

物流贸易巨头转型成精细化工龙头

投资要点:

- **物流贸易龙头正在加速转型成精细化工龙头**
公司是化工品物流、分销、橡胶、农化、精细化工、冶金能源等领域从事物流、分销、贸易等国际化经营的大型国有控股公司；公司在保持贸易物流市场地位的同时，战略发展实体产业，产业盈利占比已从十年前的只有 8% 提高到今年上半年的 96%；已经成功的实现由贸易公司向精细化工产业集团的转型，并在精细化工及橡胶主业领域打造出完整的产业链，具备了雄厚的产业基础及发展潜力。
- **农化景气维持，全产品线的一体化优势已形成**
公司持股扬农集团 40.5%、间接持股扬农化工 14.7%、持股南通江山股份 29.2%，受益于转基因作物面积持续增长提升需求和安全环保标准提高提升行业准入，草甘膦景气有望维持。作为中国唯一拥有国际高端农药品牌的公司，公司农化分销依托孟山都的强势品牌，拓展东南亚和澳洲等海外营销渠道，已形成上下游一体化优势。
- **控股江苏圣奥化学，橡胶助剂前景广阔**
公司于去年 11 月并购 61% 股权的江苏圣奥是全球最大的专业橡胶防老剂 6PPD、IPPD 以及中间体 RT 培司生产企业，是 PPD 产品全球市场的领导者，市场销售份额全球第一；拥有 6PPD 防老剂的核心技术和成本优势；与富莱克斯的诉讼胜诉后，出口将获得爆发性增长。另外，不溶性硫磺、高分散型白炭黑等新产品的潜力较大。
- **以 GMG 为平台，准备大举收购橡胶园，有望成全球天胶巨头**
公司自产天胶未来几年有望从 2 万吨增长到 10 万吨以上；目前橡胶加工销售能力约 80 万吨，位居中国第一、全球第二，很快能达到 100 万吨。公司以 GMG 作为橡胶业务的海外战略性平台，将继续拓展天然橡胶上游资源，未来几年有望成为全球天胶巨头。
- **投资建议：**预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.56 元、0.74 元和 0.87 元（增发摊薄前）；公司拟增发不超过 6.91 亿股，发行价不低于 5.79 元/股。公司业务结构的转型和商业模型的转变将带来价值重估，估值水平将有望提升，我们上调公司至“推荐”评级。

主要财务指标

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	55,291	54,448	46,963	51458	56226
收入增长率%	39%	-2%	-14%	10%	9%
EBITDA(百万元)	1396	1345	1789	2348	2590
净利润(百万元)	775	584	810	1067	1257
增发前 EPS(元)	0.54	0.41	0.56	0.74	0.87
PE	12.5	16.5	12.8	9.1	7.8

资料来源：中国银河证券研究部

中化国际 (600500.SH)

推荐 上调评级

分析师

袁孝锋

☎: (8621) 20252676

✉: qixiaofeng@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 2013.09.12

A 股收盘价(元)	6.68
A 股一年内最高价(元)	7.18
A 股一年内最低价(元)	4.46
上证指数	2241
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)	94.45

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

公司是化工品物流、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、贸易等国际化经营的大型国有控股公司；公司在保持贸易物流市场地位的同时，战略拓展发展实体产业，产业盈利占比已从十年前的只有 8% 提高到今年上半年的 96%；已经成功的实现由贸易公司向精细化工产业集团的转型，并在精细化工及橡胶主业领域打造出完整的产业链，具备了雄厚的产业基础及发展潜力。

2、农化景气维持，全产品线的一体化优势已形成

公司农药制造业务的主体主要是持股 40.53% 的扬农集团、间接持股 14.66% 的扬农化工和持股 29.19% 的南通江山股份，受益于转基因作物面积持续增长提升需求和安全环保标准提高推升行业准入，草甘膦景气有望维持、成为主要盈利贡献产品。同时，公司是中国唯一拥有国际高端农药品牌的本土企业，并依托孟山都的强势品牌的独家分销权，拓展东南亚和澳洲等海外营销渠道，农化业务已形成上下游一体化优势。

3、控股江苏圣奥化学，橡胶助剂前景广阔

公司于去年 11 月并购 61% 股权的江苏圣奥是全球最大的专业橡胶防老剂 6PPD、IPPD 以及中间体 RT 培司生产企业，是 PPD 产品全球市场的领导者，市场销售份额全球第一；拥有 6PPD 防老剂的核心技术和成本优势；与富莱克斯的诉讼胜诉后，出口将获得爆发性增长。另外，不溶性硫磺、高分散型白炭黑等新产品的潜力较大。

4、以 GMG 为平台，准备大举收购橡胶园，有望成全球天胶巨头

公司自产天胶未来几年有望从 2 万吨增长到 10 万吨以上；目前橡胶加工销售能力约 80 万吨，位居中国第一、全球第二，很快能达到 100 万吨。公司以 GMG 作为橡胶业务的海外战略性平台，将继续拓展天然橡胶上游资源，未来几年有望成为全球天胶巨头。

我们与市场不同的观点:

公司从物流贸易龙头加速转型成精细化工龙头，公司业务结构的转型和商业模型的转变将带来价值重估，估值水平将有望提升。

估值与投资建议:

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.56 元、0.74 元和 0.87 元（按现股本 14.38 亿股计算，未考虑增发摊薄；公司拟非公开发行不超过 6.91 亿股，发行价不低于 5.79 元/股）。我们上调公司至“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

(1) 草甘膦价格进一步上涨；(2) 橡胶助剂出口进一步好转；(3) 天胶价格触底反弹。

主要风险因素:

草甘膦价格下跌、天胶价格进一步下跌、农药和化工物流业务进一步低迷

目 录

一、贸易龙头加速转型成精细化工龙头.....	4
二、农化景气维持，全产品线的一体化优势已形成.....	7
(一)、公司农化覆盖全产品线.....	7
(二)、转基因作物面积持续增长提升草甘膦需求.....	7
(三)、安全环保标准提高推升行业准入.....	8
(五)、农化业务具有上下游一体化优势.....	9
三、控股江苏圣奥，橡胶助剂前景广阔.....	10
(一)、橡胶化学品市场容量持续增长.....	10
(二)、江苏圣奥作为橡胶防老剂龙头，全球市场覆盖率先.....	11
(三)、江苏圣奥拥有 6PPD 防老剂的技术和成本优势.....	11
(四)、不溶性硫磺、高分散型白炭黑等新产品的潜力较大.....	13
四、加强天胶上游资源获取，做强橡胶核心战略业务.....	15
(一)、我国天然橡胶需求仍将稳步增长、进口依存度巨大.....	15
(二)、公司大力获取上游橡胶资源迎来大发展.....	15
五、以扬农集团为平台，拓展精细化工新材料产业.....	18
六、化工物流春天尚需等待，入股码头资源盈利丰厚.....	20
七、投资建议.....	21

图 目 录

图 1: 近年来公司盈利能力稳步提升	4
图 2: 近年来公司资产规模逐步扩大	4
图 3: 公司核心产业链正在快速形成	4
图 4: 公司实体产业的盈利占比从十年来的 8% 提升至目前的 96%	5
图 5: 2007 至 2011 年全球天然橡胶产量量及增速	5
图 6: 公司所处的主要细分行业的现有市场份额	6
图 7: 公司战略未来聚焦于精细化工产业发展	6
图 8: 全球转基因作物种植面积	7
图 9: 全球草甘膦需求	7
图 10: 1996-2011 年全球转基因作物种植面积 (百万公顷)	8
图 11: 巴西转基因作物种植面积快速增长	8
图 12: 环保核查将导致草甘膦国内产能减少约 20%	8
图 13: 公司农化业务具有上下游一体化优势	9
图 14: 橡胶化学品种类与功能	10
图 15: 全球橡胶化学品产品需求量预测 (万吨)	10
图 16: 全球橡胶化学品的市场规模不断扩大	10
图 17: 江苏圣奥化学的主要产品产能分布情况	11
图 18: 江苏圣奥拥有 RT 培司的独立核心技术	12
图 19: 圣奥与富莱克斯的知识产权纠纷中获得胜诉	12
图 20: 不溶性硫磺市场需求量将快速增长 (万吨)	13
图 21: 不溶硫磺产品分类及市场应用占比	13
图 22: 全球沉淀法白炭黑产业现状及预测 (万吨)	14
图 23: 圣奥未来高分散白炭黑市场战略定位	14
图 24: GMG 未来在加里曼丹岛的扩产规划 (吨)	16
图 25: 公司的橡胶营销网络	17
图 26: 扬农集团的主要产品的市场地位突出	18
图 27: 公司精细化工新材料的四个拓展方向	18

表 目 录

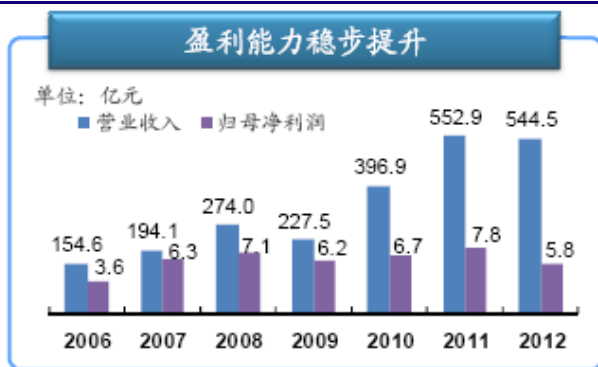
表 1: 公司农药制造主要产品规模	7
表 2: 草甘膦上市公司权益产能一览	8
表 3: 国内外主要 6PPD (4020) 防老剂生产企业情况 (万吨)	13
表 4: 公司自产胶及橡胶加工能力分布	16
表 5: 中化国际分业务预测	21
表 6: 中化国际财务报表预测	23

一、贸易龙头加速转型成精细化工龙头

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，从外贸代理型企业转变为具有市场营销能力和稳定盈利能力的综合服务商，正在加速转型成精细化工龙头。

公司在贸易物流领域的龙头地位不可撼动，位列全球贸易企业前3强。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，公司在全球的天然橡胶累计经营总量的全球市场份额达到8%，成功跻身全球第一集团阵营。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。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。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。

图 1：近年来公司盈利能力稳步提升



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

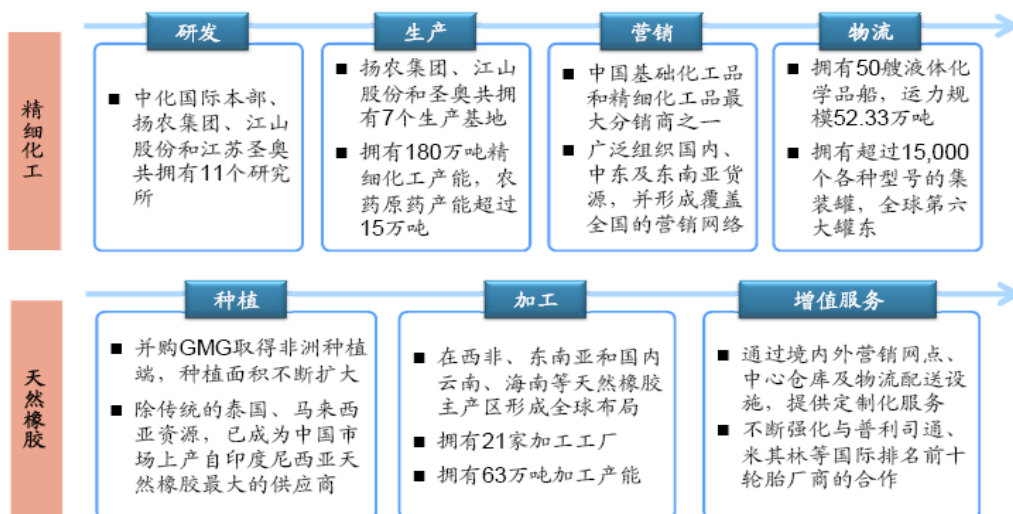
图 2：近年来公司资产规模逐步扩大



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

十年来，公司保持贸易物流市场地位的同时，战略拓展发展实体产业；尽管自身没有生产制造产业，公司依靠央企雄厚的资金及整合能力，并购优质公司作为平台，通过并购江山股份、扬农集团、GMG、江苏圣奥等优秀的产业公司，已经成功的实现由贸易公司向精细化工产业集团的转型，并在精细化工及橡胶主业领域打造出完整的产业链，具备了雄厚的产业基础及发展潜力。

图 3：公司核心产业链正在快速形成

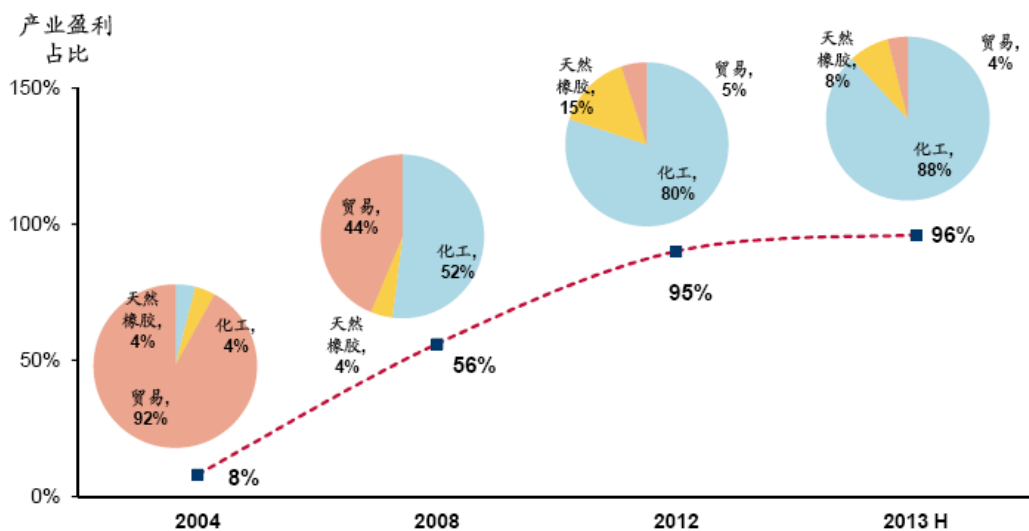


资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

今年6月底证监会批准公司行业分类由贸易变更为“化学原料及化学制品制造业”，标志着中化国际已成为精细化工行业的重要参与者和有力竞争者；公司精细化工产业贯穿研发及技术转化、生产、物流和品牌营销，天然橡胶产业链具备了全产业链的运营能力。

十年来，公司的产业盈利占比从2004年的只有约8%、提高到2013年上半年的96%。

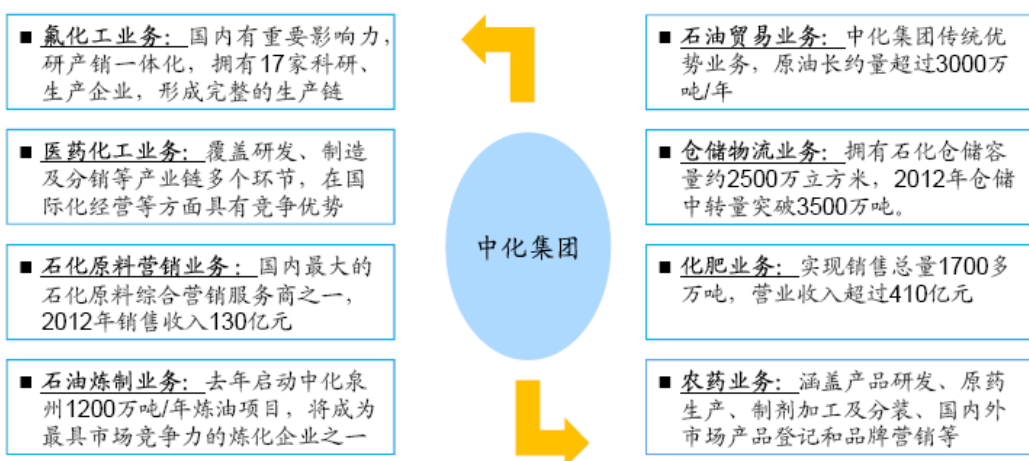
图 4：公司实体产业的盈利占比从十年来的8%提升至目前的96%



资料来源：中国银河证券研究部

中化国际是中化集团的控股子公司，是集团内唯一的A股上市公司，得到大股东对其转型的大力支持。中化集团主业分布在能源、农业、化工、地产、金融五大领域，是中国四大国家石油公司之一，最大的农业投入品（化肥、种子、农药）一体化经营企业，领先的化工产品综合服务商，并在高端地产酒店和非银行金融领域具有较强的影响力。

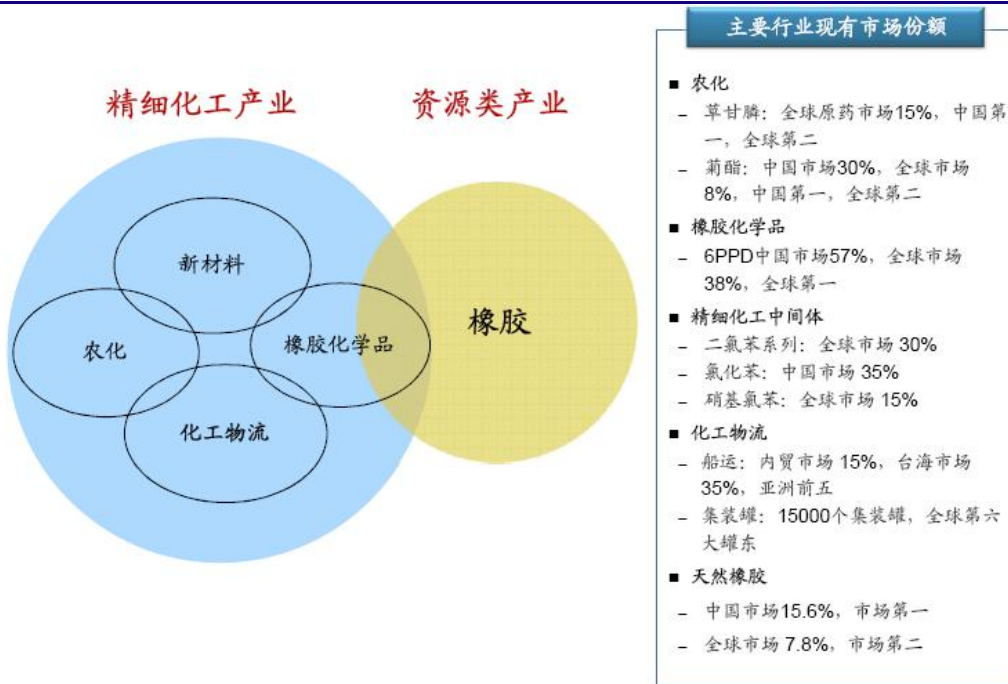
图 5：2007 至 2011 年全球天然橡胶产量及增速



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

公司未来战略聚焦于精细化工产业发展，目前已经多个细分行业具有强大的市场影响力。在农化方面，公司草甘膦占全球原药市场 15%，中国第一，全球第二；菊酯的国内市场占有率为 30%，全球市场为 8%，中国第一，全球第二。在橡胶化学品方面，公司收购的江苏圣奥的 6PPD 防老剂在国内市场占有率为 57%，全球市场为 38%，全球第一。精细化工中间体方面，公司二氯苯系列的全球市场占有率为 30%、硝基氯苯的全球市场占有率为 15%、氯化苯的国内市场占有率为 35%。在天然橡胶，公司的国内市场占有率为 15.6%，市场第一；全球市场占有率为 7.8%，市场第二。

图 6: 公司所处的主要细分行业的现有市场份额



资料来源: 中国银河证券研究部

公司的战略愿景是成为全球天然橡胶产业的领导者、全球橡胶化学品领先企业，成为中国农化产业领导者及亚太领先的农药产业运营商，成为中国规模最大、全球领先的精细化工中间体及新材料产业运营商。

图 7: 公司战略未来聚焦于精细化工产业发展

	战略愿景/方针	战略目标
精 细 化 工	农化: 中国农化产业领导者、亚太领先的农药产业运营商	• 加强制剂品牌化经营，形成多个具有市场影响力的制剂产品，稳健拓展海外市场
	橡胶化学品: 全球橡胶化学品领先企业	• 巩固现有产品线的盈利能力，不溶性硫磺产品实现商业量产，把握白炭黑及硫化活性剂市场进入机会
	新材料: 中国规模最大、全球领先的精细化工中间体及新材料产业运营商	• 巩固现有产品竞争力，在高性能热塑塑料、涂料成分、胶黏剂密封剂和水处理等新领域形成产业突破
	化工物流: 中国规模最大、全球领先的精细化工中间体及新材料产业运营商	• 集装罐业务完成对Newport的收购，实现全球化运营；船运提升精细化工品承运比，稳定中东市场，保持国内市场份额；储罐业务保证连云港项目按期完成
天然橡胶	全球天然胶产业领导者	• 坚决推进种植，大力整合全球加工能力，完善以自产胶为核心的、聚焦重点客户的营销能力

资料来源: 中国银河证券研究部

二、农化景气维持，全产品线的一体化优势已形成

(一)、公司农化覆盖全产品线

公司农药制造业务的主体主要是扬农集团（持股 40.53%）、扬农化工（通过扬农集团间接持股 14.66%）和江山股份（持股 29.19%），主要的盈利贡献的产品包括草甘膦、菊酯、麦草畏、吡虫啉、多菌灵等。

公司 2007 年 5 月收购中国第二大草甘膦生产企业---南通江山股份 28% 股权，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；公司参股扬农集团，并间接持有扬农化工 14.7% 股份；公司目前草甘膦的权益产能约为 2.6 万吨。扬农集团还具备 8 万吨/年环氧氯丙烷、10 万吨/年二氯苯、10 万吨/年硝基氯苯等有机原料的生产能力。

表 1: 公司农药制造主要产品规模

分类	产品	生产主体	产能
除草剂	草甘膦	江山股份	7 万吨
		扬农化工	3 万吨
	麦草畏	扬农化工	1500 吨
杀虫剂	菊酯	扬农化工	8000 吨
	吡虫啉	扬农集团	1000 吨
	三氯杀螨醇	扬农集团	2500 吨
杀菌剂	多菌灵	宁夏瑞泰	5000 吨
	硫菌灵	宁夏瑞泰	2000 吨

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

(二)、转基因作物面积持续增长提升草甘膦需求

草甘膦属非选择性高效广谱除草剂，具有广谱、低毒和无残留的特点，主要应用于转基因作物领域，比如玉米、大豆、棉花和油菜等。耐除草剂性状始终是转基因作物的主要性状，而草甘膦凭借着其显著的效果和极低的环境影响，在除草剂品种中占据首位，草甘膦需求与全球转基因种植面积的增长密不可分。2012 年是转基因商业化的第 17 年，全球转基因作物种植面积同比增长 6.25%，达到 1.7 亿公顷，比 1996 年的 170 万公顷，提升了近 100 倍。与此同时，草甘膦需求也保持快速增长势头，从 2002 年的 23 万吨到 2007 年的 44.3 万吨再到目前的约 70 万吨。

图 8: 全球转基因作物种植面积

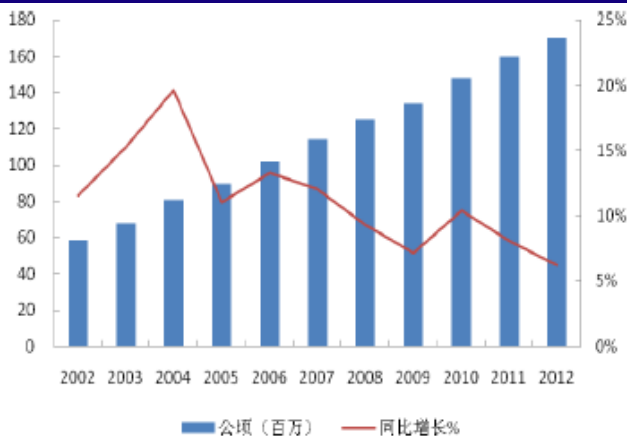
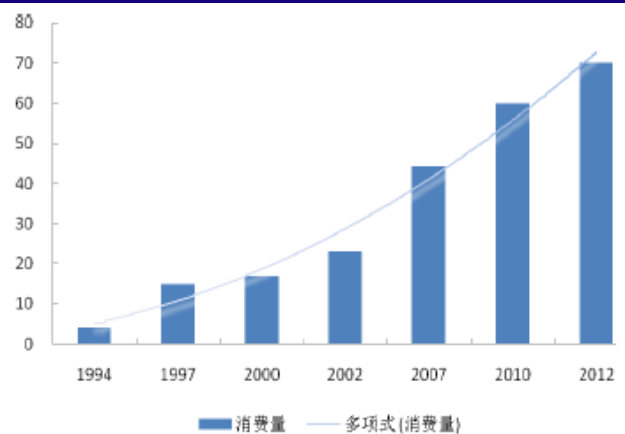


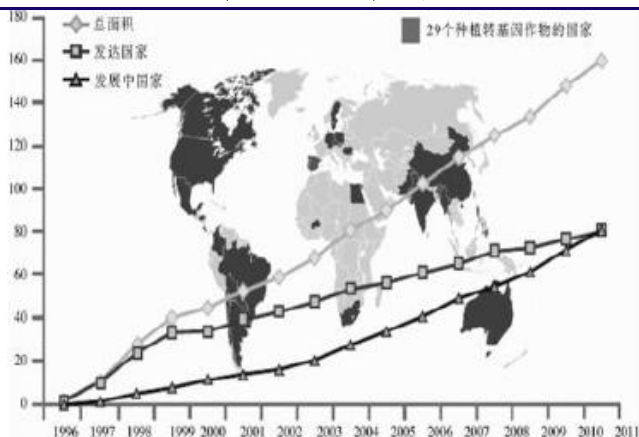
图 9: 全球草甘膦需求



资料来源：《2011 年全球转基因作物商业化发展态势》，中国银河证券研究部

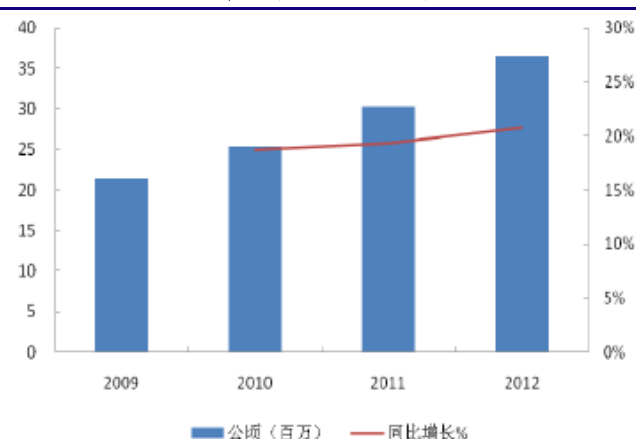
草甘膦过去的需求增长主要来自美国，而目前增长的动力来源于巴西。近几年巴西转基因作物年增速约 20%，是全球转基因种植面积增长的引擎。2011 年开始，发展中国家转基因种植面积逐渐超越发达国家，发展中国家转基因作物种植面积的持续增长，尤其是以巴西、阿根廷、印度等国种植面积的快速提升，全球对草甘膦的需求仍有望保持 10% 的增长。

图 10: 1996-2011 年全球转基因作物种植面积 (百万公顷)



资料来源:《2011 年全球转基因作物商业化发展态势》, 中国银河证券研究部

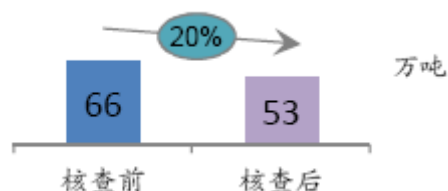
图 11: 巴西转基因作物种植面积快速增长



(三)、安全环保标准提高推升行业准入

今年开始的草甘膦行业环保核查力度普遍超出预期，环保因素限制了小产能的开工；5 月国家环保部门宣布对草甘膦生产企业环保核查，初步预测环保核查将导致草甘膦国内产能减少 20%；未来政府对于农药企业的环保要求会不断提高。

图 12: 环保核查将导致草甘膦国内产能减少约 20%



资料来源: 中国银河证券研究部

按照目前草甘膦价格水平来看，草甘膦是公司农药制造业务的主要利润来源；公司的草甘膦权益产能具有充分的业绩弹性，我们测算每上涨 5000 元/吨，预计公司业绩将增厚 0.1 元。

表 2: 草甘膦上市公司权益产能一览

公司	权益产能 (万吨)
新安股份	8.0
江山股份	7.0
扬农化工	3.0
中化国际	2.6
兴发集团	2.5
华星化工	1.2

资料来源: 中国银河证券研究部

转基因作物面积持续增加使草甘膦和麦草畏等产品未来发展持续看好；环保因素会限制落后的小产能，将逐步抬高国内农药行业的底部；有品牌、进行环保处理的的企业会受益，以扬农化工、扬农集团、江山股份为代表的综合竞争实力较强的企业有望持续受益。

公司其他农药产品中，麦草畏有望受益于抗麦草畏转基因种子的上市，需求前景良好；吡虫啉需求旺盛、行业格局稳定，中期关注欧盟临时禁用吡虫啉的影响；菊酯的竞争优势突出，国内市场占有率为30%，全球市场为8%，中国第一，全球第二；多菌灵，则具有成本优势。

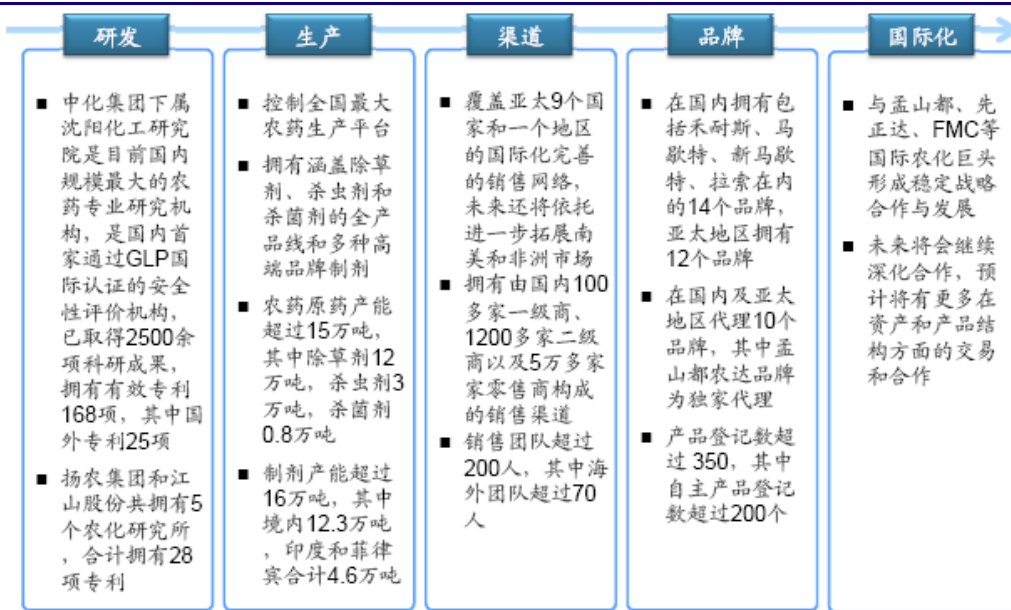
(五)、农化业务具有上下游一体化优势

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。

公司2003年10月成功完成孟山都酰胺类产品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；目前品牌除草制剂的市场份额超过12%。

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。

图 13：公司农化业务具有上下游一体化优势



资料来源：中国银河证券研究部

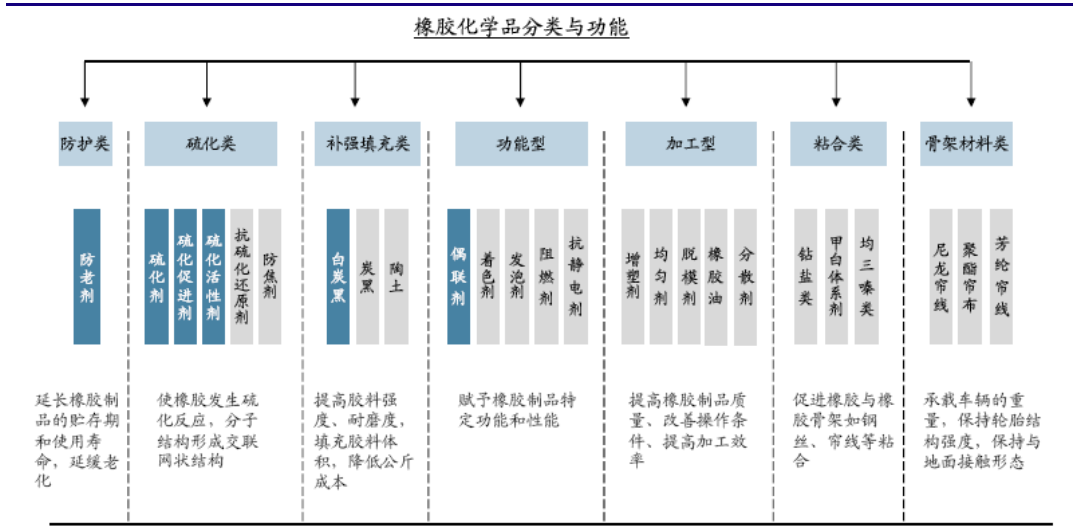
公司农化业务在研发、生产、品牌营销、国际化拓展和合作等方面已具备明显优势，是国内唯一一家覆盖全产品线、全产业链的国际化运营商。

三、控股江苏圣奥，橡胶助剂前景广阔

(一)、橡胶化学品市场容量持续增长

橡胶化学品根据功能分别有防护、硫化、补强填充、功能、加工、联合以及骨架材料等大类，其中各类别又有一些不同子品类；主要是防老剂和促进剂，其余为加工助剂。

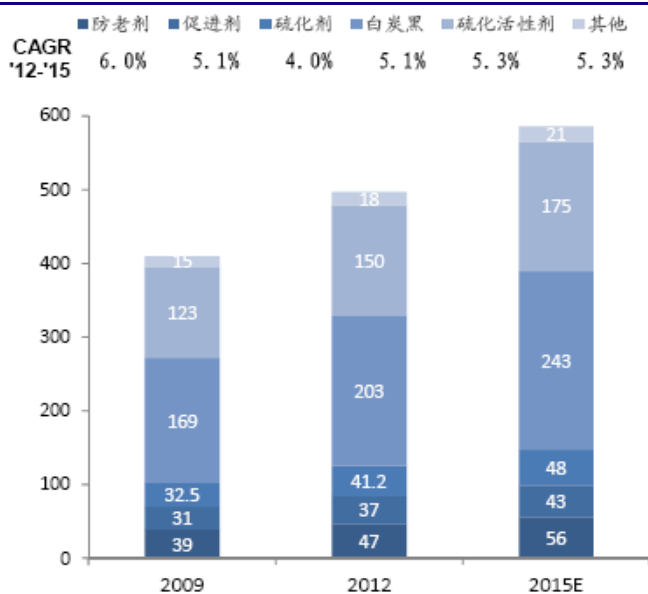
图 14：橡胶化学品种类与功能



资料来源：中国银河证券研究部

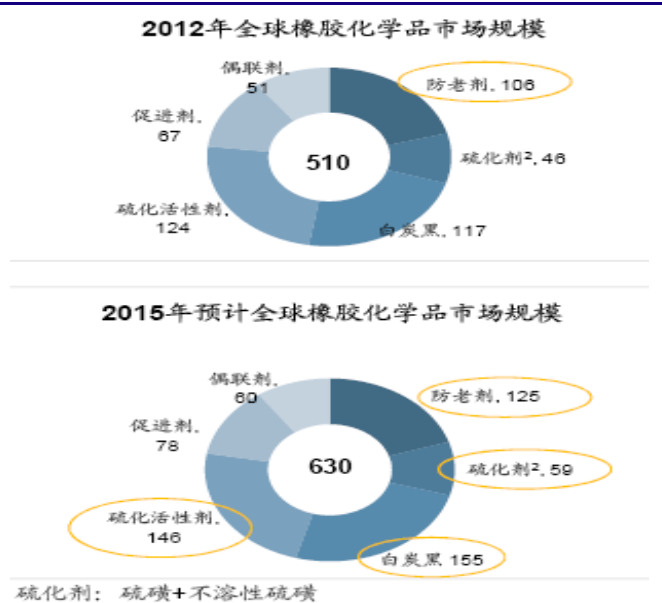
橡胶工业为人民生活质量的提升作出了不可取代的贡献，从传统有机合成材料向无机功能性材料以及其他绿色革新材料不断拓展，橡胶化学品行业其下游应用也不断向橡胶工业以外延伸，橡胶化学品需求量保持 12-15% 左右的持续增长，2012 年全球橡胶化学品产品需求量达到 486 万吨，预计到 2015 年，将达到 586 万吨。随着橡胶化学品的应用范围的拓展和需求量的增加，橡胶化学品的市场规模容量日趋壮大；2012 年全球橡胶化学品的市场规模约为 510 亿元，预计到 2015 年将达到 630 亿元。

图 15：全球橡胶化学品产品需求量预测（万吨）



资料来源：中国银河证券研究部

图 16：全球橡胶化学品的市场规模不断扩大



随着经济全球化进程不断深入,橡胶助剂行业竞争不断加剧,亚太地区尤其是中国的崛起,吸引了越来越多的外资轮胎企业的进入,伴随着世界橡胶工业,尤其是轮胎制造业的东移,世界橡胶助剂业也随之东移。国外橡胶助剂企业的发展前景正面临越来越大的压力,盈利能力越来越小,正加紧重组、整合、甚至退出。

目前仅剩美国富莱克斯(Flexsys)、德国朗盛集团(Lanxess)、美国科聚亚公司(Chemtura)和捷克爱格富集团(Agrofert)是全球最大的四家橡胶助剂生产企业;国外许多二线的橡胶防老剂和促进剂生产企业已经无法忍受来自外部的强大竞争压力和今后更长时期的亏损,不得不无奈关闭许多生产工厂。2002年时它们的全球市场份额接近80%,2007年时减少到了65%,近两年已不足50%。

随着橡胶工业逐渐东移、传统欧美橡胶化学品行业研发停滞以及下游行业应用不断严格的绿色环保化等趋势要求,未来橡胶化学品的发展将聚焦自身行业清洁化生产工艺的发展、针对下游行业绿色环保应用的新产品新方案等。

(二)、江苏圣奥作为橡胶防老剂龙头,全球市场覆盖率领先

公司于2012年11月正式并购江苏圣奥化学60.98%的股权。江苏圣奥是全球最大的专业橡胶防老剂6PPD、IPPD以及中间体RT培司的生产企业,拥有雄厚的产业基础和科技研发实力;其主要产品是以6PPD(4020)为代表的对苯二胺类防老剂,目前拥有13万吨6PPD、15万吨RT培司(中间体)及1万吨IPPD(4010NA)的产能规模;在其他产品方面,江苏圣奥目前已建成0.5万吨高聚体TMQ、0.2万吨高附加值PPDs小品种和0.75万吨不溶性硫磺的产能。从市场占有率来看,江苏圣奥PPD产品是全球市场的领导者,市场销售份额为全球第一。

图 17: 江苏圣奥化学的主要产品产能分布情况



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

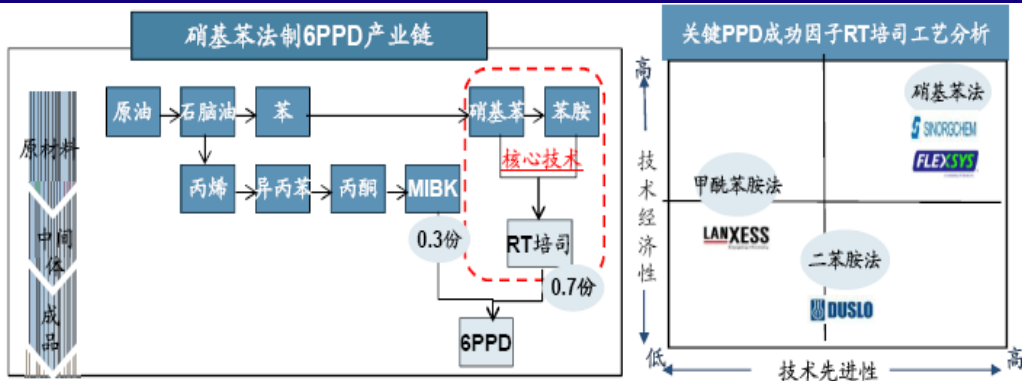
江苏圣奥作为全球最大的专业橡胶防老剂6PPD、IPPD以及中间体RT培司的生产企业,目前公司已与全国28个省市的百余家企业建立了客户往来,国内市场占有率达到了50%;国外市场占有率连年提高,市场覆盖率95%以上,且主要轮胎客户覆盖率已达到100%,公司客户包括米其林、倍耐力、横滨、韩泰、锦湖等世界主要轮胎公司,这些客户占世界轮胎行业前二十强中的绝大部分,公司50%的产品出口到日韩、欧洲、中东及东南亚的40个国家和地区,从而跻身世界橡胶化学品供应者的领先行列。

(三)、江苏圣奥拥有6PPD防老剂的技术和成本优势

目前全球6PPD(4020)防老剂生产主要集中于江苏圣奥、富莱克斯(Flexsys)、韩国锦

湖、德国朗盛等少数企业，国内企业如中石化南化、山西翔宇等。关键中间体 RT 培司先进工艺技术是防老剂 6PPD 市场的关键竞争要素，其生产工艺技术壁垒较高，目前仅江苏圣奥和美国富莱克斯拥有各自全部知识产权。-

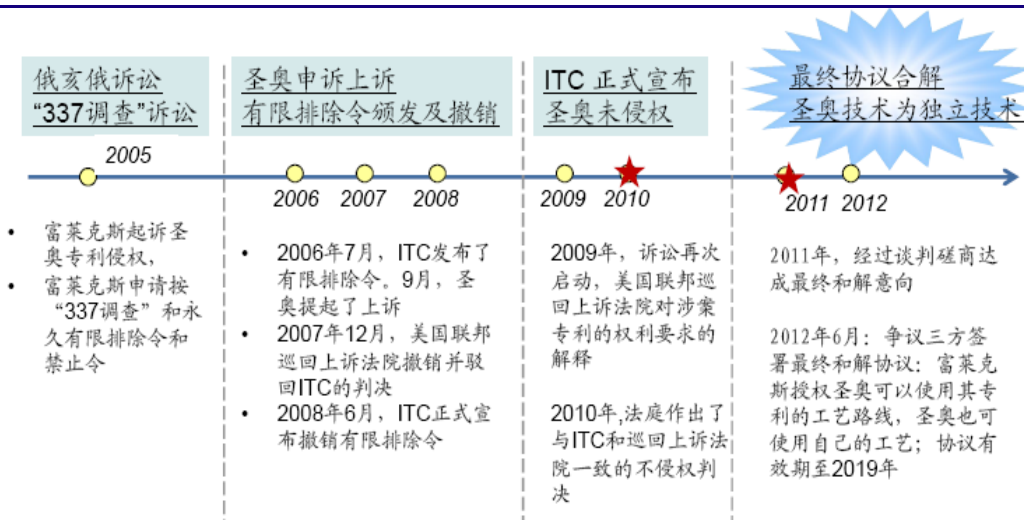
图 18: 江苏圣奥拥有 RT 培司的独立核心技术



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

江苏圣奥于 03 年自主研发成功液相催化氢化法连续制备 RT-培司 (4-氨基二苯胺) 的生产专利, 该硝基苯法与富莱克斯属同类工艺, 整个生产过程实现了全封闭连续化生产; 与传统工艺甲酰胺法相比, 该工艺三废排放量减少 99%, COD 削减量为 99.9%, 生产成本比国内同类企业平均低 30%, 比国际先进企业低 15%; 这个“RT 培司低温液相催化加氢”技术曾获得 2004 年国家科技进步二等奖。

图 19: 圣奥与富莱克斯的知识产权纠纷中获得胜诉



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

圣奥与富莱克斯由于生产工艺相似的知识产权纠纷长达数十年; 富莱克斯于 2005 年对江苏圣奥、韩国锦湖及其他相关企业提起专利侵权诉讼, 并向美国贸易委员会提起申诉, 期间国内产品的出口受到显著影响; 最终, 上述诉讼及调查以圣奥的最终胜诉而告终, 2012 年 6 月, 美国首诺 (富莱克斯的母公司)、江苏圣奥和韩国锦湖就防老剂的专利纠纷达成全球和解协议, 其中圣奥工艺的独特创新也赢得了美国相关诉讼的一审获胜判决, 该协议确保了圣奥的根本商业利益; 预计将对国内 6PPD (4020) 防老剂乃至 RT 培司的出口构成积极影响。

培司是生产防老剂最为关键的中间体, 圣奥公司的工艺大幅降低了培司的生产成本, 使得圣奥公司具有核心技术和成本优势, 目前国内的中石化南化都是从圣奥采购培司, 韩国锦湖石化的 RT 培司多年来也一直完全从圣奥采购, 德国朗盛为了节省成本, 也关闭自身的培司产能, 改为从圣奥采购。

凭着对行业上游原料培司的供给有很强的控制力，防老剂价格一直维持高位，前几年公司的防老剂毛利率一直保持在 30% 以上。直到 2012 年山西翔宇 4 万吨产能的投产，国内行业竞争格局显著恶化，防老剂价格有所下滑，圣奥的毛利率也下滑了 10 个百分点左右。

表 3: 国内外主要 6PPD (4020) 防老剂生产企业情况 (万吨)

厂家	6PPD (4020) 产能	RT 培司产能	RT 培司生产工艺
江苏圣奥	12	15	硝基苯法
富莱克斯	7	5.5	硝基苯法
韩国锦湖	7	0	
德国朗盛	4	3	苯胺法
山西翔宇	4	5	硝基苯法
中石化南化	3	3	甲酰胺法
山东尚舜化工	2	2	甲酰胺法
东北助剂化工	1.5	1.5	甲酰胺法
爱格福	1.5	1.5	二苯胺法
住友化学	1.5	0	

资料来源: 中国银河证券研究部

江苏圣奥公司具有核心技术和成本优势，但近十年来由于富莱克斯的诉讼而出口严重受限，圣奥的防老剂主要在国内发展。2012 年 6 月圣奥取得胜诉后，出口获得了爆发性增长，12 年出口已经占到了总产量的 50%。

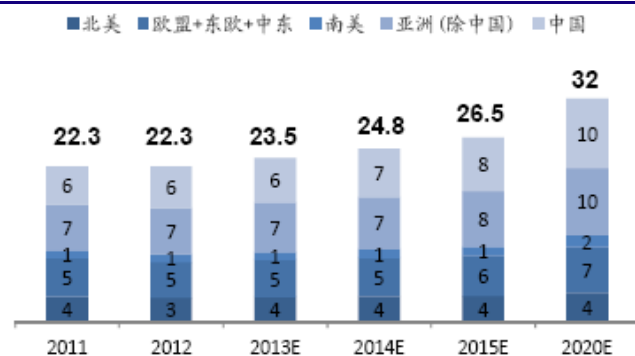
(四)、不溶性硫磺、高分散型白炭黑等新产品的潜力较大

江苏圣奥目前已建成 0.5 万吨高聚体 TMQ、0.2 万吨高附加值 PPDs 小品种和 0.75 万吨不溶性硫磺的产能；其中 TMQ 属于新型防老剂，主要用于替代传统防老剂 RD，其综合防护性能相当于 RD 的 1.5 倍至 2 倍，且能明显改善耐曲挠性能和橡胶硫化加工性能，市场空间广阔。

江苏圣奥通过自主创新，使 TMQ 产品的防老化性能达到了国内领先、国际一流的水平，与传统方法相比，新工艺操作简单，运行可靠，后处理无废弃物产生，生产过程安全环保无污染，解决了长期以来困扰行业的环保问题。此外，该产品在生产过程中采用了连续生产工艺，生产效率较高。

不溶性硫磺是公司另一个重要的潜力产品，属于普通硫磺的高分子改性品种，是一种重要的橡胶添加剂，主要用作全钢子午线轮胎硫化交联剂，用于提高橡胶制品的柔韧性、耐磨性。不溶性硫磺以普通硫磺为原料生产，其市场价格是普通硫磺的 10-15 倍。

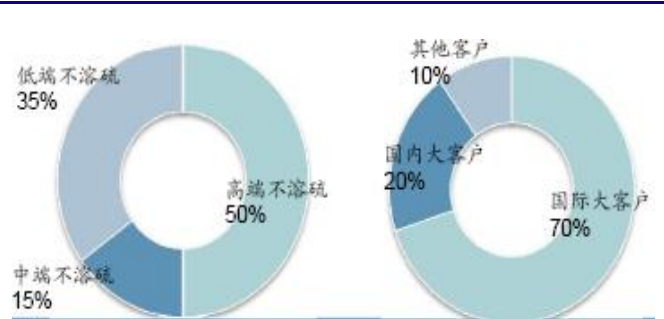
图 20: 不溶性硫磺市场需求量将快速增长 (万吨)



资料来源: 中国银河证券研究部

目前全球不溶性硫磺市场需求量约 22 万吨，其中国内需求量约 7 万吨，预计到 2015 年，不溶性硫磺市场需求量将达到 26.5 万吨、2020 年达到 32 万吨，其中国内需求量将达 10 万

图 21: 不溶硫磺产品分类及市场应用占比

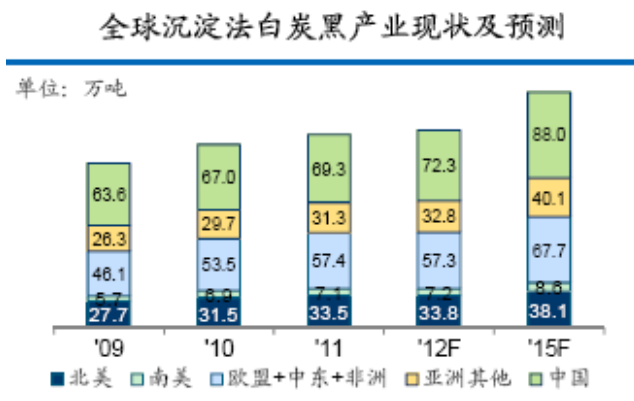


吨。由于不溶性硫磺对生产技术和设备要求较高，只有少数国家能够生产，主要企业包括美国富莱克斯与荷兰 AKZO，特别是富莱克斯生产的高温稳定性产品的市场占有率高达 60%左右，几乎垄断了国际市场；富莱克斯生产的不溶性硫磺几乎是最暴利的橡胶助剂产品，毛利率高达 80-90%。

国内不溶性硫磺则每年仍需大量进口。圣奥公司的 1.5 万吨不溶性硫磺，首期 7500 吨装置已顺利安全高质试产，后续将在行业标杆大客户认可稳产达产后，推进二期 7500 吨装置建设投产；同时还将推进 3 万吨规模化连续法生产装置的建设。圣奥公司新投产的高端三高型不溶性硫磺将定位于高性能轮胎为主的国际国内轮胎大客户市场，目标成为行业技术领先的高端不溶硫生产厂商。

图 22: 全球沉淀法白炭黑产业现状及预测 (万吨)

图 23: 圣奥未来高分散白炭黑市场战略定位



资料来源: 中国银河证券研究部

圣奥公司计划投产的高分散型白炭黑将以绿色轮胎为契机，依托现有优势，积极扩展渠道网络，选择有影响力的国内大客户开始样品检测及后续配方验证，在自主研发的基础上推进产品高端及品牌国际化。

四、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。目前，公司橡胶经营总量的全球市场份额已超过 8%，成功跻身全球第一集团阵营。

（一）、我国天然橡胶需求仍将稳步增长、进口依存度巨大

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。

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。

我国天胶消费量在过去十年，实现了年均 10% 以上的增长，目前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 70 万吨左右，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。

2001 年起我国就已经成为世界第一大天然橡胶进口国。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）、公司大力获取上游橡胶资源迎来大发展

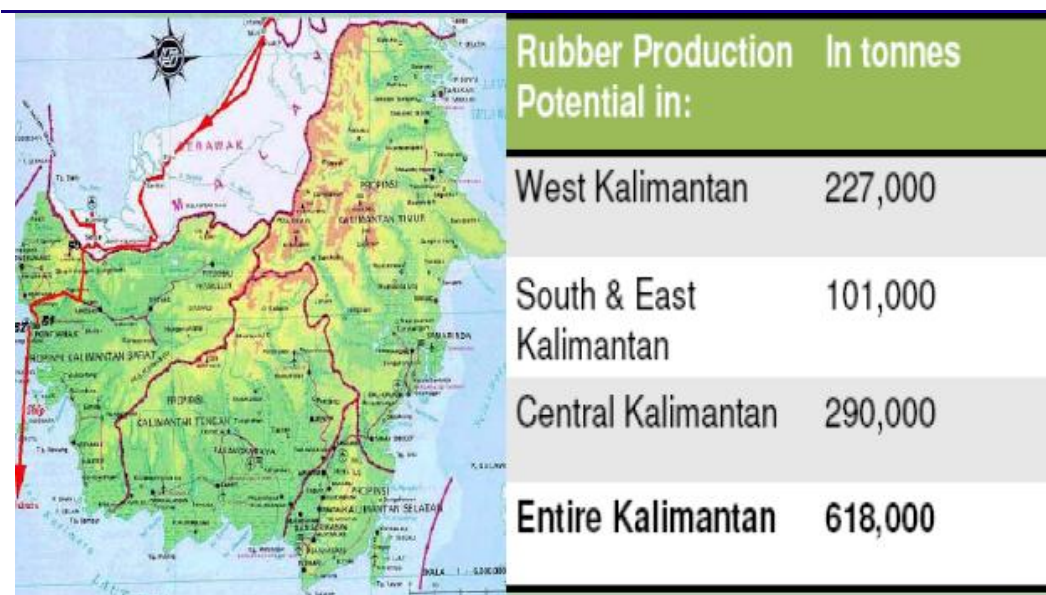
近年来，公司的橡胶业务确立了以资源为核心的上游延伸战略和以高端客户为核心的渠道营销战略，着力打造产业链一体化经营模式，在资源、技术、品牌和渠道方面持续提升竞争优势，进一步巩固了在国内市场的领先地位。

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为 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 24: 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,国内控制加工能力超过 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。

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、甸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 4: 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 (Anguedou 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、

		鲁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

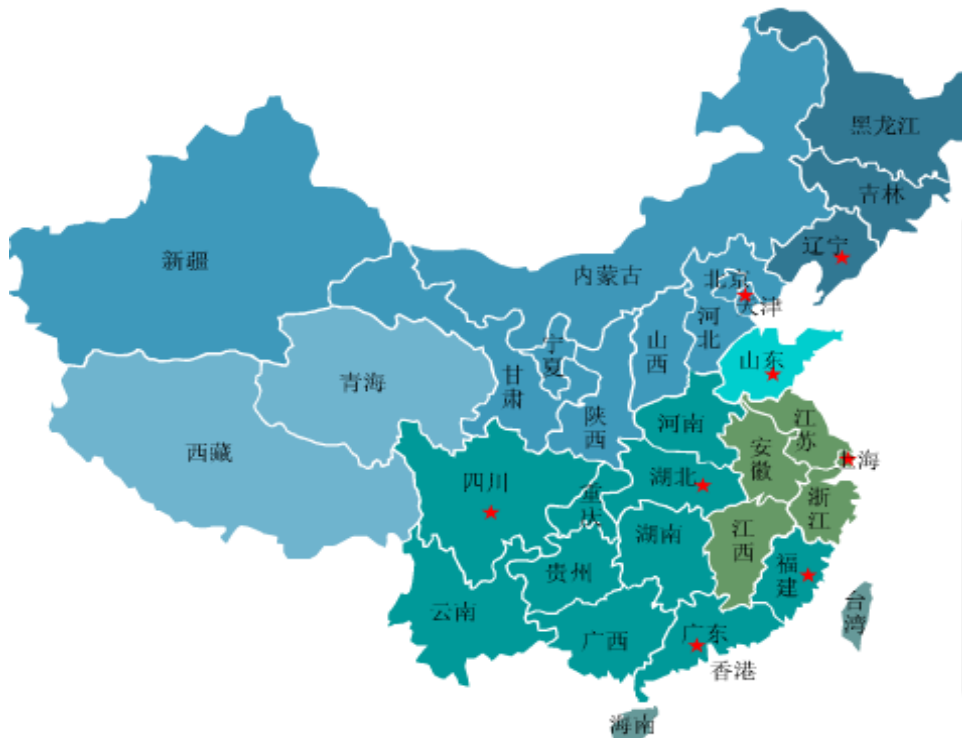
资料来源：中国银河证券研究部

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化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，增加到目前的63万吨，增长超5倍。公司天胶橡胶的国内市场占有率为15.6%，市场第一；全球市场占有率为7.8%，市场第二。今年公司的天胶营销量预计70万吨左右，未来几年，公司计划达到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。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 25: 公司的橡胶营销网络



资料来源：中国银河证券研究部

GMG公司继续加快拓展在非洲和亚洲的种植项目，今年上半年喀麦隆Sud-Cam项目获得了4.5万公顷土地的永久使用权，这是公司在海外首次获得的永久性土地，也是公司在非洲地区第一大产胶国获取的稀缺战略资源；随着海外种植规模的快速扩大，天然橡胶业务抗行业周期的核心盈利能力将持续提升。

五、以扬农集团为平台，拓展精细化工新材料产业

公司积极开拓精细化工领域，在水性聚氨酯、水性功能性材料、聚醚原材料，聚氨酯产品等领域，通过与国际国内技术领先企业的战略合作拓展市场份额。部分水性涂层产品已在细分市场内建立领先的市场地位。

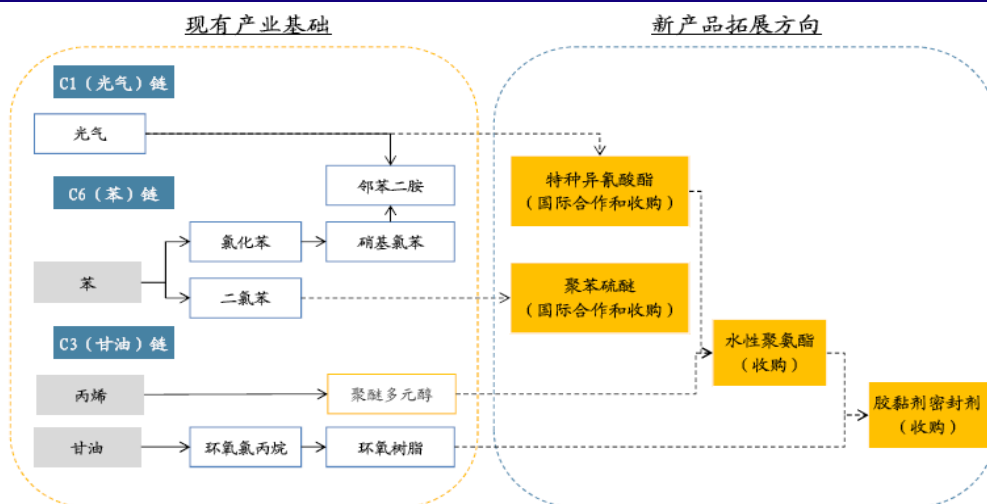
图 26：扬农集团的主要产品的市场地位突出

主要产品	规模优势	市场占有率	市场地位
■ 苯氯化系列产品			
- 氯化苯	- 15万吨/年 国内第一	- 中国市场20%	- 国内第一
- 邻二氯苯	- 1.2万吨/年 国内第一	- 中国市场45%	- 国内第一
- 对二氯苯	- 3.8万吨/年 国内第一	- 中国市场35%	- 国内第一
- 间二氯苯	- 0.45万吨/年 国内第一	- 中国市场45%	- 国内第一
■ 苯硝化系列产品			
- 邻硝基氯化苯	- 4万吨/年 国内第三	- 中国市场20%	- 国内前三
- 对硝基氯化苯	- 6万吨/年 国内第三	- 中国市场20%	- 国内前三
- 对氨基苯酚	- 1万吨/年 国内第六	- 中国市场7%	- 国内上游
■ 甘油精制产品			
- 环氧氯丙烷	- 7.8万吨/年 国内第二	- 中国市场10%	- 全球独家
■ 氯碱系列产品			
- 32%烧碱	- 16万吨/年 国内中游		- 国内中游
- 30%烧碱	- 17万吨/年 国内中游		- 国内中游

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

2012 年年初，中化国际宣布通过收购和增资获得扬农集团 40.53%的股权。扬农集团精细化工业务的多数主营产品在国内乃至全球市场占有重要地位，在苯的氯化硝化系列产品、农用和卫生用菊酯、环氧氯丙烷等领域具有领先的市场地位和全球影响力，其中苯氯化、硝化系列产品产能全球第一；卫生和农用拟除虫菊酯产品产能和市场份额国内第一，全球第二；拥有全球首套生物基甘油法环氧氯丙烷工业化生产装置，自主知识产权，产能中国第一。在国内拥有四个配套齐全的精细化工产业基地，其中宁夏中卫基地拥有市场上稀缺的光气定点资质。

图 27：公司精细化工新材料的四个拓展方向



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

在产业研发方面，扬农集团是国家重点高新技术企业，建有国家级企业技术中心、博士后科研工作站、化工研究所和工程技术公司，集团内部设有农药、精细化工、树脂材料、工程转化等多个研究所，并新筹建完成聚氨酯及水性 PUD 的研发中心，在农药、医药中间体、树脂材料等领域拥有很强的技术开发和工程转化能力。

扬农集团在精细化工行业有超过 50 年的产业经验，技术研发和产业转化实力国内领先，产业基础强大，并拥有丰富的生产技术和知识产权储备；2012 年，扬农集团精细化工业务实现收入约 40 亿元。公司将充分发挥扬农集团现有产业优势和技术转化能力，快速推进国际合作和产业并购整合，实现扬农集团的产业升级和中化国际新材料产业的突破。

六、化工物流春天尚需等待，入股码头资源盈利丰厚

公司的物流业务涉及船运、集装罐多式联运、货代仓储、码头储罐等领域，拥有资产约 50 亿人民币，液体化工品船运能力及规模位居国内第一，集装罐运输的能力和规模位居亚洲第一，为客户量身定制高效率、低成本的物流整体解决方案。

公司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。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）。公司船运总规模达到 47 艘、船运总运力达到 45 万吨，船运业务在内贸市场中的市场占有率约为 15%，为亚洲前五。作为首批取得两岸直航许可的液体化学品船东，公司已成为台海间液体化工品运输的主力军，目前在台海直航的市场份额已达到 35%。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。

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，船运复苏可能将推后到 2015 年左右。集装罐盈利非常好，已获得巴斯夫、纳尔科、拜尔、DOWS、ExxonMobil 等客户的全球标书。公司拥有 T11、T14、T50、电加热等各种型号的集装罐 15000 多个罐，集装罐规模亚洲第一、为全球第六大罐东。

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。

化工品分销与贸易业务致力于为国内外大型生产商提供高效、经济、专业、环保的化工品分销服务，具有强大的上游资源获取渠道，良好的下游合作关系，覆盖国内外主要用户区域的营销服务网络，完善的物流配送、仓储和信息技术支持体系，能够为客户提供周到的服务。中化国际业已成为国内外最具影响力的综合性化工分销服务商之一。

中化国际化工品分销业务范围包括了苯乙烯、二甘醇、丙酮、苯酚、双酚 A、甲醇、聚乙烯、聚丙烯、聚氯乙烯、基础油、液化气以及监控化学品等诸多业务领域，目前与陶氏化学（DOW）、上海赛科（SECCO）、中海壳牌（CSPC）、埃克森美孚（EXXON MOBIL）、雪佛龙（CHEVRON）、巴斯夫（BASF）、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，并在新加坡、迪拜、韩国和台湾等国家和地区设立了分公司和代表处。在国内的分销业务中，中化国际不仅为番禺福田、翔鹭石化、张家港陶氏、镇江奇美等国内行业龙头企业提供专业的分销配送服务，同时也为众多中小化工企业提供经济高效的增值服务。2012 年，化工业务销售规模达到 375 万吨，销售收入达到 212 亿人民币。

化工分销基本维持原状，比较稳定，毛利率保持在 1.5-2% 之间；苯乙烯产品由于在华东有一定定价权，稍微好一些。

七、投资建议

伴随着公司业务转型的推进，公司以精细化工制造为经营业务主体的格局已经形成：

(1) 农化板块，农药整体景气将进一步体现，草甘膦有望延续高景气，农药分销业务持续拓展；

(2) 橡胶助剂业务，防老剂将受益于供需的好转，不溶性硫磺和高分散型白炭黑等新产品的潜力较大；

(3) 公司加强天胶上游资源的获取，将进一步做强橡胶核心战略业务；

(4) 以扬农集团为平台，公司将进一步拓展精细化工新材料产业；

(5) 化工物流与贸易进一步下行空间也已经有限。

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.53 元、0.74 元和 0.87 元（按现股本 14.38 亿股计算，未考虑增发摊薄；公司拟非公开发行不超过 6.91 亿股，发行价不低于 5.79 元/股）。公司业务结构的转型和商业模式的转变将带来价值重估，估值水平将有望提升，我们上调公司至“推荐”评级。

表 5：中化国际分业务预测

单位：百万元	2009 A	2010 A	2011 A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	22,750.5	39,692.0	55,266.5	54,321.6	46,854.2	51,338.2	56,095.5
化工业务	8,958.6	15,266.6	19,808.3	24,792.0	26,520.4	29,161.3	32,282.0
其中：农化业务	1,453.8	2,067.6	875.5	1,284.4	1,926.7	2,408.3	2,528.8
橡胶化学品					2,500.0	3,250.0	3,900.0
化工物流业务	1,613.6	2,034.9	1,736.2	2,342.3	3,045.0	3,501.8	3,852.0
化工分销业务	5,891.2	11,164.0	17,196.6	21,165.2	19,048.7	20,001.1	22,001.2
橡胶业务	6,002.0	13,595.0	23,870.7	19,065.6	11,439.4	13,727.2	15,786.3
冶金能源营销业务	7,789.9	10,830.4	11,587.4	10,464.0	8,894.4	8,449.7	8,027.2
营业成本	20,937.6	37,018.8	52,733.7	52,425.7	44,121.2	48,092.5	52,464.2
化工业务：	8,008.4	14,311.8	19,116.6	23,971.5	24,747.8	26,943.0	29,805.2
其中：农化业务	1,273.2	1,835.4	708.5	1,101.8	1,618.4	2,023.0	2,149.4
橡胶化学品					1,875.0	2,437.5	2,925.0
化工物流业务	1,095.5	1,539.6	1,471.6	1,991.6	2,436.0	2,801.4	3,081.6
化工分销业务	5,639.7	10,936.9	16,936.5	20,878.1	18,743.9	19,681.1	21,649.2
橡胶业务	5,495.3	12,520.3	22,381.3	18,115.2	10,695.8	12,835.0	14,760.2
冶金能源营销业务	7,434.0	10,186.7	11,235.8	10,339.0	8,752.1	8,314.5	7,898.8
营业毛利	1,812.9	2,673.1	2,532.8	1,895.9	2,732.9	3,245.7	3,631.3
化工业务：	950.2	954.8	691.7	820.5	1,772.6	2,218.2	2,476.7
其中：农化业务	180.5	232.2	167.0	182.6	308.3	385.3	379.3
橡胶化学品					625.0	812.5	975.0
化工物流业务	518.1	495.4	264.6	350.8	609.0	700.4	770.4
化工分销业务	251.5	227.2	260.1	287.1	304.8	320.0	352.0
橡胶业务	506.7	1,074.7	1,489.4	950.4	743.6	892.3	1,026.1
冶金能源营销业务	355.9	643.7	351.6	125.0	142.3	135.2	128.4
毛利率（%）	8.0%	6.7%	4.6%	3.5%	5.8%	6.3%	6.5%
化工业务：	10.6%	6.3%	3.5%	3.3%	6.7%	7.6%	7.7%
其中：农化业务	12.4%	11.2%	19.1%	14.2%	16.0%	16.0%	15.0%
橡胶化学品					25.0%	25.0%	25.0%
化工物流业务	32.1%	24.3%	15.2%	15.0%	20.0%	20.0%	20.0%

化工分销业务	4.3%	2.0%	1.5%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%
橡胶业务	8.4%	7.9%	6.2%	5.0%	6.5%	6.5%	6.5%
冶金能源营销业务	4.6%	5.9%	3.0%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%
营业收入	22,750.5	39,692.0	55,266.5	54,321.6	46,854.2	51,338.2	56,095.5
营业成本	20,937.6	37,018.8	52,733.7	52,425.7	44,121.2	48,092.5	52,464.2
营业毛利	1,812.9	2,673.1	2,532.8	1,895.9	2,732.9	3,245.7	3,631.3

资料来源：中国银河证券研究部

表 6: 中化国际财务报表预测

资产负债表								
单位: 百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2013E
流动资产	10196	14397	16206	14275	14594	15653	17498	22668
现金	4657	7520	7872	5608	7254	7564	8667	4765
交易性投资	26	11	11	13	13	13	13	11
应收票据	129	264	629	620	535	586	640	587
应收款项	1800	2081	2102	3040	2618	2869	3135	4629
其它应收款	209	429	448	615	531	582	636	954
存货	2297	3371	3600	3187	2629	2865	3126	7602
其他	1078	721	1544	1191	1014	1108	1210	4120
非流动资产	9818	10412	9351	15911	15645	15205	14775	9573
长期股权投资	1216	1352	1930	5820	5820	5820	5820	1352
固定资产	4962	5896	4601	5280	4996	4719	4434	5194
无形资产	1042	1096	886	1827	1827	1644	1480	1095
其他	2598	2067	1933	2984	3003	3022	3041	1933
资产总计	20013	24808	25557	30186	30239	30178	31649	32241
流动负债	7531	13496	12633	13222	13051	14055	14256	18483
短期借款	3538	7039	6794	7618	7000	8000	8000	8000
应付账款	2087	2296	2883	2923	2464	2685	2929	5179
预收账款	624	1437	677	688	559	609	664	3023
其他	1283	2724	2279	1993	3029	2761	2662	2281
长期负债	4395	3116	4095	6809	6159	5833	5671	2804
长期借款	1874	608	2033	2537	1887	1561	1398	297
其他	2521	2508	2062	4272	4272	4272	4272	2508
负债合计	11926	16612	16728	20032	19209	19888	19926	21287
股本	1438	1438	1438	1438	1438	1438	1438	1438
资本公积金	1882	1575	1571	1443	1443	1443	1443	1575
留存收益	2628	2938	3498	3866	4495	5367	6376	4858
少数股东权益	2239	2362	2529	3541	3735	3995	4307	3099
归属于母公司所有者权益	5948	5951	6507	6747	7376	8190	9135	7871
负债及权益合计	20113	24925	25764	30320	30320	32074	33368	32257
利润表								
单位: 百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2013E
营业收入	22750	39692	55291	54448	46963	51458	56226	88276
营业成本	20938	37019	52744	52478	44224	48205	52586	83487
营业税金及附加	45	377	271	174	188	206	225	537
营业费用	474	621	651	685	657	720	787	1189
管理费用	455	566	631	792	751	823	900	883
财务费用	107	43	39	242	207	122	59	172
资产减值损失	102	212	221	71	141	154	169	265
公允价值变动收益	(67)	(7)	2	15	15	15	15	(15)
投资收益	344	396	301	752	420	450	500	300
营业利润	905	1244	1037	774	1230	1693	2016	2028
营业外收入	54	47	217	125	80	80	80	100

营业外支出	23	78	15	12	45	45	45	15
利润总额	937	1213	1239	886	1265	1728	2051	2113
所得税	186	297	186	163	253	346	410	507
净利润	750	917	1053	724	1012	1382	1641	1606
少数股东损益	130	246	278	139	202	276	328	369
归属于母公司净利润	620	670	775	584	810	1106	1313	1237
EPS (元)	0.43	0.47	0.54	0.41	0.56	0.77	0.91	0.86

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2013E
经营活动现金流	950	639	906	658	1753	1149	1265	80
净利润		670	775	584	810	1074	1279	1083
折旧摊销		0	0	0	351	533	515	358
财务费用		43	39	242	207	172	111	168
投资收益		0	0	0	(435)	(465)	(515)	(285)
营运资金变动		0	0	0	631	(359)	(379)	(1568)
其它		(75)	91	(168)	189	268	320	323
投资活动现金流	(1060)	(262)	(1240)	(4518)	(75)	(75)	(75)	(75)
资本支出		0	0	0	(75)	(75)	(75)	(75)
其他投资		(262)	(1240)	(4518)	0	0	0	0
筹资活动现金流	1487	2512	1304	1477	(31)	(583)	(225)	(292)
借款变动		0	0	0	(113)	(651)	(325)	(193)
普通股增加		0	0	0	0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0	0	0	0
股利分配		0	0	0	(146)	(226)	(303)	(216)
其他		2512	1304	1477	228	294	404	117
现金净增加额	1377	2888	970	(2382)	1646	491	965	(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、胡昂，石化和化工行业证券分析师。3 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：何婷婷 021-2025 2612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：高兴 010-83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn