



# 中化国际：收购多个标的带来较大业绩增量

中化国际(600500.CH/人民币 8.46, 买入)收购标的公司带来较大业绩增量, 产业转型升级逐步有效实施, 日后有望成为集团改革排头兵, 维持买入评级。

## 事件

公司发布公告, 拟签署《股权转让协议》, 拟出资人民币 94,726.45 万元收购中化股份持有的中化塑料有限公司 100% 股权, 拟出资人民币 24,600 万元收购中化股份持有的中化江苏有限公司 100% 股权, 且拟出资人民币 25,900 万元收购中化股份持有的中化(青岛)实业有限公司 80% 股权以及中化金桥持有的中化(青岛)实业有限公司 20% 股权; 中化新拟出资 28,170 万元收购中化香港持有的中化香港化工国际有限公司 100% 股权, 且拟出资 1,003.22 万元收购中化亚洲持有的中化日本有限公司 100% 股权。公司同时公告, 之前通过交易所挂牌转让中化国际物流有限公司 100% 股权事项取得一定进展, 公司于 12 月 11 日与鄂尔多斯市君正能源化工有限公司、北京春光置地房地产开发有限公司及北京华泰兴农农业科技有限公司就上述股权转让事宜签订《产权交易合同》, 转让价格 34.5 亿元人民币。

## 点评

**1. 收购标的公司带来较大业绩增量。**此次收购的标的中, 中化塑料对车用塑料营销覆盖全国市场份额第一, 其他几家公司在贸易领域领先同行。本次收购标的公司预计可使公司总资产增长 24 亿元, 提升当期净利润 2.58 亿元。且通过本次收购, 有利于中化国际成为扎根中国、全球运营的创新型的精细化工领先企业, 在汽车用化学品、农用化学品、电子化学品等领域提供创新、优质、绿色的产品和综合解决方案, 打造“汽车新材料综合服务供应链”的销售大平台, 与股东、员工和客户共享成长。

**2. 聚焦精细化工, 产业转型升级取得较大进展。**经过十几年的战略转型, 公司已经由一家贸易业务为主的公司转型成为以精细化工产业和橡胶产业为主业的国际化运营的企业集团。此前出售物流相关业务, 旨在使公司集中更多资源发展核心精细化工, 公司未来将聚焦精细化工主业, 重点发展高性能材料、特种化学品、农化领域。同时, 公司围绕高性能材料等新业务的战略拓展已经取得显著进展, 部分项目的投资计划通过审批, 进入积极筹建阶段, 后续进一步产业转型升级值得期待。

**3. 国企改革日益深化, 公司在集团担当重任。**中化国际的实际控制人——中国中化集团公司是国务院国资委监管的国有重要骨干企业, 中国最大的农业投入品(化肥、农药、种子)一体化经营企业, 领先的化工产品综合服务商。中化国际作为中化集团在 A 股的资本运作平台, 目前多项业务整合已经顺利开展, 后续可能还将有进一步规划与进展。

**4. 盈利预测。暂维持盈利预测。**我们预计 2017-2019 年每股收益分别 0.41 元、0.58 元和 0.66 元。当前股价对应市盈率分别为 20.63、14.59、12.82 倍, 维持

## 相关研究报告

《化工行业——2016 年年报及 2017 年一季报总结》2017.5.8

《中化国际：中报预告符合预期, 天胶农药等业务回暖》2017.7.19

《中化国际：拟出售两项物流资产, 进一步聚焦精细化工》2017.10.10

《中化国际三季报点评：橡胶与化工业务经营情况良好》2017.10.30

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

化工：化学制品

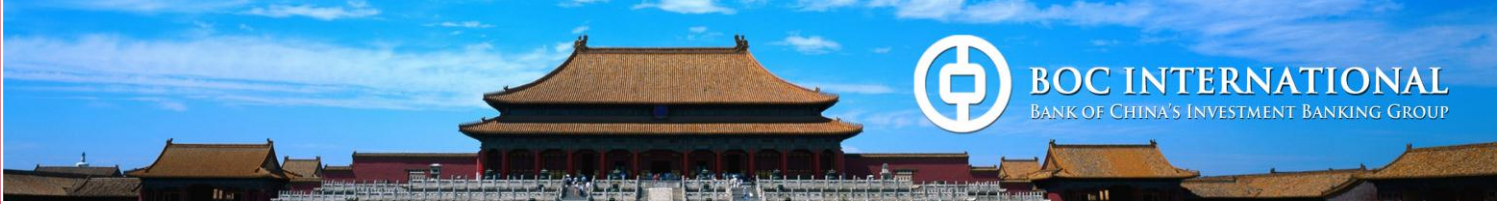
余婷婷\*

(8621)20328550

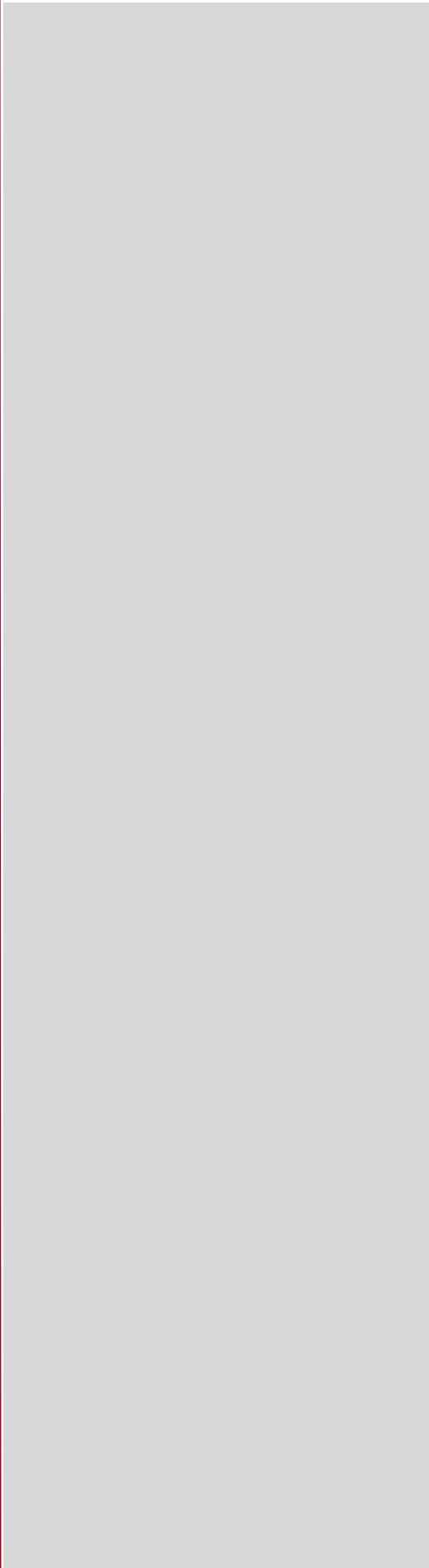
Yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

\*王海涛为本报重要贡献者



买入评级。



**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	43,746	40,657	51,439	57,869	66,885
销售成本	(39,308)	(36,157)	(45,395)	(50,953)	(58,892)
经营费用	(2,267)	(2,277)	(2,834)	(3,125)	(3,544)
息税折旧前利润	2,171	2,223	3,210	3,790	4,448
折旧及摊销	(1,052)	(1,139)	(1,270)	(1,461)	(1,671)
经营利润(息税前利润)	1,119	1,083	1,940	2,329	2,777
净利息收入/(费用)	(540)	(424)	(748)	(760)	(868)
其他收益/(损失)	808	(67)	908	943	949
税前利润	1,386	592	2,100	2,512	2,857
所得税	(356)	(151)	(535)	(640)	(729)
少数股东权益	550	384	704	655	745
净利润	480	57	860	1,216	1,384
核心净利润	1,601	864	2,323	2,589	2,936
每股收益(人民币)	0.231	0.027	0.413	0.584	0.664
核心每股收益(人民币)	0.769	0.415	1.115	1.243	1.410
每股股息(人民币)	0.110	0.000	0.145	0.204	0.233
收入增长(%)	13	(7)	27	12	16
息税前利润增长(%)	476	(3)	79	20	19
息税折旧前利润增长(%)	210	2	44	18	17
每股收益增长(%)	(43)	(88)	1,403	41	14
核心每股收益增长(%)	56	(46)	169	11	13

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	1,386	592	2,100	2,512	2,857
折旧与摊销	1,052	1,139	1,270	1,461	1,671
净利息费用	540	424	748	760	868
运营资本变动	169	130	396	(389)	438
税金	193	232	(535)	(640)	(729)
其他经营现金流	(989)	(599)	(1,209)	(2,903)	(1,505)
经营活动产生的现金流	2,352	1,919	2,769	801	3,601
购买固定资产净值	682	627	2,550	2,950	2,950
投资减少/增加	2,404	(1,814)	700	700	700
其他投资现金流	(5,279)	(1,193)	(4,814)	(6,000)	(6,005)
投资活动产生的现金流	(2,192)	(2,380)	(1,564)	(2,350)	(2,355)
净增权益	(229)	0	(301)	(426)	(484)
净增债务	2,666	5,463	1,704	3,893	1,730
支付股息	229	0	301	426	484
其他融资现金流	(3,484)	(2,380)	(968)	(1,186)	(1,353)
融资活动产生的现金流	(818)	3,083	736	2,707	377
现金变动	(658)	2,622	1,941	1,158	1,623
期初现金	3,187	4,763	7,320	9,261	10,418
公司自由现金流	159	(461)	1,205	(1,549)	1,246
权益自由现金流	3,365	5,426	3,657	3,104	3,844

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	4,763	7,320	9,261	10,418	12,041
应收帐款	5,871	7,105	5,755	8,713	8,009
库存	3,945	4,932	4,624	6,102	6,295
其他流动资产	559	565	847	738	1,094
流动资产总计	15,138	19,922	20,486	25,971	27,439
固定资产	12,827	13,610	14,416	15,458	16,316
无形资产	3,007	3,634	4,108	4,555	4,976
其他长期资产	5,258	4,734	5,125	5,275	5,425
长期资产总计	21,092	21,979	23,649	25,288	26,717
总资产	40,338	50,011	52,224	60,020	63,485
应付帐款	5,164	6,206	5,110	7,592	7,089
短期债务	4,049	8,971	12,088	14,627	16,168
其他流动负债	5,131	4,662	3,305	3,282	3,875
流动负债总计	14,344	19,840	20,503	25,501	27,132
长期借款	5,418	8,950	9,318	10,671	10,860
其他长期负债	950	1,163	1,000	1,000	1,000
股本	2,083	2,083	2,083	2,083	2,083
储备	9,696	9,537	9,729	10,520	11,419
股东权益	11,779	11,620	11,812	12,603	13,502
少数股东权益	8,321	8,887	9,591	10,246	10,991
总负债及权益	40,338	50,011	52,224	60,020	63,485
每股帐面价值(人民币)	5.65	5.58	5.67	6.05	6.48
每股有形资产(人民币)	4.21	3.83	3.70	3.86	4.09
每股净负债/(现金)(人民币)	1.68	3.03	3.77	5.09	5.14

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	5.0	5.5	6.2	6.5	6.7
息税前利润率(%)	2.6	2.7	3.8	4.0	4.2
税前利润率(%)	3.2	1.5	4.1	4.3	4.3
净利率(%)	1.1	0.1	1.7	2.1	2.1
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
利息覆盖率(倍)	2.1	2.6	2.6	3.1	3.2
净权益负债率(%)	23.4	51.7	56.7	65.1	61.2
速动比率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	47.4	397.7	26.5	18.7	16.5
核心业务市盈率(倍)	14.2	26.3	9.8	8.8	7.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率(倍)	1.9	2.0	1.9	1.8	1.7
价格/现金流(倍)	9.7	11.9	8.2	28.4	6.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.1	13.1	9.5	8.8	7.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	33.8	44.8	38.4	38.4	38.4
应收帐款周转天数	41.4	58.2	45.6	45.6	45.6
应付帐款周转天数	34.8	51.0	40.1	40.1	40.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	47.7	0.0	35.0	35.0	35.0
净资产收益率(%)	4.2	0.5	7.3	10.0	10.6
资产收益率(%)	2.4	1.8	2.8	3.1	3.4
已运用资本收益率(%)	0.4	0.0	0.5	0.7	0.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371