

中化国际 (600500)

增持 (维持)

三季度经营总体平稳, 投资收益同比大增

市场数据

报告日期	2014-10-31
收盘价(元)	8.69
总股本(百万股)	2083.01
流通股本(百万股)	1437.59
总市值(百万元)	18101.38
流通市值(百万元)	12492.65
净资产(百万元)	10965.57
总资产(百万元)	34045.23
每股净资产	5.26

相关报告

《橡胶业务景气下滑, 股权转让助益净利润提升》2014-08-31

《一季度业绩略超预期, 整体经营稳中有升》2014-04-30

《天胶疲弱致业绩低于预期, 期待业务转型开花结果》2014-04-15

分析师:

刘曦

liuxi@xyzq.com.cn

S0190512070001

郑方铤

zhengfb@xyzq.com.cn

S0190510120005

唐婕

tangjie87@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	46810	38157	44333	48279
同比增长(%)	-14.0%	-18.5%	16.2%	8.9%
净利润(百万元)	609	930	1083	1342
同比增长(%)	4.2%	52.8%	16.5%	24.0%
毛利率(%)	5.8%	6.5%	8.0%	8.5%
净利润率(%)	1.3%	2.4%	2.4%	2.8%
净资产收益率(%)	5.8%	8.2%	8.7%	9.7%
每股收益(元)	0.29	0.45	0.52	0.64
每股经营现金流(元)	0.41	0.52	0.60	0.73

投资要点

事件:

中化国际发布 2014 年三季报, 1-9 月实现营业总收入 279.80 亿元, 同比下降 19.9%; 实现营业利润 10.13 亿元, 同比增长 26.3%; 实现归属于上市公司股东的净利润 7.82 亿元, 同比增长 35.4%。按 20.83 亿股的总股本计, 实现每股收益 0.38 元 (扣除非经常性损益后为 0.06 元), 每股经营性净现金流量为 0.22 元。其中 7-9 月实现营业收入 88.73 亿元, 同比下降 17.0%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.04 亿元, 同比增长 1.9%, 实现每股收益 0.10 元 (扣除非经常性损益后为-0.02 元)。

点评:

中化国际前三季度业绩略高于我们此前 EPS 为 0.34 元的预测, 前三季度公司橡胶业务仍处底部, 而转让北海船务股权等投资收益是公司净利润增长的主要原因。

- **收入规模进一步收缩。**公司前三季度实现营业总收入 279.80 亿元, 同比下降 19.9%, 其中 7-9 月实现营业收入 88.73 亿元, 同比下降 17.0%。我们判断主要是由于: 1) 公司主动对化工品分销业务、贸易业务的经营规模进行收缩; 2) 天然橡胶价格同比大幅下跌 (以 1#标准胶为例, 据我们统计, 今年前三季度华东地区市场均价较去年同期下降约 30.9%), 导致公司橡胶业务收入同比下降, 并对公司盈利形成一定拖累。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

- **盈利水平基本维持稳定。**公司前三季度综合毛利率为 6.3%，较去年同期小幅提升 0.51 个百分点；其中 7-9 月综合毛利率为 6.0%，同比小幅下降 0.24 个百分点。我们分析公司低毛利率的贸易业务占比有所减少，橡胶化学品业务发展势头较好；但三季度以来天胶价格进一步走弱，且天胶业务在公司销售中占有较大比重，因而对公司三季度盈利水平造成一定影响。
- **非经常性收益贡献净利润，期间费用率有所上升。**公司前三季度实现净利润 7.82 亿元，同比增长 35.4%；其中 7-9 月实现净利润 2.04 亿元，同比增长 1.9%。公司上半年转让北海船务 20% 股权获得收益约 4.26 亿元，加之报告期内公司橡胶期货实现收益 1.05 亿元，以及扬农集团化工业务同比显著好转，公司三季度投资收益较去年同期增加约 6.49 亿元至 9.69 亿元，成为公司净利润的主要来源。与此同时，公司营业外收入因船舶运力调整及收到政府补助而同比增加 87.9%，而营业外支出则同比减少 82.4%，对公司净利润增长也有一定贡献。

公司期间费用率同比提升 1.84 个百分点至 5.7%，主要是由于销售费用和财务费用同比增加较多。

- **维持“增持”评级。**展望后市，我们判断公司天胶和化工品贸易业务短期虽难有起色，但后续景气进一步下滑的概率较低；公司新兴业务如橡胶助剂、农化等对整体业绩的贡献正日益提升，化工品物流等也保持稳健发展，公司业务转型和提质增效仍将持续推进。结合三季报，我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.45、0.52、0.64 元，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**下游需求不达预期风险，天然橡胶价格大幅下跌风险，橡胶助剂技术失密风险。

附表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	11316	14483	15408	16277
货币资金	2121	6000	6000	6000
交易性金融资产	42	12	12	12
应收账款	2618	2129	2655	2891
其他应收款	620	498	596	695
存货	3529	1905	4258	2996
非流动资产	17623	17006	16811	16613
可供出售金融资产	393	390	390	390
长期股权投资	6278	5877	5877	5877
投资性房地产	78	0	0	0
固定资产	5261	5440	5297	5116
在建工程	276	192	146	123
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2289	2294	2299	2304
资产总计	28939	31489	32219	32889
流动负债	9525	10015	9421	8376
短期借款	2122	5956	5000	3723
应付票据	489	393	449	486
应付账款	2833	2284	2611	2828
其他	4081	1382	1361	1339
非流动负债	5267	6198	6133	6074
长期借款	1941	1941	1941	1941
其他	3326	4258	4192	4133
负债合计	14791	16213	15554	14450
股本	2083	2083	2083	2083
资本公积	4398	4398	4398	4398
未分配利润	3709	4370	5432	6747
少数股东权益	3604	3933	4210	4611
股东权益合计	14147	15276	16666	18439
负债及权益合计	28939	31489	32219	32889

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	609	930	1083	1342
折旧和摊销	466	365	389	404
资产减值准备	12	-38	41	-15
无形资产摊销	82	0	0	0
公允价值变动损失	39	90	30	30
财务费用	252	392	406	371
投资损失	-367	-1029	-350	-330
少数股东损益	142	329	277	401
营运资金的变动	1088	106	580	619
经营活动产生现金流量	-209	1074	1240	1524
投资活动产生现金流量	-665	1166	145	125
融资活动产生现金流量	-2151	1638	-1385	-1650
现金净变动	-3024	3879	0	0
现金的期初余额	5642	2121	6000	6000
现金的期末余额	2617	6000	6000	6000

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	46810	38157	44333	48279
营业成本	44104	35691	40798	44188
营业税金及附加	116	114	133	145
销售费用	788	744	864	941
管理费用	924	725	842	917
财务费用	252	392	406	371
资产减值损失	172	200	150	100
公允价值变动	39	90	30	30
投资收益	367	1029	350	330
营业利润	861	1409	1519	1976
营业外收入	107	150	165	182
营业外支出	23	5	5	5
利润总额	944	1554	1679	2152
所得税	194	295	319	409
净利润	750	1259	1360	1743
少数股东损益	142	329	277	401
归属母公司净利润	609	930	1083	1342
EPS(元)	0.29	0.45	0.52	0.64

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性(%)				
营业收入增长率	-14.0%	-18.5%	16.2%	8.9%
营业利润增长率	11.2%	63.8%	7.8%	30.1%
净利润增长率	4.2%	52.8%	16.5%	24.0%
盈利能力(%)				
毛利率	5.8%	6.5%	8.0%	8.5%
净利率	1.3%	2.4%	2.4%	2.8%
ROE	5.8%	8.2%	8.7%	9.7%

资产负债率	51.1%	51.5%	48.3%	43.9%
流动比率	1.19	1.45	1.64	1.94
速动比率	0.82	1.25	1.18	1.58
营运能力(次)				
资产周转率	1.57	1.26	1.39	1.48
应收帐款周转率	16.53	16.06	18.50	17.38
每股资料(元)				
每股收益	0.29	0.45	0.52	0.64
每股经营现金	0.41	0.52	0.60	0.73
每股净资产	5.06	5.45	5.98	6.64
估值比率(倍)				
PE	29.75	19.47	16.72	13.48
PB	1.72	1.60	1.45	1.31

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场;

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入: 相对大盘涨幅大于 15% ;

增持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;

减持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。