

中化国际(600500)/5.4 元

未来业绩增长主要源自化工品物流业务

胡鸿轲

86-021-68407302

huhk@ccs.com.cn

非周期性服务·外贸

估值区间：约 7.2 元/股

谨慎推荐 A(维持)

8月10日中化国际公布中期报告, 05年上半年, 受国际焦炭价格下滑影响, 公司实现净利润 45677 万元, 同比下降 5.59%, 第二季度单季实现净利润 27500 万元, 同比下降 23%, 公司业绩下滑符合市场预期, 受焦炭价格下滑影响, 预计第三季度公司业绩仍将保持下滑趋势。

8月10日公司同时发布业务重组公告, 将经营前景较差的化工生产业务转让于母公司——中化集团, 我们认为这有利于公司的健康发展。

投资要点

- **重化工生产基地向中国转移造就巨大运输市场:** 05年, 随着上海塞科、南京扬巴、广东中海壳牌等重大化项目投产, 中国中高端液体化工品运输行业进入景气周期, 至 07 年, 中高端液体化工品运输市场需求是 60 艘船舶, 市场供给约为 48 艘, 供不应求为该领域的龙头企业带来高速发展的历史机遇。
- **中化国际在中高端液体化学品运输领域具有明显竞争优势:** 中化与世界最优秀的专业物流商 Stolt Nielson 成立合资公司, 并获得中国内河化学品运输业务 (CDT) 五张牌照中的第一张, 此外, 公司 2 年前已经预见到中高端液体化工品运输行业将在 05 进入景气周期, 提前预定、购买了大量运输船舶, 目前, 中化拥有 15 艘船舶, 竞争对手扬洋、大远、东展、北方四家公司总共也只有 15 艘船舶, 船舶制造周期在 1 年以上, 至 07 年中化将拥有 23 艘船, 而 4 家竞争对手合计也仅有 25 艘, 中化处于龙头地位。
- **物流增长主要由“海南中化船务”体现:** “海南中化船务”是液体化工品运输业务的主要载体, 04 年该公司实现 1181 万元净利润, 05 上半年约 2500 万元净利润, 预计全年在 4000 万元左右 (剔除 1000 万元左右计入“化进贸易”的利润), 至 07 年, 预计该公司业绩将延续 05 上半年的高速增长趋势。
- **估值及投资策略:** 不考虑送股因素, 公司内在价值约 5.6 元/股, 与 5.4 元/股市价基本相当, 考虑 10 股送 1.75 股和 5.58 元现金, 流通股含权价值增至 7.2 元/股, 流通股股东的超额利益主要体现于大股东的股票、现金赠送, 预计明日复牌后, 股价将充分上涨, 体现这一超额利益, 如果股价未能充分反映, 建议买入, 投资评级维持谨慎推荐——A。

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	1,300,618	1,365,649	1,433,932	1,505,628
同比增长率(%)	18.44%	5.00%	5.00%	5.00%
营业利润(万元)	93796.41	74548.71	76544.18	80875.36
同比增长率(%)	218.61%	-20.52%	2.68%	5.66%
净利润(万元)	79,770	65,156	66,310	67,300
主营利润率(%)	13.29%	10.93%	10.80%	10.70%
净利润率(%)	6.13%	4.77%	4.62%	4.47%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.63	0.52	0.53	0.54
每股净资产(元)	1.96	2.37	2.80	3.22
净资产收益率(%)	32.36%	21.82%	18.86%	16.60%
每股股息(元)	0.16	0.10	0.11	0.11
股息收益率(%)	2.84%	1.86%	1.89%	1.92%
P/E(倍)	8.57	10.38	10.19	10.00
P/B(倍)	2.76	2.28	1.93	1.68

上证指数: 1165.59

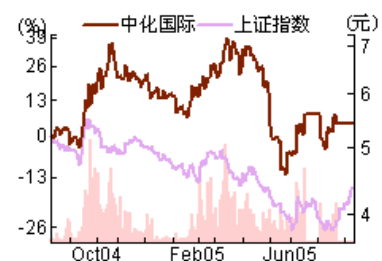
股本数据

A 股总股本(万)	125,769
流通 A 股(万)	47,588
流通市值(亿)	25.70

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	3.43	-0.20
6 个月(%)	-14.14	-5.24
1 年(%)	3.98	19.86
52 周波动(元)	16.66—27.29	(复权)

股价走势



资料来源: 招商证券

相关研究

液体化工品物流是今后几年的业绩亮点

7/5/2005

看好公司长期发展趋势

4/4/2005

上半年是公司的业绩高峰

8/30/2004

焦炭成为业绩大幅增长的推进器

3/10/2004

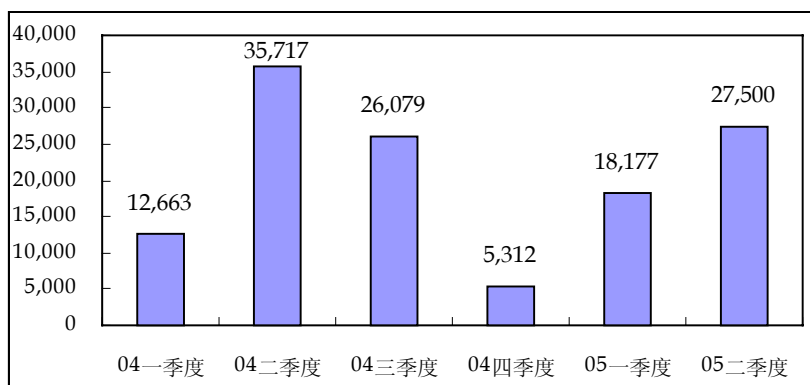
一、05 年上半年公司经营状况回顾

05 年上半年,受国际焦炭价格下滑影响,公司实现净利润 45677 万元,同比下降 5.59%,第二季度单季实现净利润 27500 万元,同比下降 23%。

04 年第三季度公司焦炭出口价格平均在 250 美元以上,第四季度降至 210 美元/吨左右,05 年下半年预计焦炭出口价格会在 210 美元左右波动,按照每季度 30 万吨的出口量计算,预计三季度焦炭业务净利润同比还将下降 1 亿元左右,四季度焦炭业务净利润则基本与去年持平(图 1)。

图 1 公司整体盈利状况季度分析

单位: 万元



数据来源: 公司公告

二、业务重组有利于的公司健康发展

8 月 10 日,公司发布公告:将“兴国公司”(PTMEG 项目)、“兴诺公司”、“兴凯公司”、“苏州研发”、“余杭研发”共 5 家从事精细化工品研发、生产的公司 81%的股权转让至母公司(中化集团),转让后,上市公司持有上述公司各 19%的股权。

上市公司共投资 2.6 亿元成立上述 5 家公司,截至 2005 年 6 月 30 日权益减至 1.288 亿元,总体看,权益减少主要是由于一次性开办费产生沉没成本、亏损所致,受经济周期的影响,上述项目很难在中、短期实现盈利,并且还需要不断进行大量投资,这对上市公司的盈利增长会产生较大压力。

从支持上市公司发展的角度出发,母公司——中化集团将上述项目承接下来,我们认为本次业务重组有利于公司的健康发展。

由于转让的账面价值与转让价格相同,本次转让不会产生额外损益。

三、化工品物流业务构成简析

公司化工品物流业务由三部分构成：贸易代理、服务；仓储周转；液体化工品运输。

贸易代理业务由“中化国际仓储运输有限公司”承担，该子公司主要从事中化国际(600500)自身以及其他公司的贸易代理、服务业务，未来，上市公司陆路化工品物流业务将主要由该公司承担。

04 年该公司对上市公司产生约 205 万元的权益贡献，05 年上半年，受化工品物流业务快速增长的推动，该公司盈利水平得到快速提升，对上市公司产生约 204 万元的权益贡献，预计全年在 500 万元左右，以后，随着物流业务的增长，以及陆路物流业务的展开，该块业务呈快速增长趋势。

仓储周转业务主要由“兴中”、“兴源”两公司承担，其业务模式是提供液体化工品的中转服务，收取租金，04 年两公司共产生 3236 万元的权益贡献，受储罐、储球周转能力的制约，这部分业务已经进入盈利平稳增长期。

液体化工品运输业务主要由“北海船务”、“化进贸易”、“海南中化船务”三公司承担。

“北海船务”是上市公司的参股公司，该公司主要从事货物、油品运输，04 年该公司实现 27768 万元的净利润，随中国经济的稳定增长，该公司业绩呈平稳提高趋势。

“化进贸易”运输业务主要是出租两艘船舶，获取租金，这部分盈利比较稳定，每年约为 2000 万元。

“海南中化船务”主要从事近洋、近海、内江、内河液体化工品的运输业务，04 年该公司实现 1181 万元净利润，05 年上半年该公司实现约 2500 万元净利润，预计全年在 4000 万元左右（剔除 1000 万元左右计入“化进贸易”的利润）。

05 年上半年，“海南中化船务”业绩的快速增长，主要得益于中高端客户新增运量的大幅增长，随着上海塞科、南京扬巴、广东中海壳牌等乙烯工程的投产，近几年，该项业务将保持快速增长趋势。

四、“海南中化船务”运输业务简析

“海南中化船务”的目标群体是中外合资的中高端客户，这部分客户的核心需求是“运输质量的保证，而非绝对的低价”，这一点与国内大多数低端客户只追求低价格有重大区别。

要保证高质量的运输，必须做到严格的质量管理，获取国家颁发的运输许可证，同时还需要造价昂贵运输船队（不锈钢船体）的支持，这在技术以及经济上制约了新进入者的加入。

“海南中化船务”与世界最优秀的专业物流商——Stolt Nielson 成立了内贸合资公司，并获得中国内河化学品运输业务（CDT）五张牌照中的第一张，此外，公司在 2 年前已经预见到中国中高端液体化工品运输行业将在 05 进入景气周期，提前预定、购买了大量的运输船舶，在运力上处于绝对领先地位。

目前，“海南中化船务”拥有 15 艘船舶，竞争对手扬洋、大远、东展、北方四家公司总共也只有 15 艘船舶，由于船舶制造周期在 1 年以上，“海南中化船务”的运力优势至少会保持到 2007 年。

从市场容量看，到 2007 年中高端客户累计新增运输量可以达到 683 万吨，需要相关船舶 60 艘（表 1）。

表 1 中高端客户累计新增运输量（万吨）

年份	2004	2005	2006	2007	备注
Shell	4	8	90	90	中化已签约 60 万吨
BP-SECCO	3	50	60	60	中化已签约 50 万吨
BYC	3	60	60	60	
BASF (H)			15	15	
CELANESE			25	48	
Bp-nanjing			30	60	
bayer			15	15	
Lucite			20	20	
Sabir			20	20	
Exxon			15	15	
天石化		12	12	12	
镇海炼化	28	48	48	48	
中海油			60	60	
镇海炼化二期				100	
天石化二期				60	
累计新增总量	38	178	470	683	

数据来源：调研

从液体化工品船舶供给能力看，到 2007 年，“海南中化船务”能够供给 23 艘船舶，竞争对手能够供给 25 艘左右，并不能完全满足市场 60 艘的需求。

基于上述分析，我们认为“海南中化船务”将延续 05 年上半年的增长趋势，直至 2007 年，之后则进入平稳增长期。

五、公司盈利预测

从各业务的发展趋势看，未来二、三年，公司的业绩增长亮点主要来自于液体化工品物流业务的快速增长。

上篇报告中，我们将公司 04 年物流业务净利润贡献假设为 10000 元，经过进一步调研，我们了解到“化进公司”约 3500 万元的净利润属于物流业务，相应应减少 3500 万元左右的焦炭突发利润（为了避税，一部分焦炭的利润计入“化进公司”），其余业务的盈利预测保持不变（表 2）。

表 2 公司盈利预测

单位：万元

年份	2004A	2005E	2006E	2007E
科目	净利润贡献（约）			
冶金事业部正常利润	10000	10000	10000	10000
冶金事业部突发利润（原假设）	50700	34500	31500	28300
调整后	47200	31000	28000	24800
传统贸易业务	8000	7000	7000	7000
物流业务（原假设）	10000	13000	17000	21000
调整后	13500	16500	20500	24500
化工生产	1000	700	900	1000
合计	79700	65150	66400	67300
总股本	1,257,693,750 股			
每股收益	0.634	0.518	0.528	0.535

数据来源：公司公告、调研

六、公司估值及投资策略

不考虑非流通股东送股因素,按照不同业务进行分类估值,公司内在价值约 5.6 元/股,与公司 5.4 元/股的市价基本相当,考虑 10 股送 1.75 股和 5.58 元现金,流通股含权价值增至 7.2 元/股,流通股东的超额利益主要体现于大股东的股票、现金赠送,预计明日复牌后,股价将充分上涨,体现这一超额利益,如果股价未能充分反映,建议买入,投资评级维持谨慎推荐——A(表 3)。

表 3 公司分业务估值表

年份	2004A	2005E	2006E	2007E
冶金事业部正常	0.080	0.080	0.080	0.080
冶金事业部突发	0.375	0.246	0.223	0.197
传统贸易业务	0.064	0.056	0.056	0.056
物流业务	0.107	0.131	0.163	0.195
化工生产	0.008	0.006	0.007	0.008
合计	0.634	0.518	0.528	0.535
		05 年参考动态 PE	估值(元/股)	
冶金事业部正常		13	1.034	
冶金事业部突发		5	1.232	
传统贸易业务		13	0.724	
物流业务		20	2.62	
化工生产		8	0.045	
合计		12	5.655	

附表 1: 公司资产负债表

会计年度:	2004	2005	2006	2007
货币资金	56684.01	65023.86	79857.24	254382.43
短期投资	3105.62	3105.62	3105.62	3105.62
应收票据	19509.28	23216.04	28678.63	12045.03
应收帐款净额	39014.65	47792.94	57351.53	30109.55
其他应收款净额	19507.32	23213.72	25808.19	12043.82
预付帐款	27946.62	30153.02	31710.60	26672.64
存货净额	73048.93	84856.37	95597.84	80392.51
待摊费用	1300.62	2731.30	4301.80	745.21
流动资产合计	240117.05	280092.88	326411.45	419496.82
长期投资合计	32560.11	32560.11	32560.11	32560.11
固定资产净值	75959.66	76277.85	73988.90	69164.24
减: 固定资产减值准备	518.47	518.47	518.47	518.47
固定资产净额	75441.19	75759.38	73470.43	68645.77
工程物资	9468.03	14468.03	19468.03	24468.03
在建工程	11761.34	14761.34	18261.34	23261.34
固定资产合计	96670.56	104988.75	111199.80	116375.14
无形资产	10116.85	9910.38	9703.92	9497.45
长期待摊费用	2691.96	1345.98	0.00	-1345.98
无形资产及其他资产合计	12808.81	11256.36	9703.92	8151.47
资产总计	382156.53	428898.10	479875.27	576583.53
短期借款	10000.00	10000.00	10000.00	10000.00
应付票据	8991.54	6061.78	6373.83	0.00
应付帐款	33718.26	30308.88	25495.31	53600.37
预收帐款	16859.13	14548.26	12747.65	26800.18
应付工资	37.54	34.14	35.85	37.64
应付福利	3753.77	2731.30	1792.41	3764.07
应交税金	2000.00	2000.00	2000.00	2000.00
其他应交款	50.00	50.00	50.00	50.00
其他应付款	10000.00	10000.00	10000.00	10000.00
预提费用	3943.87	3755.54	3943.31	4072.72
流动负债合计	89354.11	79489.89	72438.36	110324.99
长期借款	20331.32	20331.32	20331.32	20331.32
其他长期负债	76.52	76.52	76.52	76.52
长期负债合计	20407.84	20407.84	20407.84	20407.84
负债合计	109761.95	99897.73	92846.20	130732.82
少数股东权益	29908.87	34408.87	39408.87	44408.87
股本	83846.25	83846.25	83846.25	83846.25
资本公积金	48057.46	48057.46	48057.46	48057.46
留存收益	110582.00	162687.79	215716.49	269538.13
股东权益合计	242485.71	294591.50	347620.20	401441.84
负债和股东权益总计	382156.53	428898.10	479875.27	576583.53

附表 2: 公司损益表

会计年度:	2004	2005	2006	2007
主营业务收入	1300618.34	1365649.26	1433931.72	1505628.31
减: 主营业务成本	1123942.08	1212355.13	1274765.30	1340009.19
主营业务税金及附加	3819.31	4096.95	4301.80	4516.88
主营业务利润	172856.95	149197.18	154864.63	161102.23
加: 其他业务利润	1208.53	1600.00	1600.00	1600.00
营业费用	41339.59	40969.48	43017.95	43813.78
管理费用	37537.74	34141.23	35848.29	37640.71
财务费用	1391.73	1166.55	1083.13	401.44
营业利润	93796.41	74519.92	76515.25	80846.30
加: 投资收益	8615.67	8000.00	8000.00	8000.00
补贴收入	1680.62	1000.00	1000.00	1000.00
营业外收入	1114.95	1000.00	1000.00	1000.00
减: 营业外支出	3854.78	500.00	500.00	500.00
利润总额	101352.87	84019.92	86015.25	90346.30
减: 所得税	17355.81	14387.69	14729.37	18069.26
减: 少数股东损益	4226.95	4500.00	5000.00	5000.00
净利润	79770.11	65132.23	66285.88	67277.04

附表 3: 公司现金流量表

会计年度:	2004	2005	2006	2007
经营活动产生的现金流量净额	35178.03	35532.85	40173.68	198382.03
投资活动产生的现金流量净额	-15000.00	-13000.00	-11000.00	-10000.00
筹资活动产生的现金流量净额	-25610.42	-14193.00	-14340.30	-13856.84
现金期末余额	56684.01	65023.86	79857.24	254382.43
现金期初余额	62116.41	56684.01	65023.86	79857.24
现金净增加额	-5432.39	8339.85	14833.38	174525.19

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。