

中化国际 (600500)

国企改革将助推化工业务发展进入快车道

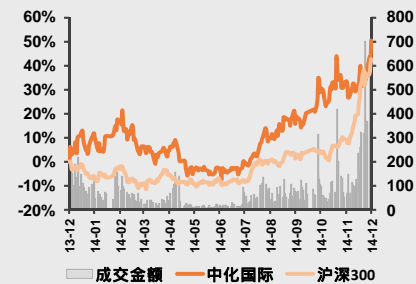
强烈推荐 (首次)

现价：10.04 元

主要数据

行业	平安化工新材料
公司网址	http://www.sinochemintl.com/
大股东/持股	中国中化股份有限公司 /55.35%
实际控制人/持股	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	2083
流通 A 股(百万股)	1723
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	200
流通 A 股市值(亿元)	165
每股净资产(元)	5.26
资产负债率(%)	57.63

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

蒲强 投资咨询资格编号
S0490513120001
021-38662845
puqiang587@pingan.com.cn

郭哲 投资咨询资格编号
S0500513080001
021-38660280
guozhe307@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 转型成功,化工生产企业已初具规模

中化国际作为中化集团旗下子公司,依靠其强大的股东背景以及雄厚的资金实力,先后控股了国内农药行业的龙头企业扬农集团、江山化工,收购了全球防老剂龙头江苏圣奥;实现了由单纯贸易企业向化工生产企业的成功转型;整合中化农化更增强了公司在农药领域的话语权,未来公司将继续在精细化工领域深耕细作,依托自身强大的研发能力以及出众的资本运作能力,不断扩大业务范围、整合产业链,提升企业盈利能力。

■ 橡胶业务处于底部,油价下跌利好化工物流

天然橡胶的生产具有很强的农业属性,供给缺乏弹性,通常要在种植 6-9 年后开割;2006~2011 年全球新增大面积的天胶种植,于 2012 年后开始逐渐供应市场,带来供大于求的局面;天然橡胶的需求则保持相对稳定的增长,我们判断橡胶的供需拐点或将在 2015~2016 年出现,目前公司天胶业务已处于底部,未来改善空间很大。公司作为亚洲规模最大的液体化工物流企业,原油在公司运营成本中占比高达 40%,油价下跌显著提高公司该业务的盈利水平。

■ 国企改革受益标的

十八大三中全会以来,国企改革的热潮有加速态势。而国企改革的大方向是通过混合所有制提高国有企业的经营效率。公司通过整合集团内农化资产迈出了改革的第一步,我们认为目前上市公司的其他资产也具有推行混合所有制的条件,2015 年将是国企改革的大年,我们认为公司将成为国企改革的排头兵之一。

■ 首次覆盖,给予“强烈推荐”评级

我们预测 2014~2016 年公司 EPS 分别为 0.41、0.56、0.65 元,对应目前股价的 PE 分别为 24.7、18.1、15.5 倍。公司未来横向外延收购概率大,未来农化整合仍将持续,原油暴跌对公司化工物流业务的盈利也有改善作用,我们认为公司也有望成为国企改革的重点标的之一,首次覆盖,给予“强烈推荐”评级。

■ 风险提示:国企改革低于预期;天胶价格持续下跌。

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	46,810	45,459	47,301	48,824
YoY(%)	-14	-2.9	4.1	3.2
净利润(百万元)	609	855	1,165	1,360
YoY(%)	4.2	40.5	36.2	16.8
毛利率(%)	5.8	7.4	8.5	9
净利率(%)	1.3	1.9	2.5	2.8
ROE(%)	5.8	7.6	9.7	10.5
EPS(摊薄/元)	0.29	0.41	0.56	0.65
P/E(倍)	34.7	24.7	18.1	15.5
P/B(倍)	2.0	1.9	1.8	1.6

正文目录

一、	转型成功，化工业务初具规模.....	4
二、	整合中化农化，农药业务发展进入快车道	5
三、	油价下跌，利好公司化工物流业务.....	6
四、	天然橡胶业务未来改善空间大.....	7
五、	将受益国企改革，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级	8

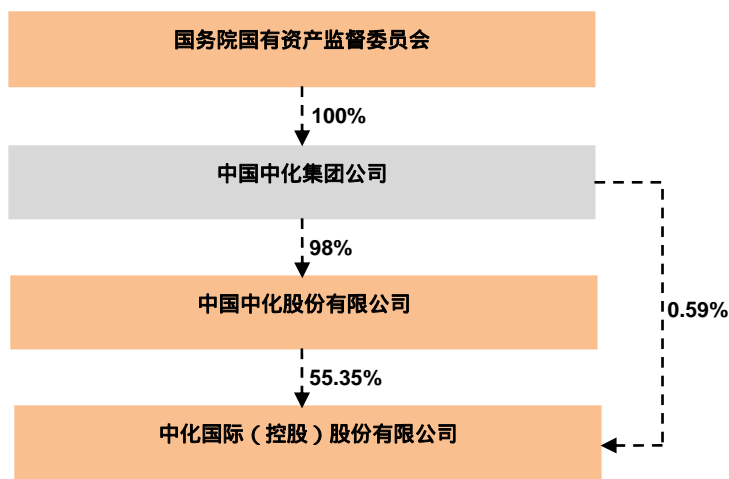
图表目录

图表 1 中化集团是公司的控股股东.....	4
图表 2 公司的主要业务分布.....	4
图表 3 中化国际 2014 年中报收入构成.....	5
图表 4 中化国际 2014 年中报营业利润构成.....	5
图表 5 中化国际整合了集团内大部分农药资产.....	6
图表 6 中化国际化学液体物流产业链分布图.....	6
图表 7 天胶价格跌幅明显（美元/吨）.....	7
图表 8 主要产胶国新种植面积下滑明显（千公顷）.....	7
图表 9 天然橡胶的供需拐点在 2015~2016 年出现.....	7

一、转型成功，化工业务初具规模

中化国际是中化集团的控股子公司，也是集团内 A 股的唯一上市公司，具有很强的股东背景。中化集团是国内四大石油公司之一，业务涉及能源、化工、农业、地产、金融等多个板块。

图表1 中化集团是公司的控股股东



资料来源：wind，平安证券研究所

在 2011 年之前，公司的主要营业收入均来自于贸易板块，但公司发展化工生产业务的决心从 2008 年控股江山股份起就已经非常坚定，经过 5 年的发展，通过收购扬农集团股份、控股江苏圣奥等手段，不断壮大化工业务实力；近期整合中农化之后，公司的农药业务规模进一步扩大，向着成为国内最大的农药企业的发展目标不断迈进。

由于公司本身没有制造产业，依靠央企雄厚的资金及整合能力，通过并购优质公司作为平台，从而实现转型生产的目标，目前公司持有 3 家上市公司股权，包括新加坡 GMG 公司 51% 股权，江山股份 29.19%，通过扬农集团间接持有扬农化工股权 12.85%。

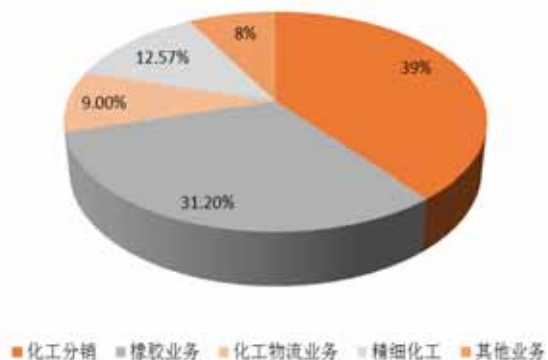
图表2 公司的主要业务分布

业务板块	
农药业务	公司在整合完中农化之后在沈阳、南通、连云港等地拥有农药生产基地，原药总产能约 18 万吨/年，品种覆盖杀虫剂、杀菌剂、除草剂和植物生长调节剂四大类共 40 余个有效成分。公司目前拥有“中化农化”、“中化作物”、“江山”、“双工”、“青蛙”、“禾田”等系列农药产品，以及“农达”、“马歇特”、“禾耐斯”、“拉索”等国际知名的农药品牌。
天然橡胶与橡胶化学品	中化国际拥有海内外天然橡胶加工能力 63 万吨，年销量近 80 万吨，全球市场占有率达 8%，中国市场占有率达 16%；中化国际控股的江苏圣奥的 6PPD 及 RT 培司产品的产能和市场销售份额均为全球第一，中国市场份额超过 60%；中化国际还在非洲、东南亚等地区获得新的种植和生产资源，新增天然胶种植土地储备 10 万公顷。
精细化工	控股子公司扬农集团在苯的硝氯化产品、环氧氯丙烷、农用和卫生用菊酯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、加氢系列产品产能居全球第一，采用生物技术甘油法生产环氧树脂产能居中国第一。
化工物流	中化国际控制船舶 47 艘，运力超过 45 万吨，国内市场份额提高到 16%，在高端客户市场占有率达 61%；拥有集装罐数量 4600 个，其中特种罐占 25%；运营网络覆盖国内重点区域以及亚洲、美洲、欧洲、中东等主要国家和地区；拟在连云港建设三个 5 万吨级液体散货码头和约 80 万立方米储罐，设计吞吐能力约为 500 万吨。

资料来源：公司资料，平安证券研究所

2014 年中报来看,公司化工业务(含农化及橡胶助剂)收入、营业利润占比分别达到 12.6%、41.1%, 利润占比提升显著,也表明了公司发展化工业务的决心;从之前的发展路径来看,收购成熟的化工企业并通过后续运作继续其巩固其行业地位是公司的主要手段,因此我们认为未来公司通过外延式收购继续壮大其化工业务的概率大。

图表3 中化国际2014年中报收入构成



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表4 中化国际2014年中报营业利润构成



资料来源:Wind, 平安证券研究所

二、整合中化农化，农药业务发展进入快车道

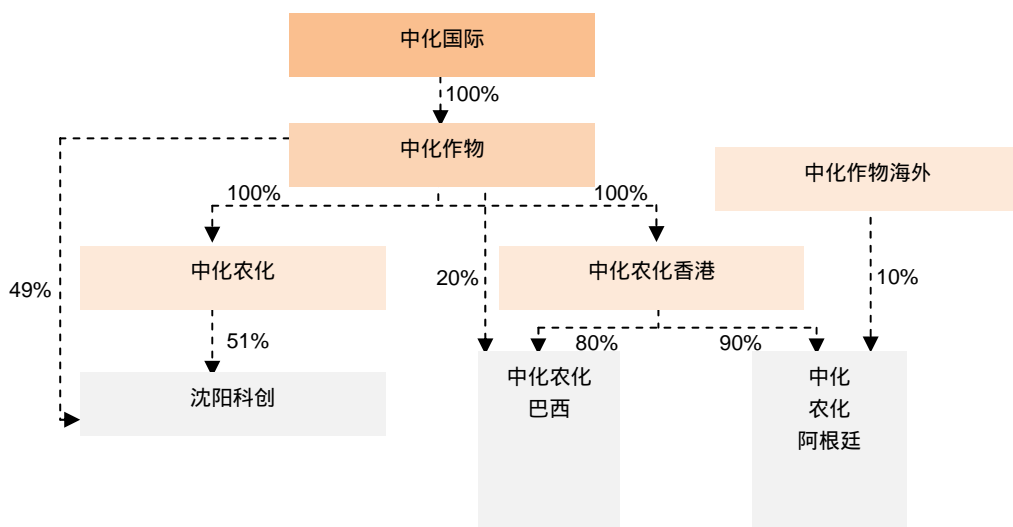
2014 年 12 月 13 日,公司公告整合中化集团下除沈化院农药研究所之外的所有农药资产,此次交易之后中化国际完善了公司农药业务产业链、丰富了产品线,提升了整体竞争能力。

中化农化定位于中化集团农药业务的主要平台,包含了生产和销售业务,业务范围涵盖了美洲、欧洲、中东等区域;13 年收入 15 亿元,净利润 3830 万元。

沈阳科创则是集团内主要的原药生产基地(不含扬农和江山),其主要产品有烯草酮等环己烯酮除草剂以及氟环唑等新产品,未来也将会是公司与国际农药巨头展开原药定制合作以及新产品开发的主要平台之一,13 年收入 8.2 亿元,净利润 3970 万元。

同时公司也在公告中承诺在本次收购完成后的 12 个月内,沈化院农药所相关资产将注入公司,沈化院农药所是国内领先的农药科研机构,未来将会为公司整体的农药业务发展提供动力,同时公司也具有外延发展的传统,因此我们看好公司整体的农药业务称霸国内的前景。

图表5 中化国际整合了集团内大部分农药资产

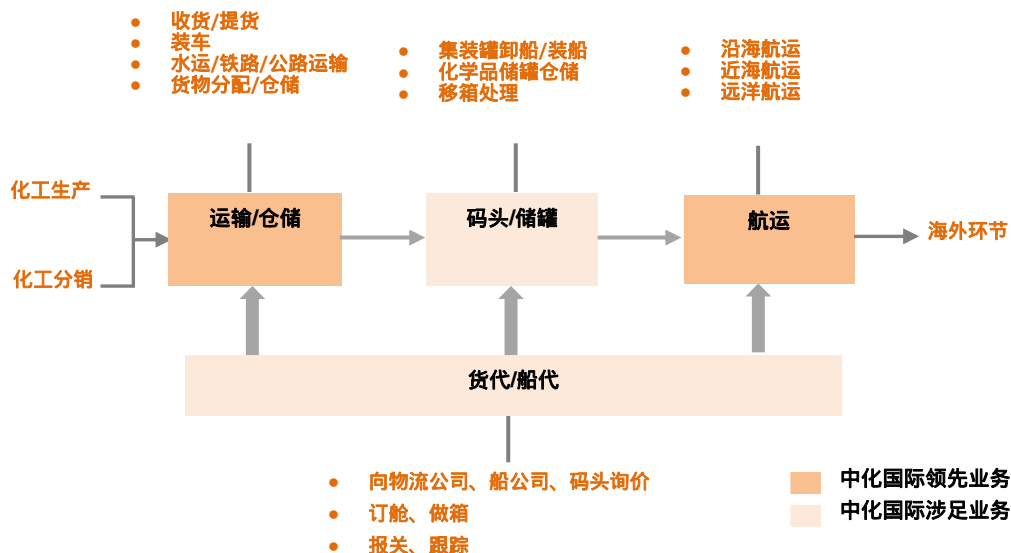


资料来源：wind，平安证券研究所

三、 油价下跌，利好公司化工物流业务

中化国际物流业务设计船运、集装罐多式联运和货代仓储、码头储罐及危险品处理中心等领域，拥有资产近 50 亿人民币。国内化学液体物流行业集中度较高，前三家企业船舶数量占总行业的 29.4%，总载重占 71%。无论从数量还是规模，中化国际都是该行业内当之无愧的龙头。

图表6 中化国际化学液体物流产业链分布图



资料来源：wind，平安证券研究所

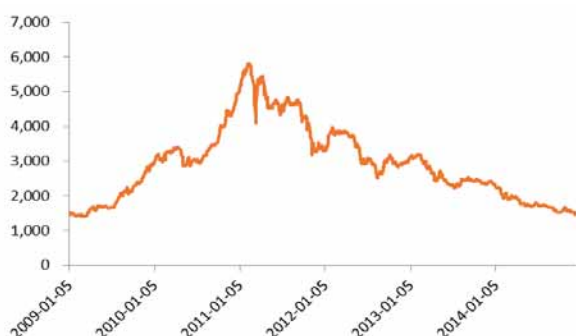
中化国际也是国内唯一一家可承运环氧丙烷、TDI、MDI 等高危化学品的船东，并提供国内沿海、国际远远洋航线上的液体化学品运输服务，截止 2010 年底，控制船舶运力超过 35 万吨。我们了解，原油成本占到整合航运成本的 40%左右，目前原油价格暴跌，会大幅节约公司在该领域的营运成本，虽然运价也有可能下降，但降幅远低于油价下跌带来的盈利的提升。

四、天然橡胶业务未来改善空间大

天然橡胶具有农业生产、工业需求以及金融定价三重属性，2011 年之前的 10 年间，中国需求市场高速增长带来全球的供需失衡，再通过金融市场的放大，天胶形成了历时 10 年的大牛市。

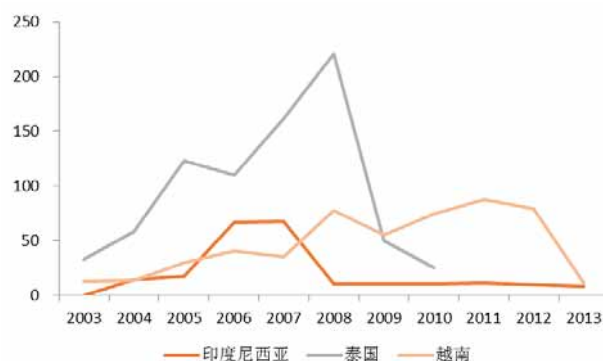
2006 年开始，天然橡胶的高毛利推动越南、泰国等大幅增加种植面积，而新胶通常要在种植 6-9 年后开割，这部分新胶的供应主要集中在 2012 年开始，与此同时，全球需求增速下滑进入稳定的增长期，从 2012 年出现了供大于求的局面，因此从 2011 年起天胶进入了长达 4 年的熊市，价格也跌至全球成本均线以下，仅为 1500 美元/吨左右。

图表7 天胶价格跌幅明显（美元/吨）



资料来源：Wind，平安证券研究所

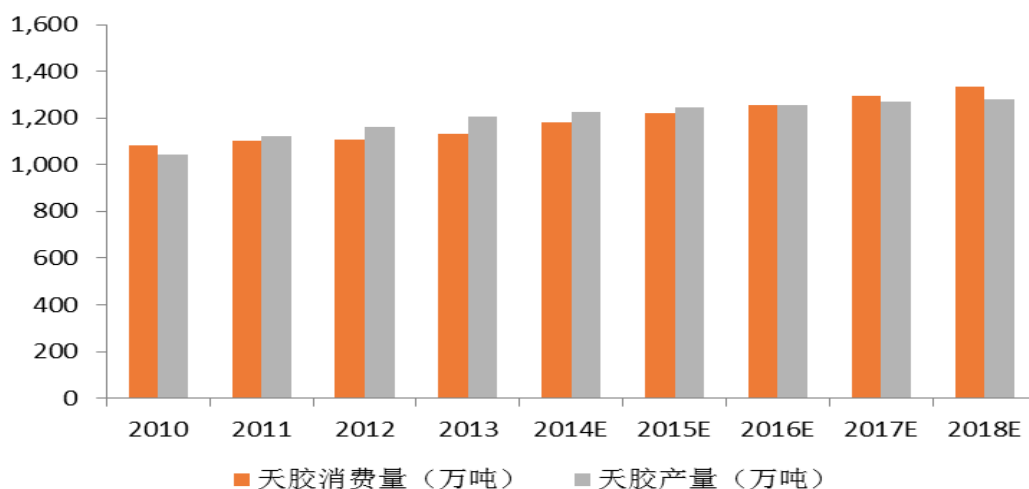
图表8 主要产胶国新种植面积下滑明显（千公顷）



资料来源：Wind，平安证券研究所

由于割胶工作的劳动产出率与天胶的价格高度相关，若天胶的价格长期低于其成本线，割胶工无利可图，或将面临转岗或者带来新增劳动力的短缺，这也将制约天然橡胶新增产能的释放，带来新增产量低于预期甚至现有产能的收缩；因此，我们判断天胶价格不可能长期低于其成本线，行业拐点将在 2015~2016 年出现。

图表9 天然橡胶的供需拐点在2015~2016年出现



资料来源：Wind，平安证券研究所预测

五、 将受益国企改革，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级

十八大三中全会以来，国企改革的热潮有加速态势。而国企改革的大方向是通过混合所有制提高国有企业的经营效率。公司通过整合集团内农化资产迈出了改革的第一步，我们认为目前上市公司的其他资产也具有推行混合所有制的条件，2015 年将是国企改革的大年，我们认为公司将成为国企改革排头兵之一。

预计公司 2014~2016 年 EPS 分别为分别为 0.41、0.56、0.65 元，对应目前股价的 PE 分别为 24.9、18.1、15.7 倍，随着公司转型化工生产企业，尤其是精细化工比重的提升，公司估值仍可提升，同时如果混合所有制改革成功，公司资产重估也将对股价形成刺激，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	11316	14725	17127	19598	
现金	2121	6969	9188	11455	
应收账款	2618	2575	2456	2526	
其他应收款	620	590	624	641	
预付账款	257	841	866	889	
存货	3529	3113	3294	3351	
其他流动资产	2170	637	698	736	
非流动资产	17623	16300	15995	15613	
长期投资	6278	6129	6180	6163	
固定资产	5261	5102	4812	4484	
无形资产	2289	2289	2289	2289	
其他非流动资产	3794	2780	2713	2677	
资产总计	28939	31025	33122	35211	
流动负债	9525	9546	9429	9318	
短期借款	2122	5207	4929	4724	
应付账款	2833	2516	2624	2709	
其他流动负债	4570	1823	1876	1885	
非流动负债	5267	6433	7513	8443	
长期借款	1941	2941	3941	4941	
其他非流动负债	3326	3493	3573	3503	
负债合计	14791	15979	16942	17761	
少数股东权益	3604	3823	4118	4465	
股本	2083	2083	2083	2083	
资本公积	4398	4398	4398	4398	
留存收益	4259	4864	5689	6582	
归属母公司股东权益	10543	11223	12061	12985	
负债和股东权益	28939	31025	33122	35211	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	848	2735	1832	2003	
净利润	750	1073	1461	1707	
折旧摊销	466	353	360	364	
财务费用	252	475	512	479	
投资损失	-367	-484	-490	-468	
营运资金变动	-594	1132	-22	-111	
其他经营现金流	341	187	12	32	
投资活动现金流	-2176	1337	442	484	
资本支出	879	-586	0	0	
长期投资	-1391	-231	51	-17	
其他投资现金流	-2687	520	492	467	
筹资活动现金流	-2017	775	-54	-220	
短期借款	-5531	3086	-278	-206	
长期借款	-597	1000	1000	1000	
普通股增加	645	0	0	0	
资本公积增加	2411	0	0	0	
其他筹资现金流	1055	-3311	-776	-1014	
现金净增加额	-3457	4847	2220	2267	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	46810	45459	47301	48824	
营业成本	44104	42074	43296	44453	
营业税金及附加	116	123	125	130	
营业费用	788	909	946	976	
管理费用	924	909	946	976	
财务费用	252	475	512	479	
资产减值损失	172	139	150	146	
公允价值变动收益	39	25	28	29	
投资净收益	367	484	490	468	
营业利润	861	1340	1845	2159	
营业外收入	107	110	121	136	
营业外支出	23	18	19	19	
利润总额	944	1431	1947	2276	
所得税	194	358	487	569	
净利润	750	1073	1461	1707	
少数股东损益	142	219	296	346	
归属母公司净利润	609	855	1165	1360	
EBITDA	1578	2167	2717	3001	
EPS (元)	0.29	0.41	0.56	0.65	

主要财务比率					
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
成长能力(%)					
营业收入(%)	-14.0	-2.9	4.1	3.2	
营业利润(%)	11.2	55.7	37.7	17.0	
归属于母公司净利润(%)	4.2	40.5	36.2	16.8	
获利能力					
毛利率(%)	5.8	7.4	8.5	9.0	
净利率(%)	1.3	1.9	2.5	2.8	
ROE(%)	5.8	7.6	9.7	10.5	
ROIC(%)	5.9	10.4	13.9	15.8	
偿债能力					
资产负债率(%)	51.1	51.5	51.2	50.4	
净负债比率(%)	44.6	51.1	52.5	54.5	
流动比率	1.2	1.5	1.8	2.1	
速动比率	0.8	1.2	1.5	1.7	
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.5	1.5	1.4	
应收账款周转率	16.5	17.5	18.8	19.6	
应付账款周转率	15.3	15.7	16.8	16.7	
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.41	0.56	0.65	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	1.31	0.88	0.96	
每股净资产(最新摊薄)	5.06	5.39	5.79	6.23	
估值比率					
P/E	34.7	24.7	18.1	15.5	
P/B	2.0	1.9	1.8	1.6	
EV/EBITDA	15.7	11.4	9.1	8.3	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	