

证券研究报告—动态报告公司快评

基础化工

化学制品

中化国际（600500）

重大事件快评

买入

（首次评级）

2014年12月22日

化工国企改革的急先锋

证券分析师： 李云鑫

021-60933142

liyunx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980514020001

事项：

公司近期公告整合集团农化资产，锐意改革的战略意图愈发清晰。在时代的大背景下，结合近期的深入研究我们判断，作为仅次于“三桶油”（中石化、中石油和中海油）的化工央企—中化集团旗下唯一的A股上市平台，中化国际有望充当化工国企改革的急先锋的角色。此篇报告将作为我们系列报告的第一篇，敬请期待后续。

评论：

■ 中化国际的国企改革预期较强

央企和国企改革的大背景：十八届三中全会最为醒目的亮点之一无疑是国企改革的时代命题的提出。自此，从央企到地方国企，都陆续启动了国企改革。央企祭出“四项改革”试点的大旗，16个省市地方政府则发布具体改革政策，国企改革在全国范围内成燎原之势。

国企改革的逻辑，主要来自资产和经营两方面。前者主要是并购重组，盘活存量资产；后者则主要侧重体制激活，提升经营效率。对央企来说，本身巨大的体量，使得并购重组显得较为不易，而通过股权激励、混合所有制、引进战投等提升效率的手段成为首选。在这其中，我们认为混合所有制是重中之重。我们认为大部分国有企业通过股权多元化的改革，逐步发展成为混合所有制企业。国有企业通过实施股权多元化改革，一方面吸引更多的社会资本与国有资本共同发展，另一方面促进国有企业进一步完善公司治理结构和内部运行机制。

中化集团为第四大化工央企：中化集团为国内仅次于“三桶油”的化工央企，为国有大型骨干企业，全球500强。集团主业分布在农业、能源、化工、地产、金融领域，是中国最大的农业投入品（化肥、农药、种子）一体化经营企业，第四大国家石油公司、领先的化工产品综合服务商。中化集团旗下有三家上市公司，分别是A股的中化国际（600500）、港股的方兴地产（00817）和中化化肥（00297）。其中中化国际的地位尤其突出，为集团在A股的资本运作平台。

中化国际有望担任改革急先锋：中化国际为中化集团旗下最重要的资本运作平台，也是唯一的A股上市公司，在其战略推进中起到的作用不言而喻。我们认为中化国际有望担当化工类央企/国企改革的急先锋，理由如下：

- 1、大背景：同为国内化工巨头，在中石化打响化工央企改革的第一枪之后，中石油、中海油也在陆续酝酿方案，我们判断中化集团同样不甘落后。而要推行国企改革，上市公司尤其是A股的上市公司，平台效果最为明显。
- 2、管理层履新：我们注意到今年8月份公司迎来新任总裁蔡希有。蔡希有之前长期在中石化任职，并担任中石化的高级副总裁，以及中石化深改小组成员，期间中石化推出了举世瞩目的混合所有制改革。我们认为无论是改革的大局观、经验以及掌控力，蔡希有的到来势必会带来中化集团的改革浪潮。我们判断新任总裁的到来，有望带来管理层的新变化。
- 3、主业专业化整合在推进：公司日前公告整合集团的农药资产，中化集团旗下的农药资产除沈化院外，悉数整合进上市公司。资产的分分类管理和专业化重组，为接下来的改革奠定重要的基础。可以看到的例证就是，中石化在傅成玉的主导下，不断推进资产的专业化重组，油品销售业务的混合所有制的推出就水到渠成。

我们认为，作为中化集团旗下的唯一A股上市平台，中化国际有望成为集团以及化工类央企/国企改革的急先锋，包括股权激励、混合所有制改革等均有有望得到推行。这不仅彻底激活企业的活力，且具有极强的示范效应。鉴于三桶油特殊的

政治地位，我们判断化工央企的深度改革的排头兵有望由中化国际来担当。

■ 业务&布局受益“一带一路”战略

一带一路的意义：中国对“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”的构想，体现了中国经济发展战略的一个重大变化：从侧重出口的竞争到走出国门创造外需；从内政外交分割到内政外交一体化转变；从单一国家合作到区域经济全面合作。以“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”为核心的“一带一路”是世界上跨度最大的国家合作平台，战略的构建和实施，使得中国与中亚、西亚、南亚、北非以及欧洲等国关系更为密切，促进中国与“一带一路”沿线国家的经贸合作，从根本上打开中国的发展空间。

一带一路的投资机会：“一带一路”的规划逐步进入实施阶段，随着相关配套措施的完善，包括丝路基金及亚投行的设立，一带一路的进展有望超出预期，带来的投资机会值得关注。我们认为交运、建筑和建筑工程类直接受益。除此之外，我们认为拥有海外物流以及积极进行海外布局的中字头国企尤其值得关注。“海上丝绸之路”建设有望带来海上贸易的爆发式增长，沿“一带一路”区域的海外布局本身就充分受益这些地区的经贸合作的深入发展。

中化国际的业务和布局有望受益：公司的化工物流业务包括以内贸航线、中东航线和东北亚航线为主的船运，以及集装箱物流、码头储罐等。2010年公司将化工物流整合，进入专业化运营阶段。国内液体化学品物流行业集中度高，前三家企业船舶数量占比近30%，总载重超过70%。中化国际拥有47艘船舶，总载重超过45万吨，是国内当之无愧的龙头。化工品物流本身具有极强的专业性，公司是国内规模最大的国际标准液体化工品物流服务商，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、国际远洋航线的液体化学品运输服务。

此外2008年开始中化国际即收购新加坡上市公司GMG，GMG在全球拥有超过10万公顷的种植面积。2010年又通过GMG与泰国橡胶巨头德美行合资，布局东南亚市场，2011年开始则在非洲进行开拓，新建大面积种植园。公司及下属控股企业在非洲和东南亚拥有40万公顷的土地储备，拥有的种植园和土地储备均位居全球第一。

我们认为随着“一带一路”战略的推进，公司的海外布局将充分受益“一带一路”沿线的经贸合作的深入发展。公司专业的化工物流业务则在“一带一路”沿线基础设施建设中更是起到重要的支撑作用。

■ 主营业务稳中有升

精细化工业务做到做强。橡胶助剂是公司精细化工业务中最重要的领域。公司收购的江苏圣奥防老剂4020产品竞争优势极为突出，市场占有率也长期维持全球第一。我们判断未来随着出口壁垒的消除，以及国内供应格局的改善，公司凭借上下游一体化的优势有望实现重新增长。不溶性硫磺是公司的新的利润增长点，市场空间广阔。

我们认为公司近年来的战略很清晰，做大做强精细化工板块是其业务重点之一。随着公司海内外的积极布局，我们判断公司未来有望在精细化工领域寻找更多的机会，新品频出将是常态。

天然橡胶业务触底回升。天胶业务当前拖累较多。由于天胶价格持续低迷，价格已经低于生产成本。近三年来全球天然橡胶虽总体供大于求，但过剩量却逐年缩窄。2015中国将实施调整后的复合胶国家标准，天然橡胶进口关税基本确定将从1200元/吨上调至1600元/吨，中国橡胶政策调整有利于减少替代品对天胶的冲击。我们判断2015年天胶将进入自2011年以来的单边下滑的尾端，全球橡胶已度过最艰难时间，后市将在底部企稳。公司在非洲和东南亚具有低成本的橡胶种植园，成本优势突出，我们判断公司橡胶业务进一步下滑的可能性较小。

农化业务定位国内一流。公司农化业务生产的主要载体是扬农集团（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%），主要体现在投资收益上。

此外公司拥有多个知名农药品牌，拥有马歇特、新马歇特、禾耐斯、拉索4个品牌在中国的商标所有权，以及农达、罗地欧、欧迈斯、全蚀净、农民乐5个由供应商授权全国独家经销的品牌，在国内高端农药市场处于领先地位；收购了孟山都在印度、泰国、菲律宾、越南、巴基斯坦、孟加拉六国及我国台湾地区的酰胺类产品业务，在东南亚地区拥有45个产品品牌；获得了孟山都在澳大利亚、新西兰地区的农达产品独家经销权，成功进入澳新市场。

■ 投资建议和评级

风口下的国企改革标的：在时代的大背景下，作为最大的化工央企之一，公司有望迎来自上而下的变革。国企改革的动力和时机均已具备，我们判断后续将成为化工类国企改革的标杆和排头兵。此外，公司积极开拓海外业务，布局非洲、东南亚和中东地区，作为中字头央企，契合“一带一路”的战略精神，充当中国深化对外开放的积极探索者。

公司自身主营经营稳健，近年来一直不断进行战略聚焦，思路愈发清晰，看好公司未来的发展空间。我们预计2014-2016年EPS为0.38/0.47/0.58元，首次给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	2121	2154	2000	2000
应收款项	4134	3882	4123	4424
存货净额	3529	3361	3549	3788
其他流动资产	1490	1417	1505	1615
流动资产合计	11316	10856	11219	11868
固定资产	5538	5654	5532	5275
无形资产及其他	2289	2199	2108	2018
投资性房地产	3517	3517	3517	3517
长期股权投资	6278	6328	6378	6428
资产总计	28939	28555	28754	29107
短期借款及交易性金融负债	4650	5000	5192	5513
应付款项	3322	3137	3312	3536
其他流动负债	1553	1443	1524	1627
流动负债合计	9525	9580	10028	10675
长期借款及应付债券	4527	4297	4297	4297
其他长期负债	740	689	638	587
长期负债合计	5267	4986	4935	4884
负债合计	14791	14566	14963	15559
少数股东权益	3604	3604	3604	3604
股东权益	10543	10385	10187	9943
负债和股东权益总计	28939	28555	28754	29107

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.29	0.38	0.47	0.58
每股红利	0.35	0.46	0.57	0.70
每股净资产	5.06	4.99	4.89	4.77
ROIC	4%	6%	7%	9%
ROE	6%	8%	10%	12%
毛利率	6%	7%	7%	8%
EBIT Margin	2%	3%	3%	4%
EBITDA Margin	3%	4%	5%	5%
收入增长	-14%	-5%	6%	7%
净利润增长率	4%	30%	25%	23%
资产负债率	64%	64%	65%	66%
息率	3.3%	4.3%	5.3%	6.6%
P/E	36.6	28.1	22.5	18.3
P/B	2.1	2.1	2.2	2.2
EV/EBITDA	27.5	20.0	16.8	14.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	46810	44283	47028	50461
营业成本	44104	41360	43689	46626
营业税金及附加	116	111	118	126
销售费用	788	744	790	848
管理费用	924	889	938	1000
财务费用	252	351	359	372
投资收益	367	400	400	400
资产减值及公允价值变动	(134)	(100)	(100)	(100)
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	861	1128	1435	1789
营业外净收支	83	100	100	100
利润总额	944	1228	1535	1889
所得税费用	194	252	315	387
少数股东损益	142	185	231	284
归属于母公司净利润	609	792	989	1218

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	609	792	989	1218
资产减值准备	101	9	(4)	(8)
折旧摊销	467	667	718	756
公允价值变动损失	134	100	100	100
财务费用	252	351	359	372
营运资本变动	(1692)	155	(315)	(382)
其它	(129)	(9)	4	8
经营活动现金流	(511)	1714	1492	1691
资本开支	(415)	(801)	(601)	(501)
其它投资现金流	(28)	0	0	0
投资活动现金流	(901)	(851)	(651)	(551)
权益性融资	3754	0	0	0
负债净变化	(597)	(230)	0	0
支付股利、利息	(731)	(950)	(1187)	(1462)
其它融资现金流	(3173)	350	192	321
融资活动现金流	(2074)	(830)	(995)	(1140)
现金净变动	(3486)	33	(154)	0
货币资金的期初余额	5608	2121	2154	2000
货币资金的期末余额	2121	2154	2000	2000
企业自由现金流	(941)	958	989	1352
权益自由现金流	(4711)	800	896	1378

相关研究报告:

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。