



信用等级通知书

信评委函字[2012]跟踪067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“2011年中化国际（控股）股份有限公司公司债券”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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一二年六月七日

中化国际（控股）股份有限公司公司债券 2012 年跟踪评级报告

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		
债券存续期	该债券期限分为 4 年期和 7 年期两种，其中 4 年期发行规模为人民币 7 亿元，存续期 2012.3.5~2016.3.5，7 年期发行规模为人民币 12 亿元，存续期 2012.3.5~2019.3.5。		
上次评级时间	2011.07.01		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

基本观点

2011 年以来，中化国际（控股）股份有限公司（以下简称“中化国际”或“公司”）继续延伸产业链，并坚持实施本土优势国际化战略，形成了稳定的客户资源和渠道优势，业务规模实现大幅增长。公司财务结构继续保持稳健，融资渠道畅通，为公司稳步发展提供了保障。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到市场供需的变化、产品价格频繁波动、关税的调整、国际贸易摩擦等复杂多变的经营环境给公司带来的影响。

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

概况数据

中化国际	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益（亿元）	80.87	81.76	88.29	92.92
总资产（亿元）	200.13	248.24	255.57	299.29
总债务（亿元）	81.48	115.42	122.63	157.22
营业总收入（亿元）	227.50	396.92	552.91	124.34
营业毛利率（%）	7.97	6.73	4.61	4.43
EBITDA（亿元）	14.64	18.70	18.87	4.40
所有者权益收益率（%）	9.28	11.21	11.93	8.78
资产负债率（%）	59.59	67.06	65.46	68.95
总债务/EBITDA（X）	5.57	6.17	6.50	8.92
EBITDA 利息倍数（X）	8.27	6.60	5.92	4.68

注：1、中化国际 2012 年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理；

2、上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益。

正面

- 公司通过并购方式加强上游资源控制，竞争实力提高。公司在保持传统贸易优势的同时延伸能源、橡胶、农药等核心业务上下游产业链，有利于平抑原材料价格上涨风险，进一步加强公司整体竞争实力。
- 良好的财务表现。公司实行稳健的经营管理策略，借助多年积累的运作经验和渠道优势，实现了资产规模和收入规模的大幅增长，经营业绩表现良好，债务保障程度较高。
- 畅通的融资渠道。公司与国内外多家金融机构建立了良好的合作关系，截至 2012 年 3 月底，公司在境内各金融机构合计拥有未使用授信额度 80.5 亿元。同时，公司作为上市公司，融资渠道畅通，可为公司未来发展提供积极支撑作用。

分析师

刘冰 bliu@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012 年 6 月 7 日

关 注

- 经济周期性影响。公司所经营的业务品种多为大宗基础原材料，具有明显周期性特征，受宏观经济环境影响较大。
- 复杂多变的经营环境。市场供需的变化、产品价格频繁波动、关税的调整、国际贸易摩擦等复杂多变的经营环境加大了公司的经营压力。
- 业务扩张的挑战。随着业务规模的扩大以及战略推进，公司向上游资源、海外市场扩张给公司经营管理、文化融合等带来了较大的挑战。

募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可【2011】1609号文核准，公司于2012年3月5日向社会公开发行公司债19亿元，其中4年期品种7亿元，票面利率4.85%，7年期品种12亿元，票面利率4.99%。扣除发行费用之后的募集资金已于2012年3月7日全部到位。根据公司2012年4月11日发布的债券上市公告书，公司拟将本期债券募集资金扣除发行费用后用于偿还公司银行贷款、调整负债结构和补充公司的流动资金，其中拟将16.86亿元用于偿还公司银行贷款，拟将剩余部分用于补充公司橡胶业务的流动资金。

行业关注

化工行业具有明显的周期性特征，近几年来在国民经济持续快速增长的拉动下，我国化工行业保持了快速发展。2009年下半年以来，国家刺激经济的政策逐步起效，受基础设施建设快速增长的拉动，纯碱、烧碱、乙烯等基础化学原料降幅趋缓，农药、化肥等农用物质产量增势良好，橡胶轮胎生产也保持增长，2009年化工行业实现总产值3.93万亿元，同比增长9.7%。2010年化工行业收入和利润已经恢复到金融危机前的水平，主要产品产量、消费量同比实现正向增长，出口数量稳中有增，化工行业景气度经过2008年底的大幅下挫和2009年的反弹后趋于平稳。2011年前三季度，化工行业平稳运行，但第四季度起受国内外宏观经济减缓、市场需求不旺影响，下行压力增加。但总体来看，我国化工行业平稳快速增长，产业结构升级加快，产品技术向高端延伸，效益逐步改善，化工行业持续健康发展。

2011年，我国石油化工业总产值11.2万亿元，同比增长31%。全行业实现主营收入10.9万亿元，利润总额约8,100亿元，投资约1.37万亿元，进出口总额约6,000亿美元，分别同比增长30%、19%、20%和32%。2011年，石油和化工行业主营收入2,000万元以上的企业达26,832家，累计总产值11.28万亿元，比上年增长31.5%，占全国规模以上工业总产值的13.2%。

从农药子行业来看，2011年我国农药行业整体保持快速发展，全年农药原药产量为264.87万吨（折百量），比上年同期增长13.1%，增速远远高于2010年。其中除草剂产量为117.5万吨，比上年同期增长11.5%；杀虫剂原药产量为70.9万吨，较上年同期减少4.8%；杀菌剂产量为15万吨，比上年同期减少10.2%。2011年农药生产结构中，除草剂占农药总产量的比例已达到45%，而杀虫剂所占的比例降至31.8%，杀菌剂占7.1%。2011年，我国农药行业实现产值2,024亿元，增长25.6%；生物源农药230.6亿元，增长47%。

2011年，我国农药制剂价格总体稳中略升，但各品种差异较大。除草剂方面，草甘膦价格仍在低位徘徊；杀虫剂方面，毒死蜱、阿维菌素等传统杀虫剂的需求量减少、产品同质化竞争激烈、加之国产杀虫剂市场份额萎缩，产品价格下跌。

2011年我国农药行业实现利润126亿元，同比增长21.2%，其中，化学农药实现利润107亿元，增长16.9%；生物源农药实现利润19亿元，增长54.4%。化工基础原材料产品（如煤、烧碱、甲醇、苯、黄磷等）价格上涨带来的生产成品增加、劳动力成本上升和企业节能减排费用的增加导致农药企业2011年整体业绩下滑，全国亏损企业亏损总额8.1亿元，同比增长81.7%。全行业销售利润率仅为6.4%，比上年下降约0.4个百分点。中诚信证评认为，受产能过剩影响，我国农药市场低迷的现状在短期内难以得到根本改善，激烈的市场竞争环境对农药企业的盈利能力提出很大挑战。

从橡胶子行业来说，近几年我国汽车产业发展速度较快，轮胎产能迅速扩张，使得国内天然橡胶的消费量大大增加。而我国的天然橡胶产量由于地理位置和气候条件等原因无法实现大量增长。因此，随着下游需求量的不断增加，我国天然橡胶的对外依存度居高不下。2010年我国天然橡胶的消费量已突破350万吨，占全球天然橡胶消费总量的1/3以上，而我国的天然橡胶产量却只有68.7万吨，对外依存度已超过80%。2011年我国橡胶行业经济运行基本平稳，天然橡胶消费量随下游需求持续增长，2011年全国天然橡胶进口量210万吨，同比增

长 12.9%，而出口增幅则呈现持续回落趋势。但受原材料价格大幅波动影响，行业经营效益有所下滑。预计未来几年我国橡胶需求量依然保持较大增幅，但由于国产胶产能有限，因此我国橡胶进口依存度仍将维持在较高水平。

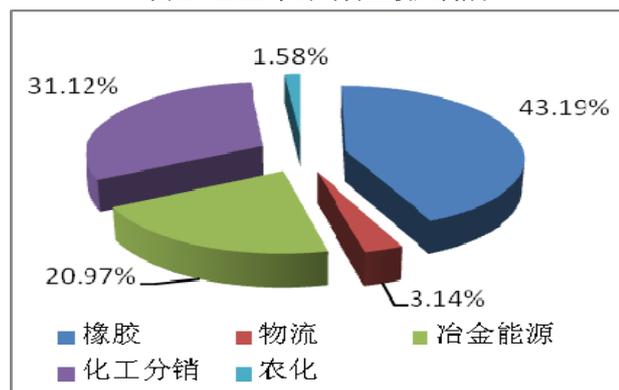
从化工物流而言，我国石化商品物流总额已超过 10 万亿元。由于国内石油资源紧缺，进口原油量不断增加，而国际油价又持续高位震荡，促进了煤制油、煤制醇醚、煤制烯烃等新型煤化工以及生物燃料工业的崛起，液体化工品、液体燃料总产能高达数千万吨，化工运载体和物流服务商需求旺盛。另外，全国各省市化工园区的建立、沿海城市货运码头和港口的兴建、区域油气管网的铺设、高速公路的联网，也需要现代物流业为之配套。以上因素均将促进化工物流业产生大量需求，从长期趋势来看，化工物流业务具有较大的发展空间。

总体来看，近几年我国石化产品需求整体上稳中有增，化工行业总产值增长速度明显高于 GDP 增长速度；但全球经济的波动也使国内外石化市场面临一定不确定性，加之环保要求的提高等外部环境的变化，石化行业产业结构及竞争格局可能进入新一轮调整期。

业务运营

公司业务范围涵盖化工物流、橡胶、农化、化工品分销、冶金能源等领域。2011 年，公司实现营业收入 552.91 亿元，同比上年增长 39.30%，其中橡胶、化工分销、冶金能源营业收入分别为 238.96 亿元、171.97 亿元和 115.87 亿元，构成公司主要收入来源。

图 1：2011 年公司营业收入构成



资料来源：公司提供、中诚信证评整理

橡胶业务

公司橡胶业务涉及产业链中天然胶种植、生产加工、营销三个环节，是国内最大的橡胶经营服务商，也是国际市场具有天然橡胶资源的产业服务商。2011 年，公司全年合计销售天然橡胶 80 万吨，全球市场份额由 6.1%提高 8%。受公司经营总量的增长和橡胶价格高位运行双重拉动，2011 年公司橡胶业务合计实现销售收入 239 亿元，同比增长 75.77%；贡献毛利 10.79 亿元，同比增长 29.17%，市场份额位居中国第一，全球第二。

近年来，公司橡胶业务一直实行以资源为核心的向上延伸战略，已分别在泰国、马来西亚、新加坡、中国海南、云南等地建立了天然橡胶加工及采购基地，形成了较为完善的产业布局。2011 年，公司在非洲获取天然橡胶土地储备 10 万公顷，新增产能 5 万吨。2012 年，公司的控股子公司 GMG Global LTD 拟出资 1.93 亿欧元获取比利时公司 SIAT NV 公司 35%股权。SIAT 公司现有天然橡胶种植资源约 51,500 公顷，其中约 15,000 公顷已经种植，本次交易将进一步扩展公司在非洲的天然橡胶、油棕资源和土地储备，同时由于 SIAT 公司现有客户主要基于欧洲和美洲，这也将为 GMG 带来新的业务平台，与公司现有业务形成协同效应，为公司橡胶业务的全球资源整合和营销战略提供重要支持。

总体来看，中化国际橡胶业务实施以资源为核心的向上延伸战略和以高端客户为核心的渠道营销战略，着力打造产业链一体化经营模式，在资源、技术、品牌和渠道方面持续提升竞争优势，市场地位得到进一步巩固。

化工物流业务

2011 年，公司继续加大物流资产投入，化工物流业务的营业收入保持增长态势。公司化工物流业务全年实现营业收入 17.36 亿元，同比增长 17.64%，贡献毛利 2.17 亿元，同比增长 86.81%。

截至 2011 年 12 月 31 日，公司共控制 47 艘载重 3,000 吨至 20,000 吨的 IMO II/III 型散装液体化学品船，控制运力达到 45.23 万吨位，船舶数量和运力均较上年大幅提升，同时公司继续优化船队结

构, 不锈钢船比例由上年的 45% 上升至 54%。2011 年, 公司所运营的内贸、中东、台海三条航线合计承运货物 651 万吨, 其中内贸航线为公司主营航线, 承运货物量占比 44.85%, 公司内贸市场占有率从 2010 年的 12% 提升至 2011 年的 16%。

表 1: 2009~2011 年公司控制船舶及运力情况

	2009	2010	2011
船舶 (艘)	38	42	47
控制运力 (万吨)	31.73	36.52	45.23

资料来源: 公司提供、中诚信证评整理

集装罐方面, 截至 2011 年 12 月 31 日, 公司拥有 T11、T14、T50、电加热等各种型号的集装罐数量由上年的 3,174 个增至 4,614 个, 其中特种罐由 852 个增至 1,167 个, 公司集装罐规模继续占据亚洲第一的位置。随着集装罐数量的增加, 公司不断拓宽集装罐营销服务网络。截至 2011 年 12 月 31 日, 公司共建立国内销售网点 12 个, 海外区域新增韩国销售网点, 完善了东北亚、东南亚、中东印度和 FOB 营销四个分区管理, 公司集装罐综合物流服务能力明显提升, 实现了远洋业务的快速增长, 市场份额稳定提升, 2011 年国内市场份额达到 20.5%。

此外, 公司 2011 年 9 月完成连云港化工码头储罐项目签约, 该项目投资规模 18 亿元, 将建成 3 个 5 万吨级化工品码头, 近 60 万立方化工储罐, 预计 2014 年末开始营运, 目前该项目吹填已完成。连云港项目的投产, 可使中化国际具备一体化的化工物流服务(船-码头-储罐-集装罐), 同时, 连云港的地理位置和码头储罐条件能把连云港项目打造成远东地区液体化工品中转中心, 支撑化工贸易和分销, 同时也可提升船舶营运效率。

中诚信证评认为中化国际的物流服务体系日趋完善, 可为客户提供一体化的高端化工物流服务。但同时我们也关注国内外经济波动、我国运力市场供大于求、国际原油价格上涨、人力成本上升等因素对公司化工物流板块的影响。

农化业务

2011 年, 农化业务受异常气候影响, 中国及东南亚地区农药总体需求量大幅下降。公司农化业务当年实现销售收入 7.26 亿元, 同比减少 13.95%;

贡献毛利 0.80 亿元, 同比减少 24.70%。

在本土市场面临困境、全球经济复苏缓慢的形势下, 公司调整农化业务营销策略, 重点进行渠道建设。2011 年, 公司完成全国 3,928 营销网络标准门店建设, 扩大品牌影响力, 疏通渠道末梢。同时, 发布中国区实地销售管理手册, 完成物流条码跟踪系统上线, 确立渠道管理标准, 提升了营销及供应链管理的能力。

此外, 公司积极开展对国内外农药企业的并购业务, 成功实现了与江苏扬农化工集团有限公司(以下简称“扬农集团”)的合作。2011 年, 公司以增资方式完成持有扬农集团 5% 的股份, 同时, 公司同意出资约 8 亿元, 对扬农集团独资设立的江苏瑞盛新材料科技有限公司进行增资, 增资后公司持有该公司 80% 的股份。2012 年, 公司拟通过收购和增资获得扬农集团约 6,166 万股股份, 如交易完成, 公司将累计持有扬农集团约 40.53% 的股权。扬农集团主要生产农药、氯碱、精细化工产品, 2010 年营业收入和净利润分别为 49.63 亿元和 3.55 亿元。扬农集团建有工程设计院、化工研究所、博士后科研工作站, 产品开发与技术转化能力强, 该项目的合作成功, 有助于增强公司的研发和产业转化能力, 丰富产品线、完善产业链, 增加投资收益, 并进而提升公司的行业竞争力和影响力。

总体看, 公司日益完善农药业务从应用研发技术到营销渠道的价值链核心要素, 拥有更加丰富的产品线, 并形成覆盖中国、东南亚和全球重点市场的营销渠道, 农药业务可持续发展能力不断增强。同时我们也注意到大旱大涝等恶劣气候对农药使用及公司农化业务的影响。

冶金能源业务及化工分销业务

冶金能源业务和化工分销业务均为公司所从事的贸易业务。2011 年, 公司的冶金能源和化工产品贸易业务共实现销售收入 288 亿元, 同比增长 27.33%; 贡献毛利 2.45 亿元, 同比减少 18.95%。

2011 年, 公司冶金能源业务实现营业收入 116.41 亿元, 较上年增长 10.12%。

焦炭方面, 2011 年, 受到澳洲洪水的影响, 国际焦炭价格有所上涨, 中国焦炭取得阶段性价格优

势，焦炭出口有所恢复，公司抓住机会，取得了较多市场订单。在内贸方面，公司凭借参股工厂及其他核心供应商的货源支持，内贸交易量比较稳定。2011 年公司焦炭总销量 80.75 万吨，较上年增长 15.56%，其中现货出口 27.51 万吨，长约出口 4.84 万吨，内贸 48.40 万吨。

铁矿砂和煤炭业务方面，2011 年，铁矿砂和煤炭市场受钢材市场波动影响较大，中化国际在艰难的市场环境中经营规模基本保持稳定，位居贸易企业前列，全年铁矿砂和煤炭贸易量分别为 834.97 万吨和 151.53 万吨。

化工分销业务受欧债危机影响，2011 年下半年主要化工品市场价格急速下跌且年内持续低位。在此情况下，公司以苯乙烯、基础油、塑料、石油焦、苯酚、丙酮等大商品上游资源营销获取为核心目标。2011 年，公司在迪拜设立了资源获取平台，积极拓展除伊朗以外的中东货源，如卡塔尔、沙特石化资源。同时加大韩国及台湾办事处人力资源配置，积极拓展东南亚及日韩、台湾的石化资源。由于充分发挥了新加坡、迪拜、台湾、首尔等海外分支机构的作用，公司 2011 年化工品经营量增长 32%，达到 281 万吨。2011 年，公司化工分销业务实现营业收入 159.39 亿元，同比增长 53.54%。

总体看，在复杂多变的贸易环境下，公司利用自身优势，向上游产业链延伸，建立了稳定的资源获取渠道，保持了业务的稳定发展，但也需关注全球贸易环境的波动对公司贸易业务的盈利能力造成了一定的影响，未来短期内贸易环境仍然复杂多变，公司在扩大经营规模的同时仍需加强风险管理。

财务分析

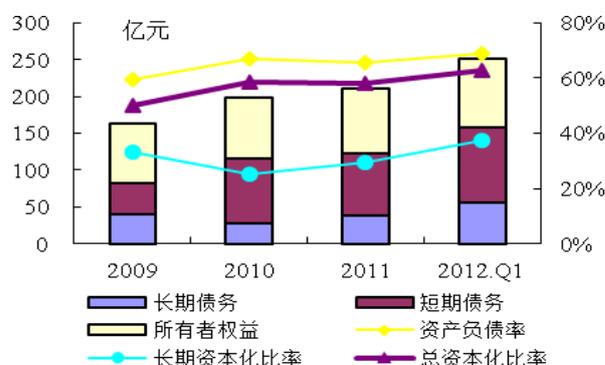
以下分析基于经德勤华永会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2009~2010 年财务报告，经安永华明会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2011 年财务报告，以及未经审计的 2012 年一季度合并财务报表。

资本结构

随着公司经营规模的不断扩张，以及不断对外

并购以延伸产业链，公司资产规模逐年增长。截至 2011 年 12 月 31 日，中化国际总资产规模达到 255.57 亿元，同比增长 2.95%；同期，公司经营规模的扩大也给公司带来了资本支出压力，公司债务规模逐步增加，截至 2011 年 12 月 31 日，公司总债务规模为 167.28 亿元，同比增长 6.25%。2011 年 12 月 31 日公司资产负债率和总资本化比率分别为 65.46%和 58.14%，较上年均略有下降。受公司成功发行 19 亿元公司债影响，截至 2012 年 3 月 31 日，公司总负债增至 206.37 亿元，资产负债率和总资本化比率分别提高至 68.95%和 62.85%。

图 2：2009~2012.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告

债务结构方面，2011 年，公司长期借款规模增加，债务结构有所改善。公司于 2011 年 6 月成功发行了 7 亿元的中期票据；海外控股子公司 SINOCHEM INTERNATIONAL (OVERSEAS) PTE LTD 2011 年 9 月成功发行 1.9 亿美元的海外银团贷款，GMG Global Ltd 在 12 月份通过增发实现 3.5 亿新币的融资，公司长短期债务比从 2010 年的 3.22 降至 2011 年的 2.29，债务结构得以改善。2012 年 1 季度，公司 19 亿元的公司债发行后，长期债务规模继续增加，长短期债务比继续降至 1.81。

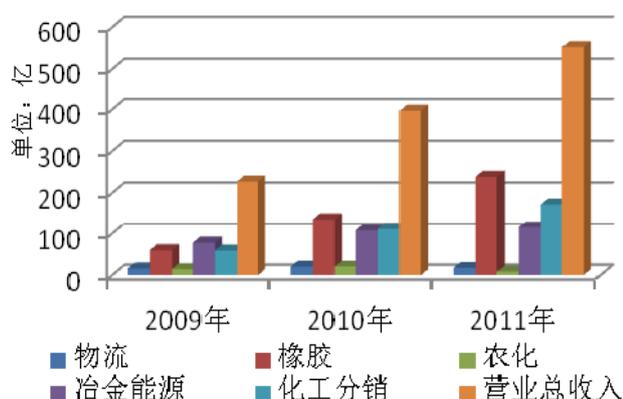
总体看，公司财务控制相对稳健，负债水平适中，债务结构日趋合理。

盈利能力

2011 年，公司收入规模实现大幅增长，达到 552.91 亿元，较上年同期增长 39.30%。从收入结构看，2011 年公司橡胶、化工分销及冶金能源业务占比较大，化工物流业务和农化业务相对较小。从营业收入增量看，2011 年公司橡胶业务收入增幅最大，其次为化工分销业务。2012 年一季度，在国内

外经济环境景气度较低的情况下，公司实现营业收入 124.34 亿元，较上年同期相比下降 1.89%。

图 3：2009~2011 年公司收入增长情况



数据来源：公司定期报告

从毛利率水平看，由于除农化业务外，其他业务板块的获利空间均有所缩小，2011 年公司营业毛利率呈下降趋势。2012 年一季度，公司营业毛利率为 4.43%，相对于 2011 年继续小幅下降。

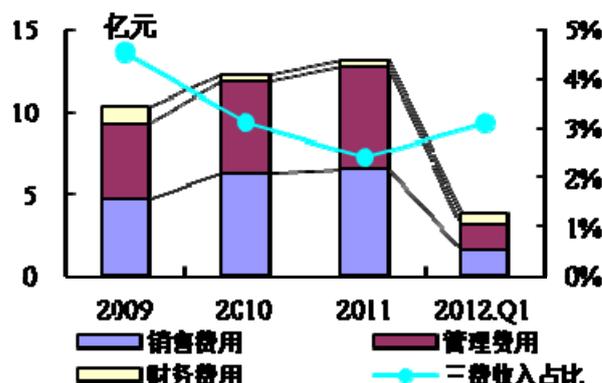
表 2：2009~2012.Q1 中化国际营业毛利率情况

	2009	2010	2011	2012.Q1
物流业务	32.11%	24.34%	15.24%	-
橡胶业务	8.44%	7.91%	6.24%	-
农化业务	12.42%	11.23%	19.07%	-
冶金能源业务	4.57%	5.94%	3.03%	-
化工分销业务	4.27%	2.03%	1.51%	-
合计	7.97%	6.73%	4.61%	4.43%

资料来源：公司 2009 年~2011 年年报及 2012 年一季度

期间费用方面，2011 年，在营业收入大幅增加的背景下，公司销售费用和管理费用也分别较上年增长 4.83% 和 11.48%，而人民币升值背景下，大量美元贸易融资使得财务费用支出同比下降 8.92%，为 0.39 亿元。公司全年发生期间费用 13.21 亿元，三费占营业收入比重为 2.39%，较上年同期下降了 0.71 个百分点，当年的费用控制情况较好。2012 年一季度三费为 3.86 亿元，三费收入占比为 3.10%，略有上升。

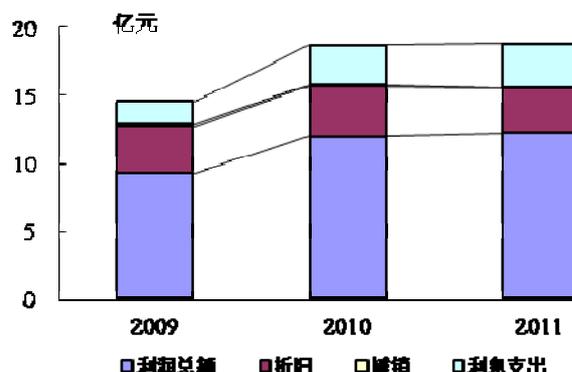
图 4：2009~2012Q1 公司期间费用变化



数据来源：公司定期报告

利润总额方面，公司利润总额主要来源于经营性业务利润。受益于公司业务规模的快速扩张，利润总额呈不断增长趋势。2011 年，公司利润总额为 12.39 亿元，同比增长 2.15%。2011 年，公司实现净利润 10.53 亿元，同比增长 14.93%，净资产收益率为 12.77%，较上年提高了 1.12 个百分点。2012 年一季度，公司实现利润总额 2.63 亿元，净利润 2.04 亿元，净资产收益率有所下降。

图 5：2009~2011 公司 EBITDA 变化趋势



数据来源：公司定期报告

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成，随着利润总额的增长，EBITDA 逐年增长，但增速有所下降。2011 年公司 EBITDA 为 18.87 亿元，同比增长 0.88%。未来几年，随着公司向上游产业延伸及盈利水平的进一步提升，公司折旧及利润总额规模有望继续扩大，这将推动公司 EBITDA 及可支配现金的持续稳步增长。

总体看，橡胶、冶金能源及化工分销是公司主要收入来源，公司多年来稳健的经营策略和不断丰富的经营经验使公司利润总额保持增长，但相关产

品价格的波动、市场供求关系的变化,以及其他复杂多变的环境仍将给公司经营带来较大的挑战。

偿债能力

随着经营规模扩大,公司债务规模持续增长。截至 2011 年 12 月 31 日,公司总债务规模为 122.63 亿元,同比增长 6.25%。截至 2012 年 3 月 31 日,公司总债务规模为 157.22 亿元,继续保持增长态势。

表 3: 2009~2012.Q1 年公司偿债能力分析

项目	2009	2010	2011	2012.Q1
长期债务(亿元)	40.07	27.33	37.25	55.90
总债务(亿元)	81.48	115.42	122.63	157.22
EBITDA(亿元)	14.64	18.70	18.87	4.40
资产负债率(%)	59.59	67.06	65.46	68.95
长期资本化率(%)	33.13	25.05	29.67	37.56
总资本化率(%)	50.19	58.54	58.14	62.85
经营净现金流/ 总债务(X)	0.12	0.06	0.07	-0.58
经营净现金流/ 利息支出(X)	5.37	2.25	2.84	-24.11
总债务/EBITDA(X)	5.57	6.17	6.50	8.92
EBITDA 利息倍数(X)	8.27	6.60	5.92	4.68

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

从债务压力看,公司 2011 年总债务/EBITDA 由 2010 年的 6.17 倍上升至 6.50 倍,公司的债务压力有所加大,但仍处于相对合理区间。从利息支付能力来看,2011 年公司 EBITDA 利息倍数为 5.92 倍,虽有所下降,但仍具有很强的利息支付能力。另一方面,从现金流角度看,由于公司业务规模快速扩张,公司经营活动净现金有所增长,经营获得净现金流对总债务和利息支出的覆盖能力略有提高。总体看,随着业务规模的扩张,公司债务规模上升,整体偿债压力有所加大,但仍处于相对合理区间。

在金融衍生品方面,截至 2011 年 12 月 31 日公司交易性金融资产合计 1120.63 万元,主要为橡胶期货、化工产品期货和远期外汇买卖合同。在对外担保方面,截至 2011 年 12 月 31 日,中化国际采用内保外贷方式为控股子公司提供了共计 27.01 亿元的担保。此外,中化国际对江山股份 2.2 亿元人民币贷款额度提供连带责任担保,本次担保由南通产业控股集团有限公司向公司提供反担保,并为江山股份发行 3.5 亿元人民币短期融资券提供连带

责任担保,本次担保由南通产业控股集团有限公司向公司提供与公司本次担保金额相对应的连带责任担保。

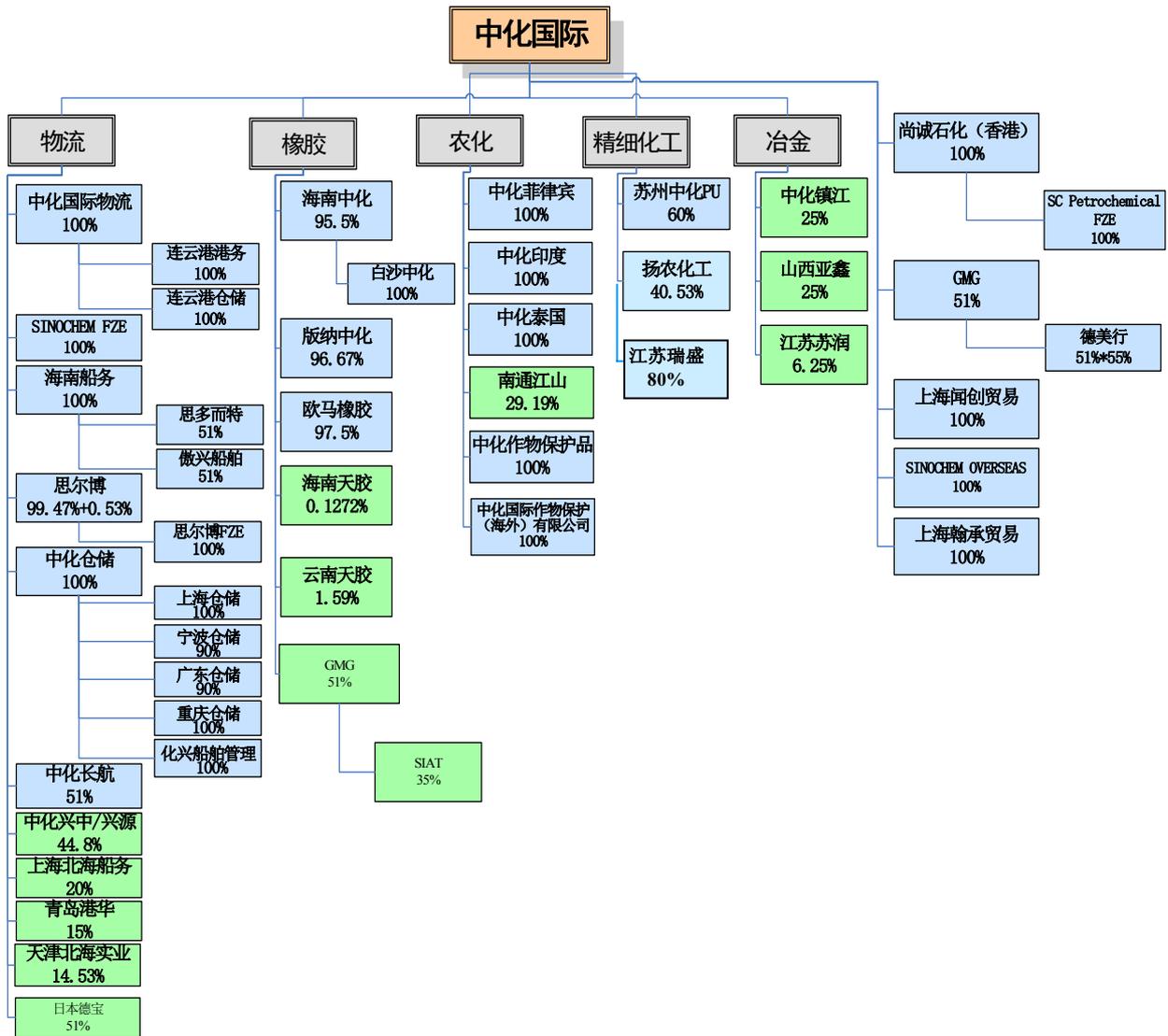
授信方面,公司与国内外多家金融机构建立了良好的合作关系。截至 2012 年 3 月底,公司本部共获得境内银行授信总额 144 亿元,其中未使用授信额度 80.5 亿元。

总体来看,中化国际拥有丰富的运作经验,稳定的客户资源和渠道优势,随着公司橡胶、化工物流、农药等核心业务的不断壮大,向上游资源延伸效益的释放,公司的利润空间有望逐步恢复,加之合理的资本结构以及较好的偿债指标反映出公司具有很强的综合实力。

结 论

中诚信证评维持中化国际(控股)股份有限公司 2012 年公司债信用等级 **AAA**,维持公司主体信用等级 **AAA**,评级展望稳定。

附一：中化国际（控股）股份有限公司股权结构与组织架构（截至 2012 年 3 月 31 日）



附二：中化国际（控股）股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011	2012.Q1
货币资金	465,710.52	751,978.27	787,210.14	820,108.15
应收账款净额	179,967.19	208,130.36	210,157.84	271,337.39
存货净额	229,717.23	337,088.22	359,985.17	408,009.75
流动资产	1,019,567.60	1,439,186.08	1,620,617.16	1,870,767.08
长期投资	193,805.51	212,430.25	263,003.17	434,981.63
固定资产合计	626,602.68	654,948.53	595,885.02	518,546.60
总资产	2,001,335.69	2,482,427.14	2,555,669.93	2,992,851.49
短期债务	414,150.42	880,971.82	853,798.34	1,013,154.52
长期债务	400,687.67	273,254.41	372,515.33	559,038.65
总债务（短期债务+长期债务）	814,838.08	1,154,226.23	1,226,313.67	1,572,193.17
总负债	1,192,601.62	1,664,797.70	1,672,815.55	2,063,664.50
所有者权益（含少数股东权益）	808,734.06	817,629.44	882,854.39	929,186.99
营业总收入	2,275,048.26	3,969,194.69	5,529,127.57	1,243,366.16
三费前利润	176,765.23	229,655.20	227,669.36	51,333.92
投资收益	34,376.53	39,635.15	30,063.80	9,165.88
净利润	75,029.67	91,656.31	105,344.37	20,404.06
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	146,400.09	187,048.85	188,690.18	44,039.91
经营活动产生现金净流量	94,971.68	63,870.26	90,568.38	-227,086.19
投资活动产生现金净流量	-105,972.33	-26,200.49	-123,951.61	-103,021.00
筹资活动产生现金净流量	148,703.42	251,169.87	130,426.78	346,037.27
现金及现金等价物净增加额	135,594.06	277,046.52	71,784.37	30,567.12.
财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
营业毛利率（%）	7.97	6.73	4.61	4.43
所有者权益收益率（%）	9.28	11.21	11.93	8.78
EBITDA/营业总收入（%）	6.44	4.71	3.41	3.54
速动比率（X）	1.05	0.82	1.00	1.00
经营活动净现金/总债务（X）	0.12	0.06	0.07	-0.58
经营活动净现金/短期债务（X）	0.23	0.07	0.11	-0.90
经营活动净现金/利息支出（X）	5.37	2.25	2.84	-24.11
EBITDA 利息倍数（X）	8.27	6.60	5.92	4.68
总债务/EBITDA（X）	5.57	6.17	6.50	8.92
资产负债率（%）	59.59	67.06	65.46	68.95
总债务/总资本（%）	50.19	58.54	58.14	62.85
长期资本化比率（%）	33.13	25.05	29.67	37.56

注：1、中化国际 2012 年一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、总债务/EBITDA 指标经年化处理；

2、上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益。

附三：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+长期应付款

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-手续费及佣金支出-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=（营业总收入-（营业成本+利息支出¹+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

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）

¹ 该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目，而是“营业总成本”下的“利息支出”。

附四：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

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。

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