

收购 Halcyon 若完成，公司将成为全球最大的天然橡胶加工和分销企业

中化国际 (600500.SH)

推荐 维持评级

分析师：王 强 电话：(8621) 20252621 邮箱：wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511080002

分析师：袁孝锋 电话：(8621) 20252676 邮箱：qiuxiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511050001

1. 事件

公司之全资子公司中化国际新加坡公司拟附条件收购新加坡上市公司 Halcyon 公司主要股东 30.07% 的股份，并触发对 Halcyon 公司的强制现金要约收购；前述收购完成后，Halcyon 公司将发出自愿全面收购要约，通过增发新股与 GMG 公司进行换股；前述收购完成后，Halcyon 公司将再次增发新股，收购中化国际除 GMG 公司以外的天然橡胶资产和业务。最终，中化国际占 Halcyon 公司的股比不少于 60%。

本次交易尚需中国商务部、国家发改委、外汇管理局、国家税务总局、国家工商行政管理总局、国资委以及新加坡证券交易所、证券业协会、美国外资投资委员会、相关反垄断监管部门及 Halcyon 公司股东大会等部门审核。预计整个交易全部完成需至 2016 年下半年。

2. 我们的分析与判断

(一)、公司有望成为全球最大的天然橡胶加工和贸易分销企业

通过本次收购 Halcyon 和整合，加上前几年收购的 GMG 公司，公司将成为全球最大的天然橡胶供应商，即全球最大的天然橡胶加工和贸易分销企业。公司在非洲和东南亚将拥有超过 15.3 万公顷的土地（包括超过 2.2 万公顷的已种植面积）用于种植；在印度尼西亚、泰国、马来西亚、中国和非洲将拥有 35 个加工厂，年加工产能合计将达到约 150 万吨；整合后的销售网络将具备约 200 万吨的天然橡胶和胶乳的销售能力，天然橡胶业务的营业收入将有望超过 23 亿美元。。

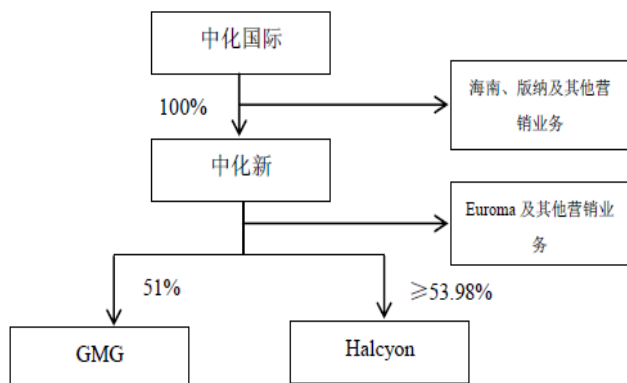
(二)、收购 Halcyon 后，公司将以 Halcyon 为平台整合天然橡胶业务和资产

公司此次公告，公司董事会同意公司以现金、换股的方式获得新加坡上市公司 Halcyon Agri Corporation Limited 的股权，并整合 GMG Global Ltd 和中化国际天然橡胶资产和业务；具体方案是分 3 步：(1) 中化新现金要约收购 Halcyon 公司；(2) Halcyon 公司增发新股与 GMG 换股；(3) Halcyon 公司收购中化国际除 GMG 公司以外的天然橡胶资产和业务。

中化国际全资子公司中化新加坡公司用 0.75 新加坡元/股的对价以现金方式附条件地收购 Halcyon 公司五名主要股东所持有的 30.07% 的股份（即 180,439,576 股），并触发对 Halcyon 公司强制全面要约收购；中化新加坡公司现金出资不少于 2.4 亿新加坡元，收购完成后中化新持有 Halcyon 公司的股份比例不少于 53.98%。

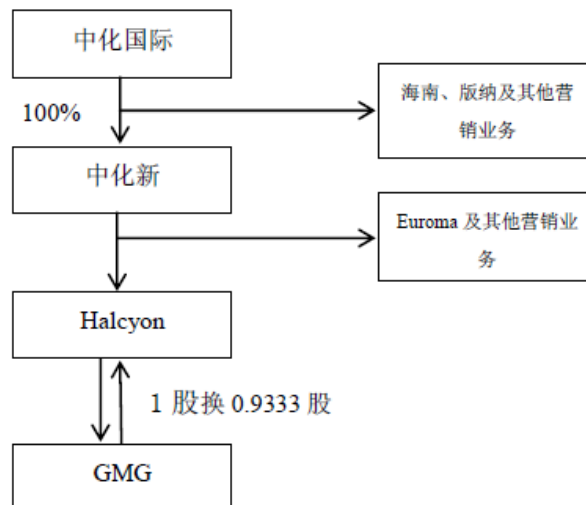
上述现金收购交易完成后，Halcyon 公司发行新股，通过自愿全面要约收购的方式，以 GMG 公司 1 股换 Halcyon 公司 0.9333 股的对价，与 GMG 公司进行换股，进而完成收购 GMG 公司大部分股权；收购完成后，若 GMG 公司不再能满足新交所关于自由流通股份比例的要求，公司无意维持 GMG 的上市公司地位，GMG 公司可能因此退市。

图 1：中化新加坡子公司现金要约收购 Halcyon 公司



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

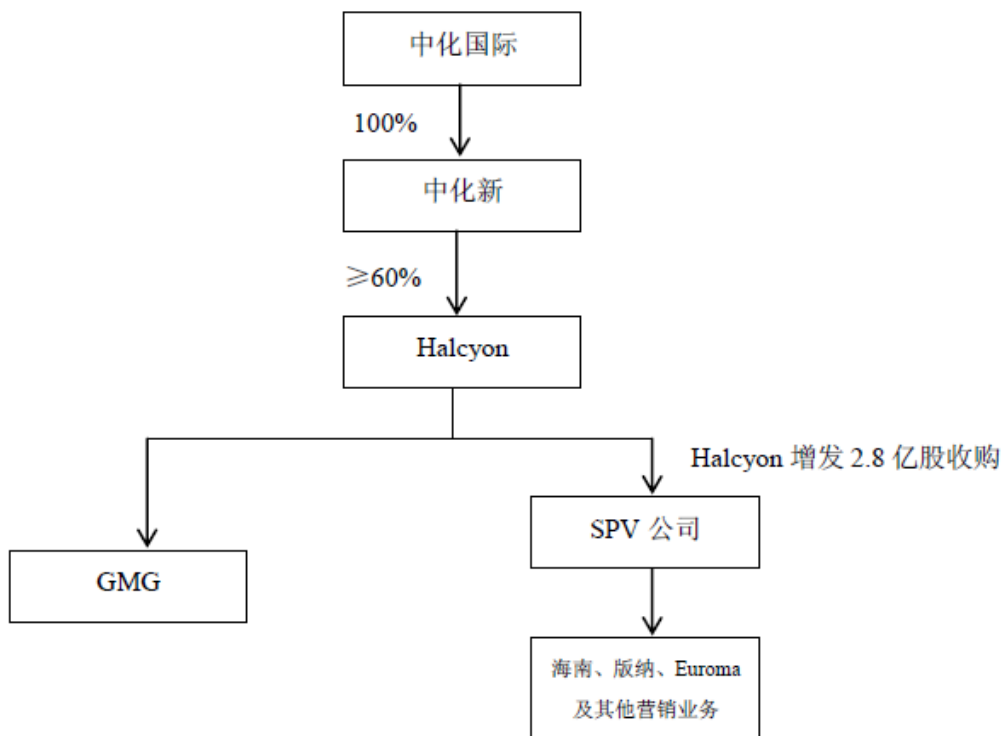
图 2：Halcyon 公司增发新股与 GMG 换股



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

通过资产重组，中化国际将其除 GMG 公司以外的天然橡胶加工和营销业务（包括西双版纳中化橡胶有限公司、海南中化橡胶有限公司和 EUROMA RUBBER INDUSTRIES SDN. BHD.及中化国际、中化新的天然胶营销业务）装入境外新设的 SPV 公司中；在上述换股完成后，Halcyon 公司增发新股，以作价 2.1 亿新加坡元的 2.8 亿股 Halcyon 公司普通股为对价收购该 SPV 公司。

图 3：Halcyon 公司收购中化国际除 GMG 公司以外的天然胶资产和业务



资料来源：中国银河证券研究部

所有交易完成后，中化国际占 Halcyon 公司的股比不少于 60%。

(三)、天然橡胶价格已处于历史底部，未来有望逐步复苏

天然橡胶从 2011 年周期景气高点下来，已持续低迷 5 年，天胶价格已处于历史底部。国际天然橡胶价格过低导致胶农割胶意愿降至历史低点，天然橡胶减产成为大概率事件。这种情况持续，未来一两年，天然橡胶供给过剩的局面将继续缓解，直至胶价缓慢回升至较合理水平。我们认为未来一两年，天胶价格有望逐步走出来。

(四)、宁高宁入主中化集团，有利于打造农化产业链，中长期利好中化国际

宁高宁入主中化集团，其并购整合能力和打造农业产业链的思路，契合了中化集团的优势产业和当前国内外中国农业面临的挑战，将对中化国际以及扬农化工和江山股份等未来的资本运作产生非常积极的影响。

中化集团是最早入围《财富》全球 500 强的中国企业之一，2015 年名列第 105 位，营收达 4800 多亿人民币。中化集团有四块业务：能源、农业、化工和商用业务及酒店业务，最能突出其国内地位的是农业业务。能源业务虽然是中国四家国家石油公司之一，但是跟中国石油、中国石化和中海油的差距实在太太大。但农业业务不一样，中化集团是经营化肥、种子、农药三大农业投入品规模最大的中央企业。中化集团经营化肥业务的主体中化化肥是中国最大的化肥供应商和分销服务商，业务涵盖资源开发、研发、生产、分销、农化服务全产业链，对保障国内化肥供应、促进农业发展发挥着重要作用。中化集团旗下的中国种子集团有限公司（简称“中种公司”）是我国唯一以农作物种业为主营业务的“育繁推一体化”国家级种业公司，综合实力在国内保持领先，并致力于成为“中国第一、世界一流”的种业公司，推动中国种子产业升级。中化集团下面的农药业务涵盖创制和仿制产品研发、原药生产、制剂加工及分装、国内和国际市场产品登记和品牌营销等产业链各环节，其中，具有完全自主知识产权的创制农药开发在国内居于领先地位，农药业务实现销售收入超过 80 亿元，规模位居国内第一。

中化集团国内仅有的上市平台为中化国际，中化国际必将成为中化集团农业业务走向全球的平台。中化集团有三个重要的上市平台，方兴地产和中化化肥在港股上市，主业分别为商用物业酒店和化肥分销。唯一的 A 股上市平台是中化国际。中化国际又控制两家 A 股上市公司：扬农化工（通过控股扬农集团间接持有 36.17%）和江山股份（29.19%）。

3. 投资建议

我们预计中化国际 2015-2016 年 EPS 分别为 0.35 和 0.55 元，维持推荐评级。

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，石化和化工行业证券分析师。2 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。本报告清晰准确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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

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
北京地区：王婷 010- 66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010- 83571359 liusiyao@chinastock.com.cn