



Research and
Development Center

主业大幅增长，存在业务转型预期

——茂化实华（000637.SZ）首次覆盖报告

2014年09月26日

郭荆璞	化工行业首席分析师
麦土荣	化工行业高级分析师
黄永光	研究助理
李皓	研究助理
常川	研究助理

证券研究报告

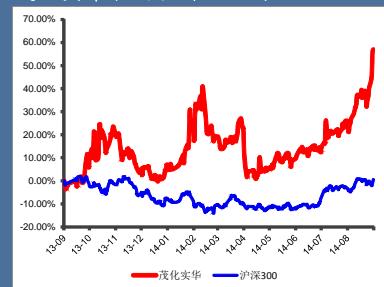
公司研究——首次覆盖

茂化实华 (000637.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

茂化实华相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2014. 9. 25)

收盘价 (元)	7.67
52 周内股价 波动区间(元)	4.21-7.67
最近一月涨跌幅(%)	37.21
总股本(亿股)	5.20
流通 A 股比例(%)	70.38
总市值(亿元)	39.87

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院

1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

主业大幅增长，存在业务转型预期

首次覆盖报告

2014 年 09 月 26 日

本期内容提要：

- ◆ **聚丙烯，油价支撑下价格坚挺。** 2013 年底，国内聚丙烯产能达到了 1322 万吨，且存在大量的新建产能，市场比较担心聚丙烯未来两年将进入产能过剩阶段，我们认为至少在 2016 年之前行业还很难言是进入产能过剩阶段。另外，由于煤制聚丙烯仍有一定的缺陷问题，所以其对传统路径的冲击，我们认为也还需要一段时间。另外，聚丙烯价格受油价影响较大，而对未来油价走势的判断，我们的观点是中长期油价仍将会缓慢的增长，将对产品价格形成支撑。
- ◆ **MTBE，受益于国内油品质量升级。** MTBE 的性价比较高，通过添加 MTBE 提高辛烷值成为提高我国汽油标准最经济的手段。1990 年，我国汽油的 MTBE 平均添加量为 0.40%，大部分汽油仍为含铅汽油；2000 年，我国汽油的 MTBE 平均添加量为 2.25%，含铅汽油比例下降；2006 年，我国汽油的 MTBE 平均添加量为 2.59%；2012 年汽油平均添加比例达到了 5.72%，2013 年这一比例再次增加到 6.56%，2013 年我国汽油产量接近 1 亿吨，MTBE 的添加比例每提高 1 个百分点，将带动 MTBE 的需求增加接近 100 万吨，因此油品质量升级带动的对 MTBE 的需求将是相当可观的。
- ◆ **公司存在业务转型预期。** 公司目前所有产品依托在茂名石化的平台上，基本相当于茂名石化的一个三产公司，基本上现有的业务给公司提供一个业绩和现金流的基础。但是通过聚丙烯的例子来判断，中石化未来不可能会支持其继续依托茂名石化的平台进行业务的扩张。因此公司要发展，必须要进行业务的转型。通过公司最近的公告来看，包括总经理以及其他高管的更换，可以看到大股东业务转型要求的迫切性以及方向。建议继续关注公司未来业务转型的方向，而且公司的财务状况较好，目前公司的资产负债率仅为 25.27%，存在较大的财务杠杆空间。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别达到 37.38、40.38、43.54 亿元，同比增长 15.2%、8% 和 7.8%；归属于母公司净利润分别为 0.84、0.89、0.98 亿元，对应的摊薄每股收益分别为 0.16 元、0.17 元和 0.19 元，对应 2014 年 9 月 25 日收盘价 (7.67 元/股) 的动态 PE 分别为 48 倍、45 倍和 41 倍。首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **风险因素：** 宏观经济下行风险；聚丙烯原材料供应问题得不到解决；成品油质量升级不达预期。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	3,538.16	3,244.50	3,738.25	4,037.80	4,353.90
增长率 YoY %	-14.52%	-8.30%	15.22%	8.01%	7.83%
净利润(百万元)	34.44	48.27	83.82	89.19	97.62
增长率 YoY%	365.91%	40.18%	73.63%	6.41%	9.45%
毛利率%	4.29%	7.12%	7.68%	7.53%	7.54%
净资产收益率 ROE%	4.65%	6.25%	10.12%	9.75%	9.68%
每股收益 EPS(元)	0.07	0.09	0.16	0.17	0.19
市场一致预期 EPS(元)	--	--			
市盈率 P/E(倍)	116	83	48	45	41
市净率 P/B(倍)	5.26	5.07	4.58	4.16	3.77

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2014 年 09 月 25 日收盘价

目 录

一、聚丙烯，油价支撑下价格坚挺	1
1、中石油、中石化垄断地位明显	1
2、产能迅速扩张，仍难以满足需求	2
3、国内需求有保证	5
4、价格走势受油价影响较大，对下游具有一定的议价能力	5
二、MTBE，受益于国内油品质量升级	6
1、产能扩张迅速，但整体开工率不高	6
2、油品升级带动 MTBE 需求增长	8
三、茂化实华：聚丙烯提供业绩支撑，MTBE 带来新的盈利增长点	10
1、公司简介	10
2、聚丙烯提供业绩支撑	12
3、MTBE 提供新的盈利增长点	12
4、存在业务转型预期	13
5、波特五力分析	14
四、盈利预测	15
1、盈利假设	15
2、相对估值与投资评级	15
3、风险因素	16

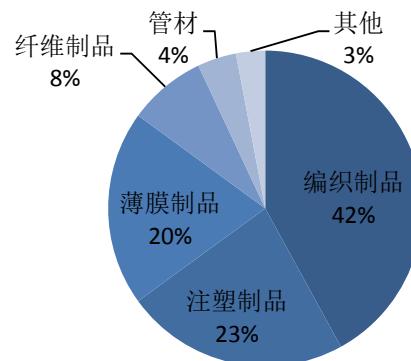
图 目 录

图表 1：聚丙烯下游应用情况	1
图表 2：国内聚丙烯供给格局	1
图表 3：全球前十大聚丙烯厂商概况（万吨）	1
图表 4：我国聚丙烯产能扩张情况（万吨）	2
图表 5：我国聚丙烯产量及表观消费量（万吨）	2
图表 6：2013-2020 年中国主要聚丙烯扩能计划	3
图表 7：部分煤制聚丙烯项目	3
图表 8：假设条件	4
图表 9：聚丙烯产量及表观消费量预测（万吨）	4
图表 10：煤制聚丙烯产品缺陷问题	4
图表 11：我国塑料制品产量（万吨）	5
图表 12：我国塑料制品出口量（万吨）	5
图表 13：聚丙烯价格走势	6
图表 14：我国 MTBE 产能及开工率（万吨）	7
图表 15：我国 MTBE 产量及表观消费量（万吨）	7
图表 16：国内 MTBE 前十大生产商	7
图表 17：成品油升级时间表	8
图表 18：我国 MTBE 汽油添加比例走势	8
图表 19：我国汽油产量及表观消费量（万吨）	9
图表 20：MTBE 价格走势（元/吨）	9
图表 21：茂化实华股权结构	10
图表 22：公司营业收入及增速（百万元）	11
图表 23：公司营业利润及净利润（百万元）	11
图表 24：公司毛利率变化情况	11
图表 25：公司聚丙烯产销量统计（万吨）	12
图表 26：公司聚丙烯装置利用率	12
图表 27：公司波特五力分析	14
图表 28：营收增速和毛利率预测	15
图表 29：可比上市公司估值	16

一、聚丙烯，油价支撑下价格坚挺

聚丙烯（PP）是五大通用合成树脂之一，也是合成树脂中消费增速最快，用途最广的品种，产量仅次于聚乙烯和聚氯乙烯，消费仅次于聚乙烯。按照其用途可分为窄带类（拉丝级 PP）、注塑类、纤维类、薄膜类、挤出类等，在汽车工业、家用电器、电子、包装及建材家具等方面具有广泛的应用。

图表 1：聚丙烯下游应用情况



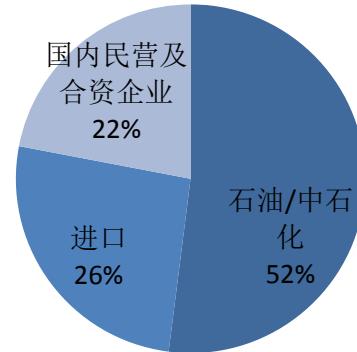
资料来源：信达证券研发中心

1、中石油、中石化垄断地位明显

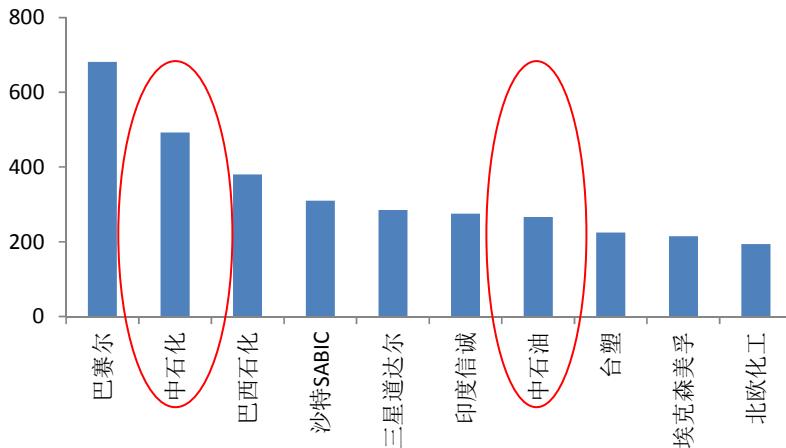
聚丙烯的生产方式主要有油制（石脑油制丙烯）、煤制（甲醇制烯烃 MTO）、天然气制（丙烷脱氢 PDH）三种，其中油制 PP 是目前聚丙烯的主要来源，占全球产能的 90%。国内中石油、中石化产能垄断地位明显，国内聚丙烯供给格局基本由中石油/中石化企业（52%）、进口（26%）、国内民营及合资企业（22%）三部分构成。

图表 2：国内聚丙烯供给格局

图表 3：全球前十大聚丙烯厂商概况（万吨）



资料来源：信达证券研发中心

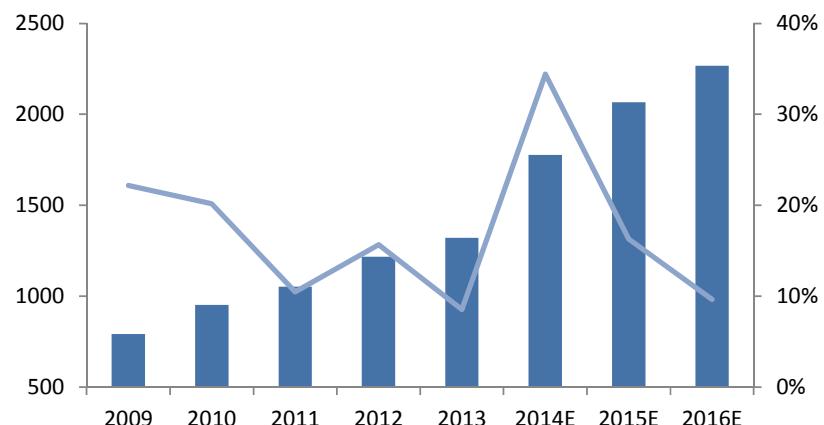


资料来源：信达证券研发中心

2、产能迅速扩张，仍难以满足需求

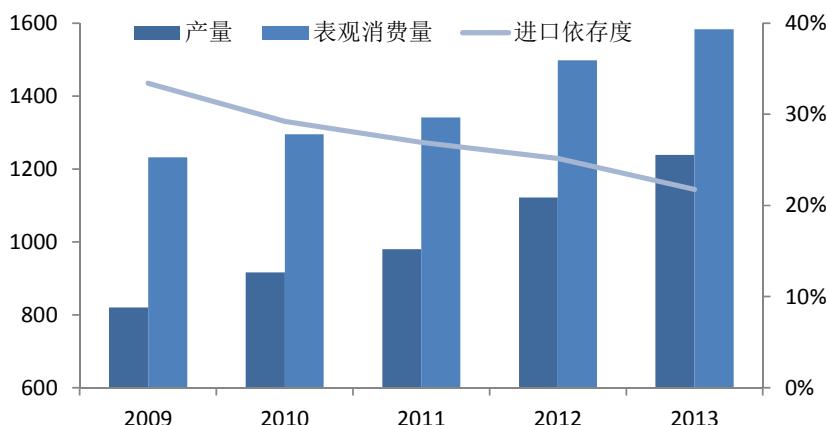
近年来，我国聚丙烯产能增长迅速，2009-2013年间国内聚丙烯产能扩张速度年均达到了17%。截至2013年底，国内聚丙烯产能达到了1322万吨，也推动了聚丙烯产量在过去几年大幅增长，但总体而言国内产能仍难以满足国内对PP的需求量，对外依存度依然超过20%。

图表4：我国聚丙烯产能扩张情况（万吨）



资料来源：信达证券研发中心

图表5：我国聚丙烯产量及表观消费量（万吨）



资料来源：信达证券研发中心

与此同时，2014~2020 年国内聚丙烯产能的投放仍将延续，其中新型煤化工是主要的路线。

图表 6: 2013-2020 年中国主要聚丙烯扩能计划

新建、扩能企业名称	投产时间	新建、扩能企业名称	投产时间
上海及扬子石化三轮改造	2015	广州清廷制乙烯项目	2018
青岛乙烯项目	2016	沈阳 CPP 项目	2019
中科湛江乙烯项目	2017	中海油惠州乙烯项目	2018
海南扬浦乙烯项目	2018	延长重油裂解、MTO 项目	2014-2016
高桥搬迁乙烯项目	2018	中国石化 MTO 项目	2015-2020
福建古雷乙烯项目	2019	其他 MTO 项目	2014-2020
PDH 后配聚丙烯	2014-2020		

资料来源：中石化经济研究院，信达证券研发中心

根据中石化经济研究院的数据，2014-2020 年新增的聚丙烯装置仍然较多，其中中石化将新增 440 万吨/年，中石油将新增 175 万吨/年，中海油将新增 40 万吨/年。另外，煤化工和丙烷脱氢在未来几年也将会得到比较快速的发展，将新增聚丙烯产能 680 万吨/年左右。

图表 7: 部分煤制聚丙烯项目

企业名称	产能	计划投产时间	企业名称	产能	计划投产时间
神华包头煤化工有限公司	30	2010 已投产	神华宁夏煤业集团二期	50	2014
神华宁夏煤业集团公司	50	2011 已投产	蒲城清洁能源化工	40	2014
中石化中原石油	10	2011 已投产	山东神达化工	20	2014
大唐内蒙古多伦煤化工公司	45	2012 已投产	山西焦化集团	40	2015
宁波富德能源有限公司	40	2013 已投产	内蒙久泰能源有限公司	30	2015
延长中煤榆林能源化工公司	60	2014	中石化鹤壁河南煤化集团	60	2015-2016
宁夏宝丰能源集团有限公司	30	2015	安徽中安联合煤业化工公司	35	2015

资料来源：卓创资讯，信达证券研发中心

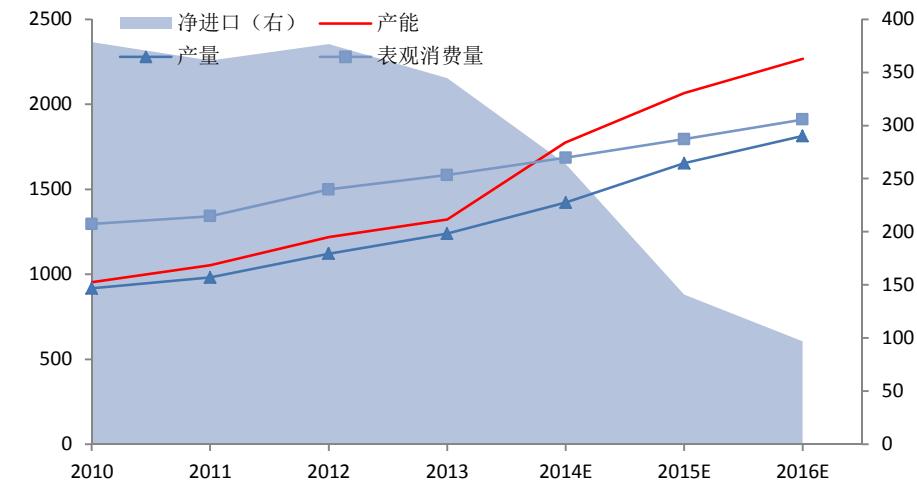
对此，市场有比较担心聚丙烯未来两年将进入产能过剩阶段，我们的看法是，尽管聚丙烯未来几年的产能投放力度很大，但进入产能过剩阶段，仍需要一段时间。根据对产能过剩的定义，开工率低于80%才属过剩，我们依此为依据做一简单测算。

图表 8：假设条件

时间	产能假设	消费增长率假设	开工率假设
2010	953		96%
2011	1053	年均复合增长率 6.46%	93%
2012	1218		92%
2013	1322		93%
2014E	1777	6.46%	
2015E	2067	6.46%	产能过剩判断临界 点：80%
2016E	2267	6.46%	

资料来源：Wind, 卓创资讯, 信达证券研发中心

图表 9：聚丙烯产量及表观消费量预测（万吨）



资料来源：Wind, 卓创资讯, 信达证券研发中心

所以，我们认为至少在2016年之前行业还很难言是进入产能过剩阶段。另外，由于煤制聚丙烯仍有一定的缺陷问题，所以其对传统路径的冲击，我们认为也需要一段时间。

图表 10：煤制聚丙烯产品缺陷问题

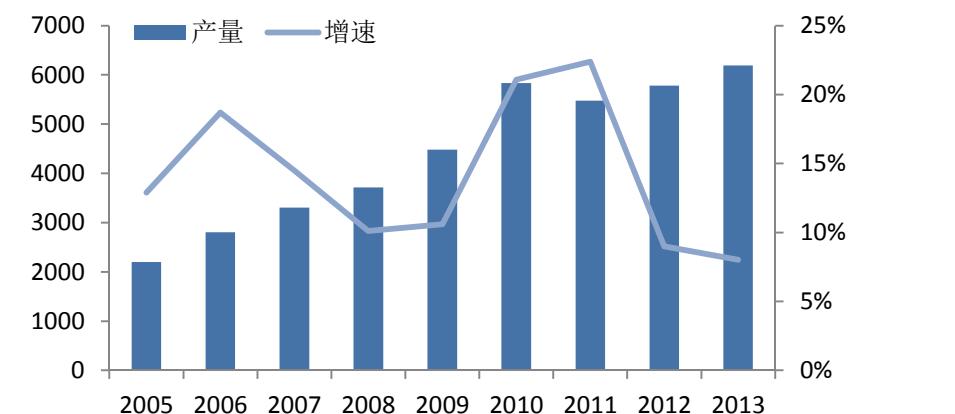
拉丝料	早期煤制聚丙烯拉丝料在制品加工过程中存在容易断丝的问题。需经过调整原料配比，更换助剂、优化工艺等一系列措施之后，才可以取代传统油制聚丙烯。目前来看，虽在国内大多数生产企业已经逐渐使用煤制聚丙烯进行生产，但在出口订单等质量要求高的情况下仍需使用油制聚丙烯。
均聚注塑料	早期煤制聚丙烯均聚注塑料虽然色泽较好，但其抗氧化性不强，同时韧性不足。由于其自身的抗氧化性不强，其制品往往使用寿命偏低，而自身的韧性不足，使得其制品刚性过强，偏脆。随着工艺的发展，使得目前煤制聚丙烯均聚注塑料制品韧性有了大幅的提高，具有了机械强度高、耐磨损的特点。
低融共聚料	早期煤制聚丙烯低融共聚料灰分偏高，且熔指波动范围较大，使得其制品手摸不均匀，同时注塑制品存在颜色均匀的特点，在制造制品过程中需加入一定的助剂，但对制品的抗冲击性有所减弱。后期通过工艺和助剂的调整，使得其具有良好的光泽和抗静电性能，同时具有更好的常温和低温抗冲击性。

资料来源：卓创资讯, 信达证券研发中心

3、国内需求有保证

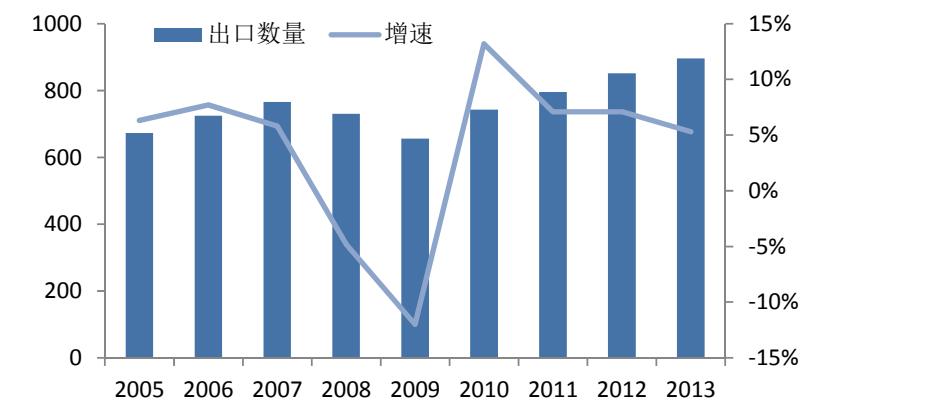
我国是世界塑料消费大国，尽管现在国内石化装置扩能迅速，但仍无法满足塑料加工需求。

图表 11：我国塑料制品产量（万吨）



资料来源：信达证券研发中心

图表 12：我国塑料制品出口量（万吨）



资料来源：信达证券研发中心

2013 年塑料制品的产量和出口量分别增长 8.6% 和 2.37%，尽管同比增速出现下滑，但国内经济只要保持在 7% 以上的增速，需求对市场依然具有较强的拉动力，预计未来我国塑料制品产量和出口量将继续稳步增长。

4、价格走势受油价影响较大，对下游具有一定的议价能力

聚丙烯价格波动相对剧烈，自 2007 年始 PP 价格始终追随原油价格呈现持续上涨态势，直至 2008 年 6 月达到最高点，随后随着金融危机的爆发，价格急剧跳水。

而对于未来油价走势的判断，我们的观点是中长期油价仍将会缓慢的增长。2013 年国际油价坚挺的一个重要因素正是伊拉克局势不稳定导致减产，而近期伊拉克局势再次恶化，我们分析其对国际油价的影响主要会有以下几个方面：

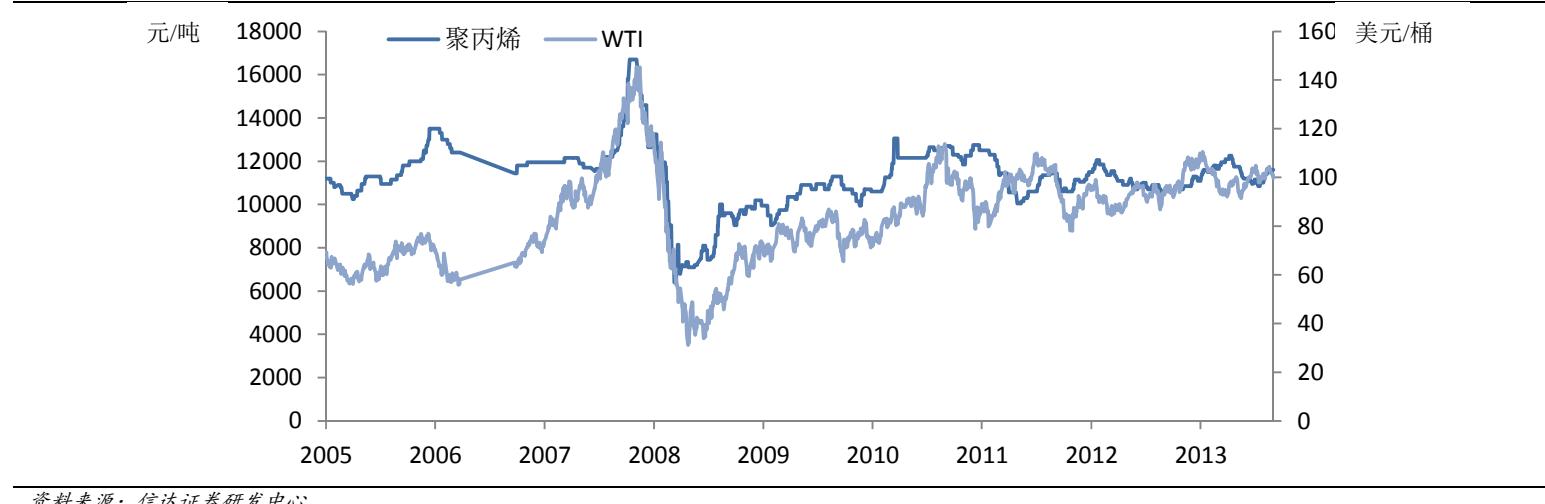
(1) 伊拉克局势动荡，冲突各方都有动力去提升自己的石油产出，增加财政实力（库尔德人甚至表示愿意以半价出售石油），但冲突频度和烈度的增加会对增产带来负面影响。权衡这两个方面，未来油价整体的趋势性波动不会太强，而脉冲性的波动会比较大；

(2) 长期来看，中东局势持久动荡会对石油投资产生持续性的负面影响，进而影响中东的石油产出，成为油价上涨的支撑因素；

(3) 沙特可能会把原油作为低烈度对抗的武器，沙特拥有最大的剩余产能，财政状况较好，可以承受较大程度的油价下跌，

因此其可能会通过增产来压低油价以打击伊朗。综上考虑，目前高涨的油价有一定的泡沫，中长期油价则会缓慢地上涨，对聚丙烯价格将形成支撑。

图表 13：聚丙烯与原油价格走势



资料来源：信达证券研发中心

而从下游来看，作为聚丙烯下游的注塑制品、塑料薄膜等行业属于资金和技术密集型行业，市场竞争充分，例如塑料管材行业目前生产企业达到 3000 家以上，行业集中度也相对较小，所以聚丙烯企业对下游市场具有一定的议价能力。

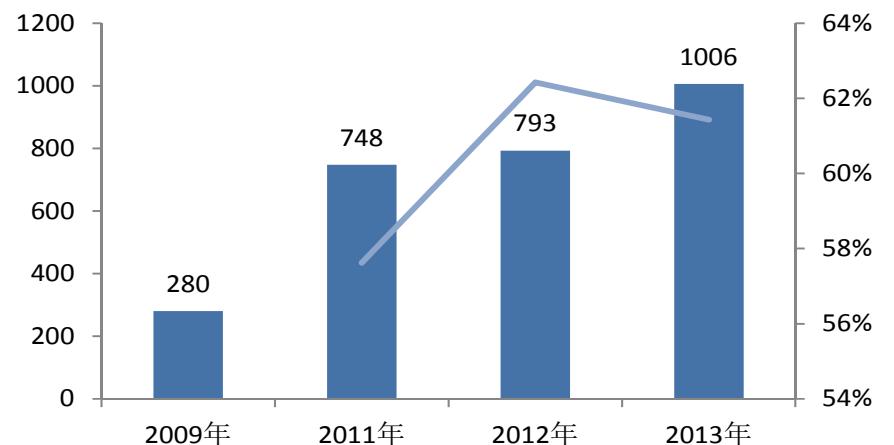
二、MTBE，受益于国内油品质量升级

MTBE，即甲基叔丁基醚，是一种无色、透明、高辛烷值的液体，具有醚样气味，是生产无铅、高辛烷值、含氧汽油的理想调合组份，作为汽油添加剂已经在全世界范围内普遍使用。它不仅能有效提高汽油辛烷值，而且还能改善汽车性能，降低排气中 CO 含量，同时降低汽油生产成本。

1、产能扩张迅速，但整体开工率不高

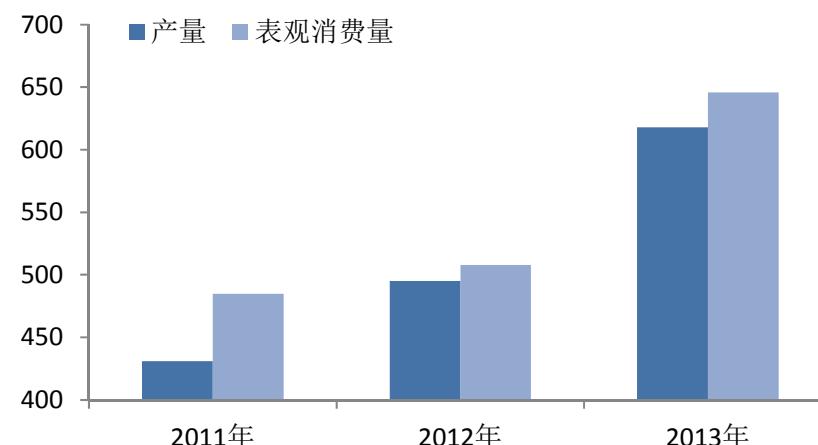
近几年，国内 MTBE 产能增长较快，2009 年国内产能仅为 280 万吨左右，而截至 2013 年，我国 MTBE 产能突破千万吨达到 1006 万吨/年。其中，三大主营炼厂（中石化、中石油和中海油）拥有的总产能为 431.57 万吨，地方炼厂的产能为 574.43 万吨。

图表 14: 我国 MTBE 产能及开工率 (万吨)



资料来源: 石大胜华招股书, 信达证券研发中心

图表 15: 我国 MTBE 产量及表观消费量 (万吨)



资料来源: 石大胜华招股书, 信达证券研发中心

不过国内装置开工率相对不高, 这是由于国内生产 MTBE 的装置主要是气体分离装置, 所需要的主要原材料是高压液化气, 而高压液化气供应不均衡, 部分装置没有足够的原材料而导致开工率不足。

图表 16: 国内 MTBE 前十大生产商

序号	公司	产能 (万吨)	产能占比 (%)
1	辽宁盘锦和运实业	45	26.16%
2	石大胜华	28	14.97%
3	宁夏宝塔石化	20	10.70%
4	陕西延长石油	18	9.63%
5	中石油大庆炼化	16	8.56%
6	中石油独子山石化	12	6.42%
7	中石油任丘炼油厂	12	6.42%
8	中石化天津石化	12	6.42%
9	中石化沧州炼油厂	12	6.42%
10	洛阳炼化宏利化工	12	6.42%
前十大厂商产能合计		187	100%

资料来源: 石大胜华招股书, 信达证券研发中心

2、油品升级带动 MTBE 需求增长

目前我国主要使用 MMT 和 MTBE 来提高汽油辛烷值，国 V 标准基本禁用了 MMT，未来使用的高辛烷值组分主要为 MTBE 和异辛烷。由于 MTBE 的性价比较高，通过添加 MTBE 提高辛烷值成为提高我国汽油标准最经济的手段。

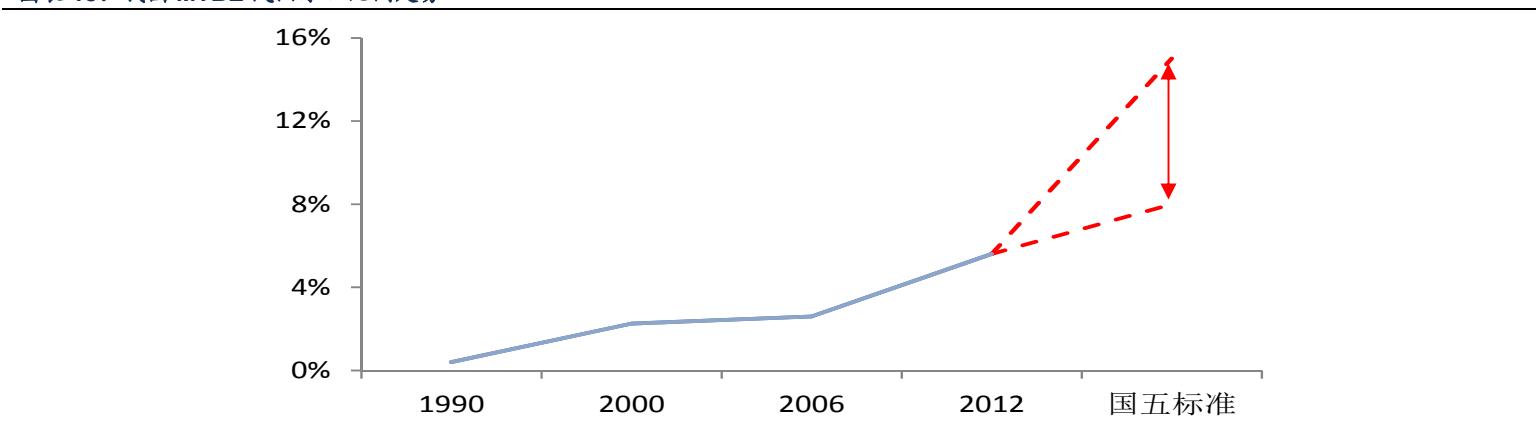
图表 17：成品油升级时间表

标准	汽油		柴油	
	执行时间	硫含量	执行时间	硫含量
国 I	2003 年 1 月	$\leq 800\text{ppm}$	2002 年 1 月	$\leq 2000\text{ppm}$
国 II	2005 年 7 月	$\leq 500\text{ppm}$	2003 年 10 月	$\leq 500\text{ppm}$
国 III	2010 年 1 月	$\leq 150\text{ppm}$	2011 年 7 月	$\leq 350\text{ppm}$
国 IV	2014 年 1 月	$\leq 50\text{ppm}$	2015 年 1 月	$\leq 50\text{ppm}$
国 V	2018 年 1 月	$\leq 10\text{ppm}$	2018 年 1 月	$\leq 10\text{ppm}$

资料来源：信达证券研发中心

1990 年，我国汽油的 MTBE 平均添加量为 0.40%，大部分汽油仍为含铅汽油；2000 年，我国汽油的 MTBE 平均添加量为 2.25%，含铅汽油比例下降；2006 年，我国汽油的 MTBE 平均添加量为 2.59%；2012 年汽油平均添加比例达到了 5.72%，2013 年这一比例再次增加到 6.56%，

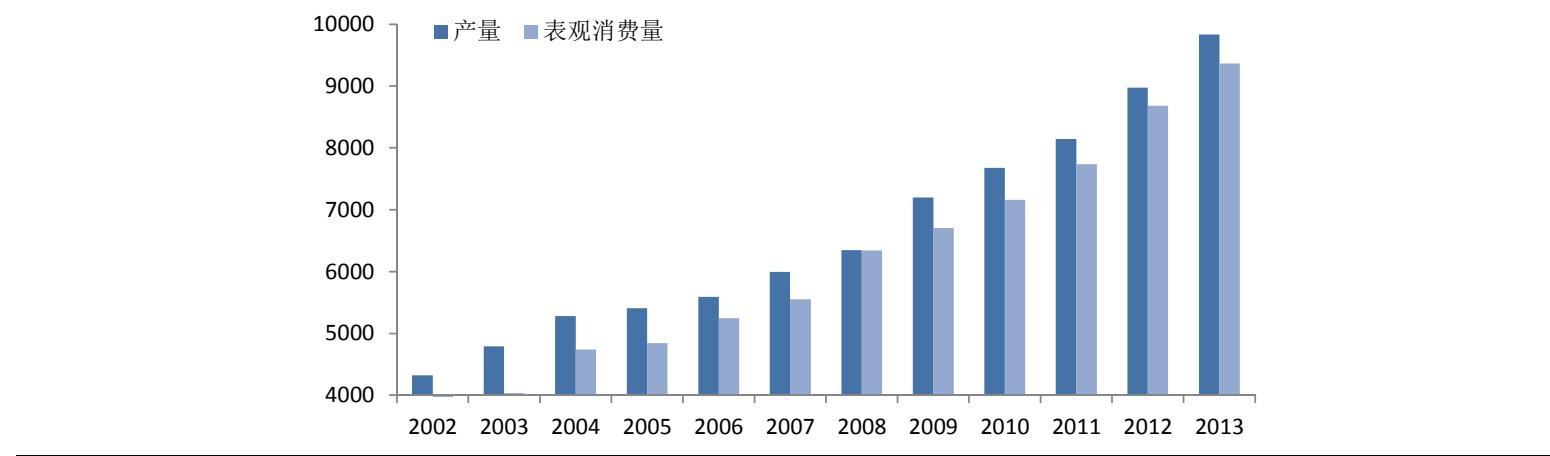
图表 18：我国 MTBE 汽油添加比例走势



资料来源：信达证券研发中心

基于国V标准对汽油氧含量上限 2.7%的限制, 含氧量 18.2%的 MTBE 最多可添加 14.8%, 也就是说 MTBE 的添加比例尚有 8.24%的提升空间。

图表 19: 我国汽油产量及表观消费量 (万吨)

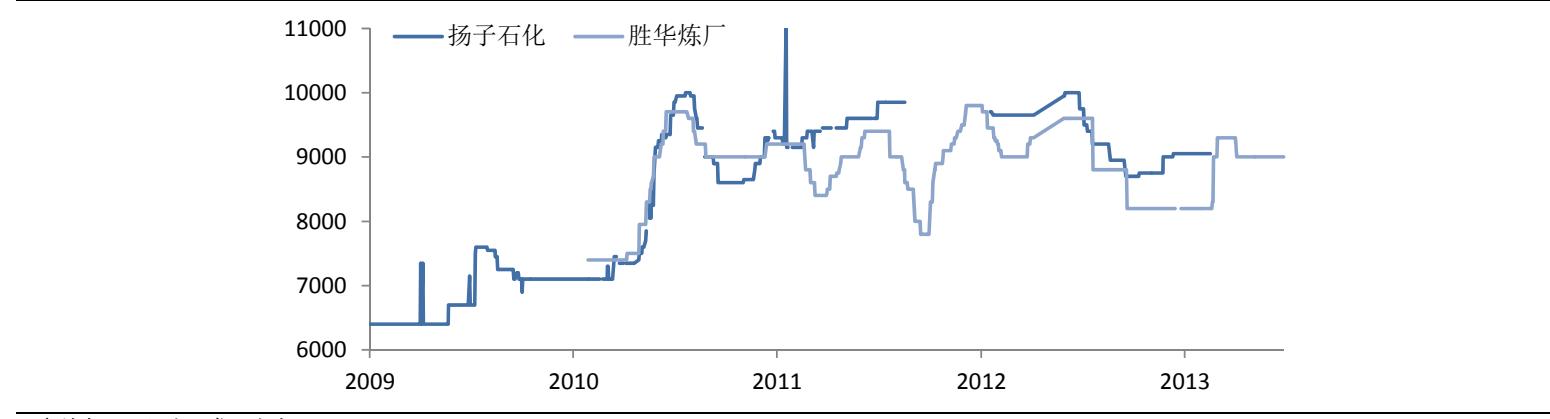


资料来源: 信达证券研发中心

2013 年我国汽油产量接近 1 亿吨, MTBE 的添加比例每提高 1 个百分点, 将带动 MTBE 的需求增加接近 100 万吨, 因此油品质量升级带动的对 MTBE 的需求将是相当可观的。

在需求不断增长而开工受阻导致供给不足的情况下, 近年来 MTBE 的价格一直相对比较坚挺。

图表 20: MTBE 价格走势 (元/吨)



资料来源: 信达证券研发中心

另外，MTBE 也是制取聚合级异丁烯的重要原料。随着医药中间体、聚异丁烯、丁基橡胶、甲基丙烯酸甲酯（MMA）等对高纯度异丁烯需求的不断增加，以及 MTBE 裂解生产高纯度异丁烯的生产工艺的成熟，也将带动 MTBE 需求的增长。

三、茂化实华：聚丙烯提供业绩支撑，MTBE 带来新的盈利增长点

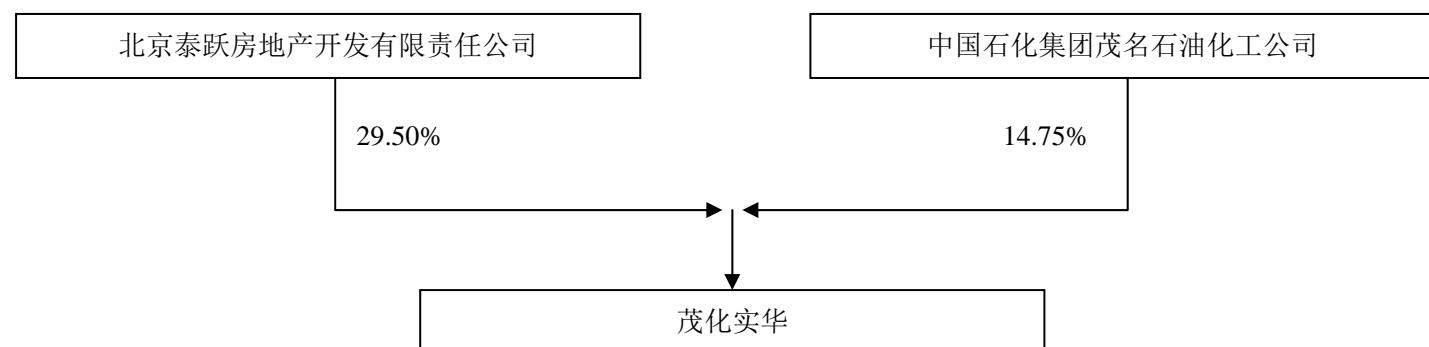
1、公司简介

公司由中国石化茂名石油化工公司于 1988 年发起设立，1996 年在深交所上市（000637.sz），是茂名市第一家上市企业。经过多年发展，公司规模和产业水平不断发展壮大，主要产品有聚丙烯、溶剂油、乙醇胺、液化石油气、MTBE 等。

目前公司拥有公司有 3 家全资子公司和 1 家控股子公司，拥有 17 万吨/年聚丙烯、50 万吨/年气体分离、8 万吨/年 MTBE、10 万吨/年醋酸仲丁酯等 10 多套现代化生产设备，其中聚丙烯是全国最大的间歇式小本体聚丙烯生产装置，气体分离装置处理能力也位居全国同行业第二位。

公司目前的主要业务为聚丙烯、MTBE 以及液化石油气。从目前产品的收入以及利润结构来看，其盈利与聚丙烯及 MTBE 的相关性较高。

图表 21：茂化实华股权结构



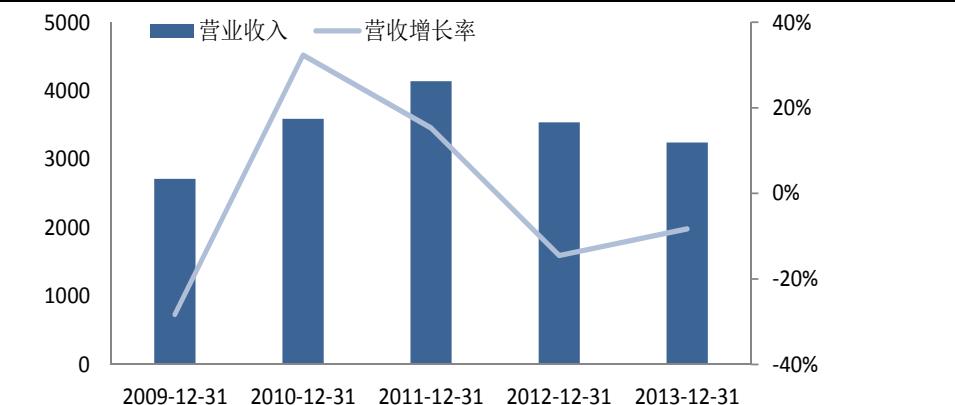
资料来源：信达证券研发中心

2012 年以来虽然公司营业收入同比出现下滑，但公司成本下降较多，所以 2012-2013 年公司归属于母公司的净利润同比出现了较大幅度的增长。2012 年、2013 年公司营业收入分别为 35.38 亿元和 32.45 亿元，同比下滑 14.5%、8.3%；营业成本则分别为 33.86 亿元、30.13 亿元，下滑 15.85%、11.01%；归属于母公司净利润分别为 3444 万元、4827 万元，同比分别增长

了 365.9% 和 40.18%。

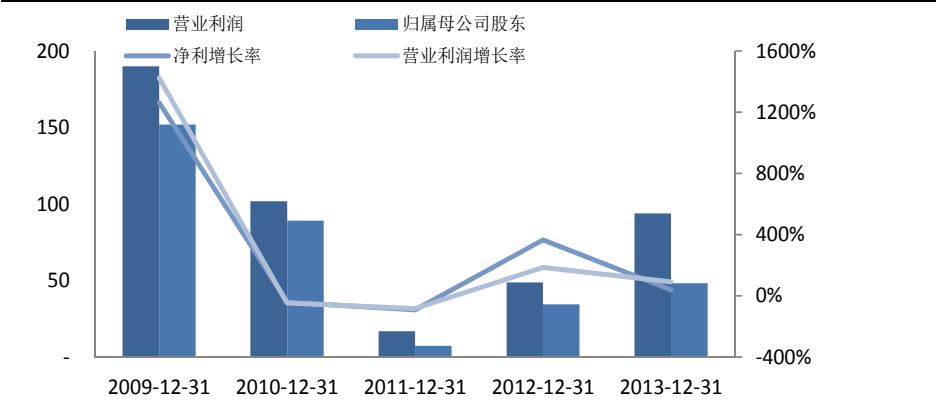
2014 年上半年，主营业务产品聚丙烯景气度有所回升，新产品 MTBE 市场开拓也相对较好，带动公司营业收入较去年同比增长了 10.36%，净利率同比增长 47.15%。

图表 22：公司营业收入及增速（百万元）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

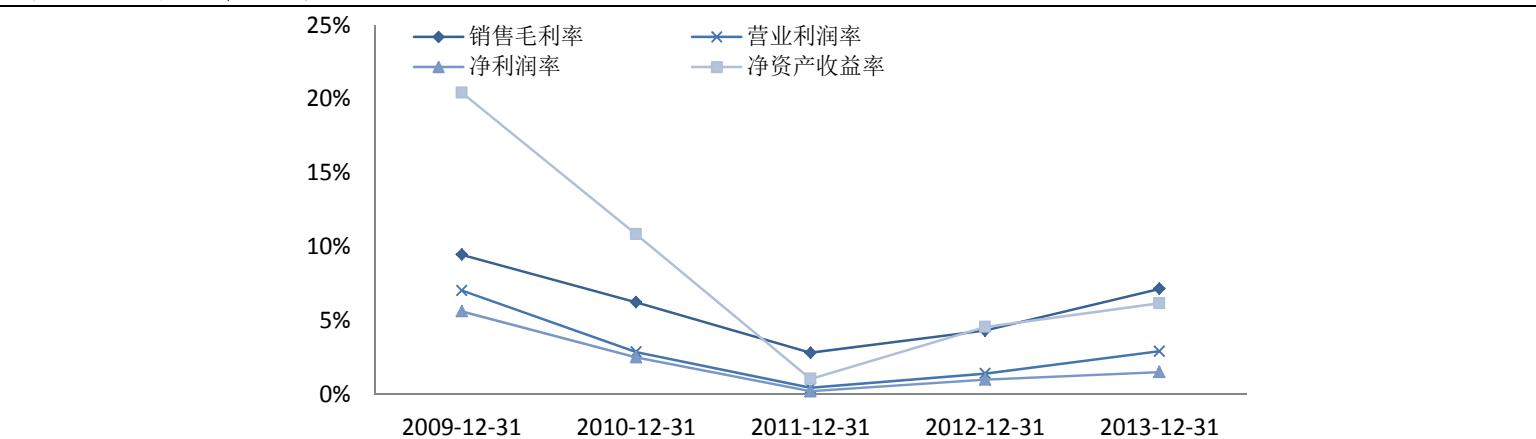
图表 23：公司营业利润及净利润（百万元）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

2012 年以来，公司的整体盈利能力也出现了比较明显的回升。2014 年上半年，公司主营业务产品毛利率达到了 7.85%，较去年同期的 5.94% 上升了 1.91 个百分点。

图表 24：公司毛利率变化情况

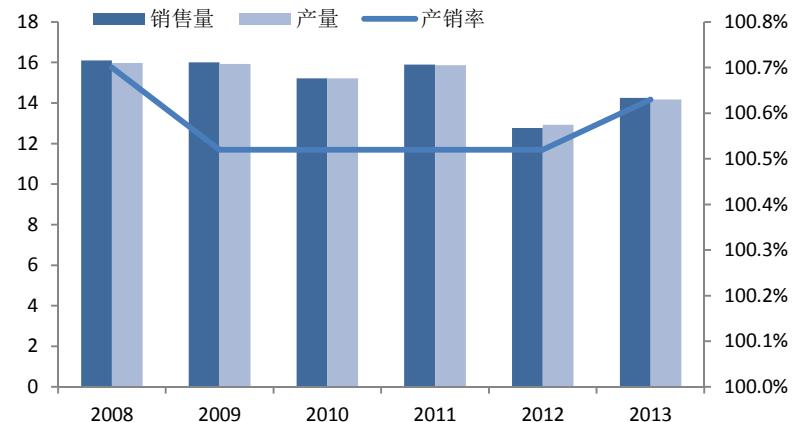


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

2、聚丙烯提供业绩支撑

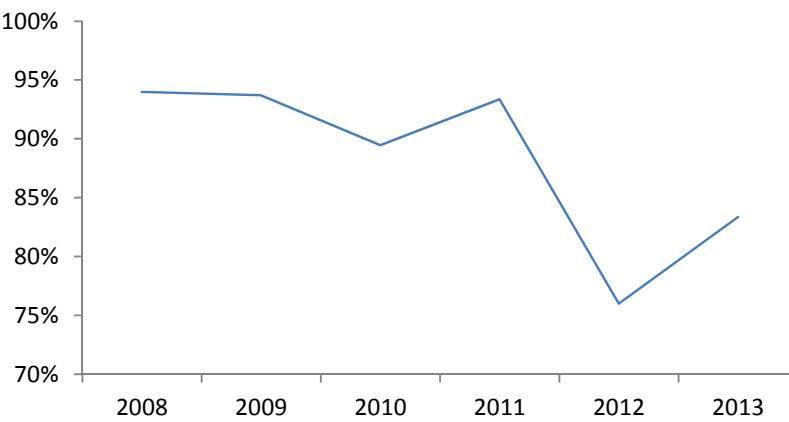
聚丙烯是公司的主打产品，现有的聚丙烯装置年生产能力达到 17 万吨，是全国最大的间歇小本体聚丙烯生产装置。公司的装置利用率相对较高，2011-2013 年生产聚丙烯 15.9 万吨、12.9 万吨、14.2 万吨。

图表 25：公司聚丙烯产销量统计 (万吨)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 26：公司聚丙烯装置利用率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司聚丙烯产品销路畅通，近几年产销率均超过 100%，是公司主要的业绩支撑点。在原材料丙烯的供应上，公司具有年处理能力达到 54 万吨/年的三、四预分离装置。三、四预分离装置是重油催化裂化气体分离装置，以催化液化气为原料，经过脱硫、脱臭、精制工艺生产聚合级丙烯、民用液化气、丙烷等产品。

三预分离装置于 1989 年 12 月建成投产，原处理能力为 10 万吨/年，经多次改造后，现装置年处理能力为 18 万吨/年；四预分离装置于 2002 年 4 月建成投产，装置年处理能力为 36 万吨/年。两套装置处理能力达 54 万吨/年，居全国同行业第二位。

虽然公司此前公告因为茂名石化新建 20 万吨/年聚丙烯装置投产试车，导致茂名石化新气体分离装置产出的富余丙烯将全部改作该装置生产自用，不作为公司生产原料的补充，从而导致公司聚丙烯产量减少。但是从我们了解到的情况，公司会通过外采丙烯的方式来降低对聚丙烯产量的影响。预期未来聚丙烯将继续给公司提供业绩的基础。

3、MTBE 提供新的盈利增长点

2013 年 8 月，公司 8 万吨/年 MTBE 装置投产，进入前景较好的 MTBE 行业。公司的产品质量相对较好，纯度高、硫含量低，2014 年上半年，公司 MTBE 产量达到 2.88 万吨，销量达到了 2.87 万吨，基本实现产销平衡。

另外，公司的 MTBE 是高品质的低含硫产品，具有稀缺性，售价上也会比一般的 MTBE 产品要高。

以混合碳四为原料生产的 MTBE 产品，其硫含量存在比较大的波动，通常为 80-200ppm，而有的高达 2000-3000ppm。虽然 MTBE 对辛烷值提升明显，但由于国四、国五标准对硫含量有着比较严格的限制，所以如果 MTBE 的硫含量过高，也将会制约 MTBE 在汽油中的添加比例，这会对其价值打一定的折扣。随着国四、国五标准的实施，对高品质 MTBE 的需求也将加大，公司的 MTBE 是高品质的低含硫产品，有望享受高品质带来的高价。

综上，聚丙烯未来的产能投放力度虽然较大，但仍需一定的过渡期。在这一段过渡期时间，聚丙烯将为提供业绩支撑，而随着公司新产品 MTBE 的发力，将成为新的带动公司业绩的盈利增长点。

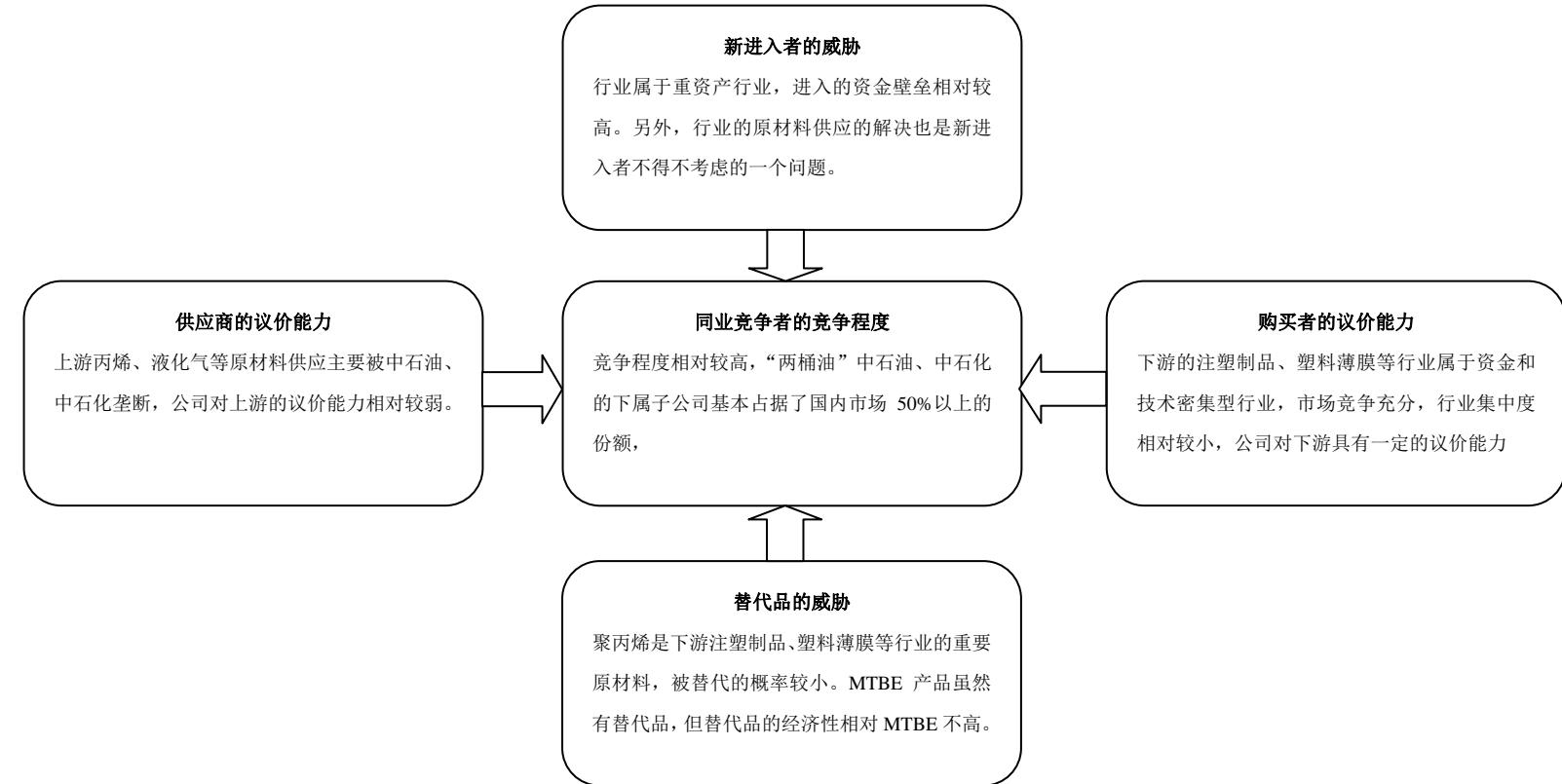
4、存在业务转型预期

公司目前所有产品依托在茂名石化的平台上，基本相当于茂名石化的一个三产公司，基本上现有的业务给公司提供一个业绩和现金流的基础。但是通过聚丙烯的例子来判断，中石化未来不可能会支持其继续依托茂名石化的平台进行业务的扩张。因此公司要发展，必须要进行业务的转型。通过公司 2014 年 9 月 23 日发布的《董事会提示性公告》等来看，包括总经理以及其他高管的更换，可以看到大股东业务转型要求的迫切性以及方向。建议继续关注公司未来业务转型的方向。

而且公司的财务状况较好，目前公司的资产负债率仅为 25.27%，存在较大的财务杠杆空间。

5、波特五力分析

图表 27：公司波特五力分析



资料来源：信达证券研发中心

四、盈利预测

1、盈利假设

我们的盈利预测主要基于以下假设：

(1) 公司盈利与聚丙烯和 MTBE 相关性较高。目前聚丙烯产能 18 万吨，我们假设 2014-2016 年开工率分别为 75%、75%、80%；MTBE 产能 8 万吨，2014-2016 年开工率分别为 75%、85%、90%。

(2) 中长期油价缓慢上涨带动公司主要产品价格提升，推动公司营业收入同比增长。2014-2016 年公司营业收入增速分别为 15.2%、8% 和 7.8%；营业成本比例稳中趋升，2014-2016 年营业成本比例分别为 92.3%、92.5% 和 92.5%。

图表 28：营收增速和毛利率预测

百万元	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2712.8	3589.5	4139.3	3538.2	3244.5	3738.3	4037.8	4353.9
营业成本	2456.9	3366.3	4023.9	3386.3	3013.4	3451.0	3733.8	4025.5
毛利率	9.4%	6.2%	2.8%	4.3%	7.1%	7.7%	7.5%	7.5%
营业收入增速	-28.3%	32.3%	15.3%	-14.5%	-8.3%	15.2%	8.0%	7.8%
营业成本比例	90.6%	93.8%	97.2%	95.7%	92.9%	92.3%	92.5%	92.5%

资料来源：信达证券研发中心

2、相对估值与投资评级

根据以上假设条件，我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别达到 37.38、40.38、43.54 亿元，同比增长 15.2%、8% 和 7.8%；归属于母公司净利润分别为 0.84、0.89、0.98 亿元，对应的摊薄每股收益分别为 0.16 元、0.17 元和 0.19 元，对应 2014 年 9 月 25 日收盘价（7.67 元/股）的动态 PE 分别为 48 倍、45 倍和 41 倍。

公司收入主要来源于聚丙烯和 MTBE，我们选取了 A 股中与公司业务类型相似的几家公司：岳阳兴长、大庆华科、海越股份、华锦股份、齐翔腾达等作为可比公司进行比较。

图表 29：可比上市公司估值

代码	简称	日期	收盘价	每股收益 (TTM)	市盈率 PE (TTM)
000819.SZ	岳阳兴长	2014/9/25	17.50	0.19	93
002408.SZ	齐翔腾达	2014/9/25	15.72	0.59	26
000985.SZ	大庆华科	2014/9/25	18.70	0.22	85
000627.SZ	天茂集团	2014/9/25	3.58	0.07	52
600387.SH	海越股份	2014/9/25	15.72	0.19	83
均值					68
000637.SZ	茂化实华	2014/9/25	7.67	0.12	

资料来源：除茂化实华外，其他数据来自 Wind 一致预期，信达证券研发中心

目前 A 股可比上市公司的 PE (TTM) 均值为 68 倍。考虑到公司存在较大的外延式扩张空间，我们给予公司 2014 年 57 倍的市盈率，按 2014 年 EPS 0.16 元计算，公司目标价 9.1 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

3、风险因素

- (1) 宏观经济下行风险；
- (2) 聚丙烯原材料供应问题得不到解决；
- (3) 成品油质量升级不达预期。

资产负债表						利润表					
会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	480.21	568.09	673.13	770.34	931.92	营业收入	3,538.16	3,244.50	3,738.25	4,037.80	4,353.90
现金	135.21	154.13	372.46	453.94	599.13	营业成本	3,386.30	3,013.44	3,451.03	3,733.76	4,025.55
应收票据	91.93	53.32	79.28	85.63	92.34	营业税金及附加	3.90	4.26	4.00	4.32	4.66
应收账款	9.61	10.43	11.08	11.97	12.91	营业费用	22.53	27.71	25.56	27.61	29.77
预付账款	42.08	97.30	34.51	37.34	40.26	管理费用	69.06	101.48	80.82	87.29	94.13
存货	88.29	146.13	69.02	74.68	80.51	财务费用	3.18	11.91	14.12	11.12	10.00
其他	113.08	106.78	106.78	106.78	106.78	资产减值损失	7.37	1.03	2.37	2.72	2.12
非流动资产	461.07	471.72	494.70	524.23	501.58	公允价值变动收益	4.21	-1.19	0.00	0.00	0.00
长期投资	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	投资净收益	-1.16	10.50	5.00	5.00	5.00
固定资产	291.51	320.50	309.96	357.79	379.76	营业利润	48.88	93.98	165.35	175.99	192.68
无形资产	30.52	30.16	28.75	27.34	25.92	营业外收入	0.30	1.84	0.91	0.91	0.91
其他	137.53	119.57	154.49	137.61	94.40	营业外支出	0.14	0.26	0.34	0.34	0.34
资产总计	941.28	1,039.81	1,167.83	1,294.57	1,433.50	利润总额	49.04	95.56	165.92	176.56	193.25
流动负债	117.34	174.23	177.78	172.09	166.06	所得税	9.54	23.88	41.46	44.12	48.29
短期借款	130.00	200.00	200.00	200.00	200.00	净利润	39.50	71.68	124.46	132.44	144.96
应付账款	8.98	6.80	8.47	9.16	9.88	少数股东损益	5.07	23.41	40.64	43.25	47.34
其他	-21.65	-32.57	-30.69	-37.08	-43.82	归属母公司净利润	34.44	48.27	83.82	89.19	97.62
非流动负债	2.84	2.53	2.53	2.53	2.53	EBITDA	95.10	156.10	228.86	243.75	266.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	0.07	0.09	0.16	0.17	0.19
其他	2.84	2.53	2.53	2.53	2.53						
负债合计	120.18	176.76	180.32	174.62	168.60						
少数股东权益	62.33	76.44	117.08	160.33	207.66						
归属母公司股东权益	758.77	786.61	870.43	959.62	1,057.25						
负债和股东权益	941.28	1039.81	1167.83	1294.57	1433.50						
重要财务指标						单位:百万元					
主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E						
营业收入	3,538.16	3,244.50	3,738.25	4,037.80	4,353.90	经营活动现金流	32.70	45.07	298.63	172.52	190.05
同比(%)	-14.52%	-8.30%	15.22%	8.01%	7.83%	净利润	39.50	71.68	124.46	132.44	144.96
归属母公司净利润	34.44	48.27	83.82	89.19	97.62	折旧摊销	40.45	49.87	46.82	51.08	56.94
同比(%)	365.91%	40.18%	73.63%	6.41%	9.45%	财务费用	5.61	10.67	16.12	16.12	16.12
毛利率(%)	4.29%	7.12%	7.68%	7.53%	7.54%	投资损失	1.16	-10.50	-5.00	-5.00	-5.00
ROE(%)	4.65%	6.25%	10.12%	9.75%	9.68%	营运资金变动	-75.90	-85.25	114.47	-24.14	-24.54
每股收益(元)	0.07	0.09	0.16	0.17	0.19	其它	21.87	8.60	1.76	2.02	1.57
P/E	116	83	48	45	41	投资活动现金流	-159.32	-60.72	-64.19	-74.92	-28.74
P/B	5.26	5.07	4.58	4.16	3.77	资本支出	-123.30	-141.29	-69.19	-79.92	-33.74
EV/EBITDA	43.29	26.83	18.30	17.18	15.72	长期投资	603.85	527.60	5.00	5.00	5.00
						其他	-639.86	-447.03	0.00	0.00	0.00
						筹资活动现金流	124.81	34.57	-16.12	-16.12	-16.12
						吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						借款	130.00	70.00	0.00	0.00	0.00
						支付利息或股息	5.19	35.43	16.12	16.12	16.12
						现金净增加额	-1.81	18.92	218.32	81.49	145.19

化工研究小组简介

信达证券化工研究团队（郭荆璞、麦土荣）为第十一届新财富石油化工行业最佳分析师第五名、第七届卖方分析师水晶球奖石油化工行业公募第三名。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下的信达证券，任研究开发中心副总经理、首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

麦土荣，化工行业高级研究员。北京大学经济学硕士。3年证券业从业经验，7年中国化工集团工作经验。善于与实业结合，从产业链的角度发现和挖掘投资机会，对农用化工、磷化工、煤化工等理解透彻。

黄永光，浙江大学材料学硕士，7年工业领域销售业务工作经验，对光伏新能源产业链较为熟悉，准确把握行业运营规律。2013年7月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

李皓，中国人民大学金融学硕士，2013年7月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

常州，中央财经大学国际金融学硕士，2013年7月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

化工行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
盐湖股份	000792	芭田股份	002170	神马股份	600810	天科股份	600378
烟台万华	600309	新纶科技	002341	云天化	600096	碧水源	300070
华昌化工	002274	高盟新材	300200	沧州大化	600230	江山股份	600389
扬农化工	600486	诺普信	002215	S 仪化	600871	风神股份	600469
三聚环保	300072	上海家化	600315	中国化学	601117	中化国际	600500
沈阳化工	000698	和邦股份	603077	新安股份	600596		

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上；	看好数：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。