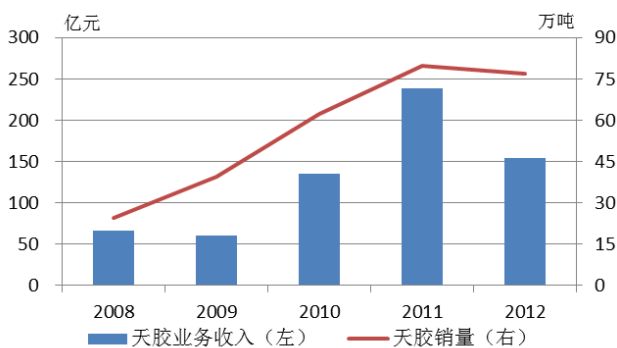


资料来源: 上期所, 海关总署

2.3 天胶业务盈利展望: 随自产胶比例上升, 吨毛利稳定增长

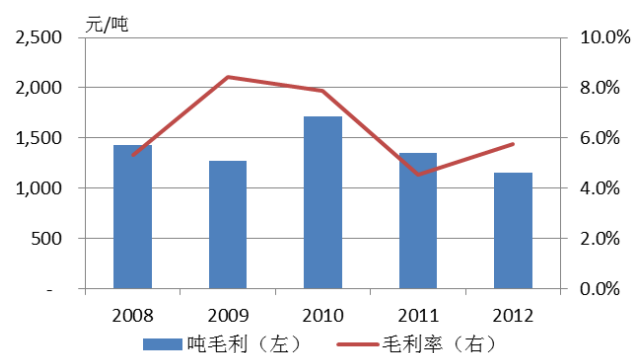
天胶价格大幅波动, 但吨利润相对稳定。分析历史数据可以发现, 2008-2012 年公司天胶每吨毛利在 1100 元-1600 元之间波动, 毛利率在 4%-8% 之间波动, 盈利能力相对稳定。随着自产胶比例的提高, 预计公司天胶业务吨毛利将提升。以海南橡胶为例, 其橡胶业务吨毛利通常在 3000 元以上。2012 年由于天胶价格大幅下跌, 以及天胶贸易比重上升, 吨毛利才下降至 1400 元。预计到 2015 年中化国际天胶业务吨毛利有望逐步提升至 2000 元左右。

图 9: 公司天胶销量突破 70 万吨



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 10: 天胶业务吨毛利在 1100-1600 元区间波动



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

综合而言, 预计公司 2013-2015 年天胶销量约 80-90 万吨, 收入规模在 150-200 亿之间, 毛利 10-15 亿之间。经过多年的精心经营, 中化国际天胶业务的规模优势、一体化优势日益明显, 虽然胶价波动, 但盈利能力将保持稳中有升的态势。

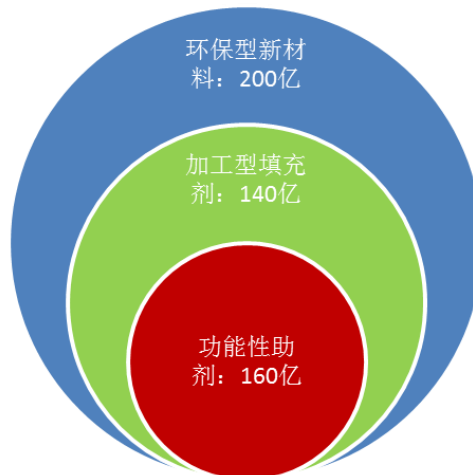
3. 精细化学品：橡胶化学品、新材料双核驱动

中化国际从 2007 年开始通过收购兼并进入化学品生产领域，化工品种类繁多，公司经过不断调整，将发展重点放在精细化学品和农化两个细分市场。其中精细化学品业务又确定了橡胶化学品，新材料两个核心领域。橡胶化学品业务以江苏圣奥为发展平台，新材料业务以扬农集团为发展平台。农化业务则延续了“生产+贸易”的思路，生产以江山股份为核心，分销则通过与孟山都等国际龙头合作，依托自身完善的销售网络占领市场。

3.1 圣奥优势之一：规模最大的防老剂生产商

全球橡胶化学品市场容量约 500 亿元。橡胶化学品可分为 3 大类：（1）功能性助剂，包括防老剂，不溶性硫磺；（2）加工型填充剂，包括炭黑、白炭黑和偶联剂；（3）环保型新材料，包括芳纶、环保型促进剂等。

图 11：橡胶化学品市场概况



资料来源：公司资料

圣奥橡胶防老剂业务具有规模优势。2012 年中化国际斥资 26.1 亿元，收购江苏圣奥 61% 股权，江苏圣奥估值 42.8 亿元。圣奥目前业务主要集中在功能性助剂领域，未来公司还将产品线扩展到不溶性硫磺、硫化促进剂等其他橡胶化学品领域。

江苏圣奥是全球最大的橡胶防老化剂 6PPD 生产商，去年公司营业收入约 25 亿元，占据全球 6PPD 市场约 25% 的市场份额，国内市场份额约 57%。国内规模较大的防老剂厂商还包括：中石化南京化工厂（5 万吨），山西翔宇（4 万吨）。中石化南京化工厂生产防老化剂的历史较长，但近年来技术进步慢，生产成本较高。其余企业在技术成熟度、生产规模方面均不及圣奥。

截至 2012 年底，圣奥拥有 PPD 产能 13 万吨，PPD 上游中间体 RT 培司产能 15 万吨（1 吨 RT 培司可生产约 1.4 吨 PPD）。

表 2: 圣奥产能情况

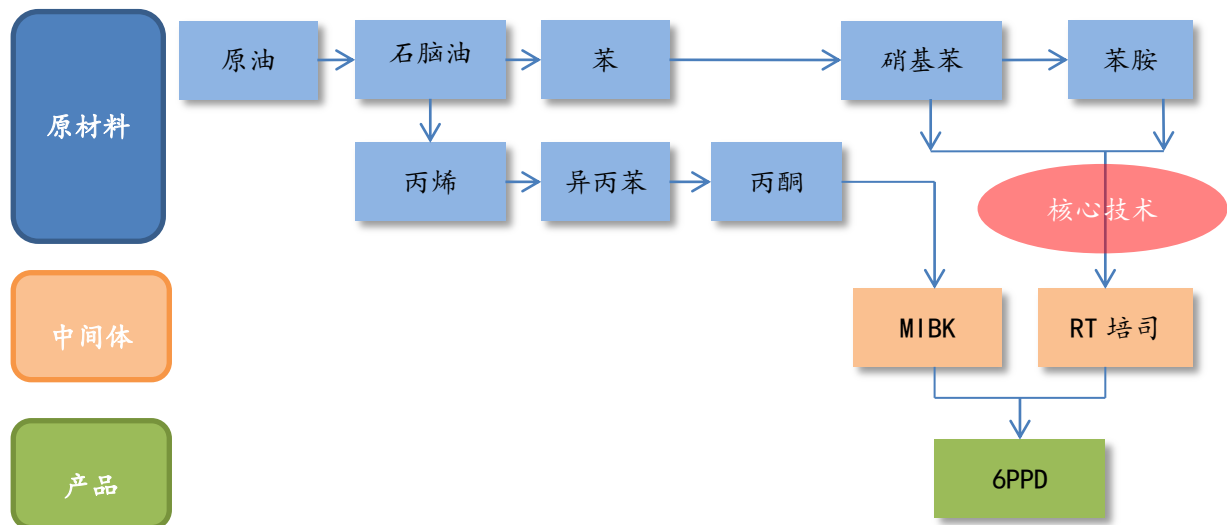
产品名称	产能 (万吨)	备注
6PPD	13	国内第一
中间体 RT 培司	15	国内第一
IPPD	1	
TMQ	0.5	
PPDS	0.2	

资料来源: 公司资料

3.2 圣奥优势之二: 掌握中间体 RT 培司核心技术

公司是全球第二家采用“硝基苯法清洁工艺”生产 RT 培司的企业, 该工艺使废水排放量大幅降低, 同时也保证了较低的生产成本。因此公司是全球最大的 RT 培司供应商, RT 培司产品不仅满足自用, 还能够外售。目前全球约 70%-80%的 6PPD 产品使用公司的 RT 培司作为原料。因此圣奥在竞争中具有较强的成本优势。

图 12: 苯胺硝基苯法制 6PPD



资料来源: 天拓咨询

橡胶化学品受益于汽车、轮胎工业发展。中国汽车工业持续发展, 汽车保有量突破 1 亿台, 中国已经是全球最大的轮胎生产基地, 约占全球轮胎产量的 1/3。下游需求的增长将带动橡胶工业的发展, 给橡胶化学品行业带来了发展良机。圣奥依靠技术、规模已经在防老剂领域确立了领导地位, 未来圣奥将把产品线延伸至不溶性硫磺、硫化促进剂、白炭黑等领域。同时, 依托中化国际的平台, 圣奥将获得充足的资金支持, 并获得更多的客户资源。我们看好圣奥成长为国际橡胶化学品领导企业。

3.3 扬农集团成为新材料业务的发展平台

2012年2月，中化国际宣布收购和增资扬农集团，持有扬农集团40.53%股权。扬农集团在苯的氯化硝化系列产品、农用和卫生用菊酯、环氧氯丙烷3个领域具有领先的技术优势和市场影响力。此外扬农集团拥有稀缺的光气资源，具备发展下游聚氨酯材料的技术条件。

扬农集团拥有8个研究所，230人的研发检测分析团队，年合成化合物约700个。其拥有工艺、设备、电气、仪表等全流程专业化人员，并三个配套齐全的精细化工产业基地。上述研究团队、技术设备将是扬农集团发展农化、新材料业务的保障。

表3：扬农集团产能一览

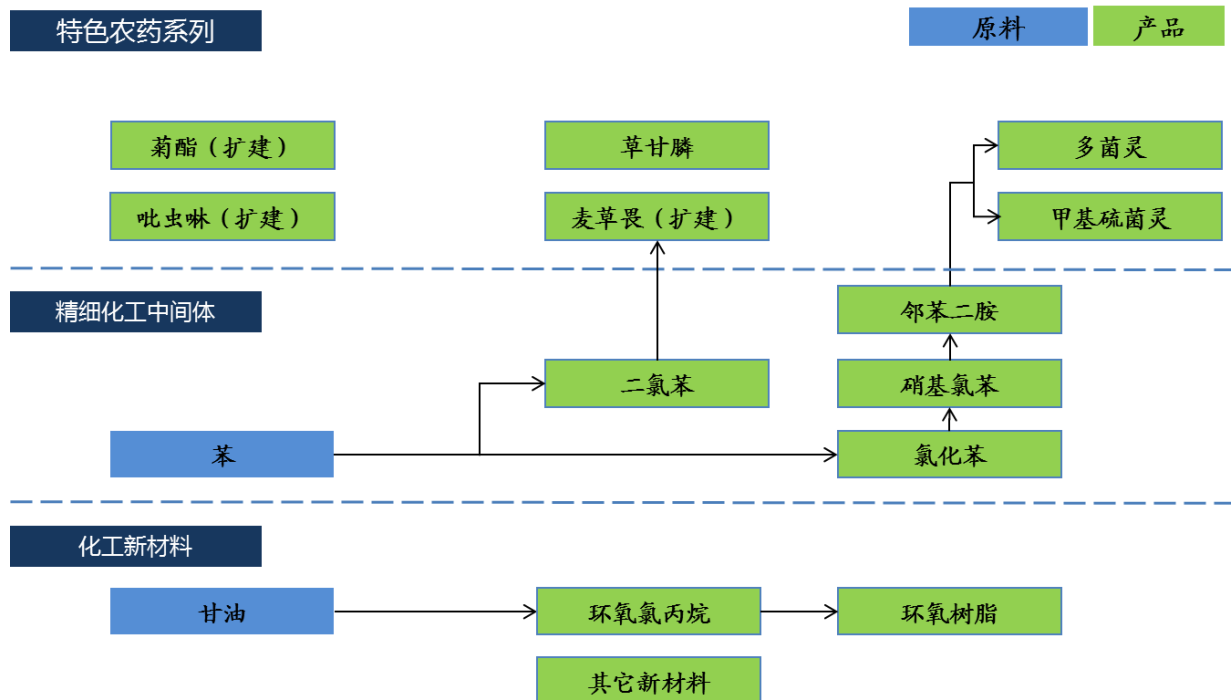
产品名称	产能（吨）
农化业务	
菊酯系列	5000
麦草畏	2000
草甘膦	40000
丙环唑	500
多菌灵	10000
甲基硫菌灵	2000
精细化学品	
二氯苯	100000
硝基氯苯	100000
新材料	
环氧氯丙烷	120000
环氧树脂	120000

资料来源：公司资料

产品链完善是扬农集团核心竞争力之一。以苯为原料，扬农集团具备二氯苯、氯化苯的成熟技术，而这两个产品是生产麦草畏、多菌灵的原料。扬农集团是国内除草剂行业的领先企业，控制草甘膦产能4万吨，麦草畏产能2000吨。草甘膦是市场容量最大的除草剂，而麦草畏使用量有望随转基因小麦的推广而大幅增长，前景良好。

除了具备完整的产品链，扬农集团还拥有丰富的土地资源，后续发展有保障。扬农集团在扬州和宁夏拥有3300亩土地，其中有1200亩可用于新项目的建设。此外，还拥有长江沿岸的码头，未来还可能获得一个5万吨的危险化学品码头，并配套建设仓储设施。

图 13: 扬农集团产品链



资料来源: 公司资料

2012 年扬农集团 60.5 亿元，净利润 3.6 亿元。扬农集团持有上市公司扬农化工 (600486) 36.17% 股权。受草甘膦价格大幅上升影响，今年上半年扬农化工营业收入 16 亿元，同比增长 30%，扣非后净利润 2.1 亿元，同比增长 94%。下半年草甘膦价格继续在 4 万元/吨上方运行，预计扬农化工全年业绩同比增幅在 90%-100% 左右。因此今年扬农集团业绩将同比大幅增长。

4. 农化业务：与国际巨头展开合作，继续完善销售网络

中化国际农化业务集中在除草剂、杀虫剂两个领域。在国内，公司与孟山都建立了独家经销、区域代理等多种方式的合作。公司拥有“马歇特”、“新马歇特”、“禾耐斯”、“拉索”等 4 个品牌在中国的商标所有权，并拥有“农达”、“罗地欧”、“欧迈斯”等 3 个品牌的独家经销权。公司在国内高端农药领域确立了领先地位，建立了完善的销售网络，拥有百余家区域经销商、2000 余家基层经销商。

国际方面，公司积极布局亚太，并将版图扩张至澳洲。并拥有“农达”品牌在东南亚六国（印度、菲律宾、泰国、越南、巴基斯坦和孟加拉国）及台湾地区的独家经营权。公司收购了孟山都在东南亚六国（印度、菲律宾、泰国、越南、巴基斯坦和孟加拉国）及台湾地区的酰胺类业务，在上述地区拥有“农达”等品牌的独家经营权。在东南亚地区公司目前运营 45 个品牌。2012 年公司成立了澳洲子公司，将业务版图进一步扩

大。

中化国际的农化业务立足于“生产”、“分销”两条腿走路。生产方面以除草剂、杀虫剂为核心, 分销方面则通过与孟山都的合作不断扩充产品类别, 扩大分销网络的深度和广度。预计公司农化业务分销规模将稳定增长, 生产规模扩大后, 农化业务毛利率将提高。

短期看草甘膦处于景气高点, 利好中化国际。中化国际与孟山都合作, 在国内独家经销“农达”品牌草甘膦。在经销草甘膦的同时, 公司 2007 年开始布局草甘膦生产, 收购了江山股份、扬农集团的部分股权。按生产、经销规模计算, 中化国际占据国内约 15% 的份额, 是国内草甘膦行业的隐形冠军。

5. 化工物流业务: 运输船队已经成型, 静待行业复苏

5.1 拥有国内最大化工品运输能力

中化国际建立了国内最大的化工品运输能力, 在船运、集装罐领域具有很强的竞争优势。船运方面, 公司共控制 50 艘 IMO I/II/III 型散装液体化学品船, 每艘船的载重在 3000 吨至 45,000 吨之间, 公司控制运力达到 52.3 万吨。航线方面, 公司拥有内贸、台海、中东等航线, 2012 年上半年公司投资控股日本的液体化学品运营船东“德宝公司”, 获得远东-澳洲和美洲-澳洲航线经营权。2012 年航运业务处于行业周期低点, 行业整体运力依然过剩。公司调整运力分配, 加大中东航线的运力部署, 确保 2012 年实现运量同比增长 34 万吨。2012 年公司船运业务毛利 2.8 亿元, 较 2011 年增长约 1.2 亿元。公司灵活的经营策略保证了船运业务的盈利增长。

表 4: 公司运力情况

	2010	2011	2012
船舶 (艘)	42	47	50
控制运力 (万吨)	36.52	45.23	52.33

资料来源: 公司债券评级报告

集装罐方面, 公司拥有 6000 余个集装罐, 规模为亚洲第一。2012 年末, 公司集装罐规模超过 6000 个, 其中特种罐 1495 个。通过国际协作, 中化国际与 Newport 等合作方联合管理的集装罐数量接近 10,000 个, 基本形成全球运营网络布局。国际协作减少了公司空罐运输次数, 提升了经营效率。此外 2012 年化工行业对集装罐运输的需求有所增长, 集装罐运价上升。

化工物流行业具有显著的规模效应和较高的行业壁垒。公司在这个行业内已经建立起了强大的竞争优势。未来公司计划收购 Newport 部分股权, 进一步扩张遍布全球的运输网络。我们认为随着全球经济的复苏, 化工行业对化学品运输的需求将触底回升。看好公司化工物流业务未来收入和利润的增长。

表 5: 公司运营航线及利润情况

航线	2011		2012	
	承载运量 (万吨)	毛利 (万元)	承载运量 (万吨)	毛利 (万元)
内贸/台海	436	9089	347	99
中东	215	6499	270	24698
德宝			96	3206
合计	651	15588	713	28003

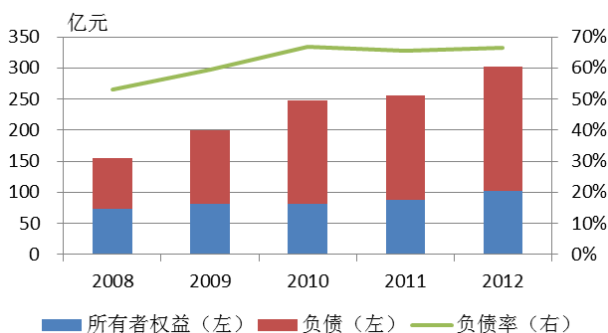
资料来源: 公司债券评级报告

6. 财务分析

6.1 负债率高, 需要再融资以降低负债率

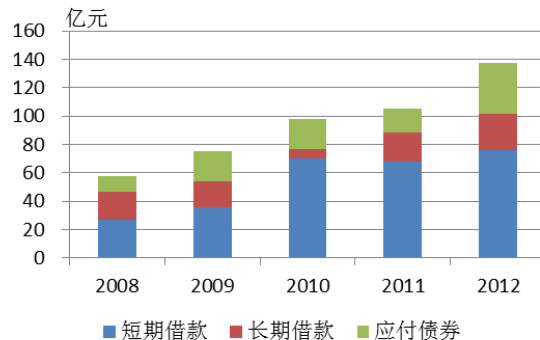
负债率上升至 66%, 公司面临融资压力。上文已经提到, 近年来中化国际正在积极的业务转型, 并购了 SIAT、圣奥、扬农集团, 因此公司的资产规模快速增加。2008 年公司总资产 155.6 亿元, 所有者权益 72.9 亿元。2012 年公司总资产规模扩张至 301.9 亿元, 所有者权益 101.5 亿元。规模扩张的同时, 公司负债率从 53% 增长至 66%。

图 14: 资产规模超 300 亿, 负债率逼近 70%



资料来源: 公司年报

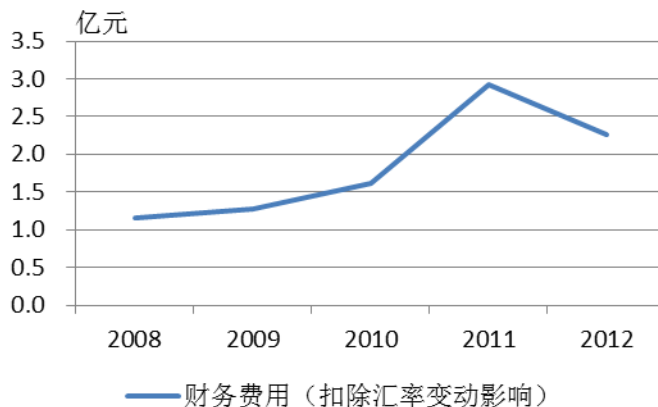
图 15: 调整负债比例, 增加长期债务比重



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

短期负债超 70 亿元, 债务结构有所改善。2010 年公司的负债中短期借款比例超 70%, 之后公司增加了长期借款的比例, 2012 年公司成功发行 19 亿元公司债, 长短期债务的比例趋于平衡。2008 年以来公司的财务费用呈上升趋势, 扣除汇率影响 2011 年财务费用约 2.9 亿元, 2012 年财务费用小幅下降至 2.3 亿元。

图 16: 财务费用超 2 亿元



资料来源: 公司年报

积极推进非公开增发, 增强公司资金实力。公司拟非公开增发 6.7 亿股, 增发价格不低于 5.79 元 (原增发价为不低于 5.94 元, 分红后调整) 募集资金不超过 40 亿元。目前该增发方案已经获得证监会批准, 公司正在积极推动增发。此次增发也获得大股东中化股份的支持, 大股份发布公告称将按持股比例认购增发额的 55.2%, 投入资金约 22 亿元。大股份支持, 以及公司股价回升至增发价上方, 我们预计增发将于今年 4 季度顺利完成。届时公司的负债率将从 66% 下降至 59% 左右, 预计 2014 年公司财务费用有望较 2013 年下降 1 亿元左右。

6.2 盈利能力: 受宏观经济影响毛利率处于低位

冶金能源、化工分销业务低迷, 精细化工提升公司整体毛利率。过去 3 年冶金能源、化工分销业务受钢铁、化工行业低迷影响毛利率不断下降。橡胶、化工物流、农化 3 大业务毛利率相对稳定, 但受整体经济周期影响这 3 大板块的毛利率水平也处于低位。2012 精细化工业务毛利率为 19.8%, 主要包括聚氨酯产品的销售和圣奥并表, 扬农集团未并表。2013 年圣奥全年业绩将并表, 预计收入 25-30 亿元, 毛利率在 25% 左右。未来随着精细化工收入占比不断提高, 公司的综合毛利率将上升。

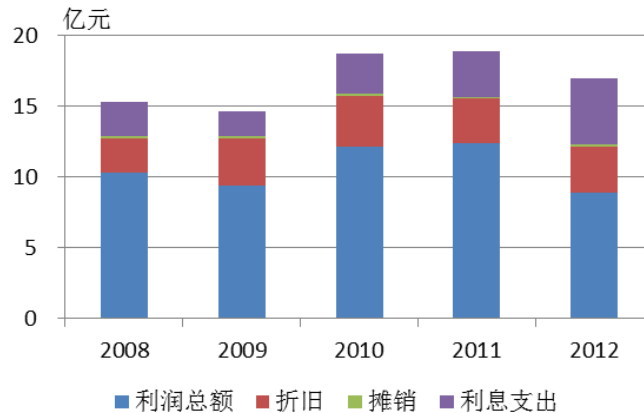
表 6: 各板块毛利率

	2010	2011	2012
橡胶	7.9%	6.3%	5.7%
化工物流	24.3%	15.3%	17.6%
农化	11.2%	19.1%	13.3%
冶金能源	5.9%	3.2%	0.9%
化工分销	2.0%	1.5%	1.3%
精细化工	/	/	19.8%
合计	6.7%	4.7%	5.0%

资料来源: 公司年报

过去 3 年 EBITDA 稳定在 15-20 亿之间, 利息支出侵蚀利润。2012 年公司 EBITDA 为 17 亿元, 较 2011 年下降 1.9 亿元。2010-2012 年, 公司利息支出从 2.8 亿元增长至 4.7 亿元, 折旧和摊销基本稳定在 3.5 亿元左右。如果增发完成, 利息支出下降, 将有利于公司利润增长。

图 17: 财务费用增加侵蚀 EBITDA



资料来源: 公司年报

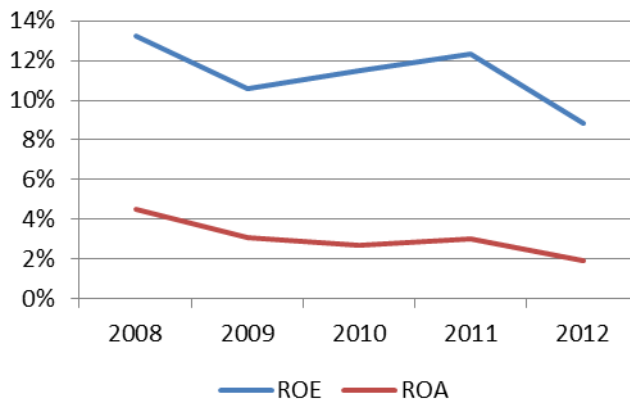
净利润率下滑导致 ROE 下降, 反映宏观经济和化工行业的低迷。过去 5 年公司净利润从 2.6% 下降至 1.1%, 导致 ROE 下降至 8.8%。同时需要注意公司的杠杆率从 2.92 倍增长至 4.56 倍。如果 2013 年开始全球经济逐渐走出低谷, 公司将表现出较强的业绩弹性。转型之后, 中化国际贸易业务比重下降, 生产业务比重上升, 公司业绩稳定性有所提升。但公司主要产品天胶、橡胶化学品等与宏观经济关系密切, 如果经济复苏, 公司相关业务的盈利有望快速反弹。

表 7: 杜邦分析

	2008	2009	2010	2011	2012
净利润率	2.6%	2.7%	1.7%	1.4%	1.1%
资产周转率	1.8	1.1	1.6	2.2	1.8
杠杆率	2.92	3.42	4.25	4.06	4.56
ROE	13.2%	10.6%	11.5%	12.3%	8.8%

资料来源: 公司年报

图 18: 受宏观经济影响 ROE、ROA 下降



资料来源: 东兴证券研究所

7. 盈利预测及估值

中化国际已经形成控股公司的雏形, 旗下直接或间接持有 3 家上市公司股权, 其中控股 GMG, 参股江山股份, 间接参股扬农化工。上述 3 块股权目前市值约 50 亿元。

表 8: 公司拥有上市公司股权情况

公司名称	市值 (亿元)	股权比例	拥有股权市值 (亿元)
GMG	40	51.00%	20.4
江山股份	73	29.19%	21.3
扬农化工	56	14.66%	8.2
合计			49.9

资料来源: 东兴证券研究所

除去 3 家上市公司, 中化国际还控股 Sinochem、中化国际物流等 7 家子公司, 2012 年 6 家控股公司加权净资产为 87.5 亿元, 实现收入 93 亿元, 贡献净利润 5.4 亿元。另外公司还参股上海北海船务、中化兴中石油转运等公司, 这两家公司 2012 年贡献投资收益 1.75 亿元。综合来看, 中化国际控股、参股公司权益净资产约 96.3 亿元, 贡献净利润约 7.2 亿元。这块资产价值在 70-100 亿之间

表 9: 公司参股子公司一览

	股权比例	净资产	贡献投资收益
上海北海船务	20.0%	20.0	0.90
中化兴中石油转运	44.8%	10.8	0.85
合计		8.8	1.75

资料来源: 公司年报

表 10: 公司控股子公司一览

控股子公司	股权比例	净资产 (亿元)	收入 (亿元)	净利润 (亿元)
Sinochem	100.0%	30.9	24.9	1.1
中化国际物流	100.0%	32.7	24.0	1.7
海南中化橡胶	46.5%	1.0	10.9	0.3
西双版纳中化橡胶	96.7%	1.5	14.6	0.4
中化国际聚氨酯	100.0%	-0.1	2.8	-0.3
中化作物保护	100.0%	8.1	6.9	0.2
江苏圣奥	61.0%	23.1	25.0	3.5
合计		87.5	93.0	5.4

资料来源: 公司年报

仅考虑所持上市公司股权, 控股、参股公司的资产盈利情况, 按市值和净资产估算价值约 146 亿元。我们判断当前中化国际合理市值在 120-170 亿元之间。

假设天胶价格在今年 7 月触底后逐步回升至 20000 元/吨; 化工运输和贸易业务能够随经济回暖而景气上升。预计公司 2013-2014 年净利润有望达到 9.02 亿元, 11.21 亿元, 对应 EPS 分别为 0.63 元, 0.78 元。

中化国际最新股价为 6.77 元, 对应市值为 97 亿元, 当前股价对应上述业绩预测的 PE 分别为 10.7 倍, 8.7 倍。化工行业 PE 为 19.3 倍, 公司当前估值明显低于行业水平。参考上面的价值分析, 我们认为公司合理市值在 150 亿左右, 对应股价为 10.4 元。当前股价上涨空间约 54%, 因此将公司评级从“推荐”上调至“强烈推荐”, 未来 12 个月目标价为 10.4 元。

表 11: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	16206	14275	14300	15329	16447	营业收入	55291	54448	49500	52500	55800
货币资金	7872	5608	6435	6825	7254	营业成本	52744	52478	46679	49455	52452
应收账款	2102	3040	2577	2733	2905	营业税金及附加	271	174	198	210	279
其他应收款	448	615	560	593	631	营业费用	651	685	644	630	670
预付款项	497	666	899	1147	1409	管理费用	631	792	743	788	837
存货	3600	3187	2813	2981	3161	财务费用	39	242	208	80	100
其他流动资产	1028	502	453	453	453	资产减值损失	221.25	71.29	80.00	80.00	80.00
非流动资产合计	9351	15911	14753	14070	13287	公允价值变动收益	2.03	15.46	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1930	5820	6000	6150	6200	投资净收益	300.64	752.16	450.00	500.00	520.00
固定资产	4601	5280	4823	4173	3523	营业利润	1037	774	1400	1758	1902
无形资产	886	1827	1645	1462	1279	营业外收入	217.34	124.62	100.00	120.00	150.00
其他非流动资产	0	2	0	0	0	营业外支出	15.35	12.27	50.00	50.00	50.00
资产总计	25557	30186	29053	29399	29734	利润总额	1239	886	1450	1828	2002
流动负债合计	12633	13222	13834	14700	15463	所得税	186	163	362	457	501
短期借款	6794	7618	8414	8829	9109	净利润	1053	724	1087	1371	1502
应付账款	2883	2923	2558	2710	2874	少数股东损益	278	139	185	250	310
预收款项	677	688	935	1198	1477	归属母公司净利润	775	584	902	1121	1192
一年内到期的非	1297	113	113	113	113	EBITDA	2281	3171	2440	2670	2835
非流动负债合计	4095	6809	6097	6067	6033	EPS (元)	0.54	0.41	0.63	0.78	0.83
长期借款	2033	2537	2537	2537	2537	主要财务比率					
应付债券	1692	3582	3500	3500	3500	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
负债合计	16728	20032	19931	20766	21496	成长能力					
少数股东权益	2529	3541	3726	3976	4286	营业收入增长	1.5%	-1.5%	-9.09%	6.06%	6.29%
实收资本 (或股	1438	1438	1438	1438	1438	营业利润增长	39.8%	385.7%	80.86%	25.55%	8.24%
资本公积	1571	1443	1438	1438	1438	归属于母公司净利润	54.5%	244.7%	54.45%	24.18%	6.35%
未分配利润	2967	3325	3686	4134	4611	获利能力					
归属母公司股东	6299	6613	7193	7753	8349	毛利率 (%)	5%	4%	6%	6%	6%
负债和所有者权	25557	30186	30850	32496	34131	净利率 (%)	2%	1%	2%	3%	3%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	3%	2%	3%	4%	
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE (%)	12%	9%	13%	14%	14%
经营活动现金流	906	658	1680	1674	1785	偿债能力					
净利润	1053	724	1087	1371	1502	资产负债率 (%)	65%	66%	65%	64%	63%
折旧摊销	1204	2156	330	833	833	流动比率	1.28	1.08	1.03	1.04	1.06
财务费用	39	242	208	80	100	速动比率	1.00	0.84	0.83	0.84	0.86
应付帐款的变化	0	0	-366	152	164	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	248	263	279	总资产周转率	2.20	1.95	1.62	1.66	1.67
投资活动现金流	-1240	-4518	-1093	-1030	-910	应收账款周转率	26	21	18	20	20
公允价值变动收	2	15	0	0	0	应付账款周转率	21.35	18.75	18.06	19.93	19.99
长期股权投资减	1930	5820	6000	6150	6200	每股指标 (元)					
投资收益	301	752	450	500	520	每股收益 (最新摊薄)	0.54	0.41	0.63	0.78	0.83
筹资活动现金流	1304	1477	241	-254	-446	每股净现金流 (最新	0.68	-1.66	0.58	0.27	0.30
应付债券增加	6794	7618	8414	8829	9109	每股净资产 (最新摊	4.38	4.60	5.00	5.39	5.81
长期借款增加	2033	2537	2537	2537	2537	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	12.54	16.51	10.78	8.68	8.17
资本公积增加	-4	-128	-5	0	0	P/B	1.55	1.47	1.35	1.26	1.17
现金净增加额	970	-2382	827	390	429	EV/EBITDA	6.00	5.67	7.32	6.70	6.26

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：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，有两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，我公司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。