

# 拟注入优质石化资产，渤化再起航 买入（首次）

2018 年 11 月 22 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

研究助理 肖雅博

021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	142	4,558	4,611	4,657
同比（%）	7%	3118%	1%	1%
净利润（百万元）	-60	355	373	387
同比（%）	-407%	/	5%	4%
每股收益（元/股）	-0.10	0.35	0.37	0.39
P/E（倍）	-60.80	16.73	15.92	15.33

## 投资要点

■ **拟注入优质化工资产，天津磁卡将转型成为集团化工资产上市平台：**天津磁卡主营业务包括数据卡、印刷产品、智能卡应用系统及配套机具，多年来主营业务盈利能力较弱，近十年来扣非净利润一直处于亏损状态。10月20日，公司发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，拟以发行股份方式，向关联方渤化集团购买其持有的渤海石化 100%股权，同时以询价方式，拟向不超过 10 名符合条件的特定投资者，非公开发行股份募集配套资金不超过 18 亿元，净额将用于建设渤海石化丙烷脱氢装置技术改造项目。本次资产重组，意味着公司将注入渤化集团优质的 PDH 资产，公司转型为实力较强的石油化工企业。

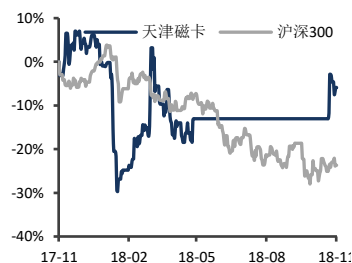
■ **PDH 竞争力有望持续，渤海石化具备领先的技术工程经验：**PDH 装置盈利主要由丙烯与丙烷价差决定。需求端，丙烯的下游需求稳定快速增长，而在供给端，有 1/3 的产能来自于炼油厂的联产过程。由于汽油和乙烯的需求增速不及丙烯，因此丙烯的供应出现缺口。另外，在页岩气革命后，全球丙烷供应较为宽松，相对于油基和煤基丙烯，PDH 装置的盈利能力非常可观。在高盈利吸引下，国内 PDH 建设如火如荼地展开，而渤海石化于 2013 年成功投产全国首套 PDH 装置（60 万吨/年），多年来一直稳定运行，实际产量全国领先。

■ **渤海集团化工布局丰富，公司未来有望集成化工资产，预期弹性较大：**渤化集团的化工布局较为丰富，目前化工类资产分为石油化工、煤化工、氯碱、盐产品、精细化工五个板块。首先，集团具备消化丙烯下游需求的能力，可支持 PDH 业务；另外，未来其他化工资产的整合将有望提供较大的盈利弹性。

■ **盈利预测与投资评级：**假设 2018 年重组完成，渤海石化并表，暂不考虑募集资金配套融资影响，我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 45.58 亿元、46.11 亿元和 46.57 亿元，其中原上市公司 2018-2020 年营业收入分别为 1.58 亿元、1.75 亿元和 1.95 亿元，渤海石化 2018-2020 年营业收入分别为 44 亿元、44.36 亿元和 44.62 亿元；净利润分别为 3.55 亿元、3.73 亿元和 3.87 亿元；EPS 分别为 0.35、0.37、0.39 元；当前股价对应 PE 分别为 17X、16X 和 15X。考虑到 PDH 持续盈利能力和未来集团资产整合预期，可给予公司 2018 年 20 倍估值。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**资产重组进展存在不确定性，丙烷丙烯价差大幅波动的风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	5.92
一年最低/最高价	4.28/6.98
市净率(倍)	197.33
流通 A 股市值(百万元)	3,616.86

## 基础数据

每股净资产(元)	0.03
资产负债率(%)	104.22
总股本(百万股)	611.27
流通 A 股(百万股)	610.96

## 相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司概况</b>	<b>4</b>
1.1. 无偿划转集团股份，渤化入主天津磁卡	4
1.2. 天津磁卡传统业务盈利能力较弱，今年有望扭亏	4
1.3. 拟发行股份购买渤海石化 100% 股份	5
<b>2. 国内 PDH 标杆工厂，技改项目打开空间</b>	<b>6</b>
2.1. Lummus 方案成就国内最成功 PDH 装置	6
2.2. 看好 PDH 路线丙烯的盈利能力	8
2.2.1. 丙烯下游需求不断增长	8
2.2.2. 全球范围内丙烯产能扩张基本和需求相匹配	9
2.2.3. PDH 路线具备优势	11
2.3. 技改项目带来未来成长空间	12
<b>3. 渤化集团唯一上市主体，有望成为现代石化产业整合平台</b>	<b>12</b>
3.1. 四大基地五大板块，渤化集团实力雄厚	12
3.2. 集团储备项目丰富，长期空间广阔	14
3.3. 大集团小公司，资产存在进一步整合可能	15
<b>4. 盈利预测和投资建议</b>	<b>15</b>
4.1. 核心假设	15
4.2. 盈利预测与估值	16
<b>5. 风险提示</b>	<b>17</b>
5.1. 资产重组进展存在不确定性	17
5.2. 丙烷丙烯价差大幅波动的风险	17

## 图表目录

图 1: 天津市国资委股份划转示意图	4
图 2: 营业总收入与归母净利润 (百万元)	5
图 3: 资产负债率	5
图 4: 产品营收结构 (百万元)	5
图 5: 产品毛利结构 (百万元)	5
图 6: 重组前后公司的股权结构变化示意图 (暂不考虑募集资金新增股份影响)	6
图 7: 丙烯下游需求结构	9
图 8: 国内聚丙烯产能产量及增速	9
图 9: 丙烯产能产量 (万吨)	9

图 10: 丙烯进口缺口持续存在.....	9
图 11: 丙烯盈利逐渐强于乙烯.....	11
图 12: 美国丙烷出口量大幅增长.....	11
图 13: 丙烷价格与油价走势.....	12
图 14: 丙烯及 PDH 价差回测 (元/吨) .....	12
图 15: 渤化集团五大板块产业链结构.....	14
图 16: 历史股价 PE/PB band .....	17
表 1: 募投项目简介.....	6
表 2: 国内已投产 PDH 装置一览.....	7
表 3: 利润表及相关指标 (2018 年 4 月 12 日至 2018 年 6 月 30 日) .....	8
表 4: 模拟利润表及相关数据 (单位: 万元) .....	8
表 5: 2018-2020 年新增丙烯产能 .....	10
表 6: 四大基地及核心子公司 .....	13
表 7: 渤化石化产能状况.....	13
表 8: 集团储备项目 .....	15
表 9: 渤海石化 PDH 盈利预测.....	16

### 【风险提示】

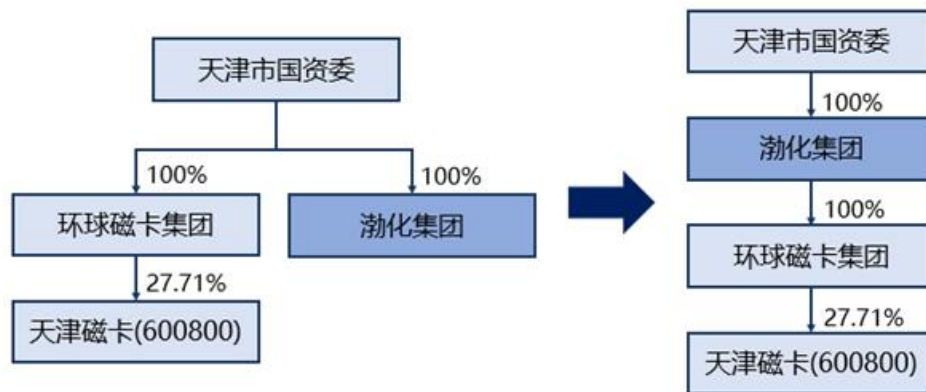
本文所有分析判断及推荐结论均基于天津磁卡发行股份购买渤海石化 100% 股份之重大重组事件顺利完成。若重组失败，则本文所有结论均不成立。

## 1. 公司概况

### 1.1. 无偿划转集团股份，渤化入主天津磁卡

天津环球自 1993 年上交所主板登陆以来已有 25 个年头，是天津首家上市公司，由于历史包袱重、主营业务乏力，多年来盈亏交替，疲于保壳。2018 年 5 月，实际控制人天津市国资委开始筹划重大资产重组，9 月，市国资委将公司控股股东天津环球磁卡集团有限公司(环球磁卡集团)无偿划转给天津渤海化工集团有限责任公司(渤化集团)，由渤化集团间接控股上市公司。

图 1：天津市国资委股份划转示意图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.2. 天津磁卡传统业务盈利能力较弱，今年有望扭亏

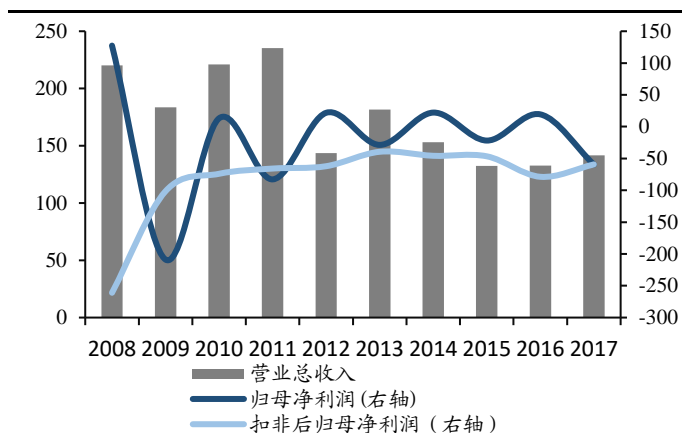
天津磁卡主营数据卡、印刷产品、智能卡应用系统及配套机具，市场空间增长有限，竞争日益激化，加之原材料价格不断上涨、生产成本、费用居高不下等诸多不利因素的影响，公司盈利能力较差，2002 年以来扣非净利润一直处于净亏损状态。

最近四年内，天津磁卡三大主营产品中，印刷产品营业收入持续下滑，其中 2014、2015 年和 2017 年出现亏损。而机具和磁卡虽然营收有小幅度的波动，但其毛利率仍持续减少。

2017 年公司亏损 5952.19 万元，2018 年前三季度亏 4285.58 万元。为避免再度披星戴帽，公司 9 月 3 日公告，拟公开挂牌转让“海口保税区金卡”、“海南海卡”两家子公司全部 100% 的股权，初步测算预计交易完成后将增加公司利润 1 亿元左右，若交易能在年内完成，今年有望扭亏。

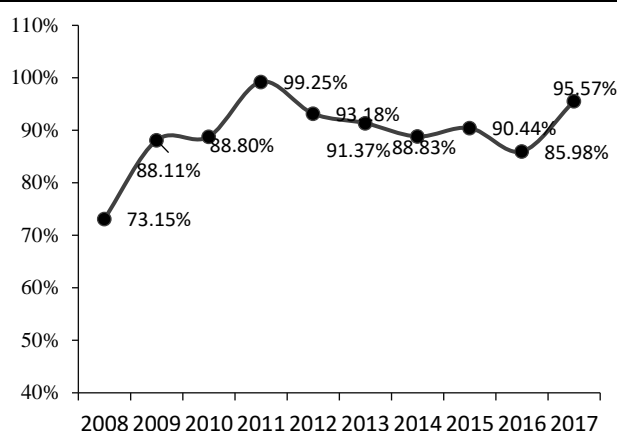
截止 2018 年 9 月 30 日，公司资产总计 4.90 亿元，负债合计 5.11 亿元，其他应付款余额较大，负债水平较高。

图 2：营业总收入与归母净利润（百万元）



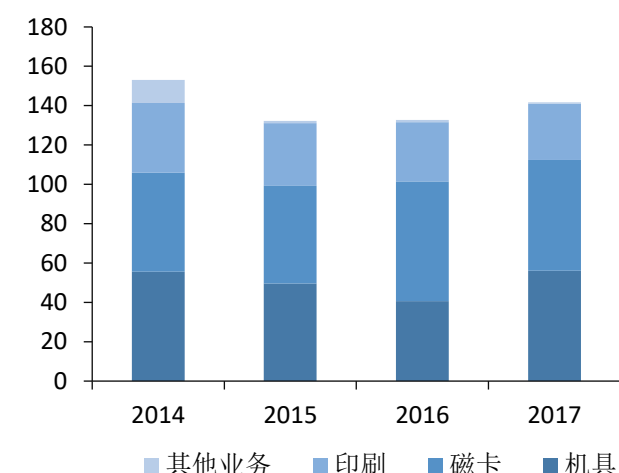
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：资产负债率



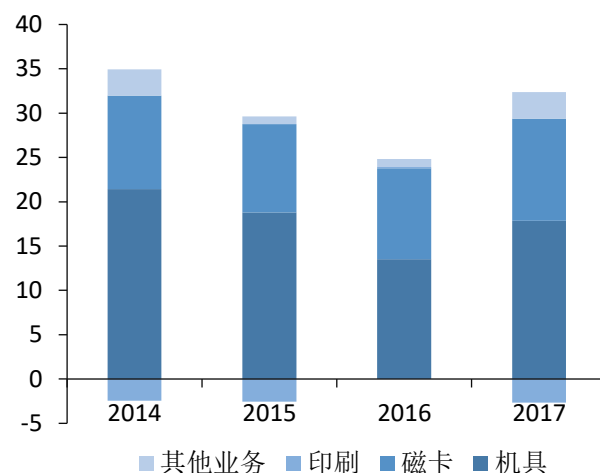
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：产品营收结构（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：产品毛利结构（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.3. 拟发行股份购买渤海石化 100%股份

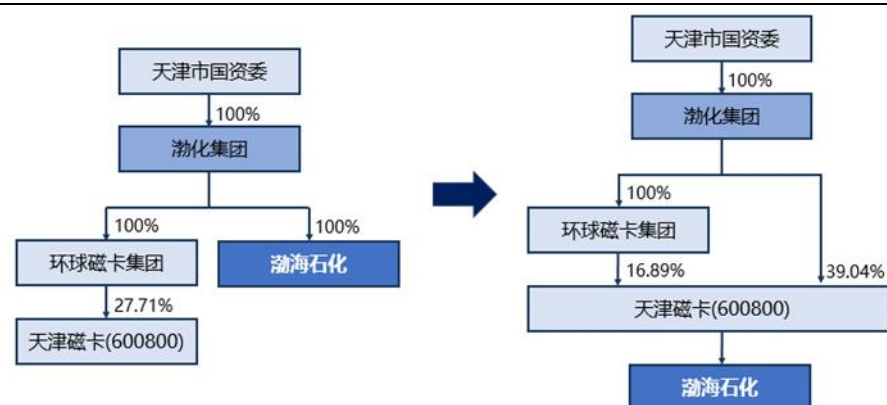
为彻底解决上市公司盈利能力低下问题，天津市国资委筹划重大资产重组。2018 年 10 月，公司披露重组预案，拟发行股份购买间接控股股东渤化集团持有的天津渤海石化有限公司(渤海石化)100%股权并配套融资，该重大资产重组构成关联交易，不构成重组上市，需通过证监会核准后方可实施。

根据本次交易方案，渤海石化的总资产评估价值为 37.80 亿元，净资产评估价值为 18.83 亿元，增值率 5.7%，交易作价初步确定为 18.83 亿元，向交易对方渤化集团非公开发行股份数量合计 391,405,994 股，发行价格 4.81 元/股。重组完成后，渤化集团将直



接持有上市公司 39.04%股份，通过磁卡集团间接持有上市公司 16.89%股份，合计持有 55.93%(未考虑配套融资)，成为上市公司控股股东。

图 6: 重组前后公司的股权结构变化示意图 (暂不考虑募集资金新增股份影响)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

根据本次重组配套融资方案，将采用询价的方式，拟向不超过 10 名（含 10 名）特募集配套资金不超过 18 亿元，发行数量不超过交易前总股本的 20%，即 122,254,209 股。由于当前股价较低，实际最终融资额将以最终发行价格为准。募集资金拟用于支付本次交易中中介机构费用与税费以及建设渤海石化丙烷脱氢装置(PDH)技术改造项目。

表 1: 募投项目简介

序号	配套资金用途	预计总投资（万元）	拟使用募集资金（万元）
1	渤海石化丙烷脱氢装置技术改造项目	295,335.00	178,300.00
2	支付本次交易中中介机构费用与税费	1,700.00	1,700.00
	合计	297,035.00	180,000.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 国内 PDH 标杆工厂，技改项目打开空间

### 2.1. Lummus 方案成就国内最成功 PDH 装置

渤化集团的 PDH 装置原运营主体为天津渤化石化有限公司(渤化石化)，渤化石化除丙烯生产外还开展丙烯贸易业务，为重组需要，需要剔除关联交易占比大的贸易业务。集团于 2018 年 4 月 12 日新设立渤海石化，以资产组的形式向渤化石化购买其 PDH 装置(包括 PSA 单元)核心资产及部分负债(贸易业务留在渤化石化)，5 月 25 日资产完成交割。

已开发成功的丙烷脱氢制丙烯技术主要有：UOP 公司的 Oleflex 工艺，Lummus 公

司的 Catofin 工艺、林德公司的 PDH 工艺和伍德公司改进的 STAR 工艺，只有 Oleflex 工艺和 Catofin 工艺进行了工业化应用。

Oleflex 工艺采用移动床连续反应、铂基催化剂，优势是操作简单、能耗低、占地少，催化剂活性高、选择性高、磨损率低，缺点是对原料纯度的要求高，操作技术难度大，催化剂有结焦问题；Catofin 工艺采用固定床间歇反应、铬系催化剂，优势在于脱氢反应单程转化率高，丙烷原料无需预处理，无需循环氢，操作成本低，缺点是铬系催化剂具有毒性(指高价格)，废剂处理难度和成本较高，投资额稍高。

渤化经过反复研究，考虑到在技术层面无法解决频繁停车清焦的问题，最终选择了 Lummus Catofin 方案，并与南方化学(催化剂供应商，后被科莱恩收购)签订协议，解决了铬系催化剂后处理难题。

渤化 60 万吨 PDH 装置 2013 年 10 月 12 日投料，仅一个月就达到 100% 负荷，多年来运行状态稳定，维护经验丰富。得益于和集团永利化工热电、煤化工等资产在公用工程、氢气消化上的协同效应，渤海石化在工程管理、成本控制方面较为领先。近三年产量均超过 60 万吨，平均负荷 100% 以上，显著高于国内采用 UOP 方案的同行。渤海石化 PDH 不仅是国内首套，也是运行效果最好的装置之一。

据卓创资讯统计，全球的 PDH 产能超过 1200 万吨/年，当前国内投产的 PDH 产能约 579.5 万吨，其中 UOP 工艺 370 万吨，Lummus 工艺 209.5 万吨，UOP 工艺运用较多。但根据我们调研，由于存在催化剂结焦难点，Oleflex 工艺的实际产能利用率普遍低于 Catofin 工艺，同行装置运行情况对比也验证了渤化当初决策的正确与前瞻。

**表 2：国内已投产 PDH 装置一览**

省份	生产企业名称	丙烯产能	工艺技术	投产时间
天津	天津渤化	60	Catofin	2013 年 10 月
浙江	浙江卫星	45	Oleflex	2014 年 8 月
浙江	宁波海越	60	Catofin	2014 年 9 月
浙江	绍兴三圆	45	Oleflex	2014 年 9 月
山东	京博石化	13	Oleflex	2015 年 5 月
江苏	张家港扬子江石化	60	Oleflex	2015 年 5 月
山东	万华化学	75	Oleflex	2015 年 8 月
山东	神驰石化	20	Catofin	2015 年 12 月
河北	海伟集团	50	Catofin	2016 年 7 月
山东	齐翔腾达	10	Catofin	2016 年 8 月
浙江	宁波福基石化	66	Oleflex	2016 年 10 月
福建	福建美得石化	66	Oleflex	2018 年
山东	东明石化	9.5	Catofin	2017 年 7 月

数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

重组公告披露，2018 年 4 月 12 日-2018 年 6 月 30 日，渤海石化实现营收 3.87 亿，净利润 4378 万，由于资产交割后实际运营时间为 5 月 25 日-6 月 30 日，收入仅覆盖了 1 个月零 6 天(费用覆盖了 2 个半月)，净利率高达 11.3%，盈利能力出色。针对资产组的模拟利润表也显示该资产盈利能力较强。

**表 3：利润表及相关指标（2018 年 4 月 12 日至 2018 年 6 月 30 日）**

项目	金额（单位：万元）
营业收入	38712.54
营业利润	5875.91
利润总额	5875.91
净利润	4378.26
扣非净利润	4378.26
毛利率	20.00%
净利率	11.31%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**表 4：模拟利润表及相关数据（单位：万元）**

项目	2018 年 1-6 月份	2017 年度	2016 年度
营业收入	199,229.22	388,409.57	337,173.87
营业利润	21,980.49	35,623.61	14,708.46
利润总额	21,980.49	35,641.47	14,710.46
净利润	16,431.71	26,581.30	10,945.08
扣非净利润	16,431.71	26,563.44	10,945.08
毛利率	16.88%	14.86%	12.68%
净利率	8.25%	6.84%	3.25%
加权平均净资产	9.49%	18.39%	/
收益率			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

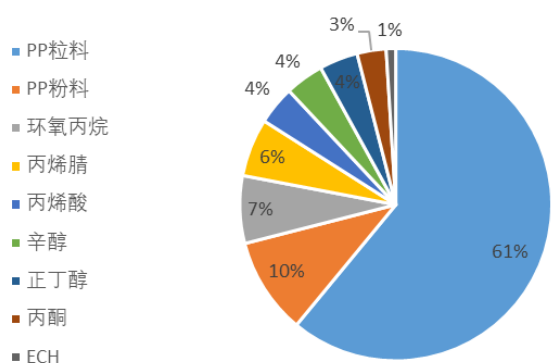
## 2.2. 看好 PDH 路线丙烯的盈利能力

### 2.2.1. 丙烯下游需求不断增长

丙烯下游需求主要包括聚丙烯(PP)、环氧丙烷(PO)、丁辛醇、丙烯腈、丙烯酸等，其中 PP 占比高达 72%。聚丙烯作为体量第二大的塑料品种，广泛应用于人们衣食住行各个领域，依然保持略高于 GDP 的复合增速，拉动丙烯需求持续稳步增长。

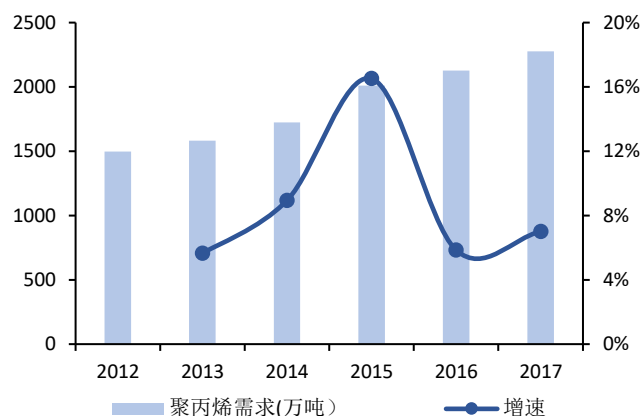


图 7: 丙烯下游需求结构



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

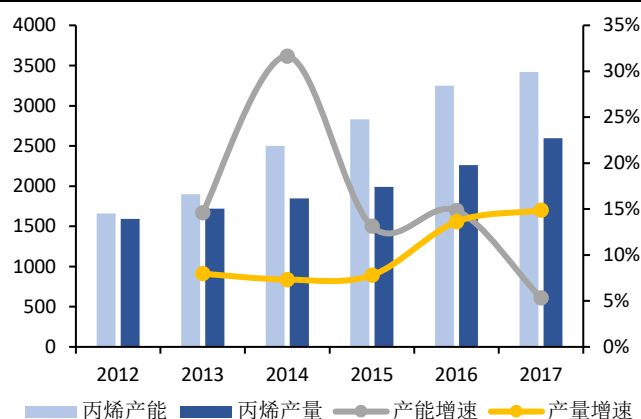
图 8: 国内聚丙烯产能产量及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

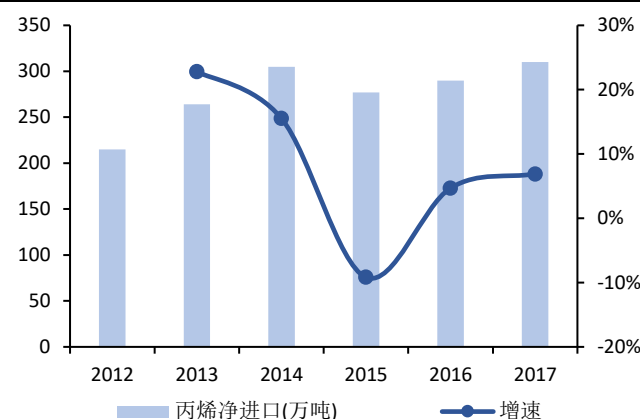
我国是全球丙烯产能最高的国家, 2009-2017 产能年均复合增速达到 9.7%, 2017 年产能达到 3422.2 万吨/年, 占比超过 27%, 且近年来开工率一直保持在 80%左右的较高水平。2016-2017 年产能增速有所放缓, 得益于下游需求旺盛, 产量仍然保持高速增长, 并且始终存在约 300 万吨的进口缺口。

图 9: 丙烯产能产量(万吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 丙烯进口缺口持续存在



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

丙烯需求将随着我国经济继续稳步增长, 根据工信部《石化和化学工业发展规划(2016-2020 年)》, 到 2020 年我国丙烯当量消费量将达到约 4,000 万吨的规模。全球范围内, 据 IHS 化学预计, 得益于亚洲等新兴市场丙烯衍生物需求强劲, 丙烯需求增速在 4.2%左右, 而美国咨询公司莱森特预测, 到 2025 年全球丙烯需求将增至 1.32 亿吨。如维持现有生产规模, 丙烯仍将存在一定缺口。

### 2.2.2. 全球范围内丙烯产能扩张基本和需求相匹配

丙烯来源主要由油头、煤头、气头三种路径。油头即传统炼厂路径, 丙烯来自乙烯裂解装置、催化裂化装置副产, 合计产能约 2050 万吨, 占比约 60%; 煤头来自煤制烯烃和甲醇制烯烃, 合计丙烯产能约 800 万吨, 占比约 23%; 气头即来自 PDH 专产乙烯,

合计产能 580 万吨，占比约 17%。

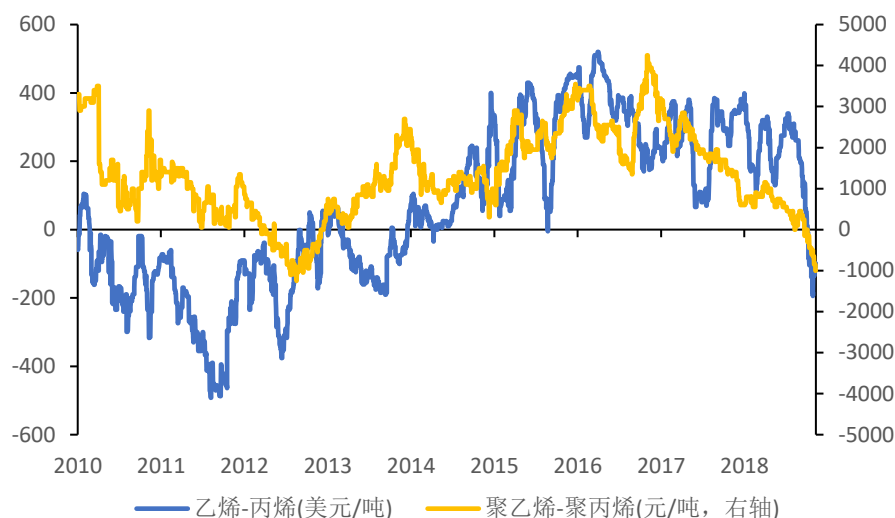
2018-2020 年，国内计划新增丙烯产能约 1000 万吨，其中油头 500 万吨、PDH 400 万吨、煤头 135 万吨。从海外来看，由于过去三年 C2 景气度强于 C3，乙烯投资意愿高于丙烯，目前已知的海外拟建 PDH 产能仅 Grupa Azoty 和 Ascend Performance Materials 的 140 万吨。全球范围内，2018-2020 年平均每年新增丙烯产能 400 余万吨，产能增速约 4%，基本和需求相匹配。考虑到目前国内经济及投资环境，部分项目有推迟可能，我们对未来丙烯及下游景气度较为乐观。

表 5：2018-2020 年新增丙烯产能

企业	地区	产能/万吨	路线	预计投产时间
中海油惠炼二期	广东	80	油头	2018.5
延安能化	陕西	25	煤头	2018.9
久泰能源	内蒙	35	煤头	2018Q4
卫星石化	浙江	45	PDH	2019.Q1
恒力炼化炼油	辽宁	44	油头	2019Q1
浙江石化	浙江	139	油头	2019Q2
中安联合	安徽	45	煤头	2019
宁夏宝丰二期	宁夏	30	煤头	2019
绍兴三圆二期	浙江	45	PDH	2019
东莞巨正源	广东	60	PDH	2019
鹏尊能源	广东	45	PDH	2019
东华能源福基二期	浙江	66	PDH	2019
恒力炼化乙烯	辽宁	40	油头	2020
渤海石化技改	天津	60	PDH	2020
金能科技	山东	75	PDH	2020
盛虹炼化	江苏	53	油头	2020
浙石化二期	浙江	147	油头	2020

数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 11: 丙烯盈利逐渐强于乙烯

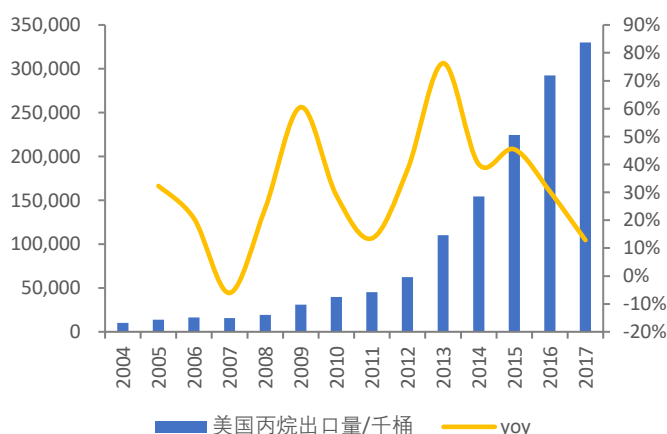


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

### 2.2.3. PDH 路线具备优势

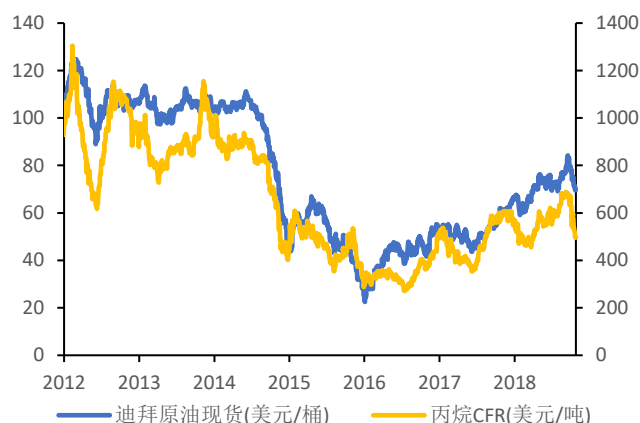
PDH 产业的崛起缘于北美页岩气产业的崛起，乙烷和丙烷的供应较为宽松，以乙烷裂解制乙烯和丙烷脱氢制丙烯为代表的原料轻质化路线逐渐趋于主流。PDH 装置盈利主要由丙烯与丙烷价差决定，页岩气产业崛起后，美国丙烷出口量大幅增加，原油对丙烷的影响政治逐步减弱。根据 IHS 的数据，2020 年美国丙烷产量将增加至 5560 万吨，而在民用燃气领域天然气对 LPG 的替代还在不断进行，预计全球范围内丙烷供应仍将宽松。在油价逐步走高的背景下，原料和油价相关度更高的炼厂路径对成本更为敏感，PDH 盈利能力具备优势。

图 12: 美国丙烷出口量大幅增长



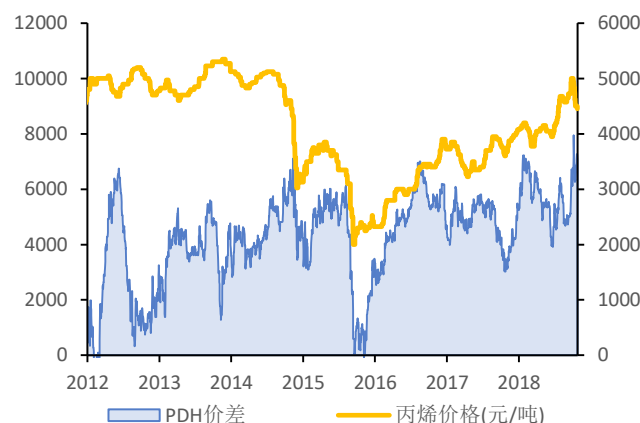
资料来源: wind, 东吴证券研究所

图 13: 丙烷价格与油价走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 丙烯及 PDH 价差回测 (元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 2.3. 技改项目带来未来成长空间

本次重组募集配套资金不超过 18 亿元, 主要用于建设渤海石化丙烷脱氢装置(PDH)技术改造项目, 该项目总投资近 30 亿元。技改完成后, 渤海石化丙烯产能将在现有基础上翻倍, 达到 120 万吨, 产能规模跻身国内 PDH 厂商前二, 带来未来成长空间。

## 3. 渤化集团唯一上市主体, 有望成为现代石化产业整合平台

### 3.1. 四大基地五大板块, 渤化集团实力雄厚

公司间接控股股东渤化集团历史悠久, 渤化氯碱资产曾于 94 年联交所上市, 95 年上交所上市, 后因连续亏损在 2000 年退市。资本市场虽有停滞, 但集团仍在不停向前发展, 目前化工类资产已形成石油化工、煤化工、氯碱、橡胶制品、精细化工、化工新材料等几大板块。

集团主要化工资产分布在临港、南港、塘沽、汉沽四大基地, 其中临港与南港基地是集团发展的重心; 塘沽和汉沽为老基地, 由于离城区较近, 逐步搬迁退出, 永利化工老厂已全部搬迁至临港新厂, 大沽化工老厂和渤天化工正在搬迁至南港基地中(两化搬迁项目)。当前塘沽和汉沽基地主要是渤化集团的盐资产, 包括长芦海晶和渤化永利两个子公司。临港基地与中石化中沙(天津)石化之间有原料输送管道, 管网可拓展至南港基地, 而南港基地又毗邻中石油大港石化, 两大园区都已形成一定规模, 产业链完整, 区位优势明显。

表 6: 四大基地及核心子公司

基地	子公司
临港工业园	渤海石化、永利化工新厂、大沽化工新厂、海力达化工
南港工业园	渤化发展
塘沽基地	永利化工老厂区（已搬迁）、长芦海晶、大沽化工老厂区（搬迁中）
汉沽基地	渤天化工（搬迁中）

数据来源：公司网站，东吴证券研究所

五大板块中，氯碱和盐产品是传统老业务，发展历史悠久，石油化工和煤化工是现阶段集团的核心业务，也是未来重点发展的两大板块。

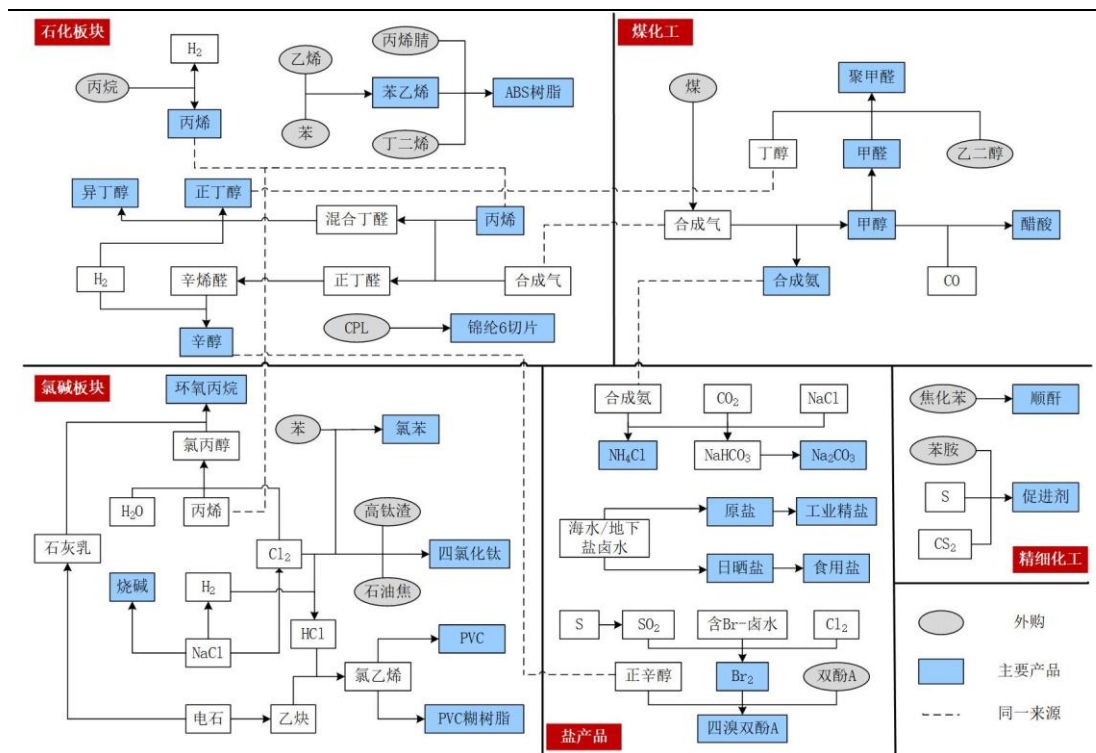
表 7: 渤化石化产能状况

板块	产品	产能（万吨）	子公司
石油化工	丙烯	60	渤海石化
	苯乙烯	50	大沽化工
	ABS 树脂	40	大沽化工
	丁辛醇	50	永利化工
	锦纶 6 切片	4.2	长芦海晶
煤化工	合成氨	30	永利化工
	甲醇	50	永利化工
	醋酸	20	永利化工
	聚甲醛	4	永利化工
氯碱	烧碱	90	大沽老厂、渤天
	PVC	80	大沽老厂
	环氧丙烷	15	大沽老厂
	PVC 糊树脂	20	渤天化工
	四氯化钛	4	大沽老厂
盐产品	氯苯	5	大沽老厂
	纯碱	80	永利化工
	氯化铵	80	永利化工
	原盐	100	长芦海晶
	日晒盐	50	长芦海晶
	工业精盐	15	长芦海晶
	食用盐	15	长芦海晶
	溴素	1.25	长芦海晶

	四溴双酚 A	1.5	长芦海晶
精细化工	顺酐	10	精细化工公司
	促进剂	4.1	精细化工公司

数据来源：渤化中票募集说明书，东吴证券研究所

图 15：渤化集团五大板块产业链结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所整理

2017 年，渤化集团公司经济总量达到 1120 亿元，位列中国企业 500 强第 139 位，中国制造业企业 500 强第 47 位，天津市企业 100 强第 5 位，集团实力雄厚。

### 3.2. 集团储备项目丰富，长期空间广阔

渤化集团紧紧抓住天津市滨海新区开发开放历史机遇，策划实施了一批重大产业项目，储备项目丰富。目前在建的主要生产项目有渤化内蒙能源化工综合基地一期 40 亿方煤制天然气联产 75 万吨聚烯烃项目、60 万吨/年甲醇制烯烃项目（总投资 39 亿元，计划 2020 年投产）和 60 万吨/年丙烷脱氢制丙烯项目（总投资 30 亿元，计划 2020 年投产）等。上述储备项目建成后，渤化集团的烯烃生产能力将得到较大扩张。



表 8: 集团储备项目

实施主体	项目	主要产品	进度
PDH 技改	渤海石化	60 万吨丙烯	重组后建设, 预计 20 年投产
丁辛醇扩建	永利化工	30 万吨丁辛醇	未定
丙烯腈及配套	海力达化工	26 万吨丙烯腈、8 万吨 MMA	待批
两化搬迁	渤化发展	烧碱、PVC	搬迁中
MTO 及下游	渤化发展	2X180 万吨 MTO, 下游 PE(30)、PP(60)、EO(6)、AEO、PEG、SM(45)、PO(20)、聚醚(10)等	已开工, 预计 20-21 年投产
乙烷裂解项目	渤化发展	100 万吨乙烯	规划

数据来源: 渤化中票募集说明书, 东吴证券研究所

### 3.3. 大集团小公司, 资产存在进一步整合可能

本次重组完成后, 公司将成为渤化集团唯一上市平台, 但本次重组标的渤海石化年收入仅 40 亿元, 不到集团总量的 4%, 是典型的大集团小公司模式。天津市响应党中央、国务院有关深化国有企业改革的号召, 于 2017 年制定出台了《关于进一步深化国有企业改革的实施意见》(津党发【2017】5 号文), 提出进一步推进市国有企业改革。到 2020 年, 竞争类企业资产证券化率需达到 50%, 具备条件的企业集团实现整体上市挂牌或核心资产上市挂牌。渤化集团核心资产证券化是天津市国有企业混改整体部署的重要组成部分。

另一方面, 集团现有业务中, 永利化工丁辛醇的原料向重组标的渤海石化采购, 已存在一定数量的关联交易。未来集团丙烯腈项目、MTO 项目、乙烷裂解项目落地后, 与重组标的的关联交易和同业竞争还将大幅增加。此外, 项目投资庞大, 存在较大资金需求。

因此我们判断, 在重组成功的前提下, 未来资产存在进一步整合可能, 上市公司有望成为渤化集团现代石化产业整合平台。

## 4. 盈利预测和投资建议

### 4.1. 核心假设

- 1、假设本次重组顺利进行, 渤海石化于 2018 年并表。
- 2、暂不考虑募集资金进行配套融资。
- 3、基于对未来丙烯供需偏紧的判断, 假设丙烯 2018 年-2020 年含税销售均价为

8580 元/吨，8650 元/吨，8700 元/吨。（2018 年销售均价按 1 月至今的平均价计算）

4、根据公告对于重组问询函回复数据，假设 2018-2020 年丙烷不含税均价分别为 3836.08 元/吨，3857.22 元/吨，3878.42 元/吨。

5、假设天津磁卡原主营业务保持稳定。

#### 4.2. 盈利预测与估值

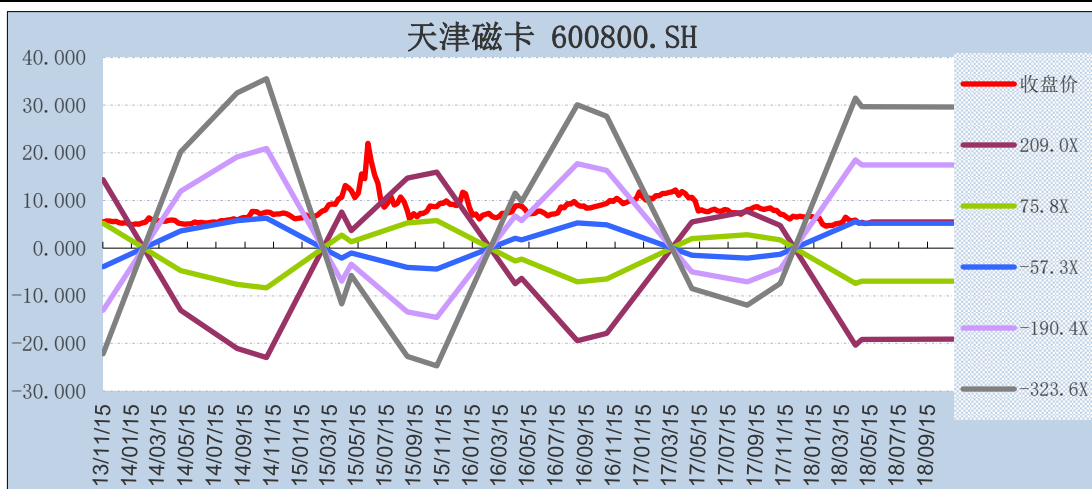
假设 2018 年重组完成，渤海石化并表，暂不考虑募集资金配套融资影响，我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 45.58 亿元、46.11 亿元和 46.57 亿元，其中原上市公司 2018-2020 年营业收入分别为 1.58 亿元、1.75 亿元和 1.95 亿元，渤海石化 2018-2020 年营业收入分别为 44 亿元、44.36 亿元和 44.62 亿元；净利润分别为 3.55 亿元、3.73 亿元和 3.87 亿元；EPS 分别为 0.35、0.37、0.39 元；当前股价对应 PE 分别为 17X、16X 和 15X。考虑到 PDH 持续盈利能力和未来集团资产整合预期，可给予公司 2018 年 20 倍估值。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：渤海石化 PDH 盈利预测

	2018	2019	2020
丙烯产能/万吨	60	60	60
丙烯产量/万吨	60	60	60
丙烷均价（元/吨，不含税）	3,836.08	3,857.22	3,878.42
丙烯均价（元/吨，不含税）	7,333.33	7,393.16	7,435.90
营业收入/百万元	4400.00	4435.90	4461.54
营业成本/百万元	3658.98	3674.20	3689.46
预测毛利/百万元	1,235.04	1,269.50	1,286.79
预测毛利率	16.84%	17.17%	17.31%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 16: 历史股价 PE/PB band



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 5. 风险提示

### 5.1. 资产重组进展存在不确定性

本文所有分析及推荐均基于资产重组顺利进行的假设。提示当前重大资产重组仍未完成，程序上仍存在不确定性。此外，渤化集团的化工资产整体上市仍处于规划阶段，未来集团资产整合的时间也存在不确定性。

### 5.2. 丙烷丙烯价差大幅波动的风险

由于 PDH 的盈利基本取决于丙烷丙烯的价差，丙烷和丙烯的价格波动较大，会对盈利产生较大影响。

天津磁卡三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>226</b>	<b>1521</b>	<b>1818</b>	<b>2231</b>	<b>营业收入</b>	<b>142</b>	<b>4558</b>	<b>4611</b>	<b>4657</b>
现金	44	350	642	1050	减:营业成本	114	3785	3812	3842
应收账款	116	117	118	119	营业税金及附加	2	46	46	47
存货	31	189	191	192	营业费用	6	137	138	140
其他流动资产	34	865	868	870	管理费用	68	228	231	233
<b>非流动资产</b>	<b>295</b>	<b>3469</b>	<b>3462</b>	<b>3455</b>	财务费用	0	-0	2	-0
长期股权投资	153	153	153	153	资产减值损失	3	0	0	0
固定资产	64	2891	2888	2884	加:投资净收益	-8	-2	-2	-2
在建工程	33	33	33	33	其他收益	0	0	-0	0
无形资产	35	381	378	374	<b>营业利润</b>	<b>-60</b>	<b>362</b>	<b>380</b>	<b>395</b>
其他非流动资产	11	11	11	11	加:营业外净收支	-0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>520</b>	<b>4990</b>	<b>5280</b>	<b>5686</b>	<b>利润总额</b>	<b>-61</b>	<b>362</b>	<b>380</b>	<b>395</b>
<b>流动负债</b>	<b>488</b>	<b>1925</b>	<b>1835</b>	<b>1846</b>	减:所得税费用	0	0	0	0
短期借款	5	101	0	0	少数股东损益	-1	7	7	7
应付账款	92	189	191	192	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-60</b>	<b>355</b>	<b>373</b>	<b>387</b>
其他流动负债	391	1635	1644	1654	EBIT	-61	362	382	394
<b>非流动负债</b>	<b>9</b>	<b>797</b>	<b>797</b>	<b>797</b>	EBITDA	-56	370	390	402
长期借款	0	0	0	0	<b>重要财务与估值指</b>				
其他非流动负债	9	797	797	797	<b>标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债合计</b>	<b>497</b>	<b>2722</b>	<b>2632</b>	<b>2643</b>	每股收益(元)	-0.10	0.35	0.37	0.39
少数股东权益	-35	-29	-21	-14	每股净资产(元)	0.10	2.29	2.66	3.05
归属母公司股东权益	59	2297	2670	3057	发行在外股份(百万 股)	611	1003	1003	1003
<b>负债和股东权益</b>	<b>520</b>	<b>4990</b>	<b>5280</b>	<b>5686</b>	ROIC(%)	-215.3%	15.3%	14.4%	13.0%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>					ROE(%)	-101.7%	15.4%	14.0%	12.7%
	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	19.2%	17.0%	17.3%	17.5%
经营活动现金流	-71	213	397	410	销售净利率(%)	-42.0%	7.8%	8.1%	8.3%
投资活动现金流	8	-3	-3	-3	资产负债率(%)	95.6%	54.5%	49.8%	46.5%
筹资活动现金流	5	96	-103	0	收入增长率(%)	6.8%	3118.4%	1.2%	1.0%
现金净增加额	-58	305	292	408	净利润增长率(%)	-407.4%	/	5.1%	3.8%
折旧和摊销	5	8	8	8	P/E	-60.80	16.73	15.92	15.33
资本开支	1	1	1	1	P/B	61.85	2.58	2.22	1.94
营运资本变动	-24	-134	5	6	EV/EBITDA	-73.37	11.01	10.43	10.12

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

(注: 本预测假设 2018 年上市公司已收购渤海石化, 不考虑募集配套资金。)

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>