

持续战略转型，聚焦精细化工和橡胶 两大主业

中化国际（600500.SH）

推荐 维持评级

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

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

1. 事件

公司 2015 年报，实现营业收入 437 亿元，同比下降 2.66%；实现归属于母公司股东净利润 4.8 亿元，同比下降 57.69%；每股收益 0.23 元，略低于预期。

2. 我们的分析与判断

（一）、业绩低于预期，主要是减值较多

受原油价格和下游需求不振影响，化工产品价格一路下滑；草甘膦需求同比下降明显，价格底部徘徊；天然胶供需格局未明显变化，期现价格持续低迷，橡胶价格出现了几年来的低点；公司 2015 年减值计提共计 6.95 亿元，其中存货跌价 5.4 亿元，这是去年业绩低于预期的主要原因；扣除非经常性损益后归属于股东的净利润则同比大幅上升；贡献利润最大的是公司控股近 61% 的江苏圣奥橡胶助剂业务，江苏圣奥去年净利润约 3.4 亿元。

精细化工产业中农化业务国内深耕渠道，市场份额实现突破，海外市场落实多项举措，利润同比大幅提升。化工中间体及新材料业务深入分析市场变化，针对竞争对手采取灵活市场策略，不断丰富产品种类，新增麦草畏产能，中间体技术升级成功降本。橡胶产业中橡塑助剂业务聚焦核心客户，国内主动优化客户结构，盈利率提高。天然橡胶业务大力推动国际十大认证，核心客户销量稳中有升，市场地位进一步提升。化工物流产业中船务业务搭建船务新加坡区域中心，布局全球营销网络，有效提升毛利水平。集装罐业务优化资源管理和区域跟踪，积极开发非危品和铁路罐业务，应对天津港爆炸带来的不利影响，业绩全面超预期并实现历史最优。分销与贸易业务通过集中资源努力发展核心商品，收缩风险业务规模等稳健经营手段，贡献稳定利润。

（二）、推进战略转型，聚焦精细化工和橡胶两大主业

公司积极推进战略转型，聚焦精细化工和橡胶两大主业，通过内部整合和协同价值的发挥，进一步夯实产业基础，在农药、化工中间体、橡塑助剂、天然胶、化工物流业务中的诸多细分市场继续保持全球领先地位。

公司规划未来十年业务战略：以精细化工产业为核心，通过兼并收购、合资合作、自主研发等方式，用十年时间打造中国市场领先、具有全球影响力的精细化工产业集群；加快产业整合，打造全球橡胶行业的领导地位，以品牌产品为国际高端轮胎制造商提供全面解决方案；对化工物流业务进行混合所有制改造，退出传统贸易业务。

精细化工战略：形成化工新材料、特种化学品和农化三大精细化工产业集群，围绕三大产业集群上游拓展关键化工中间体；橡胶战略：通过产业并购重组形成全球领先产业规模，积极拓展环保型橡胶助剂及特种合成胶；物流战略：加快完成混合所有制改造，实现体制机制的创新、激发团队创业活力，共同推进独立第三方的化工物流产业实现更快发展。

(三)、公司将以 Halcyon 为平台整合天然橡胶业务和资产

公司通过收购 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。所有交易完成后，中化国际占 Halcyon 公司的股比不少于 60%。

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，控参股企业在非洲和东南亚控制的可种植面积达 19.8 万公顷；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。

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 2016-2017 年 EPS 分别为 0.55 和 0.60 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