

天然橡胶全球霸主，精细化工初显峥嵘

中化国际 (600500.SH)

推荐维持评级

投资要点:

- **中化集团已经确立中化国际为精细化工平台，外延预期强烈**
公司自上市以来致力于从贸易企业向实体企业方向发展，通过系列并购已经出具规模。自宁高宁入主中化集团以后，致力于打造公司为精细化工平台。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。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。
- **通过持续收购整合行业，公司成为全球最大天胶供应商**
公司通过收购 GMG、德美行、SIAT 和 Halcyon 等，在非洲和亚洲拥有 29.60 万公顷的土地，已有 8.6 万公顷用于种植，3 万公顷割胶面积；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。公司是全球最大的天然橡胶供应商。
- **行业供求格局改变，天然橡胶价格中枢持续上移**
橡胶（含天然和合成）产量相对于高点下降 5%，库存下降 10% 以上。去产能和库存进程逐步完成。天然橡胶在供求格局变化中价格中枢有望上移。此外 2017 年全球橡胶的需求前景预计随着国内严查超载和特朗普上台大型基建而进一步上升。
- **投资建议**
基于公司在天然橡胶领域的深入布局，以及未来在精细化工等领域的发展预期，我们预计中化国际 2016-2018 年 EPS 分别为 0.17 元、0.57 元和 0.76 元，维持推荐评级。
- **主要风险因素**
收购进展不及预期，天然橡胶产品价格下行。

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	38605	43746	42666	58123	69945
营业收入增长率	-17.41%	13.32%	-2.47%	36.23%	20.34%
净利润（百万元）	846	481	358	1183	1593
净利润增长率	39.06%	-433.22%	-25.57%	230.45%	34.66%
EPS（元）	0.41	0.23	0.17	0.57	0.76
P/E	26	47	64	19	14

资料来源：Wind，中国银河证券研究部

分析师

袁孝锋

☎：(8621) 20252676

✉：qiuxiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511050001

赵乃迪

☎：(8610) 66568641

✉：zhaonaidi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516070001

市场数据 时间 2016.12.8

A 股收盘价(元)	10.82
A 股一年内最高价(元)	13.04
A 股一年内最低价(元)	7.63
上证指数	3215.37
市净率	1.99
总股本(亿股)	20.83
实际流通 A 股(亿股)	17.23
流通 A 股市值(亿元)	186.44

相关研究

《中化国际(600500)持续战略转型，聚焦精细化工和橡胶两大主业_20160411》

《中化国际(600500)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_20160328》

《石化化工：国企改革之中国化工集团篇一暨中国化工集团收购先正达_20160216》

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、天然橡胶价格中枢上移，公司具备3万吨自产天然橡胶，150万吨天然橡胶加工能力，200万吨天然橡胶贸易量。橡胶价格上涨公司的业绩弹性巨大。

2、中化集团确立以石化、精细化工作为两大核心主业，中化国际被确立为精细化工的核心平台，公司将进一步以电子化学品、锂电原材料等作为外延并购对象。

我们与市场不同的观点：

1、本轮天然橡胶价格上涨的原因主要是由于合成橡胶库存和产能减少，导致整个橡胶行业供需格局变化所导致，进而传导整个橡胶行业价格中枢上移。后续具有一定的可持续性。

2、宁总入主中化集团，对产业理解深刻，对资本并购经验丰富，未来有望打造以精细化工为核心的产业链。

估值与投资建议：

基于公司在天然橡胶领域的深入布局，以及未来在精细化工等领域的发展预期，我们预计中化国际2016-2017年EPS分别为0.17元、0.57元和0.76元，维持推荐评级。

股价表现的催化剂：

天然橡胶价格上涨，精细化工外延兑现。

主要风险因素：

收购进展不及预期，天然橡胶产品价格下行。

目录

一、国企改革大幕拉起，聚焦精细化工和橡胶两大主业.....	4
（一）贸易龙头加速转型成精细化工龙头.....	4
（二）宁高宁入主中化集团，致力于打造公司为精细化工平台.....	5
（三）中化集团架构调整，改革大幕加速拉开.....	6
二、天然橡胶业务扩张，成为全球最大天胶供应商.....	9
（一）天然橡胶业务覆盖全产业链，整合国际资源实现全球布局.....	9
（二）获取上游橡胶资源，扩展下游销售能力，成最大天胶供应商.....	10
（三）天胶行业有望复苏，龙头有望受益.....	14
三、行业供求格局改变，天然橡胶价格中枢持续上移.....	15
（一）天然橡胶全球供需基本集中于亚太地区.....	15
（二）行业供求格局改变，天然橡胶价格一路上扬.....	18
（三）需求前景回升，天然橡胶价格中枢预计保持高位.....	24
四、其他主营业务全线推进，未来增长可期.....	25
（一）化工物流业务平稳，积极进行战略调整.....	25
（二）橡胶化学品在坚实平台上继续开拓.....	26
（三）广泛合作双边共赢，农化业务自产力提升规划.....	28
（四）贸易业务资源丰富，管理框架合理.....	30
（五）化工新材料.....	30
五、估值与投资建议.....	31
六、主要风险因素.....	31

一、国企改革大幕拉起，聚焦精细化工和橡胶两大主业

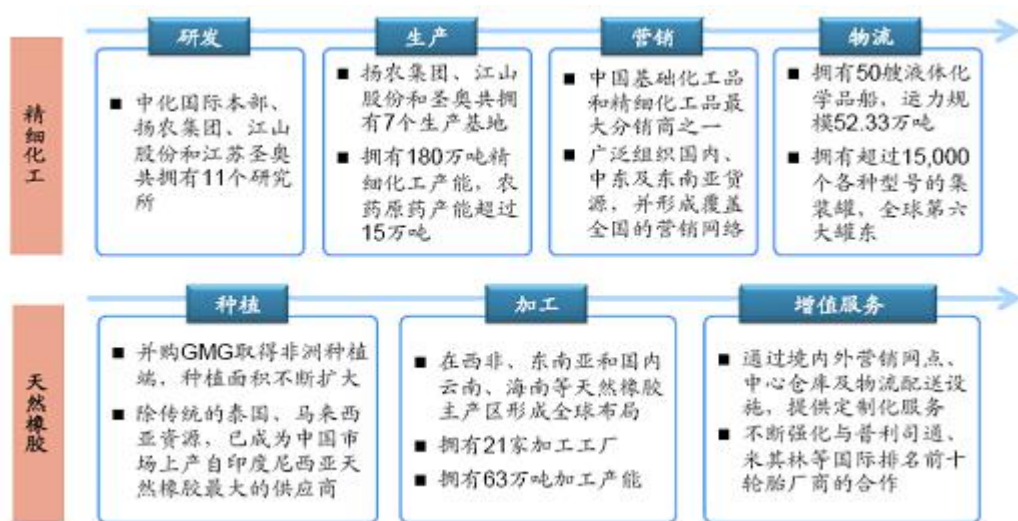
(一) 贸易龙头加速转型成精细化工龙头

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15%，位居全球第一。

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。

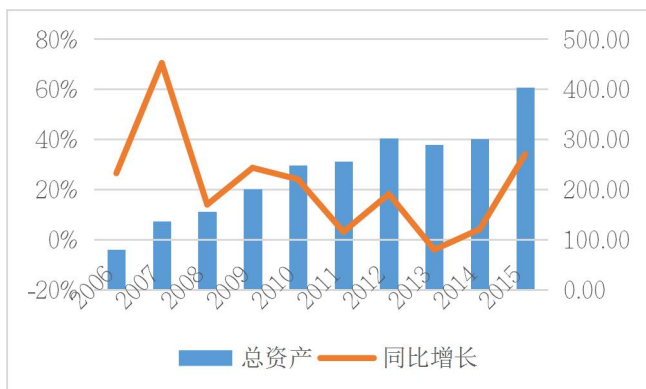
图 1：公司核心产业链正在快速形成



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部 注：通过并购橡胶加工能力已经达到150万吨

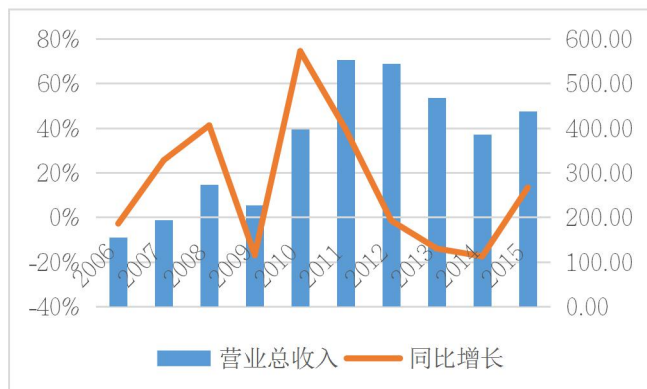
在近八年内，公司在多次进行重要产业并购。通过并购交易，收购整合相关行业优质公司资源，公司已经成功的实现由贸易公司向精细化工产业集团的转型，在精细化工及橡胶主业领域打造出完整的产业链，具备了雄厚的产业基础及发展潜力。**通过行业并购，公司内部实现协同作用，实现体量、盈利能力增长。**2012年至2015年末，公司总资产从301.86亿元升至403.38亿元，增长33.6%，实现公司体量的大跃进式扩张。公司2015年营业总收入为437.46亿元，同比增长13.3%，预示着公司盈利能力的回升。公司未来进一步的业务整合预期将会带来更大的业务协同红利，为公司的长期增长发展提供有力支持。

图 2：公司资产总额增长情况（亿元）



资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

图 3：公司收入规模增长情况（亿元）

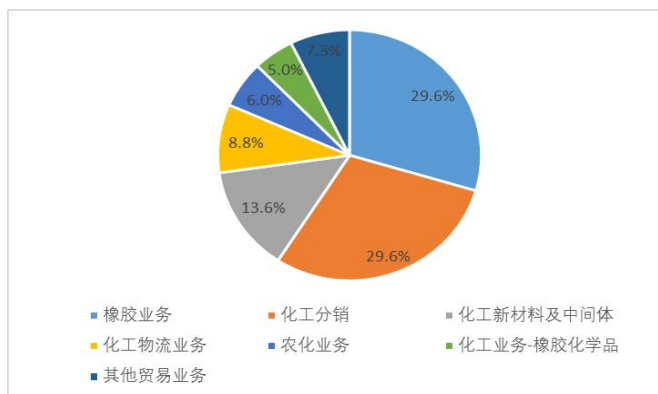


资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

中化国际内部逐步形成精细化工和橡胶产业双主业体系，逐步从行业内部产业链整合扩展到产业内部一体化运营战略。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。其中，在精细化工方面，公司未来十年的业务战略为：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团。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。

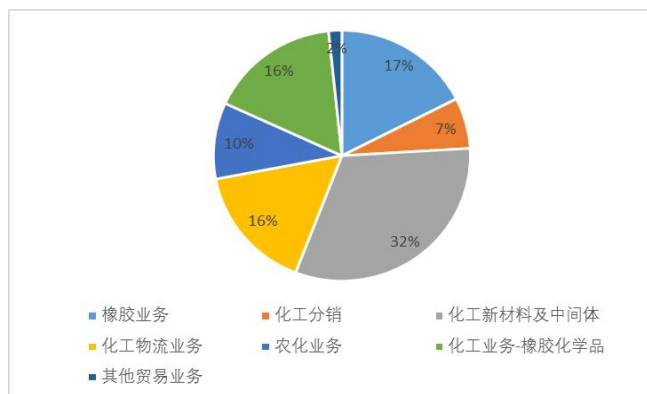
2015 年，主营业务营业收入 437.45 亿元，贡献毛利 45.43 亿元。各业务领域均有清晰的战略布局，规模优势显著，预计今年在收入构成核心的天然橡胶业务回暖的大环境下，其他主营业务的全面发展推进势必带来公司收入的显著提升。

图 4：公司各主营业务板块营收构成



资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

图 5：公司各主营业务板块毛利构成



资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

（二）宁高宁入主中化集团，致力于打造公司为精细化工平台

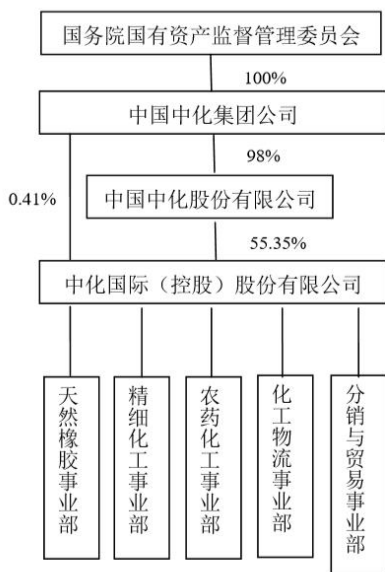
宁高宁入主中化集团，其并购整合能力和打造农业产业链的思路，契合了中化集团的优势产业，将对中化国际以及扬农化工和江山股份等未来的资本运作产生非常积极的影响。

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%）。

图 6：中化国际股权结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（三）中化集团架构调整，改革大幕加速拉开

12 月 2 日，中化集团在京召开关键岗位干部大会，公布公司组织架构调整决定。集团总裁张伟在会上宣布了关于机构改革和相关人事任免的决定，**集团总部职能部门由二十个优化调整为九个，组建能源、化工、农业、地产、金融五大事业部。**集团总部采用“大部制”形式，设立 9 个一级部门，34 个二级部门，4 个共享中心（不纳入职能部门序列）。集团总部较

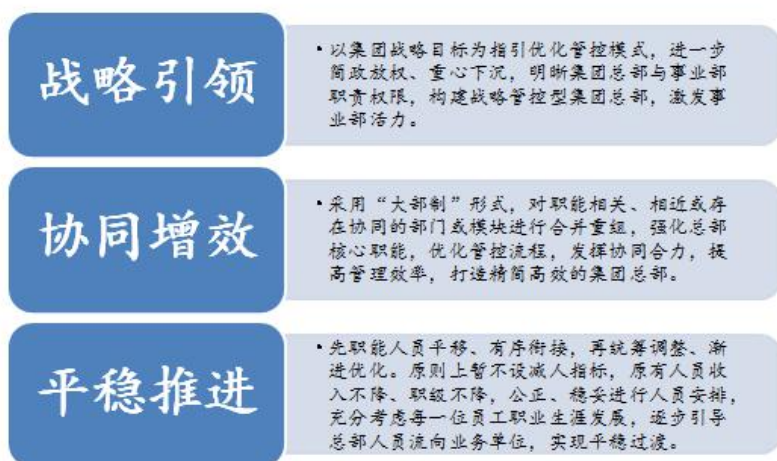
改革之前，减少了 11 个一级部门，45 个二级部门。

本次机构改革主要包含三方面内容：一是集团总部职能部门的调整；二是把中化原来的五个业务板块，通过事业部的形式更紧密地结合到一起；三是相关的人事调整。

未来，集团将围绕将中化打造成为一家“创新型的石油化工和精细化工企业，涵盖农业、地产、金融的多元化投资控股公司”的战略目标，本着“小总部、大业务”的原则，按照战略管控型总部定位，调整集团总部与事业部（经营单元）的权责关系，对集团总部职能进行重塑优化。

其中，集团总部重点聚焦战略预算管理、财务资金政策、重要人事任免、绩效考核评价、审计合规管理、党建纪检监察及资源协同共享等核心职能，同时保留重要、特殊事项审批权，并自上而下实现监督检查全覆盖；充分赋予事业部自主经营权，事业部拥有战略建议、运营决策、选人用人、考评激励以及授权范围内主业投资决策等权限，最大程度发挥事业部作用。未来要变成一个改革体制、创造环境，提供战略方向，协同财务、融资等大环境的、框架性的、伞型的组织，让事业部的作用能够得到充分发挥，让业务能够更好发展。

图 7：中化国际机构改革调整原则



资料来源：中化集团官网，中国银河证券研究部

在各事业部的调整上，集团以做实做强事业部以及提高经营一线的市场灵活度和竞争力为目标，按照“统一规划、分步实施、逐步到位”的原则，分阶段推动和强化事业部建设，激发和增强事业部经营活力，使之成为集团战略推进和业务拓展的中坚力量。

中化国际作为中化集团 A 股仅有的上市平台，本次调整之后成为化工事业部的领头羊，进一步奠定了公司在中化集团国企改革大潮中的核心地位。基于目前中化国际已经聚焦精细化工和天然橡胶业务，随着本次集团架构的理顺，在宁高宁的领导下，公司后续改革进展有望加速。

图 8：中化国际新组织架构图



资料来源：中化集团官网，中国银河证券研究部

二、天然橡胶业务扩张，成为全球最大天胶供应商

(一) 天然橡胶业务覆盖全产业链，整合国际资源实现全球布局

公司的天然橡胶业务拥有 60 多年历史，业务范围涉及天然橡胶种植、加工、流通贸易和增值服务等全产业链上的每个环节。同时，公司种植资源、加工产能遍布东南亚、西非及我国海南、云南，销售网络覆盖亚洲、欧洲和美洲等地，从事国内国际一体化经营，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。

公司自 2004 年开始实施向上游延伸的资源战略，不断收购整合国内国际天然橡胶种植园及加工厂，以实现天然橡胶全产业链及全球布局。2008 年公司完成对新加坡 GMG Global Ltd 51% 股权的收购，并以此为平台继续收购德美行、SIAT 和 Halcyon 等公司。通过这几次并购活动和整合，公司完成了对上游天然橡胶种植资源的控制，获得了遍布全球的营销网络，有望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。

公司拥有 29.60 万公顷的土地，已有 8.6 万公顷用于种植；在印尼、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。

图 9：天然橡胶产业链并购情况

标的	时间	标的情况
新加坡 GMG	2008 年	GMG 公司是集天然橡胶种植、加工、销售一体化的综合运营商，以新加坡为管理平台，业务范围覆盖非洲、欧洲、亚洲以及北美洲。在非洲的喀麦隆、象牙海岸拥有天然橡胶种植园和天然橡胶加工厂，在印度尼西亚拥有天然橡胶加工厂。
泰国 德美行 (TBH)	2010 年	德美行由著名华侨李引桐在 1954 年创立，上世纪 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 年后一直处于持平或亏损状态。在全球天然橡胶种植密度最大的泰南主产区拥有加工厂。
比利时 SIAT	2012 年	SIAT 的主要业务为天然橡胶和油棕的种植、加工、生产和销售，其种植园和工厂位于非洲的科特迪瓦、加纳、尼日利亚和加蓬四国。
新加坡 Halcyon	2016 年	Halcyon 公司是全球前五大天然橡胶企业，主营业务包括天然橡胶种植、加工和营销，拥有 74.8 万吨的加工产能以及超过 100 万吨的年销售能力。

资料来源：中国银河证券研究部整理

图 10：GMG 公司主要财务数据（百万新加坡元）

项目	2014	2015
资产总额	1038.8	1023.4
负债总额	241.6	269.8
资产净额	797.2	753.7
营业收入	806.3	646.7
归母净利润	-40.6	-19.0

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图 11：Halcyon 公司主要财务数据（百万美元）

项目	2014	2015
资产总额	641.0	660.1
负债总额	480.5	533.4
资产净额	160.5	126.7
营业收入	479.2	994.7
归母净利润	-9.4	8.5

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

(二) 获取上游橡胶资源，扩展下游销售能力，成最大天胶供应商

公司的橡胶业务实施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，形成天然橡胶种植、生产加工、营销和增值服务的产业链和国际国内一体化经营优势，市场领先地位显著。

1、在天然橡胶种植方面

公司通过并购获取了在非洲及印尼等天然橡胶主要产区地区的种植园和生产资源。截至2016年一季度，公司及下属参控股子公司合计拥有土地总面积29.60万公顷，可种植面积为19.70万公顷，已种植面积达8.60万公顷，开割面积2.98万公顷。

公司于2008年7月成功收购新加坡上市公司GMG公司，成功进入天然橡胶产业链的种植环节。目前GMG公司通过自身及其子公司、关联公司共管理约7.8万公顷的橡胶种植地。GMG成熟的橡胶种植园主要位于非洲，橡胶树平均25-35年后产量下降到盈亏平衡点之下，需要重新种植。2015年在非洲增加4121公顷种植面积，其中新增种植2518公顷，重新种植1603公顷。2016年计划新增2500公顷种植面积，重新种植1000公顷，其中每公顷约有512棵树。公司种植资产在逐年扩大中，2015年资产规模达到3.28亿美元。

国内方面，公司控股公司——西双版纳中化橡胶，还拥有5个橡胶种植基地，种植面积达6千余亩（约合400余亩）。

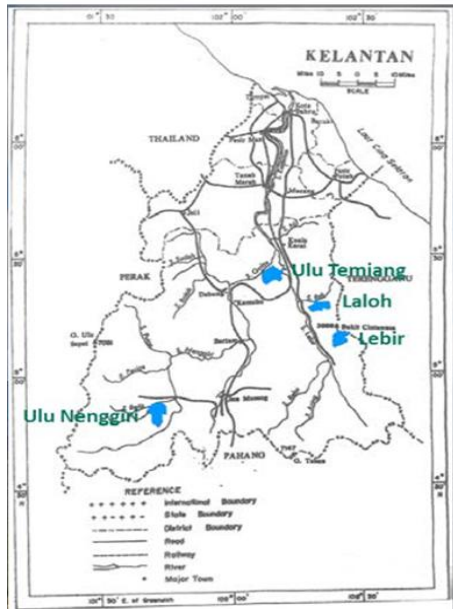
图 12：2011-2015 年 GMG 种植园资产情况



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

2016年新收购的Halcyon公司是全球前五大天胶企业。目前公司有天然橡胶1281公顷，橡胶树609,000棵。同时公司在马来西亚拥有9845公顷的土地，包括四块地块，其中7200公顷正在建设成为橡胶种植园，Lebir地块已经开发种植完成，Ulu Nengiri地块正在开发中，第一期279公顷种植已经完成。预计这几块种植地将在2020年实现第一次割胶，其产品主要为乳胶和杯凝胶，目标最大产量能将达到16000吨/年。

图 13: Halcyon 公司拥有马来西亚 9845 公顷土地



地块	面积 (公顷)
Lebir	2454
Laloh	1593
Ulu Temiang	2023
Ulu Nenggiri	3775
合计	9845

资料来源: 公司年报, 公司官网, 中国银河证券研究部整理

2、在天然橡胶生产加工方面

公司拥 150 万吨的天然橡胶加工能力, 主要分布在中国、东南亚和非洲, 产能规模位居全球第一。近年来公司完成了在西非、东南亚和国内主要天然橡胶生产区的全球化布局, 一方面在国际市场上并购欧马橡胶工业有限公司、GMG、泰国德美行 (TBH)、比利时 Siat 集团及新加坡 Halcyon 等企业, 获得海外加工产能; 另一方面同时在国内的云南、海南等地设立生产加工企业, 巩固国内领先地位。

图 14: 公司天然橡胶加工产能情况

	产能 (万吨/年)	工厂数目 (个)	产能分布
GMG	52.7	12	喀麦隆、科特迪瓦、印尼、泰国、加蓬
Euroma	3	-	马来西亚北部吉打州
Halcyon	74.8	14	印度尼西亚、马来西亚
西双版纳中化橡胶有限公司	8	5	西双版纳 (景洪、勐龙、勐润、曼么、曼汤)
海南中化橡胶有限公司	10.5	-	海南儋州
合计	149	35	

资料来源: 中国银河证券研究部整理

收购 Halcyon 之前, 公司天然橡胶加工能力为 74.3 万吨, 产能规模居全球前三。收购完成后, 产能提升到 150 万吨, 新增产能主要是 Halcyon 位于与印度尼西亚和马来西亚的工厂。

图 15: Halcyon 公司天然橡胶加工产能分布

Indonesia

Factory	Location	Code	Licensed Capacity
PT Hevea MK I	Palembang, South Sumatra	SDR	55,000
PT Hevea MK II	Palembang, South Sumatra	SEA	55,000
PT Hok Tong I Palembang	Palembang, South Sumatra	SCX	65,000
PT Hok Tong II Palembang	Palembang, South Sumatra	SGO	100,000
PT Remco Palembang	Palembang, South Sumatra	SDQ	50,000
PT Sunan Rubber Palembang	Palembang, South Sumatra	SCY	60,000
PT Hevea GE	Jambi, Central Sumatra	SGB	50,000
PT Remco Jambi	Jambi, Central Sumatra	SBG	36,000
PT Hok Tong Jambi	Jambi, Central Sumatra	SCL	25,000
PT Hok Tong Pontianak	Pontianak, West Kalimantan	KAZ	28,000
PT Rubber Hock Lie Sunggal	Medan, North Sumatra	SDH	19,000
PT Rubber Hock Lie Rantau Prapat	Rantau Prapat, North Sumatra	SCM	25,000
Total			568,000

Malaysia

Factory	Location	Code	Capacity
Hevea KB I	Ipoh, Perak	HL	90,000
Hevea KB II	Ipoh, Perak	HL	90,000
Total			180,000

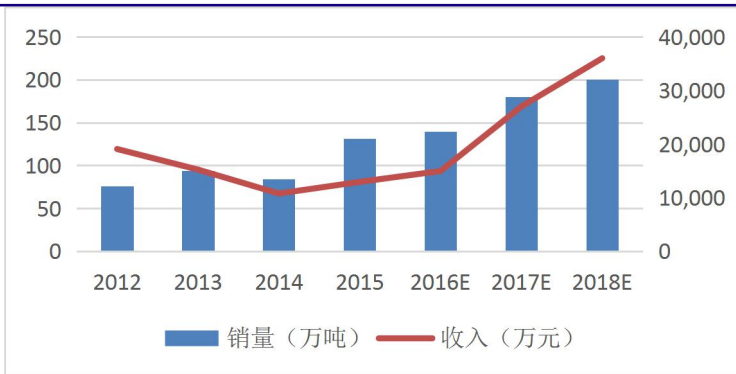
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部整理

公司天然橡胶加工业务产能在持续增长中, 但产能利用率一直较低, 公司产量低于同期产能。主要原因是近年来天然橡胶行业处于行业低谷, 价格持续下跌。2014 年公司老旧设备完成技术改造, 产能利用率有所上升, 2015 年受到天气环境和种植成本上升等因素影响, 产量下降。目前天然橡胶价格开始回升, 有利于提高产量。

3、在天然橡胶贸易方面

近三年公司的销量不断提升, 2013-2015 年以及 2016 年一季度, 分别销售天然橡胶 70 万吨、85 万吨、127.63 万吨和 22.87 万吨, 尤其是 2015 年, 由于承担国储业务销量同比增长 50.15%。2016 年收购整合 Halcyon 公司后中化国家将成为全球最大的天然橡胶供应商, 销售网络将具备约 200 万吨的天然橡胶和胶乳的销售能力。预计 2018 年公司天然橡胶分销量将达到 200 万吨, 占全球总销量 1200 万吨的六分之一。

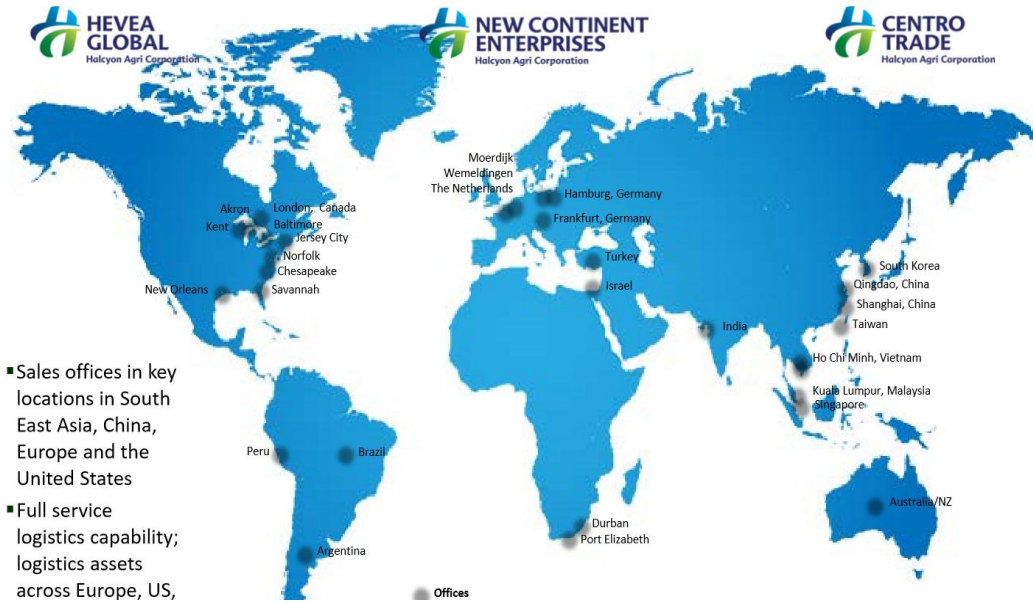
图 16: 中化国际天然橡胶销量及收入 (右轴)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

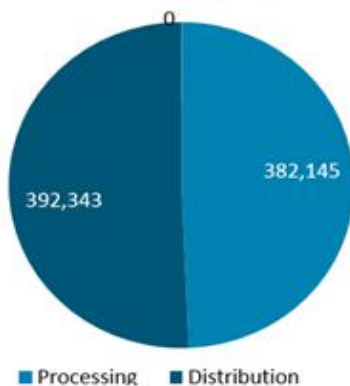
在国内市场，公司营销网点已经覆盖长三角、珠三角、山东和华北等轮胎和橡胶制品主产区，占据国内 16% 左右的市场份额；在国际市场，GMG 是米其林、固特异、普利司通、韩泰、倍耐力等全球十大轮胎企业的重要供应商。Halcyon 公司拥有遍布全球的营销和物流网点，和超过 100 万吨的年销售能力，2015 年公司天然橡胶业务销售量为 77.45 万吨。

图 17: Halcyon 公司全球营销物流网点及 2015 年销售情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 18: Halcyon 公司 2015 年销量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

（三）天胶行业有望复苏，龙头有望受益

天然橡胶从 2011 年周期景气高点下来，已持续低迷 5 年，天然橡胶价格已处于历史底部。2016 年仍在全球供应旺季周期，整体供应量仍保持增长态势。国际天然橡胶价格处于历史地位，导致胶农利润受挤压，割胶意愿降至历史低点，天然橡胶减产成为大概率事件，或对天然橡胶供给过剩的局面产生影响。从下游需求来看，下游轮胎行业需求继续提升，对国内天然橡胶的价格形成支撑，但受国内经济增长趋缓，和不断发生的贸易摩擦，需求增长空间有限。

图 19：天然橡胶价格



资料来源：wind、中国银河证券研究部

图 20：2016 年以来天然橡胶价格



资料来源：wind、中国银河证券研究部

近几年持续低迷的天然橡胶价格使得行业整合洗牌加速，公司作为行业龙头，在这几年抓住行业整合机会，拓展上下游资源，进一步扩大领先地位。经过几年的运营，公司已将 GMG 等收购资产和公司其他天然橡胶资产和业务进行了整合。今年收购的 Halcyon 公司拥有上达种植园，下至精细化市场的销售运作能力，使其在天然橡胶行情低迷的时候仍能保持高于行业平均水平的盈利能力。合并后，Halcyon 公司经验丰富的管理团队能帮助提升跨国经营管理的专业化和市场化能力，通过整合资源，实现优势互补，最大程度发挥协同性，进而提升对产业上下游的影响力和市场话语权，可以期待公司未来营业收入和盈利能力的增长潜能。

天然橡胶是我国重要的战略物资，对外依存度高，公司天然橡胶业务的不断扩张也使得公司更好的完成“保障橡胶资源安全”的战略使命。

2016 年下半年以来，天然橡胶价格上涨明显。中化国际是国内天然橡胶行业龙头企业，控制了大量上游种植及加工资源，企业可以通过使用自产胶，减少天然橡胶价格回升对于企业成本增加的压力。另一方面价格上涨将改善中化国际及 GMG 等旗下子公司的经营业绩和利润水平。从生产加工方面来看，公司通过并购加工产能几乎翻了一倍，目前公司的产能利用率还比较低，随着价格上涨及下游需求的提升，公司产能将逐步释放。从销售方面来看，公司覆盖国内和国际的销售网络和物流体系，保证了公司强大的销售能力，销售单价的提升将提高公司的营业收入和利润。

三、行业供求格局改变，天然橡胶价格中枢持续上移

(一) 天然橡胶全球产需基本集中于亚太地区

全球天然橡胶生产较为集中，九成全球产量由 ANRPC 成员国贡献。天然橡胶的生产主要集中在东南亚各国，其中泰国、印尼、马来西亚、中国等都是重要天然橡胶出产国。据统计，2015 年全球天然橡胶产量为 12279 千吨，其中 ANRPC (Association of Natural Rubber Producing Countries, 天然橡胶生产国协会) 中不含柬埔寨的八个成员国的总产量为 11042.3 千吨，占到全世界产量的 89.93%。因此保守估计下，ANRPC 国家的天然橡胶产量至少达到全球水平的九成以上。

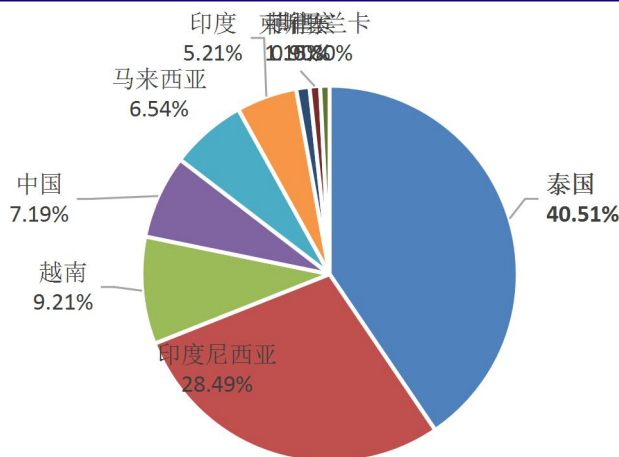
图 21：近五年来 ANRPC 天然橡胶总产量（不含柬埔寨）与全球对比

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
全球产量（千吨）	10428	11230	11602	12216	12115	12279
ANRPC 成员国总产量（千吨）	9509.9	10280	10638.2	11168.3	10952.1	11042.3
ANRPC 成员国总产量占比	91.20%	91.54%	91.69%	91.42%	90.40%	89.93%

资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

泰国是目前全球最主要天然橡胶出产国。2015 年泰国的天然橡胶产量为 4473.3 千吨，占 ANRPC 国家总产量（不含柬埔寨）的四成以上，是全球最大的天然橡胶产地；印尼 2015 年的天然橡胶产量为 3145.41 千吨，贡献了 ANRPC 总产量的近三成。此外，越南、中国等也是重要的天然橡胶生产大国，2015 年，中国的天然橡胶产量为 794.2 千吨，占 ANRPC 国家生产总量的 7.19%，位居成员国中第四名。

图 22：2015 年 ANRPC 成员国天然橡胶产量分布

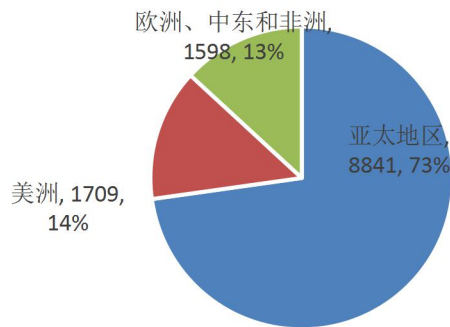


资料来源：wind，中国银河证券研究部

全球天然橡胶需求集中在亚太地区。天然橡胶是重要的工业和生产原料，而东南亚地区恰是重要的原料产地和劳动力密集区，因此大量的天然橡胶需求也基本集中在亚太地区。2015

年，全球天然橡胶消费量为 12146 千吨，其中亚太地区就消费了 8841 千吨，占到了 70%以上，ANRPC 成员国作为主要生产国，近年来天然橡胶消费量占全球比重也稳步攀升，自 2012 年起即已突破六成。

图 23：2015 年全球天然橡胶消费分布（单位：千吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

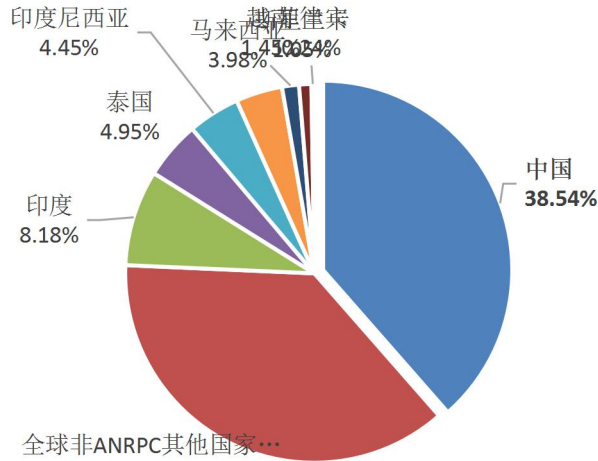
图 24：ANRPC 天然橡胶消费量与全球消费量对比

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
全球消费量 (千吨)	10806	11009	11079	11386	12137	12146
ANRPC 消费量 (千吨)	6048.8	6261.2	6721.6	7025.2	7679.1	7633.4
ANRPC 消费量占比	55.98%	56.87%	60.67%	61.70%	63.27%	62.85%

资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

中国消费占全球近四成，已成为全球最大天然橡胶需求经济体。近年来，中国天然橡胶消费量基本保持着持续增长趋势。2015 年，中国天然橡胶的消费量为 4680 千吨，比去年的 4804 千吨下降了 2.58%，但是仍占到全球消费量的三分之一以上。随着需求的逐步扩张，目前中国已经成为全球最大的天然橡胶需求国。

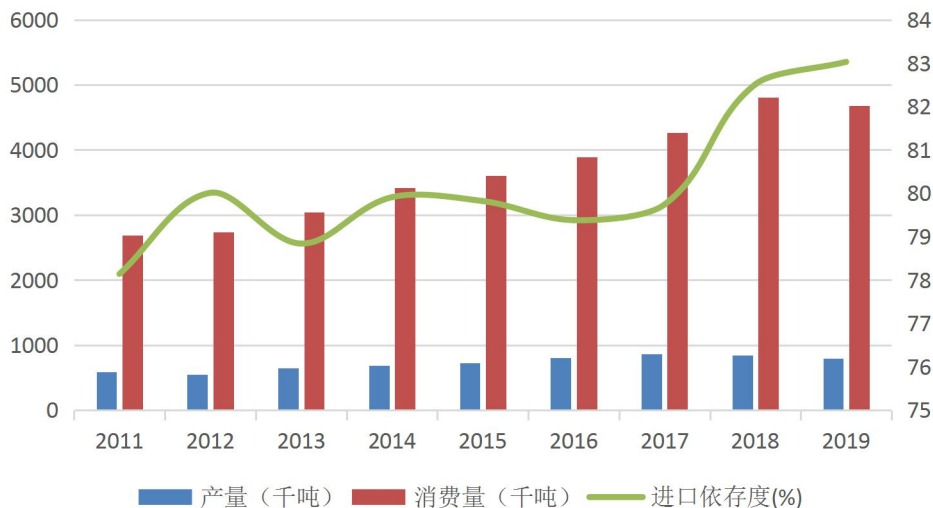
图 25： 2015 年全球各国天然橡胶消费量不完全统计



资料来源：wind，中国银河证券研究部

中国天然橡胶进口依存度高，超八成来自进口。中国天然橡胶的生产能力与其消费能力完全不相匹配，中国连年不足万吨的产量水平完全不能满足自身天然橡胶需求，且进口依存度连年提高。2015 年，中国消费的天然橡胶超过八成都为进口胶。因此，中国的天然橡胶行情与全球供求紧密联系，容易受到全球橡胶价格行情的影响。

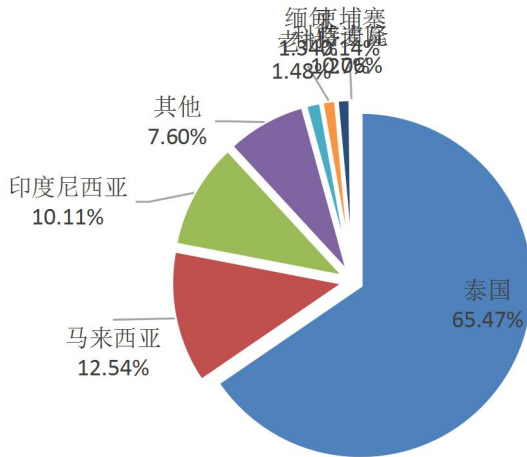
图 26： 中国天然橡胶生产与消费情况一览



资料来源：wind，中国银河证券研究部

中国天然橡胶主要来自于东南亚国家，泰国是中国天然橡胶进口第一大国。根据海关总署统计，2015 年中国共计进口天然橡胶 273.61 万吨，前三大进口国为泰国、马来西亚和印度尼西亚，占到我国进口总数量的八成以上。其中，泰国向我国出口 179.14 万吨天然橡胶，占到我国进口量的六成以上，是我国第一大天然橡胶进口国。

图 27: 2015 年中国天然橡胶进口来源国家分布



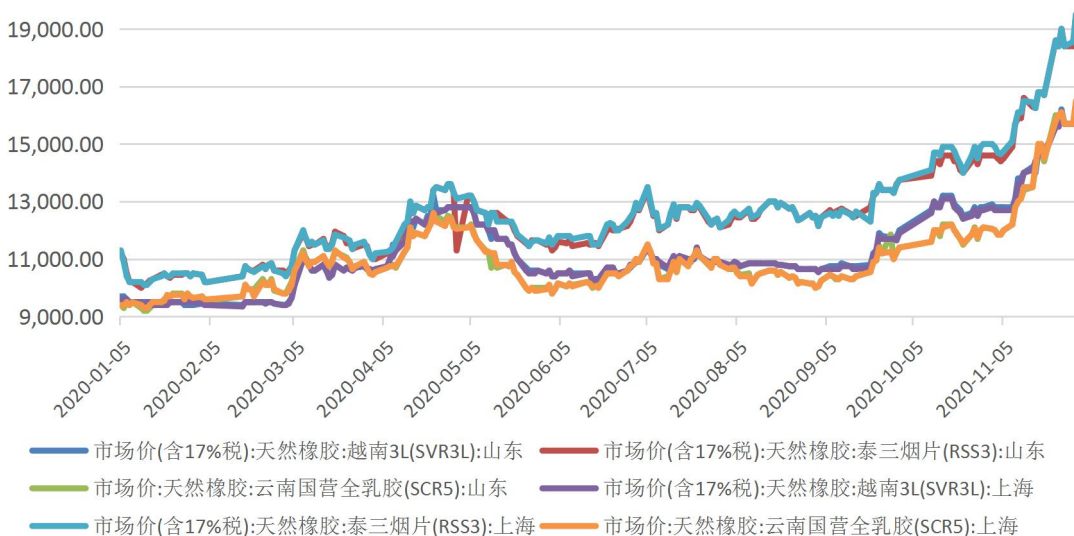
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

(二) 行业供求格局改变, 天然橡胶价格一路上扬

1、年初以来国内橡胶市场价格一路走高

国内天然橡胶市场价今年以来持续走高。根据中国橡胶贸易信息网的数据显示, 国内主要天然橡胶交易品种的市场价从年初开始一路水涨船高。其中, 两个地区的云南国营全乳胶市场价均由年初的 9400 元/吨的水平一路上涨到目前的 16000 元/吨以上, 涨幅高达 70% 以上; 而价格相对较高的泰三烟片橡胶从年初的约 11000 元/吨, 上涨到目前的 19500 元/吨的价格水平, 已经到达 20000 元/吨的价格关口, 涨幅也高达 70% 以上。

图 28: 年初至今国内不同种类天然橡胶市场价格 (单位: 元/吨)

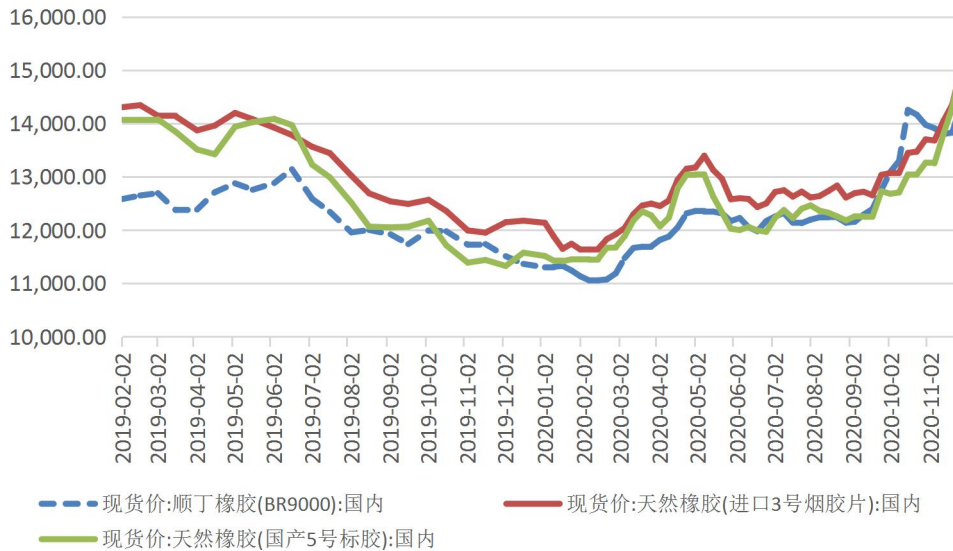


资料来源: wind, 中国银河证券研究部

顺丁橡胶价格与天然橡胶价格走势基本同步。作为另一大橡胶品种, 合成橡胶的价格趋势和天然橡胶基本一致, 而这其中顺丁橡胶又是主要的一种合成橡胶。2016 年初以来, 国内

顺丁橡胶现货价格一路走高，顺丁橡胶价格从年初的 11000 元/吨左右的水平，一路上涨到 14000 元/吨左右的水平，甚至有一度超过国产 5 号标胶和进口 3 号烟胶片的市场价格的趋势。

图 29：2015 年以来国内顺丁橡胶与天然橡胶价格走势

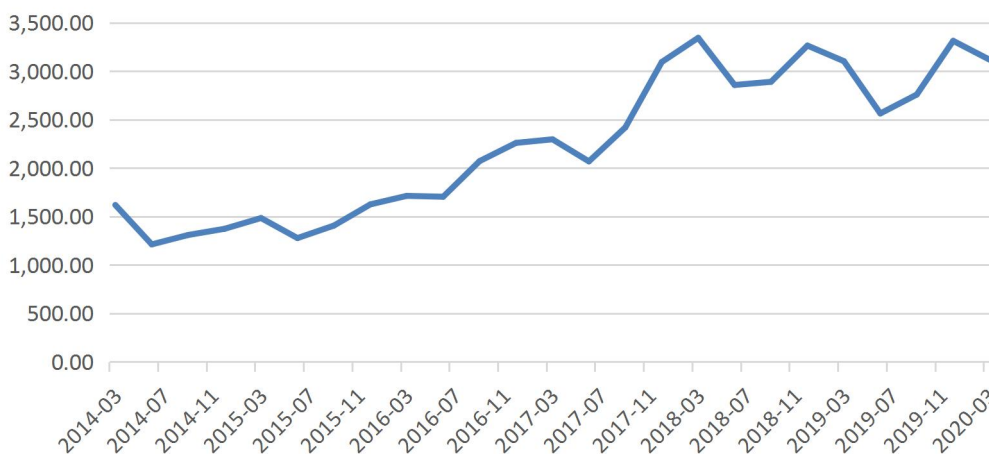


资料来源: wind, 中国银河证券研究部

2、天然橡胶：库存仍处高位，供需基本平衡

全球天然橡胶库存仍处于较高水平。自 2010 年以来，全球天然橡胶库存就从 1000-1500 千吨之间的水平持续上升，最新的数据是 2016 年 Q1，全球天然橡胶库存水平为 3119 千吨，目前仍然处于历史高位水平，全球天然橡胶去库存压力较大。

图 30：全球天然橡胶库存（单位：千吨）

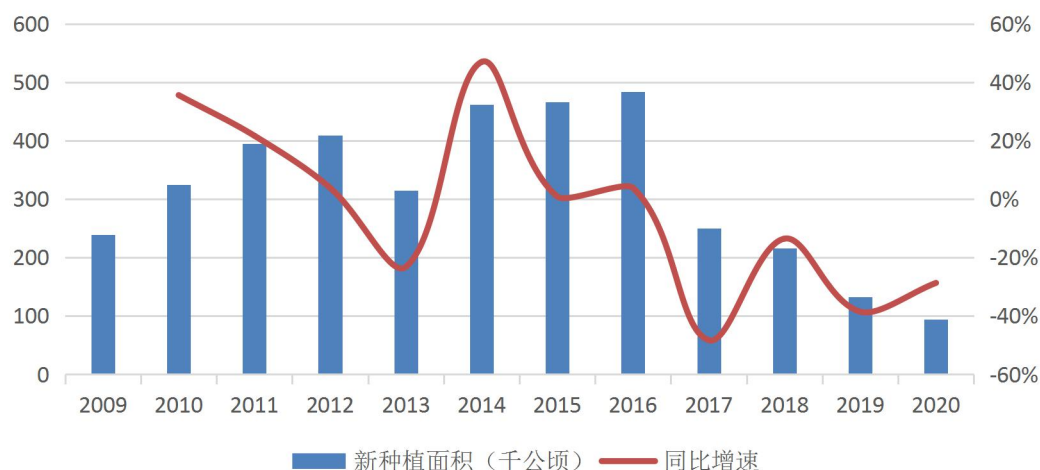


资料来源: wind, 中国银河证券研究部

ANRPC 成员国的 08 年前后新种植面积为全球天然橡胶产量提供了保证。ANRPC 国家的产量保守估计至少占全球产量的九成，因此这些国家 2016 年的天然橡胶产量将直接决定全球天然橡胶供给水平。橡胶树一般在种植的第八年开始进入高产期，前后约浮动各两年为可割胶期，因此 2016 年的全球天然橡胶产量和 2008 年的全球天然橡胶新种植面积相关。从新种植面积来

看，2008 年 ANRPC 国家天然橡胶新种植面积为 409.6 千公顷，位于历史高点，一定程度上保证了产量不会大幅收缩。

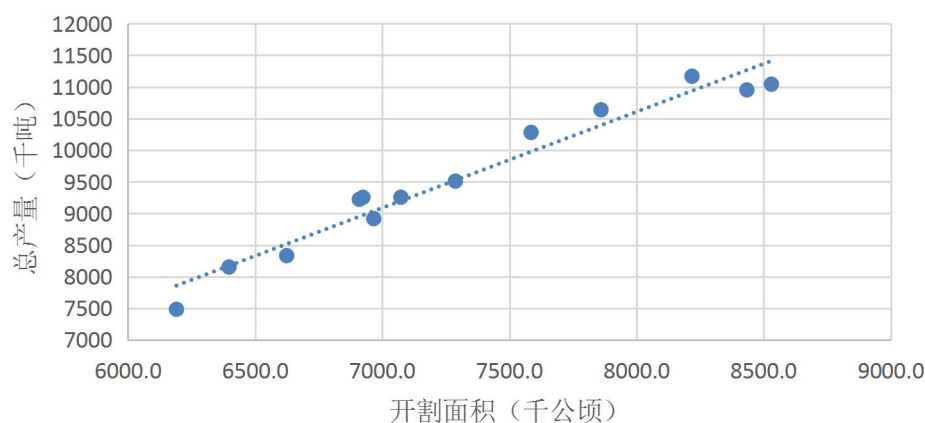
图 31： ANRPC 国家天然橡胶新种植面积及其同比增速



资料来源：wind，中国银河证券研究部

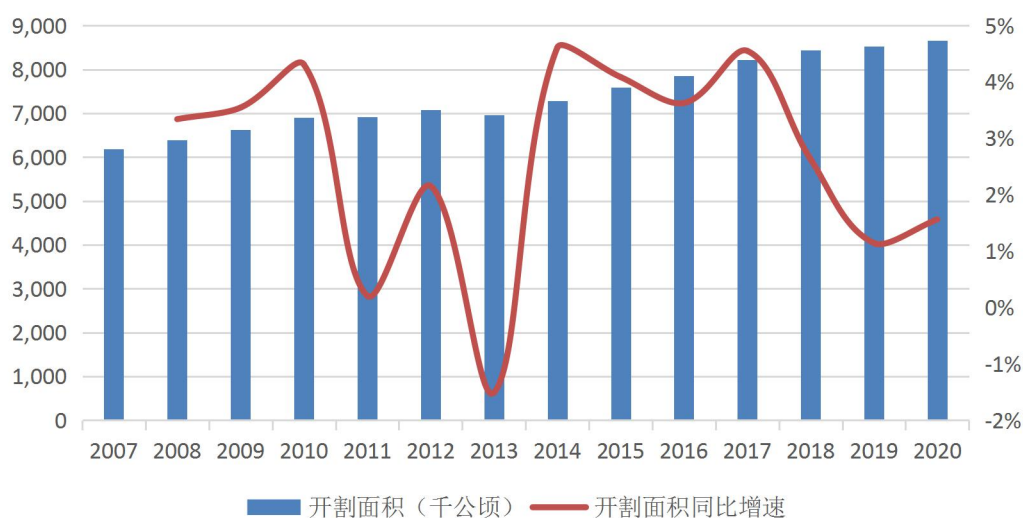
ANRPC 开割面积变化不大，总产量或微增。自 2004 年以来，ANRPC 国家的总开割面积基本都保持着稳步增长，且与 ANRPC 国家天然橡胶的总产量具有很强的相关性。2016 年，ANRPC 国家天然橡胶总开割面积为 8663.4 千公顷，比去年的 8530.2 千公顷微增 1.56%，为 2005 年来的最高水平，这也在预示着 2016 年全球天然橡胶产量相比去年的 12279 千吨不会有太大的变化。

图 32： ANRPC 国家天然橡胶开割面积与总产量之间存在密切相关性



资料来源：wind，中国银河证券研究部

图 33: ANRPC 国家天然橡胶开割面积及其同比增速一览



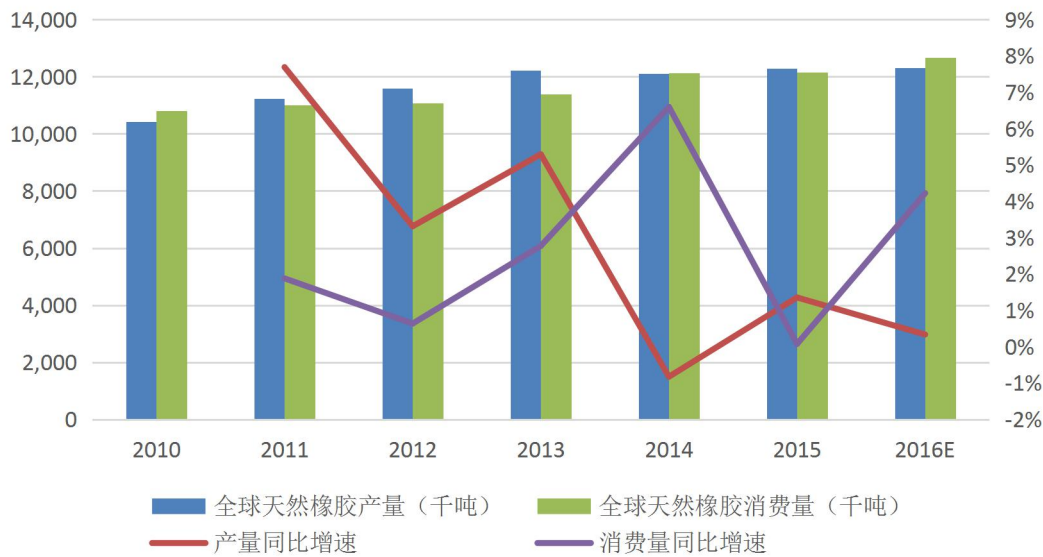
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

2016 年全球天然橡胶供给端预计继续保持平稳。结合之前的新种植面积和开割面积指标, 我们预计 2016 年全球天然橡胶供给水平不会有较大变化。而据 ANRPC 发布的最新数据, 2016 年 1-10 月, ANRPC 成员国天然橡胶产量为 907.2 万吨, 同比增长 0.9%, 预计全年产量同比增长 0.4% 至 1108.8 万吨, 如果按照 ANRPC 产量占全球产量的 88% 至 92% 推算, 2016 年全球天然橡胶产量预计为 12052 至 12600 千吨之间, 相比 2015 年的 12279 千吨变化不大。

2016 年全球天然橡胶消费量预计有较明显的增长。根据 ANRPC 发布的数据, 2016 年 1-10 月成员国累积消费量同比增长 4.9%, 达到 672.3 万吨, 预计全年消费量同比增长 4.5% 至 797.5 万吨。受到成员国消费带动的影响, 按照成员国总消费量占全球消费量的 62% 至 64% 计算, 全球 2016 年天然橡胶的消费量大约为 12460 千吨到 12900 千吨之间, 相比去年全球的消费量 12146 千吨上升约 2.5% 到 6% 左右。

2016 年全球天然橡胶市场预计出现较小需求缺口, 总体供求依然较为平衡。由于 2016 年全球天然橡胶产量增速不及消费量增速, 如果按 ANRPC 成员国天然橡胶产量占全球的 90%, 消费量占全球的 63% 计算, 2016 年全球天然橡胶将会产生约 340 千吨左右的需求缺口, 不过, 这一需求缺口仅约占预计消费量的 2%, 再加上考虑到目前全球天然橡胶的高位库存水平, 2016 年全球天然橡胶市场的供求仍然维持在均衡状态。

图 34： 2010 年至 2015 年全球天然橡胶产量和消费量

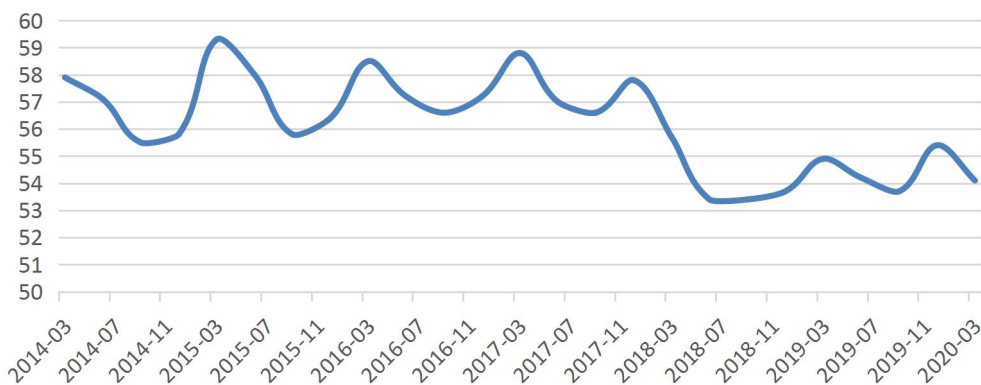


资料来源：wind，中国银河证券研究部

3、合成橡胶：供求格局生变，全球库存下降，我国产量增速放缓

合成橡胶和天然橡胶使用上各有所长，近年来市场份额不相上下。合成橡胶作为橡胶产品的另一大类别，大多数品种的性能和天然橡胶不同，一般其性能没有天然橡胶全面，但可以根据人们需求掺入不同的其他物质以提升特性，并且具有更好的耐油性和耐溶剂性。相比之下，天然橡胶的性能虽好但是更稀有，而合成橡胶因为可以量产所以往往具有更低的价格，二者在使用中各有优势。从市场份额来看，目前在中国，近年来合成橡胶的消费量占橡胶总消费量比重均在 50% 左右，市场份额上与天然橡胶没有太大的差别。

图 35： 我国合成橡胶消费量占橡胶比重 (单位：%)

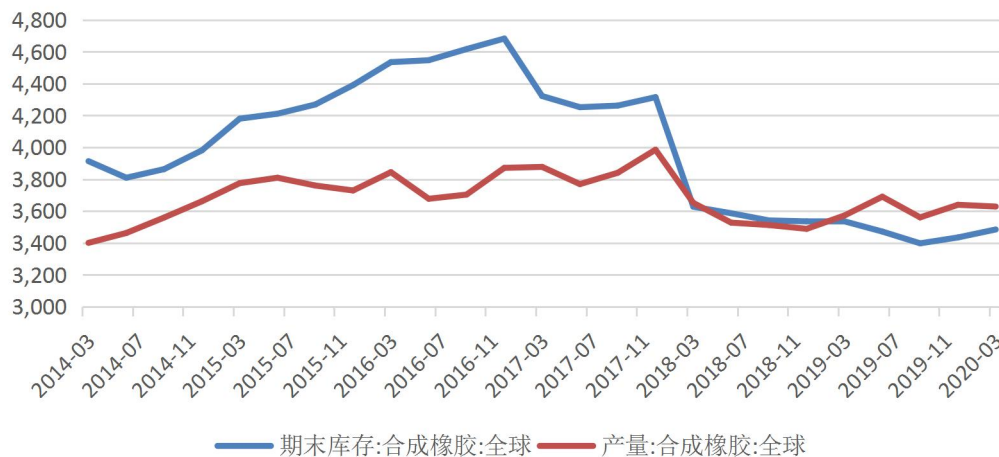


资料来源：wind，中国银河证券研究部

全球合成橡胶产量已经充分调整，库存水平大幅下降。从全球来看，合成橡胶产量自 2010 年一季度以来充分进行了调整，围绕 3600 千吨/季的水平上下波动，且波动幅度逐渐缩小，因此未来短期内全球合成橡胶产量出现大幅波动的可能性不大。随着库存消化过程的进行，全球

合成橡胶库存水平自 2014 年以来便开始下降，目前的库存水平已经是五年以来的低点。

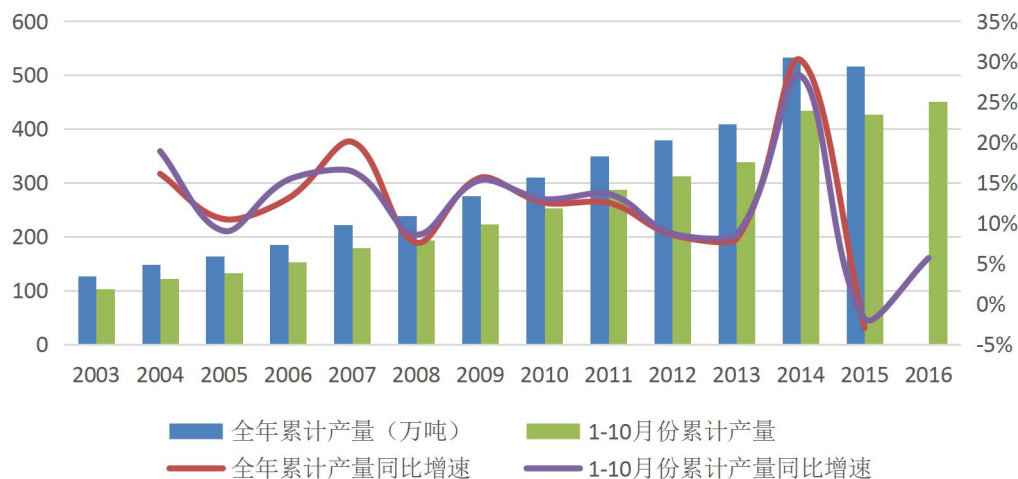
图 36： 2010 年来全球合成橡胶产量和库存（单位：千吨）



资料来源：wind，中国银河证券研究部

我国合成橡胶产量增速放缓，预计 2016 年全年产量约为 545 万吨左右。由于 2014 年产量快速扩充，近两年我国合成橡胶产量增速放缓，2015 年产量增速为-2.97%，2016 年前 10 个月累计产量增速为 5.68%，均处于历史低位水平。如果按照前 10 个月的增速推算，2016 年全年我国合成橡胶产量约为 545 万吨左右。

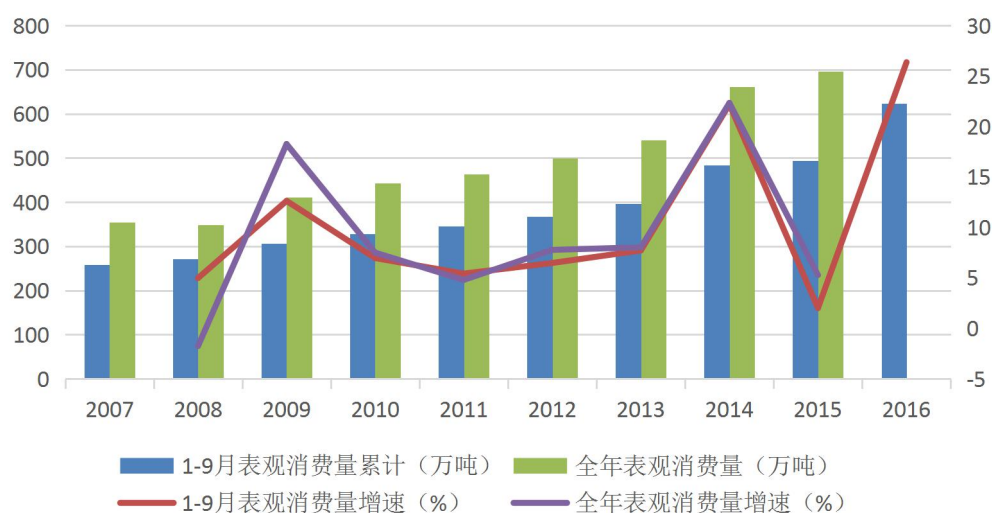
图 37： 我国合成橡胶产量及增速



资料来源：wind，中国银河证券研究部

我国合成橡胶消费量稳步上涨，预计 2016 年全年表观消费量大幅上升。随着我国经济实力的增强和工业化的逐步推进，我国合成橡胶消费量从 2006 年的 235.46 万吨逐步上升至目前的接近 700 万吨水平。2016 年 1-9 月，我国合成橡胶表观消费量为 623.9 万吨，比去年同期上升了 26.37%，因此，2016 年全年我国合成橡胶消费量增速预计也将大幅反弹。

图 38：我国合成橡胶表观消费量及增速



资料来源：wind，中国银河证券研究部

4、橡胶行业整体供需改变，推升橡胶价格中枢

基于上述分析，我们认为，对于整个橡胶行业来说，本轮价格的上涨主要由于占一半市场份额的合成橡胶库存和供给减少，且行业整体消费情况微增，导致整个橡胶行业的库存和供给减少，出现供需失衡的状态，最终引发橡胶行业价格中枢整体上移的情况。

(三) 需求前景回升，天然橡胶价格中枢预计保持高位

国家治理车辆超载，轮胎需求有望带动天然橡胶行情。轮胎是天然橡胶的重要下游产品，可分为半钢胎和全钢胎，半钢胎主要应用于乘用车和轻卡，全钢胎主要应用于卡客车和工程车辆。据中央人民政府网站消息，2016年8月，我国五部门联合召开了全国货车非法改装和超限超载治理工作电视电话会，将开始进一步治理车辆超载。目前物流类重卡占重卡车型的50%左右，由于政策实施后物流类重卡的单车运力会下降15%-20%，当前我国重卡保有量超过560万辆，按照50%的物流车占比计算，可粗略估算出治超新规导致行业运力的下降或需要40万辆以上的重卡来弥补，而2015年的重卡销量仅有55万辆。**车辆超载治理带来的重卡潜在销量增加，有望为天然橡胶提供新的需求。**

美国基建计划预计显著增加全球天然橡胶需求。美国新总统特朗普在选举中，承诺将在2017年早期实施5000亿美元的基础投资建设项目，修建桥梁、道路、铁路、学校、医院等，还计划在未来十年内推行高达10000亿美金的基础建设计划。随着特朗普的上台，美国基础设施建设的预期有所增加，这也有望进一步增加美国明年的天然橡胶需求。**以上两大因素的推动下，天然橡胶的需求前景进一步回升，或将保持天然橡胶价格继续在目前的高位水平运行。**

四、其他主营业务全线推进，未来增长可期

(一) 化工物流业务平稳，积极进行战略调整

公司旗下化工物流业务资产实力雄厚，管理经验丰富，资本运作能力强，结合公司优质化工能力使得公司在化工物流业务上具备差异化竞争优势。业务由船运、集装罐、储罐和货代仓储四大业务板块构成，公司拥有强大的装载运输仓储能力，在内贸及台海市场份额位居第一，同时也在中东、澳新等航线市场占据领先地位。公司还是亚洲最大的专业集装罐罐东，拥有全球的集装罐商业运营网络。

船运业务方面，中化国际是目前国内唯一一家可承运 TDI(甲苯二异氰酸酯)、MDI(二苯基亚甲基二异氰酸酯)等高端液体化学品的船东。公司下属全资子公司上海中化船务有限公司是国内规模最大的专业液体化工品船运经营实体之一，拥有 72 艘载重 2700 吨至 55000 吨的 IMO 1/11/111 型散装液体化学品船，船运能力客观。

集装罐业务方面，公司运营近 18000 个 T11、T20、T50、电加热、氢氟酸、陆运罐等各种型号的集装罐。国内以上海思尔博化工物流有限公司品牌运营，在上海、北京、天津等地设有网点，是国内最大的专业集装罐罐东，国际上以 Newport Tank Containers 品牌为核心运营，构建了以休斯顿、上海、新加坡、首尔、迪拜、鹿特丹、圣保罗等地为中心的全球运营网络，是亚洲唯一可以实现全球运营的集装罐业务提供商。

储罐业务方面，中化国际控制着约 4500 万吨的吞吐能力，是国内最大的商用石油储运企业，行业竞争优势地位显著。公司与连云港港口集团合资成立的连云港港口国际石化仓储公司和连云港港口国际石化港务公司，建设三个 5-10 万吨级液体散货码头，约 64 万立方米储罐，吞吐能力约为 500 万吨。公司控股的中化兴中石油转运(舟山)有限公司和中化兴源石油转运(舟山)有限公司年吞吐能力超过 4000 万吨，是国内最大的商用石油储运企业。

货代仓储业方面，公司全资子公司中化国际仓储运输有限公司是最早一批获得国家一级国际货代资质的企业，拥有丰富的管理经验和行业资源优势。

除公司自身庞大的业务体量，公司也与行业下游大型企业建立了良好关系，拥有庞大客户群。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。

公司积极进行战略调整，实现低迷市场环境下的业务增长。尽管今年全球经济处于剧烈动荡，国内经济增速减缓，原油等大宗商品价格依然持续低迷，化工物流行业所面临的风险加剧，但是公司化工物流业务上半年积极进行业务战略调整，实现业务量稳中有升。上半年化工运输业务共创造 19.3 亿元收入，同比上升 3.07%，毛利达 4.1 亿元，毛利率高达 21.31%，同比上升 4.14%，实现逆势上涨。

上半年船务业务方面，中东航线在伊朗主要客户出货量下降的情况下，公司将部分运力调配至其他航线，并积极开发非伊朗东向货源及其他欧洲货源；提升船舶管理能力，加大滞期费

的回收力度，提高船舶运营效率；内贸台海航线优化客户结构，进行运力调配，合理分配船舶资源。集装罐业务方面，公司及时抓住北美海运费下降的机会，加大北美航线业务量，提高整个国际业务的盈利水平，同时继续加强铁路罐业务的开发，促使业务量获得快速提升。

基于历史数据分析，化工物流业务下半年营收和毛利较上半年均有显著提升，下半年石化物流业务收入较上半年预期将有10%的增长，毛利较上半年预计提升20%-30%，下半年业务盈利能力可期。全国各省市化工园区的建立、沿海城市货运码头和港口的兴建、区域油气管网的铺设、高速公路的联网将会促进化工物流需求进一步增长，长期来看，化工物流市场仍然具有较大的发展空间。同时，在美元走强的背景，美国经济回暖及未来经济通胀预期下，化工物流国际业务需求量有望进一步提升，公司届时有望把运力投入到利润率更高的航运线路，实现营收和毛利率的超预期提升。

2016年公司作为子公司中化物流引入战略投资者，一方面通过引进社会资本实施混合所有制改造，使得公司既能够集中资源发展公司核心主业精细化工产业和橡胶产业，又能通过资本杠杆支持物流业务的快速发展，提高股东回报率。另一方面，也符合国家鼓励混合所有制改革的政策。未来中化物流将加大资本投入，致力于成为具有全球地位的能源化工物流未来设施和智能服务供应商。

（二）橡胶化学品在坚实平台上继续开拓

立足江苏圣奥，公司布局海内外市场。公司旗下橡胶化学品业务主要依托于控股子公司江苏圣奥化学科技有限公司展开，目前已经在橡胶对苯二胺类防老剂PPD等产品领域拥有全球领先的地位。江苏圣奥在国内布局有1个运营中心和3个生产基地，充分发挥地域优势，提高运营效率，降低生产成本，综合提升资本运作效率和服务效率。在国际业务布局上，江苏圣奥旗下共拥有3家海外子公司，分别位于荷兰海牙、美国佐治亚州和新加坡，整合国际先进科技资源，扩展海外业务。。

图 37：江苏圣奥国内子公司布局



资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

图 38：江苏圣奥欧洲子公司



资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

图 39：江苏圣奥美国子公司



资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

图 40：江苏圣奥新加坡子公司



资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

公司行业竞争力强，与海内外企业维持长期合作关系，建立遍及全球的营销网络。江苏圣奥在橡胶行业影响力大，尤其是在橡胶助剂子行业地位超群，江苏圣奥自 2010 年以来连续第七次荣获“中国化工企业 500 强”称号，在“2016 年度中国橡胶工业百强企业”评选入围的橡胶助剂行业的 8 家企业江苏圣奥以 21.91 亿元的年度销售收入，名列橡胶助剂 8 家企业的榜首。圣奥与全国 30 多个省市的企业建立了稳定的业务关系，产品覆盖国内橡胶防老剂市场 95% 以上的用户。同时，圣奥与世界主要轮胎生产商建立了长期合作伙伴关系，产品行销海外，覆盖了亚洲、欧洲、北美洲、南美洲、非洲及大洋洲等多个国家和地区，业务范围覆盖全球 50 多个国家和地区。

图 41：江苏圣奥化学科技有限公司国际市场布局



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部










并购 Emerald，拓展北美市场。今年 4 月，公司发布公告宣布圣奥对于美国 Emerald 的收购计划，圣奥拟在美国注册全资子公司 Sciesen，收购 Emerald Performance Materials LLC 旗下的橡胶化学品及丁腈胶乳业务资产。通过本次收购，圣奥将获得美国境内 2 家工厂，总产

能近6万吨，主要产品促进剂NS、防老剂TMQ和特种丁腈胶乳产品，2家工厂均为北美最大的生产供应商。收购完成后，PANIT依靠其可靠的产品质量与优秀的技术服务能力，在北美市场的品牌知名度及其国际客户合作关系，间接增强了公司橡胶化学品在北美市场的竞争优势。预计在PANIT完成整合之后，将与公司现有业务形成产能、产品、技术、服务与营销等多方面的协同，全面提升公司橡胶橡胶化学品行业竞争力。

(三) 广泛合作双边共赢，农化业务自产力提升规划

国内农化行业巨头，国际农化企业国内代理，实现业务共赢。公司主营草甘膦、丁草胺、乙草胺、甲草胺农药制剂，是亚太地区重点农药产业运营商。同时公司经销代理多个驰名农药品牌，拥有马歌特、新马歌特、禾耐斯、拉索4个品牌在中国的商标所有权，农达、罗地欧、欧迈斯3个由供应商授权全国独家经销的品牌。通过独家经销、区域代理等多种合作模式，形成在国内高端农药市场的领先地位，建立了庞大营销网络与完善的客户服务体系，与合作伙伴实现成功的合作共赢。

图 42： 公司农化业务核心自产及代理产品一览

	农达		大砍刀
	罗地欧		马歌特
	新马歌特		禾耐斯
	拉索		欧迈斯流体硼
	欧迈斯流体金钙		欧迈斯流体锌

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

农化业务销量大，自产能力偏低。公司农药化工业务板块运营主体为南通江山农药化工股份有限公司、中化爱农(泰国)有限公司、中化印度有限责任公司、中化作物保护(菲律宾)公司和 中化国际澳大利亚私人有限公司，其中江山股份为农药化工业务板块的生产主体，具备年产 3,005 吨除草剂，810 吨杀虫剂和 185 吨杀菌剂的生产能力。但是相对于公司现阶段的 6 万吨左右的销量，公司自产能力仍相对薄弱，目前公司农化业务板块仍以贸易分销为主。作为目前中国唯一拥有国际高端农药品牌的本土企业，利用渠道与品牌优势，积极在产业链中寻求上下游整合机会，公司有望提升业务自产能力，从庞大的业务体量中分得更多份额。公司农化业务上半年成立了农药事业部，完成了农药统一平台建设，产业链协同能力全面加强，为业务未来扩张提供支持。

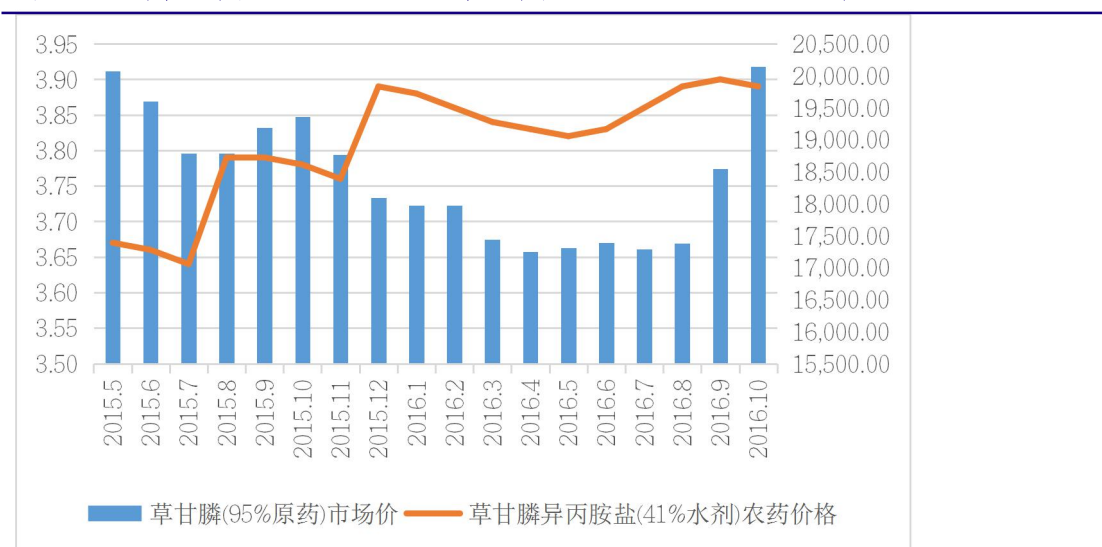
图 43: 2014、2015 年公司农药化工业务产能及产销情况 (吨)

产品	产能	2014		2015	
		产量	销量	产量	销量
除草剂	3,005	1,698	67,969	1,135	58,977
杀虫剂	810	655	5,282	319	3,218
杀菌剂	185	7	3,417	87	1,768
其他	-	64	15,652	32	32,196

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

农药市场低迷，公司积极进行战略应对，短期盈利空间面临收缩。面对今年上半年不利的市场环境，公司加大“农达”的促销力度，启动“五年回馈计划”，保持销量稳定，继续确保国内草甘膦制剂市场份额第一的领导者地位。自今年 7 月起，国内草甘膦原药价格大幅上升，但原材料价格上升尚未完全传导至下游草甘膦农药行业，相对于原材料的大幅增长，草甘膦农药价格涨势平缓，预期短期内业务面临成本压力，利润空间可能会被压缩。但公司凭借其草甘膦市场领导地位，能够较好地消化上游原材料价格压力，继续维持公司农化业务市场地位。

图 44: 国内草甘膦原药价格 (元/吨) 及草甘膦异丙胺盐农药价格 (元/百毫升)



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

（四）贸易业务资源丰富，管理框架合理

强大的上下游资源，未来预将随公司业务拓展持续增长。公司贸易业务方面，依托于公司其他主营业务平台，拥有强大的上游资源获取能力，并与下游企业维持良好合作关系，已经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、上海赛科、中海壳牌、埃克森美孚、雪佛龙、巴斯夫、沙特基础公司、台塑、中国石油、中国石化等国际性化工供应商建立起了良好的合作关系。公司贸易业务范围广阔，资源充裕，在公司其他主营业务扩张、国际平台构筑的大背景之下，贸易业务板块将借公司战略升级扩张的东风实现体量业绩双增长。

内部业务分块管理，清晰管理思路，提升公司营运效率。公司内部具备清晰业务结构划分，根据贸易业务侧重点进行分隔，实现内部的有序高效的业务管理，使得各业务单元思路清晰，有重点地进行业务规划和拓展。石化业务部分，作为公司贸易主体共划分为 7 大业务板块，分别由两个石化事业部门管理。油气业务月营销量超过 1 万吨，道路材料业务达 1 万 5 千吨，氯碱业务逾 2 万吨，聚酯烃业务 3 万吨以上，芳烃业务和溶剂业务月营销量均达 6 万 5 千吨以上，聚酯业务更是达到了 17 万吨以上（MEG 业务量 3 万吨以上，PTA 业务 14 万吨以上），业务体量庞大。

图 45：公司贸易部门业务划分一览

部门	核心业务职能	具体业务内容
石化事业一部	芳烃业务	苯乙烯业务和二甘醇业务
	溶剂业务	丙酮、苯酚、BPA、甲醇等业务
	聚酯业务	MEG 和 PTA 业务
石化事业二部	油气业务	进口基础油、液化气和国内分销业务
	聚烯烃业务	PE、PP、EVA 等业务
	氯碱业务	PVC 和 PVA 业务
	道路材料业务	沥青业务
出口事业部		监控化学品进出口业务、对古巴贸易和 SOURCING SERVICE
其他业务部门	煤炭业务	探索开发煤炭业务
	铁矿石业务	铁矿石开发业务
	焦炭业务	焦炭生产、营销、出口业务

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（五）化工新材料

精细化工串联公司全产业链，构筑公司未来全面协同发展平台。公司精细化工行业营运依托于扬农化工拓展旗下化工新材料及中间体业务，以氯碱为核心基础，积极进行产品链上下游延伸，已逐步形成氯碱-中间体-农药及新材料的化工全产业链。这一全产业链平台的构筑将对公司未来内部各业务板块互惠联动，从而形成业务协同效益提供有力帮助，为公司内部结构

优化及长期盈利能力提升提供支持，战略意义显著。

完整产业链资源，灵活竞争策略调整，保障产销稳定。扬农化工拥有完整的化工产业链和丰富的产品线，拥有三个配套齐全的精细化工产业基地，诸多化工中间体和精细化工产品都在国内乃至全球居于领先地位，拥有向下游延伸发展精细化工产业的强大能力和巨大空间。2015 年麦草畏新产能投产，同时对氯碱、二氯苯、环氧氯丙烷等核心产品进行持续跟踪和研究，制定针对性的营销策略，超额完成销售目标。化工新材料及中间体业务保持国际优势地位，针对不同产品不同区域灵活调整竞争策略，保证了产销稳定，体现出产业链循环经济的优势。

拓展精细化工领域，推动业务转型。扬农化工有较强的研发实力和技术工程转化能力，拥有 9 个研究所和 230 人的研发检测分析团队，并拥有工艺、设备、电气、仪表等全流程的专业化人员。2015 年扬农集团获得授权发明专利 60 件，通过科技成果鉴定 3 项，承担国家、省级各类科技计划项目 5 项，获批国家重点新品 3 项、高新技术产品 16 项。同时公司依靠化工中间体的产业基础加快转型发展，积极开拓精细化工领域，在异氰酸酯、水性涂层、芳纶等领域，积极寻找合作机会，2015 年公司积极拓展与 PTTGC、DSM 等跨国公司的一系列战略和技术层面的合作，助力精细化工转型。

完善的后台保障系统助力精细化工业务持续增长。基础保障方面，扬农化工具备完善的配套设施。经过数年的供应链优化建设，目前扬农化工能够保障每年优质苯 20 万吨、煤炭 100 万吨的原材料供应量，同时建有 5 万吨规模的危险化学品铁路专线及货运站和热电联产的自备热电厂。质量监控方面，扬农化工内部设有质量监督与检验部门，借助先进的技术装备和严谨的管理规范保障产品质量品质，现有主要产品均采用国际先进标准组织生产，生产流程安全且有质量保障。市场营销方面，扬农集团通过国内下属机构分别对不同产品和服务进行市场推广和销售，并设有国际贸易部专门负责海外市场营销工作，能够根据客户需求将产品出口至亚洲、欧洲、非洲及南美洲等多个国家和地区。

五、估值与投资建议

基于公司在天然橡胶领域的深入布局，以及未来在精细化工等领域的发展预期，我们预计中化国际 2016-2017 年 EPS 分别为 0.17 元、0.57 元和 0.76 元，维持推荐评级。

六、主要风险因素

收购进展不及预期，天然橡胶产品价格下行。

图表目录

图 1: 公司核心产业链正在快速形成.....	4
图 2: 公司资产总额增长情况 (亿元)	5
图 3: 公司收入规模增长情况 (亿元)	5
图 4: 公司各主营业务板块营收构成.....	5
图 5: 公司各主营业务板块毛利构成.....	5
图 6: 中化国际股权结构.....	6
图 9: 中化国际机构改革调整原则.....	7
图 9: 中化国际新组织架构图.....	8
图 7: 天然橡胶产业链并购情况.....	9
图 8: GMG 公司主要财务数据 (百万新加坡元)	9
图 9: Halcyon 公司主要财务数据 (百万美元)	9
图 10: 2011-2015 年 GMG 种植园资产情况.....	10
图 11: Halcyon 公司拥有马来西亚 9845 公顷土地.....	11
图 12: 公司天然橡胶加工产能情况.....	11
图 13: Halcyon 公司天然橡胶加工产能分布.....	12
图 14: 中化国际天然橡胶销量及收入 (右轴)	12
图 15: Halcyon 公司全球营销物流网点及 2015 年销售情况.....	13
图 16: Halcyon 公司 2015 年销量.....	13
图 17: 天然橡胶价格.....	14
图 18: 2016 年以来天然橡胶价格.....	14
图 19: 近五年来 ANRPC 天然橡胶总产量 (不含柬埔寨) 与全球对比.....	15
图 20: 2015 年 ANRPC 成员国天然橡胶产量分布.....	15
图 21: 2015 年全球天然橡胶消费分布 (单位: 千吨)	16
图 22: ANRPC 天然橡胶消费量与全球消费量对比.....	16
图 23: 2015 年全球各国天然橡胶消费量不完全统计.....	17
图 24: 中国天然橡胶生产与消费情况一览.....	17
图 25: 2015 年中国天然橡胶进口来源国家分布.....	18
图 26: 年初至今国内不同种类天然橡胶市场价格 (单位: 元/吨)	18
图 27: 2015 年以来国内顺丁橡胶与天然橡胶价格走势.....	19
图 28: 全球天然橡胶库存 (单位: 千吨)	19
图 29: ANRPC 国家天然橡胶新种植面积及其同比增速.....	20
图 30: ANRPC 国家天然橡胶开割面积与总产量之间存在密切相关性.....	20
图 31: ANRPC 国家天然橡胶开割面积及其同比增速一览.....	21
图 32: 2010 年至 2015 年全球天然橡胶产量和消费量.....	22
图 33: 我国合成橡胶消费量占橡胶比重 (单位: %)	22
图 34: 2010 年来全球合成橡胶产量和库存 (单位: 千吨)	23
图 35: 我国合成橡胶产量及增速.....	23
图 36: 我国合成橡胶表观消费量及增速.....	24

附录 1: 中化国际财务报表预测

利润表						
	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	46810	38605	43746	42666	58123	69945
二、营业总成本	46356	38856	43167	41648	55679	66591
其中：营业成本	44104	35917	39203	38041	51794	62191
营业税金及附加	116	85	105	103	140	168
营业费用	788	987	1007	982	1338	1611
管理费用	924	1098	1617	1707	1860	2098
财务费用	252	445	540	415	447	423
资产减值损失	172	325	695	400	100	100
三、其他经营收益	406	1072	723	-40	100	100
公允价值变动收益	39	-1	16	0	0	0
投资收益	367	1073	707	-40	100	100
四、营业利润	861	821	1302	978	2544	3454
加：营业外收入	107	407	115	115	115	115
减：营业外支出	23	9	30	30	30	30
五、利润总额	944	1219	1386	1062	2628	3539
减：所得税	194	336	356	266	657	885
六、净利润	750	883	1030	797	1971	2654
减：少数股东损益	142	36	550	438	789	1062
七、归属母公司所有者净利润	609	846	481	358	1183	1593
股本	2083	2083	2083	2083	2083	2083
每股收益	0.29	0.41	0.23	0.17	0.57	0.76

资产负债表

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
货币资金	2121	3187	4763	6459	8452	11263
交易性金融资产	42	101	1	1	1	1
应收票据	896	475	1718	1676	2283	2747
应收帐款	2618	2486	3038	2844	3875	4663
预付帐款	257	527	559	486	662	795
其它应收款	620	1082	1115	1088	1482	1783
存货	3529	3336	3945	3712	5053	6068
其他流动资产	1233	689	1162	1133	1544	1858
流动资产合计	11316	11882	16302	17399	23352	29178
可供出售金融资产	393	392	276	276	276	276
持有至到期投资	0	0	0	0	0	0
长期股权投资	6278	5731	3378	3378	3378	3378
投资性房地产	78	83	76	76	76	76
固定资产	5261	5684	9399	9571	8822	8164
在建工程	276	990	2572	1672	1672	1672
无形资产	2289	2325	3006	2735	2491	2272
长期待摊费用	16	49	74	0	0	0
递延所得税资产	277	135	390	390	390	390
其他非流动资产	2754	2839	4867	4867	4867	4867
非流动资产合计	17623	18229	24036	22964	21972	21094
资产总计	28939	30111	40338	40363	45324	50273
短期借款	2122	3659	4049	4000	4000	4000
应付票据	489	817	2138	2074	2824	3391
应付帐款	2833	2358	3026	2936	3998	4801
预收款项	439	372	342	332	452	543
应付职工薪酬	126	168	214	20	20	20
应交税费	112	217	228	228	228	228
应付股利	252	0	4	0	0	0
其他应付款	496	559	1022	1022	1022	1022
一年内到期非流动负 债	2528	303	2182	0	0	1000
其他流动负债	127	248	1138	1141	1554	1866
流动负债合计	9525	8701	14344	11754	14099	16871
长期借款	1941	3825	4222	6222	7222	7222
应付债券	2586	2590	1196	1196	1196	1196
长期应付款	4	4	2	2	2	2
预计负债	0	0	0	0	0	0
递延所得税负债	728	570	868	868	868	868
其他非流动负债	9	26	80	80	80	80

非流动负债合计	5267	7015	6368	8367	9367	9367
负债合计	14791	15716	20712	20122	23466	26238
股本	2083	2083	2083	2083	2083	2083
资本公积金	4398	4454	4460	4460	4460	4460
盈余公积	549	619	669			
未分配利润	3709	4111	4567			
留存收益	4259	4730	5236	5487	6315	7430
少数股东权益	3604	3499	8321	8759	9547	10609
归属母公司所有者权 益	10739	11268	11779	12030	12858	13973
股东权益合计	14343	14767	20100	20789	22405	24582
负债和股东权益总计	29135	30483	40811	40910	45871	50820

现金流量表

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	609	846	481	358	1183	1593
加：财务费用				415	447	423
加：少数股东损益				438	789	1062
计提的坏帐准备或转销的坏 帐				-21	76	58
折旧和摊销				1428	1422	1308
递延税款贷项（减：借项）				0	0	0
投资收益				40	-100	-100
营运资金减少				261	-1692	-1301
经营活动产生的现金流量净 额	848	956	2352	2919	2124	3042
交易性金融资产				0	0	0
资本支出				-430	-430	-430
长期投资减少				0	0	0
投资活动产生的现金流量净 额	-2176	1000	-2192	-430	-430	-430
长期借款的增加/（减少）				-182	1000	1000
减：财务费用				-415	-447	-423
投资收益				-40	100	100
股利分配				-108	-355	-478
普通股增加				0	0	0
资本公积增加				0	0	0
计入循环贷款前融资活动产生的现金流量				-745	299	200
循环贷款的增加（减少）				-49	0	0
融资活动产生的现金流量	-2017	-925	-818	-794	299	200
现金净变动	-3344	1032	-658	1695	1993	2811
期初现金余额				4763	6459	8452
期末现金余额	2121	3187	4763	6459	8452	11263

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。

袁孝锋、赵乃迪，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

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn