



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪189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，评级展望为稳定；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
二零一七年五月二十六日

中化国际（控股）股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2017）

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	2016 年 05 月 10 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	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	191.69	196.47	200.59	204.45
总资产（亿元）	391.82	404.59	500.11	535.14
总债务（亿元）	126.80	138.09	220.07	236.07
营业总收入（亿元）	449.42	437.47	406.57	131.78
营业毛利率（%）	8.98	10.39	11.35	11.51
EBITDA（亿元）	35.31	29.55	23.24	-
所有者权益收益率（%）	8.06	5.21	2.20	9.18
资产负债率（%）	51.08	51.44	59.89	61.80
总债务/EBITDA（X）	3.59	4.67	9.47	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.30	5.90	4.04	-

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、2017 年 1 季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

郭敏军 mjwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 5 月 26 日

基本观点

2016年中化国际（控股）股份有限公司（以下简称“公司”或“中化国际”）持续推进产业转型升级及业务结构调整优化，实现向大型产业化集团战略转型，产业布局逐步向全球化发展。目前，公司已实现产业链一体化运营，部分核心业务在细分市场处于行业领先水平，规模优势显著。因公司主动缩减分销业务，整体业务规模持续下滑，但得益于业务结构调整优化，业务初始获利能力逐步提升。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到市场波动风险、债务规模逐年上升以及偿债压力加大因素对公司业务运营及信用水平带来的影响。

综上，中诚信证评维持中化国际主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；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

- 产业转型升级及业务结构调整优化。公司已实现由单纯的贸易分销公司向大型产业化集团的战略转型，产业布局逐步向全球化发展。近年来，公司通过投资和并购获取上游优质资产，持续推进业务结构调整优化，核心竞争能力得到有效提升。
- 产业链完备，规模优势显著。公司已逐步实现产业链一体化运营，精细化工产业覆盖农化、中间体及新材料，橡胶产业涵盖天然橡胶和橡胶化学品业务。此外，公司核心产品的生产能力及生产技术处于行业领先水平，化工物流服务能力处于世界前列，规模优势显著。
- 业务结构调整优化，毛利率逐步提升。公司积极推进业务结构调整优化，主动缩减获利能力较弱的化工分销业务，推动整体毛利水平逐步提升。2016 年及 2017 年 1~3 月，公司营业毛利率分别为 11.35%和 11.51%。

关 注

- 市场波动风险。公司所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，在当前宏观经济下行、市场需求疲软、原油及大宗产品价格波动的行情下，公司仍面临着较大的市场波动风险。
- 资产减值损失风险。公司近三年及一期均发生较大规模的资产减值损失，累计资产减值损失 16.81 亿元。其中 2016 年以来公司主导化工产品及天然橡胶市场价格波动剧烈，加之下游行业低迷加大了货款回收风险，发生存货跌价及应收账款坏账减值损失 4.46 亿元。中诚信证评对公司后续运营中可能因产品价格波动及账款回收产生的资产减值及对盈利的影响予以关注。
- 债务规模逐年上升，偿债压力加大。公司持续推进产业转型升级，加之产能扩建、技改等项目投入不断加大，债务规模呈逐年上升趋势。2016 年末公司总债务同比增加 81.97 亿元，截至 2017 年 3 月末，总债务达 236.07 亿元，整体偿债压力加大。

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委托方构成委托关系外，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 and 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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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经济运行的基础仍不稳定，产能结构性过剩矛盾和风险仍存，加之企业运营成本上升、投资疲软及安全环保等问题仍较突出，未来行业下行压力仍存

2016年我国石油和化工行业运行呈现行业经济增长分化、结构调整加快、产业提质增效取得进展、价格触底回升、出口贸易结构改善、能源效率继续提升等特点，但值得关注的是，产能结构性过剩矛盾和风险依然存在、企业运营成本上升和投资环境亟待改善、油气开采业效益恶化、行业投资总体疲软、国际化工市场压力增大、行业安全环保问题仍较突出等问题依然存在并困扰行业发展。

图 1：石化行业主营业务收入及利润变化情况



数据来源：中国石油新闻中心，中诚信证评整理

根据统计局数据显示，2016年石油和化学工业规模以上企业29,624家，全行业增加值同比增长7.0%；实现主营业务收入13.29万亿元，同比增长1.7%；利润总额6,444.4亿元，与上年基本持平。其中，石油加工行业增加值同比增长7.3%，主营业务收入2.88万亿元，同比下降2.0%，利润总额1,703.6亿元，增幅120.4%；化学工业增加值增幅8%，主营业务收入9.21万亿元，同比增长5.3%，利润总额5,073.2亿元，增幅11.7%。

行业经济增长显著分化。从增加值看，2016年全行业增加值同比增长7.0%，较上年回落1.5个百分点。其中，化学工业增幅8.0%，炼油业增长7.3%，油气开采业则下降3.6%；而化学工业中，专用化学品、农药和合成材料制造等增加值增速较高，分别为10.8%、10.8%和10.0%；但化肥制造和化学矿采选等增加值增速只有3.6%和5.4%。从主营业务收入

看，油气开采降幅达17.3%；石油加工业同比下降2.0%；化学工业同比增长5.3%，其中专用化学品和合成材料收入增幅较快，均为7.6%，基础化学原料制造增幅为6.7%，橡胶制品业同比增长2.6%，而化肥行业同比下降4.5%。

结构调整加快推进。一是在政府引导下，行业和企业加大去产能的力度；二是产品结构加快调整；三是兼并重组增多，集中度提高；四是化工搬迁入园工作加快实施；五是企业在环保、安全、科技、智能制造方面的投入加大。

产业提质增效取得进展。2016年炼油业产品结构调整继续加快，国V汽柴油升级改造全面完成，自2017年1月1日起全国实行国V标准。由于成本下降和优质优价，2016年炼油业效益持续高速增长，利润总额逾1,700亿元，增幅超120%。化学工业效益持续改善，利润增幅近12%；特别是基础化学原料提质增效最为显著，利润增速达38.1%，对化工行业利润贡献率达70%；合成材料利润也呈现高速增长态势，增幅达41.8%，位居化工各行业之首，贡献率超过38%。

价格触底回升。2016年，石油和化工行业价格总水平连续第5年下降。石油和主要化学品市场呈现触底回升走势，价格降幅不断收窄，特别是进入第3季度后，回升明显加快。当年，布伦特原油期货平均收盘价较2015年下降15.8%，降幅较2015年同期大幅缩窄30.3个百分点。石油和天然气开采业全年价格总水平下降16.4%，同比收窄约21个百分点，较上半年收窄12.8个百分点；化学原料和化学品制造业下降2.8%，为5年来最低降幅，同比收窄3.9个百分点，较上半年收窄2.8个百分点。

出口贸易结构改善。2016年，行业总能耗增速继续放缓，能源效率继续提升。数据显示，全年石油和化工行业总能耗增长1.3%，增速创历史新低，同比回落1.6个百分点。其中，化学工业总能耗增长1.0%，同比回落2.2个百分点。石油和化工行业万元收入耗标煤同比下降0.4%，近年来首次下降。其中，化学工业万元收入耗标煤同比下降4.0%，创历史最好水平。

虽然2016年石油和化工行业经济运行实现稳

中有进目标，但行业经济运行的基础仍不稳定，下行压力依然较大，矛盾和问题仍较突出。特别是产能结构性过剩矛盾和风险依然存在，企业运营成本上升，投资环境亟待改善。在一些产能严重过剩行业，落后产能和“僵尸企业”仍未完全退出，在价格低位和环保核查严格环境下，有些仅暂时性歇产或减产，一旦价格回升或环保核查放松，仍有可能会重新对市场运行带来压力和困扰。同时，一些产能利用率较低的行业，如炼油的投资热情仍很高，而一些价格好转效益改善的行业投资冲动又将复苏。

此外，2016年我国共遭遇27个国家和地区发起的119起贸易救济调查案件，涉案金额143.4亿美元，案件数量和涉案金额同比分别上升了36.8%和76%，其中化工产品占比较大，美国在2015年对我国乘用车胎发起双方调查后，2016年再次对客货商用车胎“双反”。另一方面，受中东、韩国等新增产能装置投产加快的影响，国外化工产品对国内市场的冲击加大。海关数据显示，2016年，我国有机化学原料进口持续高速增长，进口量达到5,854.1万吨，同比增幅26.0%，净进口4,565.7万吨，增幅达33.1%。其中，混合芳烃进口达1,170.1万吨，同比增长81.2%；甲醇进口880.3万吨，增幅58.9%。2016年我国合成材料进口亦处于高位，进口量4,498.4万吨，同比小幅下降1.4%；净进口量3,585.3万吨。其中，合成橡胶进口量增幅达64.1%。此外，其他一些大宗化工产品进口持续快速增长，进一步加剧了国内市场无序竞争。而目前外需市场依然不振，2016年化工行业出口总额同比下降6.1%，连续20个月累计下降，出口压力仍在加大。

行业安全环保问题仍然突出。2016年，石油和化工行业安全爆炸事故偏多，环保不达标情况仍普遍存在，对行业平稳健康运行带来较大干扰。一批涉化工业园区离规划先行、管理规范、绿色发展还有不小的差距；同时，环境保护，绿色发展中石化企业面临的挑战和任务都很艰巨，行业“三废”（废水、废气、废固）问题如何努力解决，这对行业企业的绿色发展和可持续发展将产生深远影响。

总体来看，当前石油和化工行业经济运行的基础仍不稳定，产能结构性过剩矛盾和风险仍存，加

之企业运营成本上升、行业投资疲软、国际化工市场压力增大以及安全环保等问题，未来行业下行压力仍存。

目前国内化工物流行业运力过剩严重，在全球经济增速放缓、我国经济转型升级的背景下，行业竞争趋于激烈

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。2016年我国石油和化工行业增加值同比增长7.0%，化工行业增加值同比增长8.0%，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，2016年我国进口原油3.81亿吨，同比增加13.6%，进口金额达1,164.69亿美元，同比减少13.3%。

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，行业竞争日趋激烈。总体来看，在全球经济明显放缓、我国经济进入转型升级调整期的大背景下，全球各大区域间的油品及化工品贸易缓慢增长，加之民营物流企业的发展 and 外资物流企业的进入，未来国内化工物流行业竞争趋于激烈。

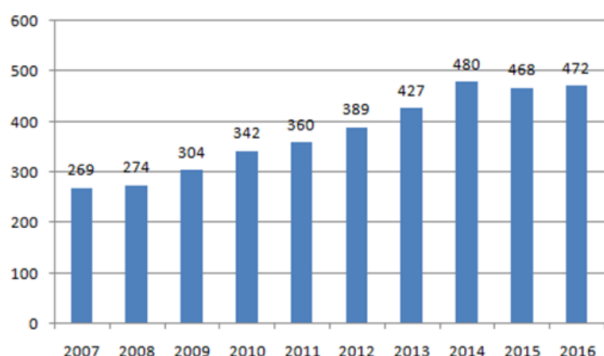
下游轮胎行业的回暖，促使天然橡胶行情好转，2016年下半年天然橡胶市场价格快速上涨，但行业供应过剩问题仍存，未来天然橡胶价格仍存在波动风险

天然橡胶的下游应用领域包括轮胎制造、橡胶管带（主要应用在工程项目）、鞋材等，其中轮胎制造是天然橡胶的最主要应用领域，占天然橡胶消费量的70%左右。目前，我国的轮胎消费占全球轮胎消费的三分之一，而轮胎生产量超过了全球轮胎生产量的50%，因此，我国是全球最大的天然橡胶

消费国。近年来，随着中国经济发展的降速，天然橡胶的国内需求增长放缓，而轮胎行业面临大量的海外反倾销，轮胎出口被部分限制，导致生产外移，降低了国内天然橡胶的需求。2014年国内天然橡胶消费量达到480万吨的峰值后，2015年消费量下降至468万吨；2016年轮胎行业有所回暖，天然橡胶消费量小幅回升至472万吨，行业景气度触底回升。

图2：国内天然橡胶消费量

单位：万吨

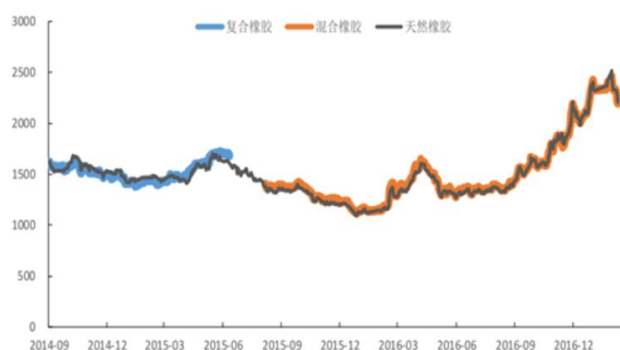


数据来源：产业信息网

天然橡胶的生产主要集中在东南亚国家，泰国、印尼和马来西亚为三大主产国。但行业供需失衡局面仍未改变。根据IRSG（国际橡胶研究组织）数据显示，2016年全球天然橡胶产量为1,229.5万吨，合成橡胶产量为1,456.3万吨，行业仍存在供应过剩问题。

图3：进口天然橡胶、复合橡胶及混合胶价格

单位：美元/吨



数据来源：产业信息网

我国天然橡胶对进口的依赖程度依然很高。据海关统计，2016年我国进口天然橡胶250.12万吨，同比减少8.59%；进口混合胶181.80万吨，同比增加237.73%。此外，我国为保护国内天然橡胶产业，对进口天然橡胶征收20%的关税，但国内轮胎制造

商出口轮胎所需的进口关税可核销，而内销轮胎则承担着很大的关税压力。

由于天然橡胶供需格局有所改善，自2016年初以来，天然橡胶价格底谷反弹。2016年天然橡胶价格大幅上涨，年初价格为9,760元/吨，年末价格为16,380元/吨，全年涨幅达67.83%。从价格走势来看，1~2月天然橡胶价格处于低位震荡；3~4月在原油价格回暖行情下，价格小幅上涨；5~8月因天然橡胶进入割胶旺季，市场供应充足，价格持续低位震荡；9月以来，市场供应趋紧，加之下游轮胎行业开工率维持高企，价格呈现快速上扬。但天然橡胶行业供应过剩问题仍存，在经济增速放缓的大背景下，未来天然橡胶价格仍面临波动风险。

图4：国内天然橡胶价格走势



数据来源：中国橡胶网

业务概况

近年公司先后并购了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（以下简称“扬农集团”）、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）和Halcyon Agri Corporation Limited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，已逐步形成了化工产业为核心，涵盖天然橡胶、化工物流及贸易分销等领域。

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，其中精细化工、天然橡胶、化工分销及其他贸易收入为其主要的收入来源。因主动缩减贸易分销业务，公司业务规模呈下滑趋势，2016年实现营业收入406.57亿元，同比减少7.06%；其中，天然

橡胶、化工分销和精细化工的业务比重分别为29.27%、22.94%和13.45%；此外，化工物流、农药

化工和橡胶化学品亦对营业收入形成重要补充，分别占营业收入的9.92%、6.98%和5.59%。

表 1：2014~2017.Q1 公司营业总收入及毛利水平情况

单位：亿元、%

项目	2014		2015		2016		2017.Q1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
精细化工	62.77	20.77	59.52	24.29	54.68	21.87	17.29	23.19
农药化工	30.68	19.77	26.43	16.91	28.37	17.92	11.08	17.93
天然橡胶	107.70	5.78	129.39	6.15	118.99	7.73	44.38	10.13
橡胶化学品	24.99	26.85	21.97	34.09	22.73	34.54	6.47	28.38
化工物流	36.29	14.47	38.65	18.97	40.35	22.25	24.46	8.36
化工分销	160.04	1.60	129.39	2.30	93.26	2.27	9.35	4.75
其他贸易	26.95	1.93	32.11	2.34	48.19	1.96	18.75	1.87
合计	449.42	8.98	437.47	10.39	406.57	11.35	131.78	11.51

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

公司销售网络广泛，天然橡胶销量保持增长，但受到产品价格波动的影响，近年该板块收入规模呈现一定的波动

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；2016年收购了新加坡上市公司合盛公司，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，公司系国内最大的橡胶经营服务商，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，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，并与普利司通、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，销售网络广泛。

截至 2017 年 3 月末，公司已拥有 12.28 万公顷种植土地储备，已种植面积 3.35 万公顷，具备 140 万吨/年的天然橡胶生产加工能力，生产规模处于行业领先地位。受异常气候、主要产胶国政策多变以及下游行情回暖等因素，天然橡胶价格波动剧烈，2016 年公司天然橡胶均价由上年的 9,837 元/吨下降至 9,398 元/吨，同比下降 4.46%；但 9 月份以来，国内天然橡胶价格快速上扬，带动了公司产品价格的上涨，截至 2017 年 3 月末，天然橡胶均价已上升至 13,423 元/吨，但在行业供应过剩问题仍存、经济增速放缓的行情下，未来天然橡胶价格仍面临

波动风险。

表 2：2016~2017.Q1 公司天然橡胶业务产销情况

指标	2016	2017.Q1
种植面积（万公顷）	12.28	12.28
已种植面积（万公顷）	3.20	3.35
产能（万吨）	140	140
销量（万吨）	133	35
平均销售价格（元/吨）	9,398	13,423

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年公司天然橡胶销量为 133 万吨，同比小幅增长 4.21%。近年公司天然橡胶销量保持增长，但受天然橡胶价格波动影响，近年该板块收入规模呈现一定的波动性。2016 年公司天然橡胶业务板块实现收入 118.99 亿元，同比减少 8.04%；在销售价格提升推动下，2017 年 1~3 月天然橡胶业务板块实现收入 44.38 亿元，同比增长 145.46%。

公司主动压缩化工分销业务，收入规模逐年萎缩，但得益于业务结构的调整及化工产品价格回升，2017 年一季度盈利能力有所提升

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，产品种类丰富。近年公司主动缩减化工分销业务，收入规模呈逐年下滑趋势，2016 年化工分销业务收入 93.26 亿元，同比减少 27.93%。但得益于业务结构的调整以及化工产品价格回升，2017 年一季度公司化

工分销业务板块毛利率由2016年的2.27%提升至4.75%，初始获利能力有所提升。

表 3：公司化工分销业务主要产品销量及销售均价情况

单位：万吨、元/吨

产品	2016		2017.Q1	
	销量	销售均价	销量	销售均价
芳烃	1.89	5,299	-	-
聚酯	44.17	4,873	8.25	6,209
聚烯烃	30.10	7,717	6.15	8,518
油气	82.39	2,590	15.71	3,486
氯碱	0.53	4,894	0.19	5,538
溶剂	35.63	1,980	8.70	2,650
合成胶	4.24	14,707	1.09	16,365

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，公司还经营冶金能源类产品的贸易业务，主要以矿石和煤炭产品为主。2016年公司矿石贸易量达910.24万吨，同比增加38.73%；煤焦贸易量为82.86万吨，同比减少19.84%。

表 4：公司贸易业务主要产品销量及销售均价情况

单位：万吨、元/吨

产品	2016		2017.Q1	
	销量	销售均价	销量	销售均价
矿石	910.24	379	230.39	540
煤焦	82.86	1,030	24.71	1,876

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司化工板块具备显著的规模优势及突出的市场竞争力，但当前化工行业下行压力仍存，市场需求表现疲软，主导产品价格波动剧烈，业务稳定性欠佳

公司已逐步形成了氯碱-化工中间体-农药/新材料的全产业链，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。目前，公司自主研发的二氯苯系列产品的市场份额位列全球第一，生物基环氧氯丙烷居国内第二，拟除虫菊酯类农药、环氧树脂、邻苯二胺等产品的市场份额均位于行业前列，同时在国内高端农药市场拥有领先地位，规模优势显著。

化工中间体及新材料方面，近年来公司持续推进二氯苯系列、环氧氯丙烷等重点产品的生产工艺技术升级改造，加大安全环保设施投入和安全环保管理能力建设的力度，同时建有齐全的公用工程及

物流配套设施，竞争优势突出。同时，公司在多个国家和地区取得登记，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，销售渠道分布广泛。受宏观经济下行、市场需求疲软、原油及大宗产品价格波动等因素的影响，2016年公司主导化工产品均价走低，该板块业务规模出现下滑，全年实现销售收入54.68亿元，同比减少8.12%。

农药化工方面，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，陆续收购了孟山都在东南亚六国（印度、菲律宾、泰国、越南、巴基斯坦和孟加拉国）及台湾地区酰胺类除草剂业务，获取了菲律宾“农达”品牌的独家分销权，并于2013年初成功获得澳新市场“农达”品牌独家分销权；此外，公司先后于2014年和2016年收购了中化农化有限公司和沈阳中化农药化工研发有限公司（以下简称“中化农药”），完成了对中化集团农药业务的整合。目前，公司除自主产销农药产品外，还拥有马歇特、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，同时还建立了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，销售网络不断拓宽。在实现对中化集团农药业务整合以及销售网络不断拓宽的背景下，2016年公司农药整体销量实现增长，全年实现销售收入28.37亿元，同比增加7.36%，但当前农药市场需求仍较为疲软，市场竞争日益激烈，未来业务规模面临一定的下滑风险。

此外，公司还经营橡胶化学品，主导产品主要系防老剂PDD，现拥有14.5万吨年产能，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。公司防老剂PDD主要应用于轮胎制造，销售范围覆盖全球50多个国家和地区，销售网络广泛。2016年下半年轮胎行业的回暖带动了公司橡胶化学品销售收入的回升，全年实现销售收入22.73亿元，同比小幅增加3.44%。

公司化工物流板块具备一定的规模优势，随着储运能力的不断提升以及新兴市场、新客户的积极拓展，业务规模保持增长趋势

公司化工物流涉及船运、集装罐多式联运、货代仓储和码头储罐等领域，系国内最大的国际标准化液体化工品物流服务商，拥有全球排名第五的化工品运输船队及全球排名第三的集装罐罐队规模，液体化工品综合配送及服务能力位于世界前列，在业内具有一定的规模优势。

表 5：公司化工物流运输能力情况

类别		2016	2017.Q1
船运业务	船舶数量（艘）	71	72
	控制运力（万吨）	122.2	126
	实际运量（万吨）	1,147	304
集装罐业务	数量（个）	26,106	26,869
	实际运量（次）	43,262	12,026

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

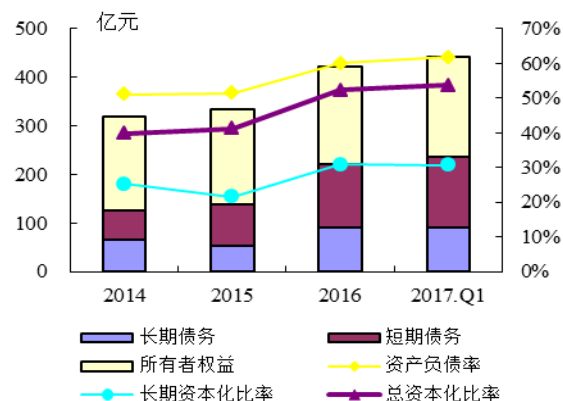
近年来，公司对运输船只及储罐的投入持续增加，控制运力规模不断提升。截至 2017 年 3 月末，公司共控制 72 艘散装液体化学品船只，控制运力达 126 万吨，同比增加 19.22%；储罐数量增加至 26,869 个，同比增加 15.16%。此外，公司积极打造一体化的化工物流服务商，与连云港港口集团合资成立连云港港口国际石化仓储有限公司和连云港港口国际石化港务有限公司，建设 3 个 5~10 万吨级液体散货码头，约 64 万立方米储罐，提供化工品、油品仓储和保税及码头装卸等服务，设计吞吐能力约为 500 万吨；还参股中化兴中石油转运（舟山）有限公司和中化兴源石油转储运（舟山）有限公司经营码头、储罐业务，年吞吐能力超过 4,000 万吨。随着储运能力的不断提升以及新兴市场、新客户的积极拓展，2016 年公司船运业务货量同比增长 9.8%，集装罐经营量同比上升 18.9%，全年实现销售收入 40.35 亿元，同比增长 4.41%。

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 2014、2015 和 2016 年审计报告，以及未经审计的 2017 年一季度财务报告。

资本结构

图 5：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年公司完成了对中化农药和合盛公司的收购，并持续推进产业转型升级，资产规模及负债规模均保持增长。2016 年公司总资产为 500.11 亿元，同比增加 23.61%，负债总额为 299.52 亿元，同比增加 43.93%。所有者权益方面，在股东利润留存不断积累下，公司自有资本实力稳步增强，当年末所有者权益合计 200.59 亿元，同比增加 2.10%。

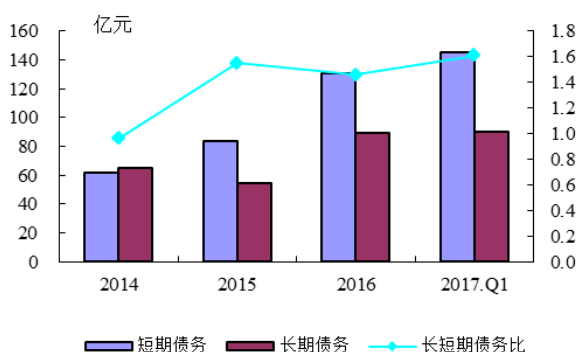
财务杠杆方面，近年来公司债务规模逐年增加，财务杠杆比率呈上升趋势。截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 59.89% 和 52.32%，分别同比上升 8.45 个百分点和 11.04 个百分点；截至 2017 年 3 月末，资产负债率和总资本化比率分别为 61.80% 和 53.59%，资产负债率仍处于适中水平。

截至 2016 年末，公司流动资产合计 220.59 亿元，占资产总额的 44.11%。公司流动资产主要包括货币资金 73.20 亿元、应收票据 17.80 亿元、应收账款 44.91 亿元、存货 49.32 亿元和其他流动资产 20.05 亿元，其中货币资金主要集中于银行存款（72.18 亿元），当年公司完成发行公司债券，货币资金规模同比增加 53.39%；应收账款规模同比增长 47.85%，主要系因为公司吸收合并合盛公司以及年末贸易业务量突增；存货主要系原材料、在产品和库存商品，在主导产品价格波动的行情下，当年计提了存货减值准备 3.35 亿元，中诚信证评关注公司存货跌价风险。当年末公司非流动资产主要集中于可供出售金融资产 13.67 亿元、长期股权投资 32.38 亿元、固定资产 103.88 亿元、在建工程 21.83 亿元、

无形资产 36.33 亿元和商誉 44.47 亿元，其中可供出售金融资产因购买了大量信托产品导致年末规模同比增加 10.91 亿元；公司持续推进产业转型升级，产能扩建、技改及项目投入规模较大，当年末固定资产规模同比增长 9.87%；商誉主要系吸收合并 GMG、扬农集团及合盛公司等所形成的，当年因吸收合并合盛公司使得商誉同比增加 18.51 亿元，当年公司计提商誉减值准备 0.12 亿元，未来商誉减值风险值得关注。

从债务构成来看，截至 2016 年末，公司流动负债合计 198.40 亿元，占负债总额的 66.24%，主要集中于短期借款 89.71 亿元、应付票据 16.51 亿元、应付账款 45.44 亿元及一年内到期的非流动负债 22.80 亿元；同期，非流动负债合计 101.12 亿元，占负债总额的 33.76%，主要集中于长期借款 46.65 亿元、应付债券 42.85 亿元。近年公司银行债务融资规模逐年扩增，同时当年成功发行公司债券使得应付债券规模大幅增加，总债务规模逐年上升。当年末，公司总债务 220.06 亿元，同比增加 81.97 亿元，长短期债务比由 2015 年的 1.55 倍降低至 1.46 倍。2017 年一季度，公司通过银行短期借款的形式来弥补流动资金缺口，截至 2017 年 3 月末总债务进一步增至 236.07 亿元，长短期债务比上升为 1.61 倍，债务期限结构有待优化。

图6：2014~2017.Q1公司债务结构分析

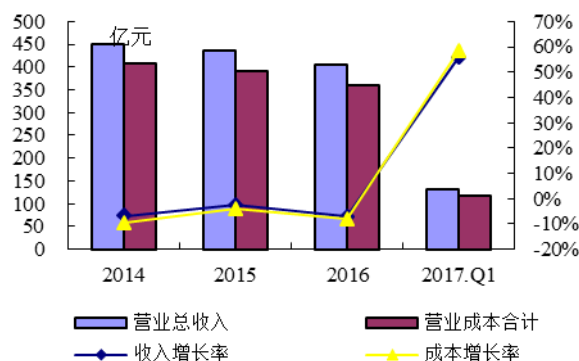


资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司财务杠杆比率呈上升趋势，且债务期限结构有待优化，但自有资本实力稳步增强，资产负债率保持在适中水平，财务结构稳健性尚可。

盈利能力

图7：2014~2017.Q1公司收入成本分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年公司实现营业收入406.57亿元，同比减少7.06%。分板块来看，公司化工分销业务在主动缩减下收入下滑较为严重，当年同比下滑27.93%；因主导产品销售均价走低的影响，当年天然橡胶和精细化工业务板块收入规模均有所下降，分别同比减少8.04%和8.12%；农药化工业务得益于收购中化农药及销售网络拓宽而实现收入增长，同比增加7.36%；化工物流业务在储运能力的不断提升以及新兴市场、新客户的积极拓展下，收入规模同比增加4.41%。

从毛利率来看，公司积极推进业务结构的调整优化，近年来主动压缩获利能力较弱的化工分销业务，从而推动了整体毛利水平的提升。2016年公司毛利率为11.35%，较上年同比上升0.96个百分点，但由于当前业务收入较大部分仍来源于贸易业务，综合毛利水平在行业内处于较低水平。

表6：2014~2016年公司与同行业上市公司毛利率比较表

	2014	2015	2016
中化国际	8.98%	10.38%	11.35%
华锦股份	7.18%	15.89%	28.19%
三友化工	6.63%	11.96%	24.89%
万华化学	30.87%	30.13%	31.08%
中泰化学	27.30%	23.06%	26.36%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2016年公司期间费用合计33.58亿元，同比增加5.84%；其中销售费用9.93亿元主要系运输包装费及销售人员薪资；管理费用19.41亿元主要系管理人员薪酬、办公费及研发支出等，由于薪资待遇的提升以及研发投入的增加，当年管理费

用同比增加19.43%；财务费用4.24亿元，当年汇兑收益增加，从而使得财务费用同比减少21.43%。当年公司三费收入占比由2015年的7.23%提升至8.26%，削弱了整体盈利能力，期间费用控制能力有待优化。

表 7：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

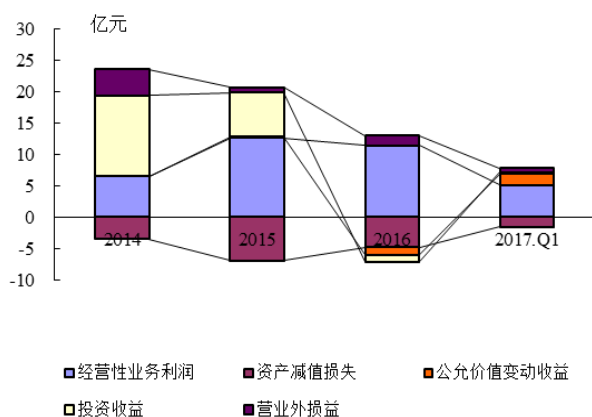
单位：亿元

	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	11.51	10.07	9.93	2.98
管理费用	16.08	16.17	19.41	5.13
财务费用	5.15	5.40	4.24	1.63
三费合计	32.74	31.64	33.58	9.74
营业总收入	449.42	437.46	406.57	131.78
三费收入占比	7.28%	7.23%	8.26%	7.39%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2016年以来公司主导化工产品天然橡胶市场价格波动剧烈，加之下游行业低迷加大了货款回收风险，从而导致存货跌价风险及应收账款坏账风险上升，当年资产减值损失规模较大。同时，受全球经济增速放缓、天然橡胶市场价格波动以及人民币汇率变动等因素影响，公司持有的远期外汇合约、橡胶期货合同以及理财产品的投资收益锐减，且公允价值变动收益出现损失。当年公司利润总额5.92亿元，同比减少57.07%，包括经营性业务利润11.42亿元、投资收益-1.03亿元、资产减值损失4.82亿元（主要系存货跌价损失及坏账损失）、公允价值变动收益-1.20亿元和营业外损益1.56亿元。

图 8：2014~2017.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司整体业务收入呈下滑趋势，得益于业务结构调整优化，公司毛利水平有所提升，但期间费用控制能力较弱，大幅削弱了整体盈利能力。

力。

偿债能力

公司 EBITDA 由折旧、摊销、利息支出及利润总额构成，2016 年 EBITDA 为 23.24 亿元，同比减少 21.36%，主要系利润总额的大幅减少所致。从公司 EBITDA 对债务本息保障程度来看，当年公司总债务/EBITDA 指标为 9.47 倍，EBITDA 利息保障倍数为 4.04 倍，EBITDA 对债务利息能够形成一定的保障。

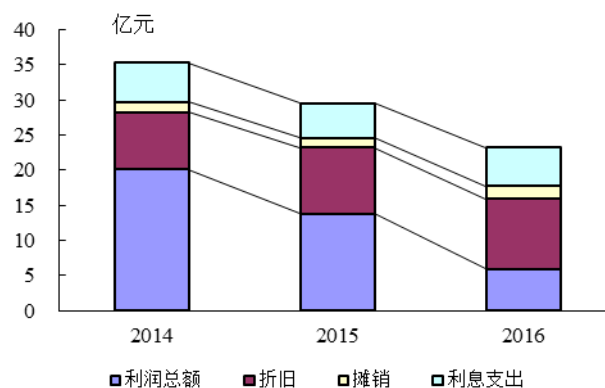
表 8：2014~2017.Q1 公司偿债能力分析

	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务（亿元）	62.15	83.91	130.57	145.62
总债务（亿元）	126.80	138.09	220.07	236.07
EBITDA（亿元）	35.31	29.55	23.24	-
资产负债率（%）	51.08	51.35	59.89	61.80
总资本化率（%）	39.81	41.30	52.32	53.59
经营净现金流/总债务（X）	0.18	0.17	0.09	-0.32*
总债务/EBITDA（X）	3.59	4.67	9.47	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.30	5.90	4.04	-

注：加“*”指标经年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

图 9：2014~2016 年公司 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，近三年公司经营性现金流持续净流入，2014~2016 年经营活动净现金流分别为 22.62 亿元、23.46 亿元和 19.19 亿元，经营活动净现金/总债务为 0.09 倍，经营活动净现金/利息支出为 3.33 倍，经营净现金流对债务利息具有一定的保障。

或有负债方面，截至 2016 年末，公司担保余额为 49.21 亿元，对象均为下属子公司，或有负债风险相对可控。

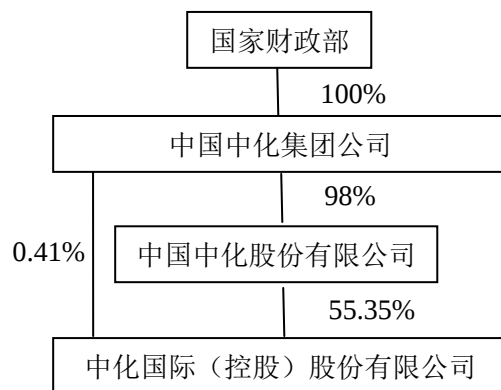
融资渠道方面，公司与多家银行多家商业银行保持较好的信贷业务关系，截至 2016 年末，公司共获得银行授信额度为 484.6 亿元，尚未使用授信额度为 365.7 亿元，备用流动性较为充足。

综合分析，公司自有资本实力稳步增强，资产负债率处于适中水平，财务结构稳健性尚可，同时 EBITDA 和经营性现金流能够对债务利息提供一定的保障，备用流动性较为充足，整体偿债风险可控。

结 论

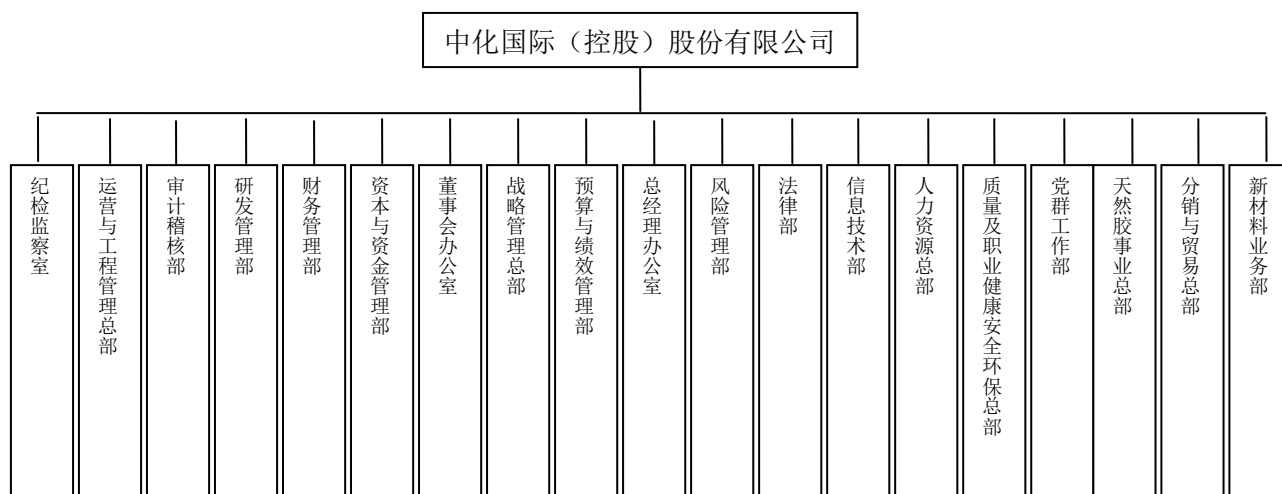
综上，中诚信证评评定中化国际（控股）股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“中化国际（控股）股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 **AAA**。

附一：中化国际（控股）股份有限公司股权结构图（截至 2016 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 2016 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	554,348.78	477,186.39	731,950.42	517,910.41
应收账款净额	325,123.80	303,790.03	449,142.96	619,930.23
存货净额	419,562.93	394,451.60	493,186.83	608,883.89
其他应收款	119,200.09	111,532.10	83,406.62	87,800.39
长期投资	381,586.94	365,343.56	460,423.78	473,796.51
固定资产合计	1,134,958.77	1,291,373.95	1,384,682.28	1,368,140.36
总资产	3,918,180.16	4,045,873.17	5,001,083.42	5,351,438.55
短期债务	621,500.54	839,085.29	1,305,679.34	1,456,157.53
长期债务	646,499.01	541,817.79	894,971.55	904,543.03
总债务	1,267,999.55	1,380,903.07	2,200,650.89	2,360,700.56
总负债	2,001,293.45	2,081,213.50	2,995,227.13	3,306,956.65
所有者权益（含少数股东权益）	1,916,886.71	1,964,659.67	2,005,856.29	2,044,481.90
营业总收入	4,494,166.05	4,374,680.46	4,065,674.60	1,317,833.11
三费前利润	392,743.96	443,873.75	449,944.91	148,944.39
投资收益	128,283.61	70,702.57	-10,322.15	3,018.25
净利润	154,481.99	102,263.48	44,080.84	46,906.68
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	353,090.49	295,521.81	232,398.43	-
经营活动产生现金净流量	226,217.03	234,632.94	191,891.02	-189,666.19
投资活动产生现金净流量	273,189.52	-219,456.30	-237,983.16	-209,477.48
筹资活动产生现金净流量	-190,332.27	-80,179.62	308,266.91	185,988.09
现金及现金等价物净增加额	300,617.13	-53,146.38	256,333.64	-207,225.81
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	8.98	10.39	11.35	11.51
所有者权益收益率（%）	8.06	5.21	2.20	9.18
EBITDA/营业总收入（%）	7.86	6.77	5.77	-
速动比率（X）	1.08	0.86	0.86	0.85
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.17	0.09	-0.32
经营活动净现金/短期债务（X）	0.36	0.28	0.15	-0.52
经营活动净现金/利息支出（X）	4.03	4.68	3.33	-9.85
EBITDA 利息倍数（X）	6.30	5.90	4.04	-
总债务/EBITDA（X）	3.59	4.67	9.47	-
资产负债率（%）	51.08	51.44	59.89	61.80
总资本化比率（%）	39.81	41.28	52.32	53.59
长期资本化比率（%）	25.22	21.62	30.85	30.67

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、2017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。