



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪 076号

中化国际（控股）股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“中化国际（控股）股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年五月十日

中化国际（控股）股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2016）

| | | | |
|---------------|--|------------|---------|
| 发行主体 | 中化国际（控股）股份有限公司 | | |
| 发行规模 | 人民币 19 亿元 | | |
| 存续期限 | 4 年期 7 亿元：2012.3.5~2016.3.5 7 年期 12 亿元：2012.3.5~2019.3.5；附第 5 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权 | | |
| 上次评级时间 | 2015 年 05 月 25 日 | | |
| 上次评级结果 | 债项级别 主体级别 | AAA AAA | 评级展望 稳定 |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 主体级别 | AAA AAA | 评级展望 稳定 |

概况数据

| 中化国际 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.Q1 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 所有者权益（亿元） | 151.96 | 191.69 | 196.26 | 198.61 |
| 总资产（亿元） | 304.65 | 391.82 | 403.38 | 459.72 |
| 总债务（亿元） | 98.18 | 126.80 | 138.09 | 180.91 |
| 营业总收入（亿元） | 483.15 | 449.42 | 437.46 | 84.54 |
| 营业毛利率（%） | 6.20 | 8.98 | 10.38 | 12.93 |
| EBITDA（亿元） | 19.90 | 35.31 | 29.61 | 5.99 |
| 所有者权益收益率（%） | 5.19 | 8.06 | 5.25 | 3.55 |
| 资产负债率（%） | 50.12 | 51.08 | 51.35 | 56.80 |
| 总债务/EBITDA（X） | 4.93 | 3.59 | 4.66 | 7.55 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 4.28 | 6.30 | 5.91 | 5.41 |

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2016 年 1 季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务以及总债务/EBITDA 指标经年化处理。

分析师

郭敬军 mjwu@ccxr.com.cn

曹梅芳 mfcao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 10 日

基本观点

近年中化国际（控股）股份有限公司（以下简称“公司”或“中化国际”）通过投资和并购不断推进产业整合升级，实现向大型产业化集团战略转型。2015 年以来，由于原油价格下行以及下游需求不足，公司主导产品价格持续走低，加之主动压缩贸易分销业务，收入规模呈现下滑趋势；但得益于采购成本的下降以及业务结构调整优化，公司盈利水平得到提升。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到经济周期性影响、产品价格波动以及债务规模持续上升因素对公司业务运营及信用水平带来的影响。

综上，中诚信证评维持中华国际主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“中化国际（控股）股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 AAA。

正面

- 产业转型升级，抗风险能力提高。近年公司基本实现了由单纯的贸易分销公司向大型产业化集团的战略转型，已形成精细化工产业和橡胶产业两大主业，并在两大主业领域初步实现了产业链一体化运营，同时在产业布局向全球化发展，进一步提升其市场竞争实力。
- 核心主业具备较好的规模优势。公司精细化工、农药化工及橡胶等核心主业在国内外拥有一定的行业地位，生产能力及技术水平均处于行业领先水平，竞争优势较为突出，为其业务发展夯实了基础。
- 盈利能力逐步提升。得益于业务结构的调整优化以及原料采购成本的下降，公司盈利能力逐步提升。2013~2016 年一季度，公司营业毛利率分别为 6.20%、8.98%、10.38% 和 12.93%。

关 注

- 经济周期性影响。公司经营的业务品种多为大宗基础原材料，具有明显的周期性特征，受宏观经济环境影响较大。
- 债务规模逐年上升，期限结构有待优化。随着产业转型升级及在建项目的逐步推进，公司债务规模逐年上升。2013~2016 年一季度，公司总债务分别为 98.18 亿元、126.80 亿元、138.09 亿元和 180.91 亿元；同期，长短期债务比分别为 1.17、0.96、1.55 和 2.31，债务期限结构有待优化。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

当前石油和化工行业产能过剩严重，企业成本高位运行，税负加重，投资疲软，行业经济运行仍不稳定，下行压力依然很大

2015年国内经济增速持续放缓，石油和化工行业基本实现了行业经济的平稳运行。2015年全国油气总产量为3.29亿吨油当量，同比增长2.1%。其中原油产量为2.15亿吨，同比增长1.7%；天然气产量为1,271.4亿立方米，同比增长2.9%。进口原油3.35亿吨，同比增长8.8%；进口天然气616.5亿立方米，同比增长3.4%。全年原油加工量为5.22亿吨，同比增长3.8%；成品油产量为3.38亿吨，同比增长6.1%。

产量总体增长。2015年，石化行业增加值同比增长7.2%，化工行业增加值同比增长9.3%，大部分行业生产实现了不同程度的增长。其中，合成材料总产量1.23亿吨，同比增长8.2%；苯产量783.1万吨，同比增长6.6%；乙烯产量1,714.5万吨，同比增长1.6%；硫酸产量8,975.5万吨，同比增长4.0%；纯碱产量2,591.7万吨，同比增长3.1%；甲醇产量4,010.5万吨，同比增长8.3%；农药产量374.1万吨，同比增长2.3%；化肥总产量7,627.3万吨，同比增长7.3%；轮胎行业受美国“双反”的影响，产量为9.25亿条，同比下降4.0%。

全行业效益总体下滑。2015年石油和化工行业的经营实现主营业务收入12.74万亿元，同比下降6.1%；利润总额为6,265.2亿元，同比下降18.3%。其中石化行业实现主营业务收入3.9万亿元，同比下降20.53%；利润总额1,615.6亿元，同比下降50.99%。化工行业实现主营业务收入8.84万亿元，同比增长1.9%；利润总额4,603.4亿元，增幅6.3%。

结构调整逐步加快。2015年，合成材料、专用化学品、精细化学品等附加值较高的行业引领增长。其中，合成材料制造业增加值增幅达11.6%，专用化学品制造增长11.1%，涂（颜）料制造业增长9.5%，增速明显高于其它行业。基础化学原料增速明显放缓，无机化学原料产量增幅只有1.9%。产品生产增长结构进一步优化。天津港“8.12”事故之后，在中央专项建设基金的引导下，城镇人口密集区高风险危险化学品生产企业搬迁改造加速，化工

生产企业进入化工园区的比例进一步提升。

能源效率继续提高。2015年，全行业重点产品能耗继续下降，行业能效明显提升。前三季度，我国吨原油加工量综合能耗下降1.0%，吨乙烯产量综合能耗下降0.1%，吨烧碱产量综合能耗下降2.0%，电石和合成氨分别下降1.1%和1.0%。石油和化工行业总能耗增长1.6%，同比回落近5个百分点，为三年来同期最低增幅。化学工业万元收入耗标煤同比下降1.1%。

目前我国石油和化工行业仍存在一系列问题：

1、产能过剩严重。炼油业和化工行业产能总体过剩，化工行业结构性过剩更为突出。近年来，去产能化虽取得了一定成效，但氯碱、化肥、轮胎、基础化学原料制造等行业过剩问题依然十分严重，企业之间竞争异常激烈。由于市场供需失衡，价格一跌再跌，一些大宗化工产品价格长期低迷。市场监测显示，2015年，PVC通用树脂市场年均价格跌幅逾12%；尿素价格在连续两年大跌后，受成本支撑，均价仅比上年略有上升；烧碱价格降幅6%；电石价格降幅12%；甲醇价格降幅更是达到20%。相关数据和调查显示，氮肥、氯碱等出现行业性亏损；无机盐、甲醇、轮胎制造等行业利润连续两年或三年下降。在产能过剩的环境下，企业经营普遍困难。

2、行业要素成本上升。2015年以来，石化企业用工成本、融资成本、物流成本、环保成本、用电成本等呈上升趋势，尽管原材料等成本下降，但仍不足以抵消总成本上升带来的压力。2015年，全行业100元主营收入成本在84.09元；全行业财务费用同比增长3.4，而同期全国规模工业财务费用增幅仅为1.1。石化行业的融资成本明显高于全国规模工业平均水平。

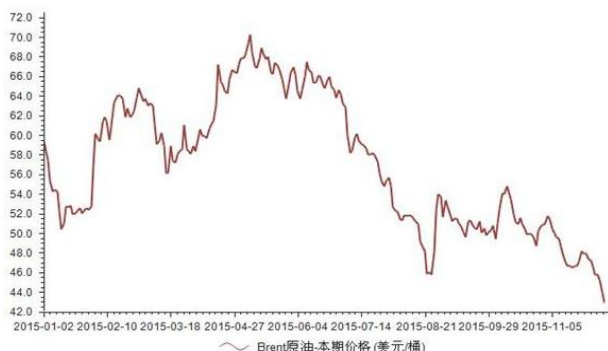
3、行业税负加重。2015年，全行业税金总额同比增长5.0%，占全国规模工业税金总额的20.7%，与全行业收入下降6.1%、利润降幅18.2%形成明显反差。其中，化工行业税金总额同比增长约5.1%，收入却增长不足2%；而同期全国规模工业税金总额增长仅3.1%。化工行业高速增长的税负使行业的再生产能力和竞争力都受到很大影响，使得相当一部分企业生产经营陷入困难。

4、安全环保压力加大。随着我国工业经济和城镇化快速发展，原有的安全和职业卫生防护距离不断缩小，另一方面，随着生活水平的提高，人民群众对环保的要求不断提高，石化行业安全环保压力随之增大，城镇化与企业发展之间矛盾逐渐凸显。同时，随着国家环保部门对石化行业的环保整治力度不断加大，业内企业普遍面临着较大的安全环保压力。

原油价格方面，2015年国际油价总体呈现一季度续跌、二季度大涨、下半年再创新低的走势。截至2015年12月31日，纽约WTI、布伦特原油期货价格分别为37.07美元/桶、37.60美元/桶，环比分别下降10.67%、15.52%，同比分别下降30.98%、33.43%。2016年，在世界经济温和复苏、能源结构调整持续、行业供应过剩以及高库存压力等环境下，原油价格中短期仍将维持低位运行。

图 1：2015 年 1~12 月 Brent 原油价格走势

单位：美元/桶



数据来源：前瞻网，中诚信证评整理

总体来看，2015年我国石油和化工行业生产增长结构优化，企业转型升级和产品结构调整加快，能源效率继续提高，但由于行业产能过剩严重、企业成本高位运行、税负加重、投资疲软等因素影响，当前行业经济运行仍不稳定，下行压力依然很大。

随着石油化工向深加工方向发展和高新技术的兴起，精细化工得到快速发展，增速明显高于整个化工行业的发展速度

精细化工是当今化工行业中最具活力的新兴领域之一，是新材料领域的重要组成部分。精细化工产品种类丰富、附加值高、用途广、产业关联度大，直接服务于国民经济的诸多行业和高技术产业的各个领域。大力发展精细化工已成为世界各国

调整化工产业结构、提升化工产业能级和扩大经济效益的战略重点。当前，精细化工率（精细化工产值占化工总产值的比例）的高低已经成为衡量一个国家或地区化工行业发达程度和化工科技水平高低的重要标志。

20世纪九十年代以来，随着石油化工向深加工方向发展和高新技术蓬勃兴起，国际精细化工行业得到前所未有的快速发展，年均增长率在5~6%，增长速度明显高于整个化学工业的2~3%的发展速度。美国、欧洲和日本等化学工业发达国家的精细化工较为发达，代表了当今世界精细化工的发展水平。国外化学工业结构中精细化工的比重（精细化工率）上升的速度非常迅速，到20世纪90年代末，精细化工在发达国家中的比重已达55~60%。美国20世纪70年代是40%，20世纪80年代上升为45%，20世纪90年代已达55%左右；日本也由20世纪70年代的35%上升到21世纪初的50%以上；德国由20世纪70年代39%上升到21世纪初的65%左右。

我国精细化工率目前已达到40~50%水平。目前精细化工有16个大类，有2万多个品种，其生产能力、产量、品种和生产厂家仍在不断增长。但与化学工业较为发达的国家相比，我国精细化工产品的整体技术水平仍然偏低。精细化工行业的核心技术与国际先进水平还存在一定差距，高性能、功能化和高附加值精细化学品一定程度上依赖进口。相比发达国家的60%以上的精细化工率水平，我国的精细化工行业具有较大的提升空间。

随着精细化工行业的快速发展，我国精细化工产品不仅基本满足了国民经济发展的需要，部分产品还具有一定的国际竞争能力。根据国家统计局数据，我国专项化学品生产行业规模以上企业主营业务收入较2003年增长了近20倍，行业规模一直保持快速增长，增速明显高于整个化工行业的发展速度。

我国七大战略新兴产业均涉及精细化工领域，随着国家培育新兴产业，推动传统产业升级，精细化工势必将全面发展。未来我国精细化工行业，尤其是附加值较高的生物医药、电子化学品、节能环保

保等细分子行业将获得长足发展。

随着物流全球化发展，化工物流作为石化行业的重要补充，具备着良好地发展空间，且日趋激烈的行业竞争将促使规模以上企业获得更快的发展

物流业是融合运输业、仓储业、货代业和信息业等的复合型服务产业，在促进产业结构调整、转换经济发展方式和增强国民经济竞争力等方面发挥着重要作用。我国经济的快速发展，特别是工业化进程加快，推动物流总需求迅速增长。近年来，中国经济保持增长态势，为现代物流及供应链管理外包服务行业的快速发展提供了良好的宏观环境。同时，消费对物流需求的贡献持续提升，国际物流需求好转，表明物流需求结构在继续优化。

化工物流是物流业的重要组成部分。从竞争格局来看，目前我国化工品物流经营主体大致上分三类：第一类是石化生产或贸易企业的自营；第二类是综合型第三方物流企业向石化行业的延伸；第三类是依托于化工园区的物流服务公司。第一类的典型企业为中石化和中化集团等国有企业。由于生产或贸易的需要，第一类企业都已形成了较完善的物流体系。第二类的代表企业包括长江航运、中远物流等，由原来从事其他行业的物流服务，逐渐渗透到化工品物流行业中来。第三类标志性企业是上海化工区的物流公司，为上海化工区内的企业提供服务。国内石化产业的高速发展和石化产品进口量的增长促进了第三方物流的兴起，并吸引一批国际知名化工物流服务提供商进入中国市场。同时，国内民营经济的兴起，也使得许多民营企业开始从事化工产品的生产、销售业务，并发展壮大起来。总体而言，随着民营物流企业的发展 and 外资物流企业的进入，未来国内化工物流市场的竞争日趋激烈，但凭借较完善的化工物流体系和强大的运输能力，第一类化工物流企业仍将保持较强竞争优势。

近年来，由于国内石油资源紧缺，进口原油量不断增加，促进了煤制油、煤制醇醚、煤制烯烃等新型煤化工以及生物燃料工业的崛起，液体化工品、液体燃料总产能高达数千万吨，化工运载体和物流服务商需求旺盛。另外，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、高速公路的联网均将促进化工物流需求进一步增长。2015 年我国石化行业增加值同比增长 7.2%，化工行业增加值同比增长 9.3%，为化工物流行业的稳定发展奠定了基础。从原油进口情况来看，2015 年我国进口原油 3.34 亿吨，同比增长 8.8%。随着国内自产及进口石化产品不断增加，化工物流的重要性愈发凸显，市场需求旺盛。据中国物流与采购联合会统计，2016 年一季度全国社会物流总额为 50.7 万亿元，同比增长 6.0%（按可比价格计算），增速较上年同期提高 0.4 个百分点。

天然橡胶行业整体运行低迷，下游需求疲软，产品价格持续下行，运营压力上升

近年来，国际经济形势错综复杂，美国经济积极迹象较多，欧元区再次加大货币政策宽松力度，日本经济连续大幅收缩，部分新兴经济体实体经济仍面临较多困难。我国宏观经济延续 2 年来的调整态势，继续从高速增长向下调整，经济进入增速阶段性回落的“新常态”时期。

2015 年以来，天然橡胶行业供应过剩问题仍为突出。由于厄尔尼诺天气影响使气候干燥和炎热，同时胶价的下降使胶农放弃割胶，天然橡胶生产国协会的 9 个成员国天然橡胶产量减少。据统计，2015 年 ANRPC 组织天然橡胶总产量为 1088.8 万吨，同比下滑 0.6%，其中我国天然橡胶产量同比下滑 5.5%。尽管我国天然橡胶产量出现下滑，但行业供需失衡局面仍未改变。

橡胶下游行业主要为汽车轮胎行业，在 2015 年整体经济增长继续放缓的背景下，我国全年汽车产销分别完成 2,450.33 万辆和 2,459.76 万辆，分别同比增长 3.3% 和 4.7%，增速分别下降 4.0 和 2.2 个百分点。由于轮胎行业前期投资过热，导致行业产能结构性过剩严重。从 2015 年来看，我国轮胎出口受到美国“双反”案严重影响，市场需求持续出现低迷，价格大幅下跌，行业平均开工率维持在 60% 左右。据发改委公布的 2015 年化工行业运行情况，2015 年全国橡胶轮胎外胎产量 92,516 万条，同比下降 4%；合成橡胶产量 517 万吨，同比下降 3.3%。

从价格方面来看，2014 年初，受国内经济数据

低于预期、美国量化宽松政策减量、天然橡胶进口量大幅增加、库存不断攀升等因素共同影响，天然橡胶价格大幅下跌。进入二季度后，随着国内宏观形势阶段性好转及欧洲央行开启负利率时代，天然橡胶环比价格微幅回升。三季度，美国“双反”调查、QE3 结束、泰国抛售国储胶、越南降低橡胶出口关税、国内停止对进口丁苯胶征收反倾销税等利空接踵而至，天然橡胶价格持续下行，一度跌破 12,000 元/吨关口。进入四季度后，为应对天然橡胶价格的大幅下滑，国家采取了一系列政策保护措施，国内天然橡胶市场价格跌势趋缓，在低价区域窄幅波动。2015 年国内天然橡胶行情跌势难止，年初天然橡胶经销均价在 12140.00 元/吨，年末下跌至 9643.33 元/吨，整体跌幅达 20.57%。2015 年上半年，天然橡胶价格出现窄幅上涨，价格震荡变动；2015 年下半年，天然橡胶价格呈现单边下行态势，11 月时价格跌破万元大关，创 7 年新低。

图 2：2015 年 1~12 月国内天然橡胶价格走势



数据来源：生意社，中诚信证评整理

未来，全球经济低速增长成为新常态，欧美汽车市场表现较好，全球橡胶需求有望增加。从国内看，当前经济下行压力加大，经济面临通缩风险，橡胶市场需求疲软。国务院于 2014 年底已批准总投资额逾 10 万亿元的七大类基础设施项目，其中 2015 年投资超过 7 万亿元。基建投资回升的举措或将有效拉动与橡胶消费需求。

总体来看，天然橡胶行业供应过剩问题仍存，市场需求疲软，产品价格持续走低，行业整体处于低迷状态。

业务概况

近年公司通过投资和并购不断推进产业升级，获取了大量上游优质资产，包括并购控股 GMG Global Ltd (GMG)、江苏圣奥化学科技有限公司、江苏扬农化工集团有限公司和南通江山农药化工股份有限公司等国内外知名企业，基本实现了由单纯的贸易分销公司向大型产业化集团的战略转型。目前公司经营业务包括精细化工、农药化工、天然橡胶、橡胶化学品、化工物流及化工分销等业务板块，其中化工分销、天然橡胶及精细化工对营业收入贡献最大，分别占 2015 年营业收入的 29.58%、29.58% 和 13.61%；此外，化工物流、农药化工和橡胶化学品亦对营业收入提供重要支撑，占 2015 年营业收入的比重分别为 8.84%、6.04% 和 5.52%。

表 1：2013~2016.Q1 年公司营业总收入及毛利水平情况

单位：亿元

| 项目 | 2013 | | 2014 | | 2015 | | 2016.Q1 | |
|-------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| | 收入 | 毛利 | 收入 | 毛利 | 收入 | 毛利 | 收入 | 毛利 |
| 精细化工 | 65.64 | 17.63% | 62.77 | 20.77% | 59.52 | 24.29% | 14.84 | 22.78% |
| 农药化工 | 28.09 | 18.51% | 30.68 | 19.77% | 26.43 | 16.91% | 9.27 | 18.88% |
| 天然橡胶 | 115.12 | 6.57% | 107.70 | 5.78% | 129.39 | 6.15% | 18.08 | 1.00% |
| 橡胶化学品 | 26.79 | 25.31% | 24.99 | 26.85% | 21.97 | 34.09% | 4.90 | 36.94% |
| 化工物流 | 29.68 | 17.59% | 36.29 | 14.47% | 38.65 | 18.97% | 9.75 | 20.21% |
| 化工分销 | 189.43 | 1.79% | 160.04 | 1.60% | 129.39 | 2.30% | 26.49 | 6.64% |
| 其他贸易 | 94.03 | 1.89% | 26.95 | 1.93% | 32.11 | 2.34% | 1.20 | 6.67% |
| 合计 | 483.15 | 6.20% | 449.42 | 8.98% | 437.46 | 10.38% | 84.54 | 12.93% |

注：公司 2015 年年报并表江苏扬农化工集团有限公司（即“精细化工”板块），在此之前江苏扬农化工集团有限公司报表单独统计。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司主动压缩化工分销业务，收入规模逐年萎缩，同时由于市场行情欠佳，分销产品均价呈下行趋势，业务获利受到大幅削弱

公司传统主业即为化工分销业务，在转型升级的过程中，正逐步压缩该业务规模。2013~2015年，公司化工分销业务板块分别实现营业收入189.43亿元、160.04亿元和129.39亿元；2016年一季度，化工分销业务实现营业收入26.49亿元，业务规模逐年萎缩。

公司化工分销业务经营产品包括苯乙烯、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领域。其中化工类产品，公司主营芳烃、聚酯、聚烯烃及油气等细分产品；冶金能源类贸易以矿石和煤炭为主。

表 2：2013~2016.Q1 公司分销业务主要产品销量情况

单位：万吨

| 分类 | 产品 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.Q1 |
|----------|-----------|-----------------|---------------|---------------|---------------|
| 化工 产品 | 芳烃 | 50.97 | 38.29 | 45.73 | 1.89 |
| | 聚酯 | 52.69 | 25.08 | 23.32 | 11.83 |
| | 聚烯烃 | 25.23 | 21.39 | 27.58 | 8.07 |
| | 油气 | 41.88 | 110.64 | 152.58 | 27.54 |
| | 氯碱 | 8.82 | 2.70 | 1.74 | 0.15 |
| | 溶剂 | 35.22 | 14.26 | 24.64 | 4.61 |
| | 合成胶 | 10.04 | 3.75 | 3.97 | 0.89 |
| | 合计 | 224.84 | 216.11 | 279.56 | 54.98 |
| 冶金 能源 | 矿石 | 1,074.32 | 335.98 | 656.11 | 133.53 |
| | 煤焦 | 119.03 | 66.42 | 103.37 | 15.08 |
| | 合计 | 1,193.35 | 402.39 | 759.48 | 148.61 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从产品价格分析来看，公司各类产品均价总体呈现下行趋势，其中芳烃均价从2013年的1.00万元/吨下降到2016年一季度的0.53万元/吨，油气均价从2013年的0.61万元/吨下降到2016年一季度的0.25万元/吨，矿石均价从2013年的759元/吨下降至2016年一季度的258元/吨，下降幅度均较大，削弱了业务获利能力。

总体来看，公司转型升级，限制传统主业化工分销业务规模，近三年分销业务收入持续萎缩，同时由于市场行情欠佳，分销产品均价呈下行趋势，业务获利亦被大幅削弱。

公司精细化工业务具备较好地规模优势以及较强的市场竞争力，但由于下游市场需求疲软以及产品价格持续走低，近三年收入规模呈逐年萎缩趋势

公司精细化工业务运营主体为江苏扬农化工集团有限公司（以下简称“扬农集团”）。扬农集团在江苏扬州、南通及宁夏中卫等地建立了四个精细化工、新材料和农药产业基地，同时正筹建一个新基地，扩充化工中间体及新材料的生产能力。

扬农集团经营产品主要有农药、化工中间体及新材料等，包括60余种农药及基础化工产品。其中，二氯苯产品拥有自主知识产权的独特氯化工艺，实现了氯化苯/二氯苯联产，具备6.50万吨年产能，占据约30%的市场份额，位列全球第一；生物基环氧氯丙烷产品拥有自主知识产权的清洁化生产工艺，建有全球首套万吨级甘油法生产装置，规模与技术处于全球领先地位，具备12万吨年产能，占据约20%市场份额，位列全国第二；拟除虫菊酯类农药为国内唯一从原料、中间体到原药实现自我配套，拥有2个创制品种，占据约20%的市场份额，产销规模处于全球前三位；环氧树脂系国内清洁生产示范项目，工艺技术及综合利用水平处于国内领先，具备12万吨年产能，占据约10%市场份额，位列全国前三；领苯二胺产品实现了连续化清洁生产，为国内首创采用连续催化加氢工艺，占据约10%的市场份额，位列全球前三。因市场行情转淡，近年扬农集团基本未新增产能，以保证现有产能充分释放，提高资产利用效率。此外，扬农集团设有齐全的公用工程及物流配套设施，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，保障从供应、生产及销售各个环节有效协作，提升运营效率并降低产品生产及流通成本。

表 3：2014 年至 2016 年一季度扬农集团主要产品产销情况

单位：万吨、亿元

| 分类 | 产品 | 产能 | 2014 年 | | | 2015 | | | 2016.Q1 | | |
|------|----------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|------|------|
| | | | 产量 | 销量 | 收入 | 产量 | 销量 | 收入 | 产量 | 销量 | 收入 |
| 农药 | 吡虫啉 | 0.25 | 0.24 | 0.26 | 3.04 | 0.27 | 0.20 | 1.20 | 0.07 | 0.08 | 0.24 |
| | 菊酯类杀虫剂 | 0.80 | 0.82 | 0.82 | 14.49 | 0.00 | 0.84 | 16.27 | 0.47 | 0.47 | 5.21 |
| | 除草剂（草甘膦） | 3.50 | 3.14 | 3.14 | 9.22 | 0.00 | 3.02 | 6.31 | 1.10 | 1.10 | 1.85 |
| 基础化工 | 双氧水 | 10.00 | 9.55 | 8.96 | 0.72 | 8.99 | 9.03 | 0.85 | 2.12 | 2.04 | 0.19 |
| | 30%烧碱 | 14.00 | 13.09 | 5.52 | 0.99 | 12.50 | 5.62 | 0.99 | 2.96 | 1.20 | 0.21 |
| | 32%离子膜碱 | 14.00 | 15.24 | 14.24 | 2.56 | 14.35 | 10.58 | 1.89 | 3.41 | 2.64 | 0.45 |
| | 氯化苯 | 11.00 | 9.37 | 3.88 | 2.60 | 9.16 | 3.32 | 1.46 | 2.18 | 0.76 | 0.28 |
| | 对二氯苯 | 6.00 | 4.65 | 4.13 | 3.51 | 6.57 | 4.72 | 3.55 | 1.79 | 1.12 | 0.79 |
| | 邻二氯苯 | 2.00 | 1.56 | 1.32 | 1.11 | 1.56 | 1.13 | 0.79 | 0.34 | 0.18 | 0.11 |
| | 对硝基氯苯 | 6.00 | 6.00 | 6.01 | 3.13 | 5.88 | 5.87 | 2.00 | 1.42 | 1.41 | 0.44 |
| | 邻硝基联苯 | 4.00 | 4.02 | 4.06 | 3.65 | 4.08 | 3.83 | 2.62 | 0.97 | 0.79 | 0.44 |
| | 环氧氯丙烷 | 11.00 | 9.69 | 8.53 | 7.76 | 10.81 | 10.83 | 8.31 | 2.76 | 2.71 | 1.73 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经过多年的发展，扬农集团与上下游客户形成了良好的长期合作关系，且在多个国家和地区取得了登记，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。但由于市场需求疲软以及产品价格持续走低，近三年扬农集团（即精细化工板块）收入规模呈现逐年萎缩趋势，2013~2015年分别实现收入65.64亿元、62.77亿元和59.52亿元。

总体来看，扬农集团在同业竞争中，具备较好的规模优势以及较强的市场竞争力，为其业务发展奠定基础。但当前市场行情转淡，下游需求疲软，且产品价格持续走低，近三年公司精细化工业务呈逐年萎缩趋势。

由于市场行情转淡以及产品价格下行，2015年公司农药化工业务萎缩，但凭借其先进的生产技术、强大的品牌经销能力以及完善的营销体系，市场竞争优势突出，业务有望在行情好转的情况下得到回升

公司农药化工板块主要以上交所 A 股上市公司南通江山农药化工股份有限公司（以下简称“江山股份”，股票代码：600389）为核心运营主体。此外，公司不断推进国际化经营步伐，积极布局在亚太地区的农药化工业务，先后在印度、菲律宾和泰国建立了分支机构并拓展澳洲农化业务。公司陆

续收购了美国孟山都公司在印度、泰国、菲律宾、越南、巴基斯坦、孟加拉 6 国及台湾地区的酰胺类产品业务，实现了跨国化经营。

表 4：公司农化业务海外布局情况

| 公司名称 | 注册资本 | 主营业务 |
|----------------|-----------|----------------------|
| 中化爱农（泰国）有限公司 | 1 亿泰铢 | 泰国市场酰胺类及江山股份产品的分销及运营 |
| 中化印度有限责任公司 | 3.6 亿卢比 | 印度市场酰胺类分销与运营 |
| 中化作物保护（菲律宾）公司 | 3,252 万比索 | 菲律宾市场酰胺类及“农达”的分销与运营 |
| 中化国际澳大利亚私人有限公司 | 1,500 万澳元 | 澳新区“农达”分销与运营 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司农药化工板块主要生产基地（江山股份基地）位于国家级南通经济技术开发区，占地面积达 1,700 多亩，建有电厂、水厂、长江码头、氯碱化工、农药及其中间体、三废治理等配套齐全的工业设施。目前江山股份具备年产 3,005 吨除草剂，810 吨杀虫剂和 185 吨杀菌剂的生产能力，产品质量达到国际先进水平，市场竞争能力突出。但从产销情况来看，自身产能释放率不足 50%，目前仍以贸易分销为主，农化产品销量远大于自身产量。

表 5：2014 年至 2016 年一季度公司农药化工业务产销情况

单位：吨

| 产品 | 2014 | | 2015 | | 2016.Q1 | |
|-----|-------|--------|-------|--------|---------|-----------|
| | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 |
| 除草剂 | 1,698 | 67,969 | 1,135 | 58,977 | 556 | 24,429.71 |
| 杀虫剂 | 655 | 5,282 | 319 | 3,218 | 113 | 1,582.63 |
| 杀菌剂 | 7 | 3,417 | 87 | 1,768 | 17 | 6,76.70 |
| 其他 | 64 | 15,652 | 32 | 32,196 | 20 | 48,83.31 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司通过与全球农化领域的领先供应商美国孟山都公司在中国市场进行独家经销、区域代理等多种模式的合作，目前拥有马歇特、新马歇特、禾耐斯、拉索 4 个品牌在中国的商标所有权和农达、罗地欧、欧迈斯 3 个授权中国独家经销品牌；同时，公司建立了一个由百余家区域经销商和 2,000 余家基层经销商组成的营销网络和服务体系，销售网络分布广泛，在国内高端农药市场拥有领先地位。此外，公司收购了美国孟山都公司多家企业，在东南亚地区拥有 45 个产品品牌，建立完善的营销渠道体系。

2015 年以来，受到国内外市场需求不旺、高毒农药禁限用、农药减量控害行动等多重因素影响，公司农化业务拓展情况不佳，业务量大幅减少，加之产品价格下行，全年实现收入 26.43 亿元，同比下降 12.16%，其中农药产品贸易分销取得收入占比达到 95% 以上。

整体来看，2015 年以来，由于市场行情转淡以及农化产品价格下行，公司农化业务出现下滑。但公司产品质量达到国际先进水平，且拥有强大的品牌经销能力以及完善的营销体系，市场竞争优势突出，未来业务有望在行业好转的情况下实现回升。

公司天然橡胶业务销售网络广泛，客户群体逐步壮大，业务量逐年增加，2015 年收入规模同比实现大幅增长，但当前市场行情低迷，天然橡胶价格持续下行，盈利缺乏稳定性

公司天然橡胶业务运营主体包括欧马橡胶工业有限公司、西双版纳中化橡胶有限公司、海南中化橡胶有限公司和 GMG 等企业，业务涵盖天然橡胶种植、生产加工、营销及增值服务等产业链各个环节，并已实现国际一体化经营。目前公司系国内最

大的橡胶经营服务商，橡胶资源遍布东南亚、西非和中国的海南、云南等地，市场覆盖亚洲、欧洲和美洲等地区。

公司通过并购 GMG 和比利时 Siat 集团等海外企业，在非洲及印尼等天然橡胶主产区获取了丰富的资源；同时，完成了在西非、东南亚和国内主要天然橡胶产区的全球化布局。目前，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；拥有 74.3 万吨/年的天然橡胶生产加工能力，产能规模处于国际领先水平。近年公司天然橡胶加工能力逐步加强，但仍以贸易分销为主。2015 年以来，受到天气环境以及种植成本上升等不利因素影响，当年公司天然橡胶产量同比减少 21.63%。

表 6：2013~2016.Q1 公司天然橡胶业务产销情况

单位：万吨、元/吨

| 指标 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.Q1 |
|------|--------|--------|--------|---------|
| 产量 | 47.00 | 52.20 | 40.91 | 9.16 |
| 销量 | 70.00 | 85.00 | 127.63 | 22.87 |
| 平均售价 | 16,714 | 12,824 | 9,837 | 8,308 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

营销方面，公司营销网络遍布全球，现已覆盖长三角、珠三角、山东和东北等轮胎和橡胶制品主产区，同时与普利司通、米其林、大陆等国际知名轮胎厂商建立了长期战略合作关系，客户群体逐步壮大。目前，公司在国内的市场份额占到 16% 左右，领先于国内其他企业。2015 年以来，公司加大了与重点客户的业务合作，且客户群体保持扩增，业务量呈现大幅增长，尽管在产品价格下跌的行情下，业务收入仍实现大幅增长，全年实现收入 129.39 亿元，同比增长 20.14%。

总体来看，公司注重市场拓展以及重点客户的维护，客户群体逐步壮大，业务量逐年增加，2015 年收入规模同比实现大幅度的增长，但当前市场行情低迷，需求表现不足，供过于求问题突出，天然橡胶价格下行压力仍存，盈利稳定性欠缺。

原料价格持续下行使得公司橡胶化学品业务规模逐年下滑，但为其业务获利带来了更大的空间

公司橡胶化学品的生产主体主要江苏圣奥化

学科技有限公司（以下简称“江苏圣奥”）及其子公司等。江苏圣奥在国内拥有山东圣奥化学科技有限公司、泰安圣奥化工有限公司和安徽圣奥化学科技有限公司 3 个生产基地。截至 2016 年 3 月末，公司拥有 14.5 万吨的防老剂 PPD 年产能，系全球最大的专业橡胶防老剂 6PPD、IPPD 和中间体 RT 培司的生产商。

表 7：江苏圣奥橡胶化学品业务产能及产销情况

单位：万吨

| 产品 | 2014 | | 2015 | | 2016.Q1 | |
|---------|------|------|------|------|---------|-----|
| | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 |
| 防老剂 PPD | 10.4 | 10.4 | 11.4 | 11.0 | 2.5 | 2.8 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

江苏圣奥实行订单式生产，产销衔接情况良好，现与世界前 20 强轮胎生产商中的大部分企业建立有长期合作关系，销售范围覆盖全球 50 多个国家和地区；同时与全国 30 多个省市的轮胎及非轮胎企业建立了稳定的业务关系。此外，公司不断优化客户结构，加强与大客户和重点客户的合作，产销量保持增长；但由于原料价格持续下行，橡胶化学品价格缺乏支撑，公司收入规模逐年下滑。2013~2015 年，公司橡胶化学品业务分别实现营业收入 26.79 亿元、24.99 亿元和 21.97 亿元；2015 年前三季度，橡胶化学品业务实现营业收入 4.90 亿元。从获利能力来看，因原材料价格下行，公司采购成本下降，从而使其获利能力得到提升，2015 年毛利率为 34.09%，同比上升 7.24 个百分点。

总体来看，公司橡胶化学品业务产销量保持增长，但在原材料价格下行的背景下，2015 年收入规模出现下滑，而业务获利能力因采购成本下降而有所提升。

公司化工物流业务具备一定的规模优势，收入规模稳步增长，同时随着储运能力的不断提高，为其业务发展奠定基础

公司化工物流业务板块运营主体包括上海中化船务有限公司、上海中化思多而特船务有限公司和 Dorval SC Tanker Inc 等 12 家企业，业务范围涉及船运、集装罐多式联运、货代仓储和码头储罐等领域，目前系国内最大的国际标准液体化工品物流服

务商，拥有国内规模最大、安全标准最高的危险化学品船队和集装罐，并参与了国内相关行业标准的制定，在业内具有一定的竞争优势。2013~2015 年，公司化工物流业务分别实现营业收入 29.68 亿元、36.29 亿元和 38.65 亿元，收入规模稳步增长。

目前公司共控制 69 艘载重 3,000~45,000 吨的散装液体化学品船，控制运力达 102.5 万吨，在运营内贸、中东、台海和澳新 4 条航线，在液体化学品船运能力及规模居全国第一。同时，公司还拥有 T11、T20、T50、电加热、氢氟酸、陆运罐等各种型号的集装罐 23,331 个，系国内最大的专业集装罐服务商，同时也是亚洲最大的化工物流集装罐运营商。此外，公司与连云港港口集团合资成立连云港港口国际石化仓储有限公司和连云港港口国际石化港务有限公司，建设 3 个 5~10 万吨级液体散货码头，约 64 万立方米储罐，提供化工品、油品仓储和保税及码头装卸等服务，设计吞吐能力约为 500 万吨。连云港项目的投产，可使公司具备一体化的化工物流服务能力（船-码头-储罐-集装罐）。此外，公司参股的中化兴中石油转运（舟山）有限公司和中化兴源石油转储运（舟山）有限公司经营码头、储罐业务，年吞吐能力超过 4,000 万吨，是国内最大的商用石油储运企业。

目前公司重大在建及拟建的项目中，旗台石化产品储罐区一期工程，设计总库容为 16.65 万立方米的石化产品储存能力，总投资额分别为 5.81 亿元，建设期为 2014~2016 年，截至 2016 年 3 月末已累计投入 3.02 亿元。此外，公司预计投入 7.63 亿元拟建旗台石化产品储罐区二期工程，进一步提升库容量，提高业务承揽能力。

总体来看，公司化工物流业务在业内具有一定的规模优势，随着储运能力不断提高，收入规模稳步增长，但后期项目建设将加大其资金运营压力。

财务分析

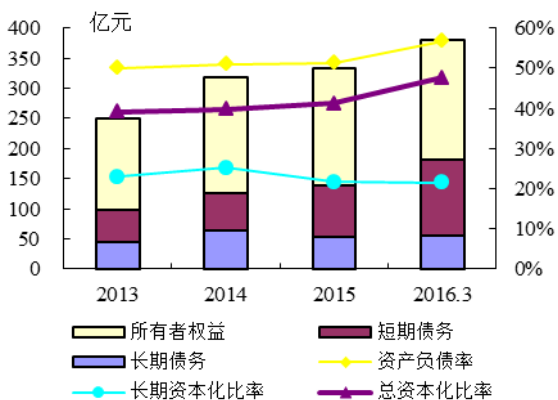
以下财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2013、2014 和 2015 年审计报告，以及未经审计的 2016 年一季度财务报告。

资本结构

公司通过股权收购、业务调整等方式持续推进产业转型升级，资产及负债规模保持不同程度的增长。2013~2015 年公司总资产分别为 304.65 亿元、391.82 亿元和 403.38 亿元；同期，负债总额分别为 152.69 亿元、200.13 亿元和 207.12 亿元。得益于股东利润留存使得自有资本实力不断增强，截至 2015 年末，公司所有者权益合计 196.26 亿元，同比增长 2.39%。

财务杠杆比率方面，2013~2015 年公司资产负债率分别为 50.12%、51.08% 和 51.35%；总资产化率分别为 39.25%、39.81% 和 41.30%，财务杠杆水平适中。但随着业务开展以及在建项目逐步推进，公司财务杠杆比率呈逐年上升趋势，截至 2016 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别上升至 56.80% 和 47.67%。

图 3：2013~2016.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从资产构成来看，截至 2015 年末，公司资产总额 403.38 亿元，其中流动资产合计 163.02 亿元，占资产总额的 40.41%。公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款、存货及其他流动资产构成，其中货币资金 47.63 亿元大部分为银行存款，流动性较强；应收票据 17.18 亿元系收到的银行承兑汇票；应收账款 30.38 亿元，对象主要系长期合作的企业，且账龄在 1 年以内的占比在 95% 以上，回收风险相对较小；其他应收款 11.15 亿元主要系关联方往来款，借款期限基本在 1 年以内；存货 39.44 亿元主要系原材料、在产品和库存商品等，在当前石化产品价格持续下行的背景下，当年计提了存货减值准备 5.37 亿元；其他流动资产

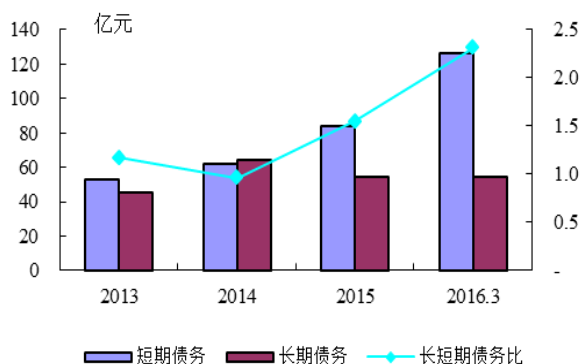
10.91 亿元主要系公司持有的部分股权以及待抵扣的增值税。

非流动资产方面，截至 2015 年末，公司非流动资产合计 240.36 亿元，占资产总额的比重为 59.59%，主要集中于长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产、商誉及其他非流动资产等。公司下属子公司江阴桑阳氨纶有限公司于 2015 年破产清算，并于当年对其长期股权投资核销，从而使长期股权投资减少至 33.78 亿元。公司固定资产 93.99 亿元，主要系公司的厂房、设备和运输工具等；在建工程 25.72 亿元，主要系新造船项目、商务办公楼项目及连云港储罐项目等；无形资产 30.06 亿元主要系土地使用权、专有技术、软件和商品使用权及产品登记证等；其他非流动资产 13.93 亿元主要系信托产品和船舶保证金，其中信托产品系分别于 2015 年 12 月 10 日以及 2015 年 12 月 17 日向中国对外经济贸易信托有限公司申购的为期十三个月的集合资金信托计划。

从负债结构来看，截至 2015 年末，公司负债合计 207.12 亿元，其中流动负债合计 143.44 亿元，占负债总额的比例为 69.25%，负债以流动负债为主。当年末公司流动负债主要集中于短期借款 40.49 亿元、应付票据 21.38 亿元、应付账款 30.26 亿元、其他应付款 10.22 亿元、一年内到期的非流动负债 21.82 亿元及其他流动负债 10.03 元；同期非流动负债主要包括长期借款 42.22 亿元和应付债券 11.96 亿元。公司一年内到期的非流动负债系即将到期偿付的部分长期借款和应付债券；应付债券中 11 中化国 MTN1 和 11 中化 01 均将于 2016 年到期。此外，公司拟发行“中化国际（控股）股份有限公司 2016 年公开发行公司债券”，发行规模不超过 25 亿元，预计此次成功发行后，将有助于公司债务结构调整。

从期限结构来看，随着长期债务的到期偿还，公司通过新增短期融资以弥补资金压力，导致长短期债务比指标上升。2015 年公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2014 年的 0.96 上升至 1.55，截至 2016 年 3 月末长短期债务比进一步上升至 2.31，债务期限结构合理性有待优化。

图4：2013~2016.Q1公司债务结构分析

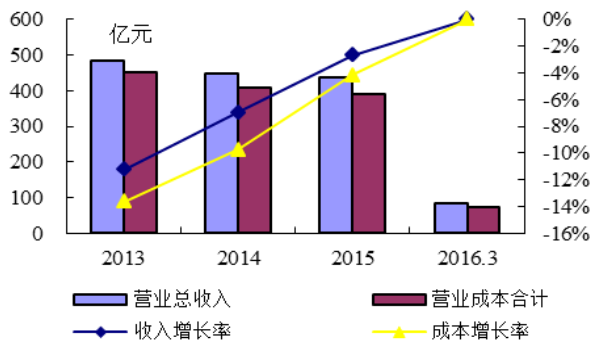


资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司自有资本实力稳步增长，财务杠杆比率适中，财务结构较为稳健，但债务期限结构有待进一步优化。

盈利能力

图5：2013~2016.Q1公司收入成本分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

由于原油价格下行以及下游需求不足，公司主要产品价格持续走低，加之主动压缩贸易分销业务，收入规模呈下滑趋势。2013~2015年公司营业收入分别为483.15亿元、449.42亿元和437.46亿元。但在上游原材料价格持续下跌以及业务结构调整优化的同步效应下，公司整体盈利水平得到提升，2013~2015年营业毛利率分别为6.20%、8.98%和10.38%，由于当前业务收入较大部分来源于贸易业务，因此公司综合毛利水平在行业内处于一般水平。

表8：2013~2015年公司同行业上市公司毛利率比较表

| | 2013 | 2014 | 2015 |
|------|--------|--------|--------|
| 中化国际 | 6.20% | 8.98% | 10.38% |
| 华锦股份 | 10.17% | 7.18% | 15.89% |
| 三友化工 | 16.86% | 6.63% | 11.96% |
| 湖北宜化 | 14.70% | 17.65% | 15.34% |
| 万华化学 | 24.24% | 30.87% | 30.13% |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

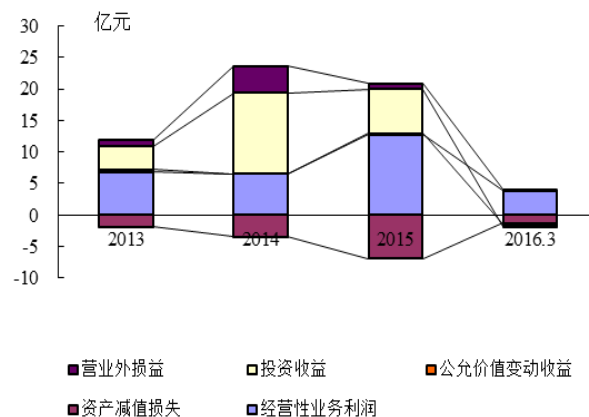
期间费用方面，近两年公司积极投资和并购上游资源，因而期间产生的销售费用和管理费用总体规模较大。2013~2015年公司销售费用分别为8.51亿元、11.51亿元和10.07亿元，管理费用分别为10.80亿元、16.08亿元和16.17亿元。财务费用方面，由于理财期限结构调整导致利息收入减少，加之在汇率波动行情下发生的汇兑损失上升，财务费用逐步扩大，2013~2015年财务费用分别为2.64亿元、5.15亿元和5.40亿元。2013~2015年公司三费合计金额分别为21.95亿元、32.74亿元和31.64亿元，占营业收入的比例分别为4.54%、7.28%和7.23%，期间费用控制能力一般。

表9：2013~2015年公司期间费用分析

| | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用 | 8.51 | 11.51 | 10.07 |
| 管理费用 | 10.80 | 16.08 | 16.17 |
| 财务费用 | 2.64 | 5.15 | 5.40 |
| 三费合计 | 21.95 | 32.74 | 31.64 |
| 营业总收入 | 483.15 | 449.42 | 437.46 |
| 三费收入占比 | 4.54% | 7.28% | 7.23% |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

图6：2013~2016.Q1公司利润总额构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015年公司利润总额主要来源于经营性业务利润和投资收益。随着营业毛利率提升,2015年公司经营性业务利润规模有所扩增,当年经营性业务利润增至12.74亿元,同比增加94.84%,对利润总额提供了较大的支持。投资收益方面,由于权益法核算的长期股权投资收益减少以及处置长期股权投资产生的收益下降,使得2015年投资收益流入减少,全年实现投资收益7.07亿元,同比减少44.89%。此外,当年公司利润总额还包含营业外损益0.85亿元、0.16亿元,以及资产减值损失6.95亿元(主要系存货跌价损失以及处置部分固定资产)。

总体来看,得益于原材料价格持续下跌以及业务结构的调整优势,近年公司毛利率呈上升趋势,最终盈利能力尚可。

偿债能力

表 10: 2013~2016.Q1 公司偿债能力分析

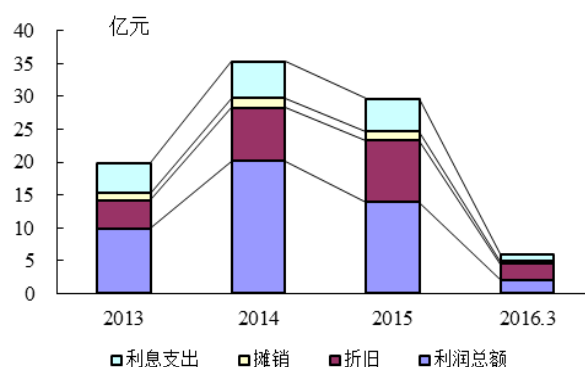
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.Q1 |
|----------------|-------|--------|--------|---------|
| 短期债务(亿元) | 52.92 | 62.15 | 83.91 | 126.32 |
| 总债务(亿元) | 98.18 | 126.80 | 138.09 | 180.91 |
| EBITDA(亿元) | 19.90 | 35.31 | 29.61 | 5.99 |
| 资产负债率(%) | 50.12 | 51.08 | 51.35 | 56.80 |
| 总资本化率(%) | 39.25 | 39.81 | 41.30 | 2.45 |
| 经营净现金流/总债务(X) | 0.09 | 0.18 | 0.17 | 0.01* |
| 总债务/EBITDA(X) | 4.93 | 3.59 | 4.66 | 7.55* |
| EBITDA 利息倍数(X) | 4.28 | 6.30 | 5.91 | 5.41 |

注:加“*”指标经年化处理。

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

公司 EBITDA 由折旧、摊销、利息支出及利润总额构成,2013~2015 年 EBITDA 分别为 19.90 亿元、35.31 亿元和 29.61 亿元,2015 年减少的原因主要系利润总额的大幅减少。从公司 EBITDA 对债务本息保障程度来看,2015 年公司总债务/EBITDA 指标为 4.66 倍,EBITDA 利息保障倍数为 5.91 倍,EBITDA 对债务本息的保障水平较高。

图 7: 2013~2016.Q1 公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源:公司提供,中诚信证评整理

经营性现金流方面,公司盈利能力不断提升,经营活动现金流持续得到改善。2013~2015 年公司经营活动净现金流分别为 8.84 亿元、22.62 亿元和 23.52 亿元,但由于债务规模较大,同期经营活动净现金流/总债务仅为 0.17 倍。

或有负债方面,截至 2016 年 3 月末,公司对外担保(不含子公司)余额为 2 亿元,或有负债风险相对较小。

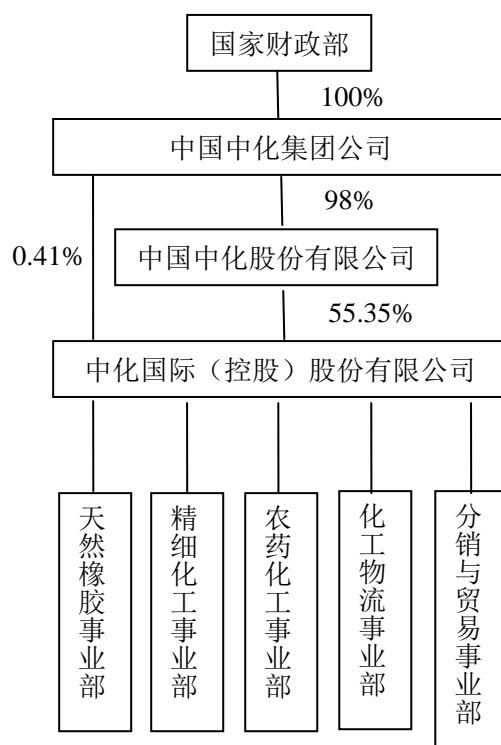
融资渠道方面,公司与多家银行多家商业银行保持较好的信贷业务关系,截至 2016 年 3 月末,公司共获得银行授信额度为 468.9 亿元,尚未使用授信额度为 326.9 亿元,具有较好的备用流动性。

综合分析,公司最终盈利能力尚可,自有资本实力稳步增长,财务杠杆比率适中,财务结构较为稳健,但债务规模逐步扩大,且以短期为主的债务结构有待优化。

结论

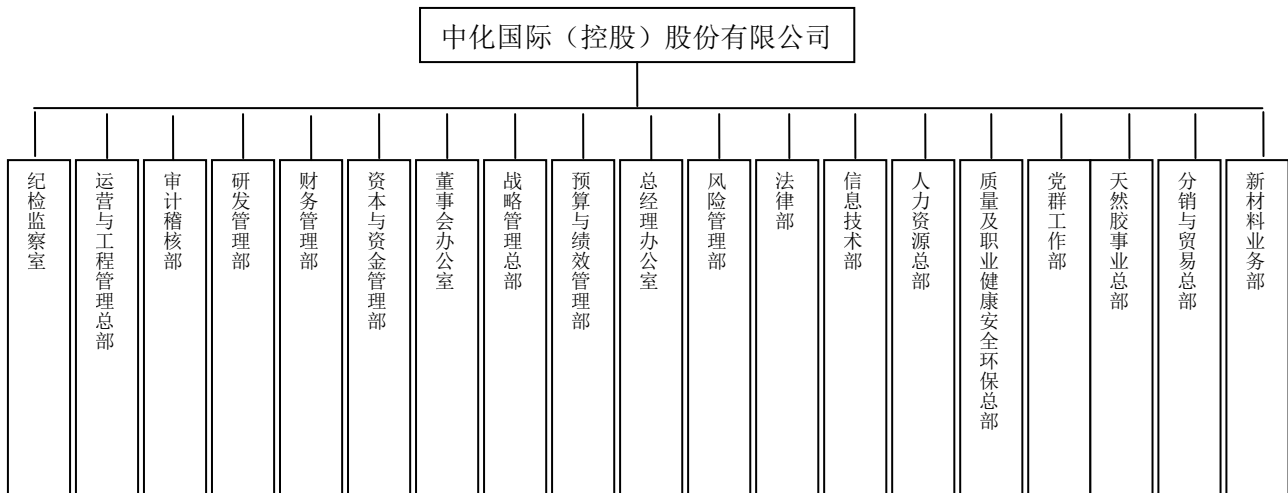
综上,中诚信证评评定中化国际(控股)股份有限公司主体信用等级为 AAA,评级展望为稳定;评定“中化国际(控股)股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 AAA。

附一：中化国际（控股）股份有限公司股权结构图（截至 2015 年末）



资料来源：公司提供

附二：中化国际（控股）股份有限公司组织结构图（截至 2015 年末）



资料来源：公司提供

附三：中化国际（控股）股份有限公司主要财务数据及财务指标

| 财务数据（单位：万元） | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.Q1 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 223,893.88 | 554,348.78 | 476,341.81 | 482,247.53 |
| 应收账款净额 | 288,418.27 | 325,123.80 | 303,790.03 | 403,328.42 |
| 存货净额 | 381,876.61 | 419,562.93 | 394,451.60 | 486,153.33 |
| 其他应收款 | 63,995.13 | 119,200.09 | 111,532.10 | 128,067.80 |
| 长期投资 | 672,135.44 | 381,586.94 | 365,343.56 | 460,991.16 |
| 固定资产合计 | 679,049.32 | 1,134,958.77 | 1,290,273.21 | 1,309,445.45 |
| 总资产 | 3,046,508.12 | 3,918,180.16 | 4,033,781.73 | 4,597,185.09 |
| 短期债务 | 529,183.94 | 621,500.54 | 839,085.29 | 1,263,221.68 |
| 长期债务 | 452,660.41 | 646,499.01 | 541,817.79 | 545,922.80 |
| 总债务 | 981,844.35 | 1,267,999.55 | 1,380,903.07 | 1,809,144.48 |
| 总负债 | 1,526,865.97 | 2,001,293.45 | 2,071,157.98 | 2,611,053.37 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 1,519,642.15 | 1,916,886.71 | 1,962,623.75 | 1,986,131.73 |
| 营业总收入 | 4,831,478.92 | 4,494,166.05 | 4,374,569.19 | 845,351.65 |
| 三费前利润 | 287,527.59 | 392,743.96 | 443,764.24 | 107,007.62 |
| 投资收益 | 36,782.92 | 128,283.61 | 70,702.57 | -4,866.64 |
| 净利润 | 78,875.50 | 154,481.99 | 103,009.25 | 17,614.05 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 199,012.60 | 353,090.49 | 296,102.55 | 59,880.88 |
| 经营活动产生现金净流量 | 88,436.47 | 226,217.03 | 235,159.74 | 2,388.50 |
| 投资活动产生现金净流量 | -222,578.03 | 273,189.52 | -219,245.68 | -433,520.81 |
| 筹资活动产生现金净流量 | -203,244.12 | -190,332.27 | -81,761.62 | 432,540.92 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -348,806.90 | 300,617.13 | -53,990.97 | 2,322.31 |
| 财务指标 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.Q1 |
| 营业毛利率（%） | 6.20 | 8.98 | 10.38 | 12.93 |
| 所有者权益收益率（%） | 5.19 | 8.06 | 5.25 | 3.55 |
| EBITDA/营业总收入（%） | 4.12 | 7.86 | 6.77 | 7.08 |
| 速动比率（X） | 0.82 | 1.08 | 0.86 | 0.82 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.09 | 0.18 | 0.17 | 0.01 |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 0.17 | 0.36 | 0.28 | 0.01 |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 1.90 | 4.03 | 4.69 | 0.22 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 4.28 | 6.30 | 5.91 | 5.41 |
| 总债务/EBITDA（X） | 4.93 | 3.59 | 4.66 | 7.55 |
| 资产负债率（%） | 50.12 | 51.08 | 51.35 | 56.80 |
| 总资本化比率（%） | 39.25 | 39.81 | 41.30 | 47.67 |
| 长期资本化比率（%） | 22.95 | 25.22 | 21.63 | 21.56 |

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2016年1季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务以及总债务/EBITDA指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------|
| AAA | 债券信用质量极高，信用风险极低 |
| AA | 债券信用质量很高，信用风险很低 |
| A | 债券信用质量较高，信用风险较低 |
| BBB | 债券具有中等信用质量，信用风险一般 |
| BB | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高 |
| B | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高 |
| CCC | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高 |
| CC | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高 |
| C | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------------|
| AAA | 受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA | 受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低 |
| A | 受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| BBB | 受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| BB | 受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险 |
| B | 受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高 |
| CCC | 受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高 |
| CC | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| C | 受评主体不能偿还债务 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

| | |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势 |
| 负面 | 表示评级有下降趋势 |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变 |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。