

分离丙烯难获烯烃高增长

中性 首次评级

投资要点:

- 世界聚烯烃产消稳步增长
- 全球聚烯烃工业由欧美转向中东和亚太
- 公司分离丙烯难获烯烃高增长
 - 1、 烃及衍生物带动行业盈利超预期,但公司由于分离丙烯难获烯烃高增长
 - 2、 2010 年丙烯价格看涨,但无法使公司聚丙烯毛利提升
- 丙烯下游环氧丙烷消费看好
- 未来几年丙烯国内外装置增加并不太多
- 国际油价在供大于求背景下不可能大幅上升,继续运行在 2010 年 N 型趋势中
- 根据各项业务综合计算,我们预计公司 2010 年每股收益 0.30 元,2011 年盈利预测为 0.35 元,2012 年为 0.40 元
- DCF-WACC 模型估值结果敏感性分析的合理区间为 5.63-7.35 元,相对估值区间为 5.15-5.78 元,平均估值区间为 5.39-6.57 元

下游复苏和垄断决定三大合成材料盈利高涨,我们判断烯烃将带动石化行业于 2010 年上半年提前进入景气周期。茂化实华主营聚丙烯,但由于公司是分离丙烯气,然后再生聚丙烯,没有裂解炉装置,丙烯价格看涨,但无法使公司聚丙烯毛利提升。对公司 2010-2012 年盈利预测为 0.30 元、0.35 元和 0.40 元,给予中性评级。
- 主要风险因素

石化行业与国际油价相关性极强,国际油价变动幅度较大,向上或向下远超出我们预测的波动区间。

主要财务指标

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3783.36	2712.75	3385.51	3764.69	4122.33
增长率%	15.53%	-28.30%	24.80%	11.20%	9.50%
净利润(百万元)	11.16	151.92	156.04	182.86	208.12
增长率%	-91.18%	1261.35%	2.71%	17.19%	13.81%
摊薄 EPS(元)	0.021	0.292	0.300	0.352	0.400
PE	286.96	21.08	20.52	17.51	15.39
EV/EBITDA(X)	46.01	9.75	9.86	7.45	7.17
PB	4.63	4.30	4.01	3.72	3.43
ROE	1.61%	20.41%	19.55%	21.23%	22.30%

资料来源: 中国银河证券研究所

合理估值区间: 5.39-6.57 元

分析师

李国洪

✉: liguohong@chinastock.com.cn

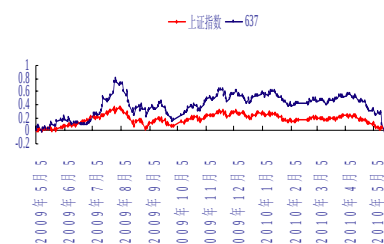
☎: (8610) 6656 8876

执业证书编号: S0130207091551

市场数据 时间 2010.05.21

A 股收盘价(元)	6.16
A 股一年内最高价(元)	11.67
A 股一年内最低价(元)	5.75
上证指数	2584
市净率	4.01
总股本(万股)	51988
实际流通 A 股(万股)	34158
限售的流通 A 股(万股)	17830
流通 A 股市值(亿元)	21.04

相对上证综指表现图



资料来源: 中国银河证券研究所

相关研究

1. 《石油化工 2009 年策略报告: 双石双降促双赢》 08.10.20
2. 《石油化工 2010 年策略报告: 低 C 变革炼油, 成长引领化工》 10.01.01

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

下游复苏和垄断决定三大合成材料盈利高涨,世界聚烯烃产消稳步增长,全球聚烯烃工业由欧美转向中东和亚太,聚烯烃行业在后金融危机时向好,我们判断烯烃将带动石化行业于2010年上半年提前进入景气周期。茂化实华主营聚丙烯,但由于公司是分离丙烯气,然后再生产聚丙烯,没有裂解炉装置,丙烯价格看涨,但无法使公司聚丙烯毛利提升。

我们与市场不同的观点:

市场认为2010年国际油价会大幅上升。我们认为国际油价在供大于求背景下不可能大幅上升,继续运行在2010年N型趋势中。中国重化工业促使石油消费继续刚性增长,GDP增速回落拖累石化行业有限。石化固定资产投资和对外贸易依然活跃,高集中度垄断经营促使行业抗风险能力较强,聚烯烃行业在后金融危机时向好,但由于公司是分离丙烯气,无法享受聚丙烯毛利提升。

估值与投资建议:

DCF-WACC 模型估值结果敏感性分析的合理区间为 5.63-7.35 元,相对估值区间为 5.15-5.78 元,平均估值区间为 5.39-6.57 元。我们判断烯烃将带动石化行业于2010年上半年提前进入景气周期。茂化实华主营聚丙烯,但由于公司是分离丙烯气,然后再生产聚丙烯,没有裂解炉装置,丙烯价格看涨,但无法使公司聚丙烯毛利提升。我们对公司2010-2012年盈利预测为0.30元、0.35元和0.40元,给予中性评级。

股价表现的催化剂:

受节能减排、环保政策影响,石化小企业将面临较大的成本压力,一些没有竞争优势的小企业(如缺少资源的小炼厂)难逃“关停并转”厄运,面临被大企业集团的整合,因此石化行业并购整合与重组将明显加剧,是良好催化剂。

主要风险因素:

1、石化行业与国际油价相关性极强,国际油价变动幅度较大,向上或向下远超出我们预测的波动区间。国际油价的大幅波动势必会引发产业链价格波动较大,而我国期货市场发展还很不完善,众多石油化工产品没有期货,企业无法对冲风险,而石化行业公司业绩与国际油价相关性极强,国际油价的大幅波动传导到企业利润上致使公司业绩波动超出我们的预期。

2、公司生产装置发生安全生产事故(石油化工企业发生装置事故概率较大)

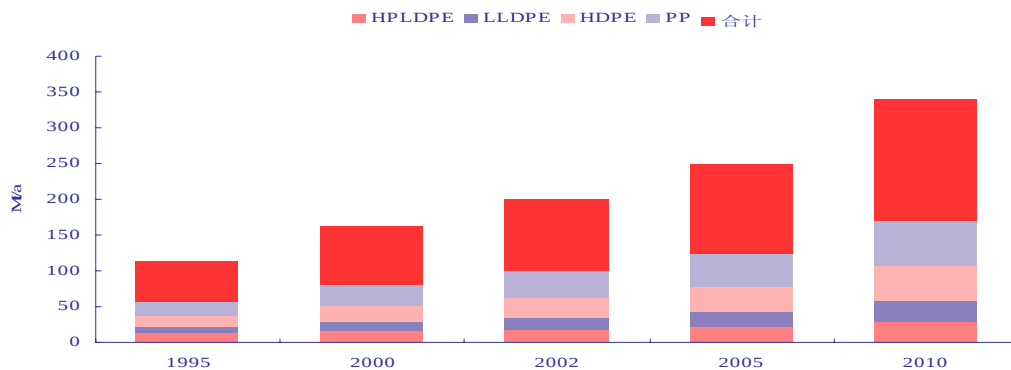
目 录

一、世界聚烯烃产消稳步增长.....	2
二、全球聚烯烃工业由欧美转向中东和亚太.....	3
三、公司分离丙烯难获烯烃高增长.....	4
(一)、烃及衍生物带动行业盈利超预期,但公司由于分离丙烯难获烯烃高增长.....	4
(二)、2010 年丙烯价格看涨,但无法使公司聚丙烯毛利提升	5
四、丙烯下游环氧丙烷消费看好.....	5
五、未来几年丙烯国内外装置增加并不太多.....	6
六、国际油价在供大于求背景下不可能大幅上升,继续运行在 2010 年 N 型趋势中.....	10
七、投资建议.....	13
八、公司股票表现的催化剂.....	13
九、主要风险因素.....	13
十、公司战略与竞争力分析.....	13
十一、估值: 合理价值区间 5.39-6.57 元.....	14
(一)、相对估值区间: 5.15-5.78 元	14
(二)、绝对估值 DCF 模型合理价值区间: 5.63-7.35 元.....	14
(三)、合理价值区间: 5.39-6.57 元	16

一、世界聚烯烃产消稳步增长

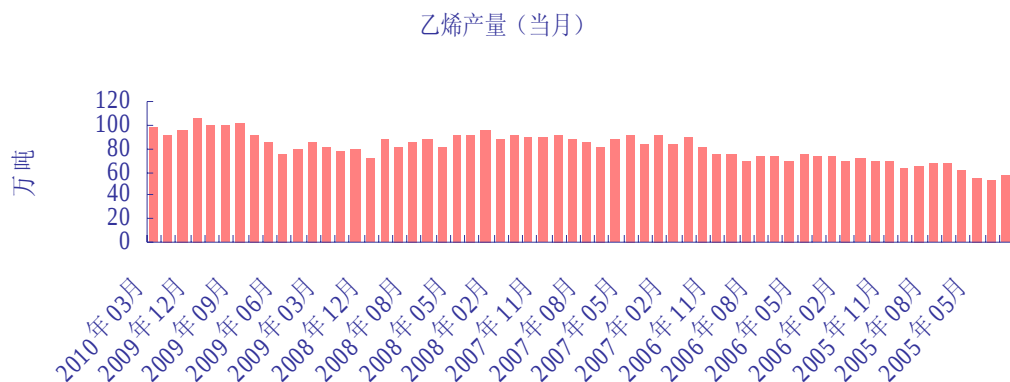
聚烯烃(Polyolefin, PO)是烯烃的均聚物和共聚物的总称, 主要包括聚乙烯、聚丙烯和聚1-丁烯及其他烯烃类聚合物。工业生产的聚乙烯(Polyethylene, PE)有三个品种: 高密度聚乙烯(HDPE)、低密度聚乙烯(LDPE)、线性低密度聚乙烯(LLDPE)。还有一些具有特殊性能的聚乙烯小品种, 如高分子量高密度聚乙烯(HMWHDPE)、乙烯-醋酸乙烯共聚物(E-VA)、甚低密度聚乙烯(VLDPE)和超低密度聚乙烯(ULDPE), 以及其他以乙烯为主要单体的各种共聚物。聚丙烯(Polypropylene, PP)根据高分子链立体结构不同有三个品种: 等规聚丙烯(iPP)、无规聚丙烯(aPP)和间规聚丙烯(sPP)。聚烯烃树脂作为重要的合成材料之一, 直接影响到国民经济的发展及国民消费水平的提高, 尤其是与包装、农业、建筑、汽车、电气和电子等下游行业紧密相关。由于聚烯烃具有良好的性能价格比, 在合成材料中的需求率不断提高, 因此世界聚烯烃的生产能力增长率通常为5%左右。

图 1: 世界聚烯烃生产稳定增长



资料来源: 国际能源署, 中国银河证券整理

图 2: 中国乙烯产量稳步增长

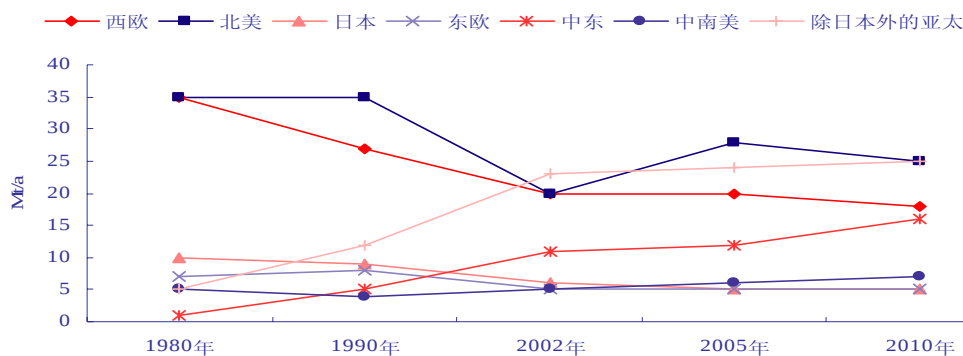


资料来源: WIND

二、全球聚烯烃工业由欧美转向中东和亚太

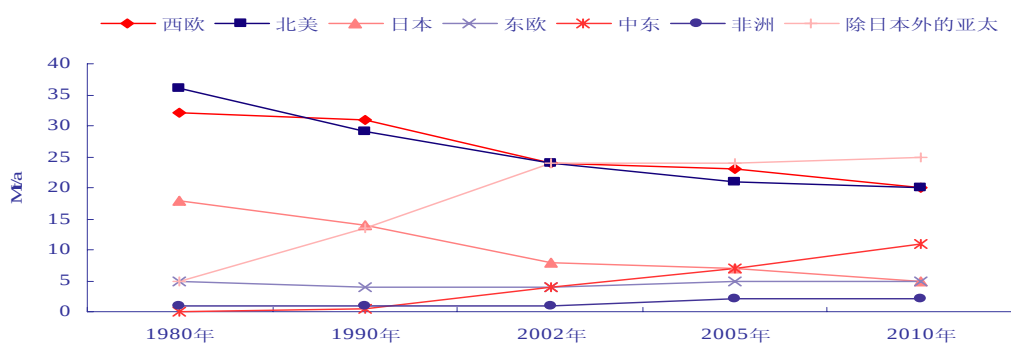
20 世纪 80 年代，北美、西欧、日本等发达国家各大石油化工公司掌握先进的聚烯烃生产技术，因此三个地区的生产能力占全球 80% 以上。20 年后，为节省原料和成品庞大的运输费用，生产装置纷纷向市场所在地和原料产地转移，使北美、西欧、日本的生产能力到 21 世纪初已下降到 50% 左右。相反，具有丰富原料的中东和未来主要成品市场亚太地区的生产能力所占比例明显上升。目前，北美、西欧和亚洲已成为聚烯烃工业三大主要产地。从需求情况来看，到 2010 年时亚太地区将成为最大的 PE 树脂进口地区，其中中国需求量最大。目前中国正成为世界上最大的 PE 薄膜和包装袋出口国，大量供应北美、西欧和日本。目前亚太地区 PE 需求量将超过北美和西欧，成为 PE 最大消费地区。PE 工业未来的竞争对手不仅有传统材料如纸张、金属、玻璃，还需承受来自其他树脂的冲击。在软包装领域，三种 PE 树脂仍将占主导，但 PP 树脂应用范围正在不断拓宽，特别是在快餐包装领域。

图 3：全球 PE 生产能力分布的变化



资料来源：国际能源署，中国银河证券整理

图 4：全球 PP 生产能力分布的变化



资料来源：国际能源署，中国银河证券整理

三、公司分离丙烯难获烯烃高增长

(一)、烃及衍生物带动行业盈利超预期，但公司由于分离丙烯难获烯烃高增长

因烃类下游产品近期涨价幅度远高于原料石脑油价格涨幅，目前乙烯、丙烯等烃及衍生物 EBIT 已经高达 4000 元/吨，烃及衍生物打开了石化行业盈利空间，如同 2003 年的扬子石化一样，烯烃会带动芳烃等烃及衍生物价格上涨，从而使三大合材料毛利高涨，目前三大合材料价格已经上涨至历史最高水平的 85% 左右，而原料原油、石脑油价仅为历史最高水平的 60%，毛利显然已经明显上升，我们认为烃及衍生物带动的三大合成材料高盈利状况将会持续 1-2 年，历史上每次烃类复苏都有 2 年左右时间。

由于公司是从茂名石化总公司给的丙烷、丙烯、正丁烯、异丁烯等液化气组分中分离丙烯气，然后再生产聚丙烯，没有裂解炉装置，很难分享到丙烯利润高涨带来的利润增长，因为茂名石化总公司根据丙烯的市场定价与公司结算。

图 5：国际乙烯价格趋势

2007—2010 年乙烯东南亚 CFR 价格走势图



—— 乙烯 东南亚 CFR（美元/吨）

资料来源：百川资讯

图 6：国际丙烯油价格趋势

2007—2010 年丙烯东南亚 CFR 价格走势图

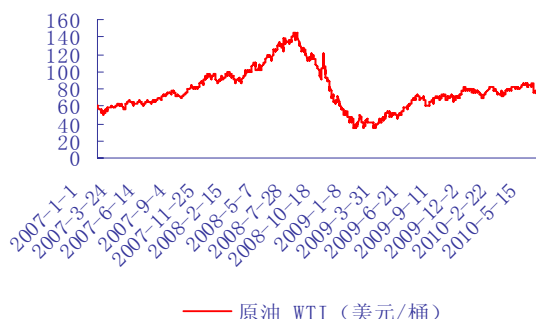


—— 丙烯 东南亚 CFR（美元/吨）

资料来源：百川资讯

图 7：国际原油价格趋势

2007—2010 年原油 WTI 价格走势图

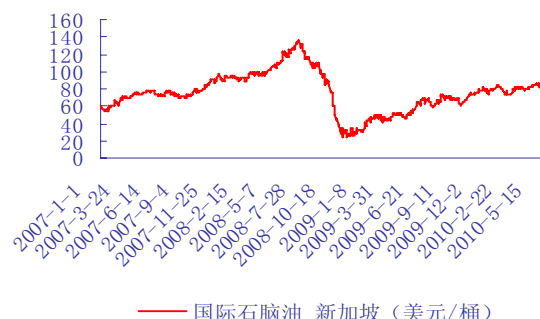


—— 原油 WTI（美元/桶）

资料来源：百川资讯

图 8：国际石脑油价格趋势

2007—2010 年国际石脑油价格走势图

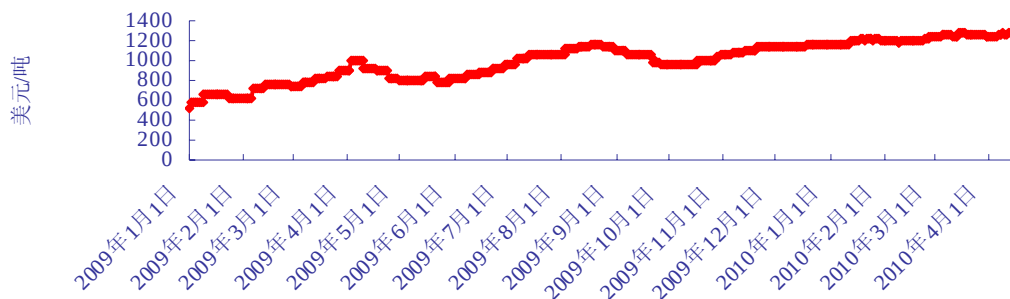


—— 国际石脑油 新加坡（美元/桶）

资料来源：百川资讯

(二)、2010 年丙烯价格看涨，但无法使公司聚丙烯毛利提升

图 9：亚洲丙烯价格趋势图



资料来源：百川资讯

近期国内丙烯市场资源紧张，市场价格大幅跳涨，国内丙烯延续上冲态势。山东丙烯市场涨幅较快。目前主流报价在 10600-10700 元/吨，低端成交在 10000-10200 元/吨，部分高端成交在 10700-10800 元/吨。聚丙烯跟涨丙烯上扬，和丙烯价差犹在。东北地区丙烯价格在 10000-10200 元/吨，周涨幅 150 元/吨；华北地区丙烯价格在 10000-10050 元/吨，周上调 150 元/吨；山东地区丙烯主流成交在 10400-10600 元/吨附近，周上涨 100 元/吨；西北地区丙烯价格在 9650-9750 元/吨，周调涨 200 元/吨。西北地区周内货源基本正常，货源多地区内和周边消耗，价格也呈现上调趋势。但由于公司是分离丙烯气，然后再生产聚丙烯，没有裂解炉装置，丙烯价格看涨，但无法使公司聚丙烯毛利提升。

表 1：公司主营业务分行业、产品构成情况

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率 (%)	营业收入比上年增减%	营业成本比上年增减%	营业利润率比上年增减
行业						
石油化工	269,970.78	244,949.29	9.27	-28.53	-32.99	增加 6.1 个百分点
其他	1,303.93	735.71	43.58	123.60	371.45	减少 29.66 个百分点
合计	271,274.72	245,685.00	9.43	-28.30	-32.82	增加 6.16 个百分点
产品						
聚丙烯	122,162.42	101,787.20	16.68	-19.14	-27.55	增加 6.43 个百分点
液化气	115,044.55	114,386.87	0.57	-35.71	-36.45	增加 0.22 个百分点

资料来源：公司公告

四、丙烯下游环氧丙烷消费看好

丙烯下游环氧丙烷消费看好，依托原油市场和原料丙烯的上扬趋势，国内环氧丙烷市场持货商报价纷纷上调，目前环氧丙烷市场主体成交在 14100-14300 元/吨上下浮动。但是，近期下游聚醚市场行情的回落对环氧丙烷市场也有一定的影响，不过由于下游聚醚市场需求整体平稳，环氧丙烷货源供应偏紧，预计未来一周国内环氧丙烷市场以稳定为主线，并进行小

幅盘整。

厂家方面：山东滨化环氧丙烷最新挂牌价格执行 14300 元/吨。厂家装置满负荷，日产量 530 吨，出合同货为主，无库存。厂家装置运行正常，货源比较紧张，销售平稳。山东东辰环氧丙烷厂家挂牌执行 14200-14300 元/吨，实际成交价现在 14000-14100 元/吨。厂家装置运行稳定，负荷在 9 成左右，日产量达到 150 吨，库存低位，销售平稳。石大胜华环氧丙烷挂牌 14000 元/吨，实际成交价格 13800 元左右，装置开工正常，自用为主，外销不多，日外销量在 30 吨左右，本周库存在 100 吨。金浦锦湖环氧丙烷目前挂牌在 14700 元/吨，成交略低至 14500 元，厂家装置运行正常，部分自用，销售平稳，库存不高。天津大沽环氧丙烷最新挂牌 14200 元/吨，实际成交在 13900-14000 元/吨，装置开工 5-6 成，自用为主，少量外销。福建湄洲湾环氧丙烷厂家装置运行正常，目前出厂 13800-13900 元/吨，厂家表示库存不高，以供应合同户为主。锦西化工环氧丙烷挂牌 13800 元/吨，成交略低，产品少量自用，销售良好，厂家装置负荷七成。沈阳金碧兰环氧丙烷价格平稳，现挂牌价格执行 14200-14500 元/吨，成交价格 14200 元/吨左右，厂家装置运行正常，开工 8 成以上，日产量 100 吨左右，外销量在 50%，库存合理，销售情况一般，主供东北周边地区。

近日环丙工厂短期内产销均呈现两旺局面，从装置的情况来看：山东及华北多数工厂大多数处于高负荷状态，东北地区锦西化装置开工虽一般，但下游拿货较为积极。山东金岭则因定期除渣而使其供应减量半数，预计到下月初时能基本恢复。销售方面，前期观望的买家受到丙烯止跌反弹以及市场整体采购情绪带动，年前采购几乎没有缩减迹象。多数 po 工厂均表示库存处于低位水平甚至无库存状态。

五、未来几年丙烯国内外装置增加并不太多

越南正在准备启动该国的第一个丙烯装置。位于广义省 Dung Quat 的 15 万吨/年丙烯是一催化裂化装置。日本贸易公司 Marubeni 公司日前签订了一份合同，购买所有该工厂的丙烯直到 2010 年 5 月该公司启动其 15 万吨/年聚丙烯装置。

印尼 Pertamina 公司 2013 年或 2014 年正在考虑建立一个丙烯厂。拟建的工厂，这将是该公司的第三个丙烯装置，初步预计生产能力为 140000-150000 吨/年丙烯。Pertamina 公司的其他丙烯厂，在 Plaju 和 Balongan，可以生产合计 29.500 万吨/年丙烯。这个国家的其他丙烯生产商 Chandra Asri，它有能力生产 306000 吨/年的蒸汽裂解装置在 Anyer。

表 2：部分拟建、扩建装置

公司	位置	产品	产能 (千吨/年)	备注
Sibur	Kstovo, Rus	乙烯	240	2010 扩能至 360 万吨
Sibur	Orenburg, Rus	乙烯	100	计划至 2011 建成
PQU	Santo Andre, Brz	乙烯	320/640	计划至 2014 建成
Pemex	墨西哥	乙烯	600	拟建
PDP	智利	乙烯	450	2010 建成，拟建
SP Chemical	越南	乙烯	产能 800	2014 计划建成
Lotte Daesan	Daesan	丙烯	扩能 175; 产能 500	已完成
湖南石化	Yechoon	乙烯	扩能 30; 产能 730	已完成

公司	位置	产品	产能 (千吨/年)	备注
延长	陕西	丙烯	产能 200	计划 2010 年上半年建成
Aramco/Exxon	福建	乙烯	产能 800	2010 年初建成
IRPC	Map Ta Phut	丙烯	扩能 64; 产能 376	2012 年建成
CPC	Talin	丙烯	产能 600	2010 年下半年建成
CPC	临园	乙烯	产能 600	2011 年第四季度
Ecopetrol	Cartagena	丙烯	300	拟建
Showa Denko	大分	乙烯	产能 695	2010 年计划完成
Exxon Mobil	新加坡	乙烯	1 百万	2011 年计划完成
SP	Vietnam	乙烯	800	2014 年建成

资料来源: 百川资讯

表 3: 国内丙烯厂家运行动态

生产企业	出厂价格 (元/吨)	较上周同期涨跌	产能 (万吨/年)	装置情况	备注
锦州石化	10000	-200	3	正常	产销正常, 自用为主
锦西炼化	/	/	3	正常	自用为主, 无量外销
黑龙江石化	10100	0	8	正常	主供周边地区, 开工负荷低
天津石化	9950	0	4	正常	产销正常, 主供周边地区
天津大港	/	/	3	停车	
齐鲁石化	/	/	15	正常	无量外放
胜利稠油厂	10700	200	3.6	开车	产销正常
青岛石化	10400	0	8	开车	产销正常
金诚石化	10550	0	4	正常	产销正常
淄博汇丰	10700	100	8	正常	装置运行正常
石大胜华	10600	100	4.3	正常	自用为主, 无量外销
利津石化	10650	150	4	正常	随产随销, 库存低
垦利石化	/	/	2	停车	
东营博源	10500	100	2	正常	MTBE 装置开车
咸阳助剂	9700	0	5	正常	装置运行正常
西安石化	9705	0	3	正常	产销正常
玉皇化工	10805	250	3.6	正常	装置运行正常
山东圣世	/	/	6	停车	已被玉皇化工收购

资料来源: 百川资讯

表 4: 美国装置动态

公司	位置	产品	产能 (千吨/年)	备注
PQU	Santo Andre, Brz	乙烯	320/640	计划 2014 完成
Pemex	墨西哥	乙烯	600	拟建
PDP	智利	乙烯	450	2010 年完成
Ecopetrol	Cartagena	丙烯	300	拟建

资料来源: 百川资讯

表 5: 欧洲装置动态

公司	位置	产品	产能 (千吨/年)	备注
Sibur	Kstovo, Rus	乙烯	240	2012 年扩能至 450 千吨/年(按 2 时期)
Sibur	Kstovo, Rus	乙烯	240	2010 年扩能至 360 千吨/年(按 1 时期)
Slovnaft	Bratislava	乙烯	200	扩能 100 千吨/年, 截至 2012 年
Chemopetrol	Litvinov, Cz	乙烯	485	扩能至 544 千吨/年, 2010 年完成
PetroRabigh	Rabigh	乙烯	1300	从 2009 年第四季度开始延迟

资料来源: 百川资讯

表 6: 中东装置动态

国家	厂家名称	区域	产能 (千吨/年)	目前装置状态
Borouge2	Ruwais	752	2010 年第二季度	建设中
OCU				
Borouge2	Ruwais	1400	2010 年第二季度	建设中
SHARQ	Al Jubail	1200	2008 年底	延迟至 2010 年第一季度
EQUATE	Shuaiba	850	2008 年 11 月	建设中
SEPC	Al Jubail	1000	2008 年底	建设中
PetroRabigh	Rabigh	1300	2009 年第一季度	从 09 年第四季延迟
Chevron	Al Jubail	150	2008 年第三季度	延迟

资料来源: 百川资讯

表 7: 韩国装置动态

公司	位置	产品	产能 (千吨/年)	备注
YNCC(1)	丽水	乙烯/丙烯	857/485	1 月中旬负荷 100%
YNCC(2)	丽水	乙烯/丙烯	555/270	1 月中旬负荷 100%
YNCC(3)	丽水	乙烯/丙烯	400/205	1 月负荷 100%
湖南石化	大山	丁二烯	150	1 月负荷 100%
湖南石化	丽水	乙烯/丙烯	720/360	1 月底负荷 100%
湖南石化	大山	乙烯/丙烯	1000/500	1 月底负荷 100%
KPIC	蔚山	乙烯/丙烯	470/240	1 月中旬负荷 100%
湖南石化	丽水	乙烯/丙烯	720/360	2010 取消检修
湖南石化	大山	乙烯/丙烯	1000/500	2010 取消检修

资料来源: 百川资讯

表 8: 东南亚装置 2010 年检修动态

公司	位置	乙烯/丙烯(千吨/年)	备注
印尼:			
Chandra	Anyer	600/306	2 月 2 日-3 月 21 日, 2010 年检修 47 天
Pertamina FCC	Plaju	丙烯 45	1 月 10 日, 2010 年检修 2 周
Pertamina RFCC	Balongan	丙烯 250	2010 年 1 月 15 日检修, 下次检修在 2011/2012
马来群岛:			
Ethylene Msia	Kertih	乙烯 400	2010 年无检修, 下次检修在 2012 年

公司	位置	乙烯/丙烯(千吨/年)	备注
Optimal	Kertih	600/95	5-7 月检修 30-40 天
Petronas PDH	Kuantan	丙烯 300	第二-第三季度检修 30-40 天
Petronas	Kuantan	丙烯 80	2010 年无检修, 下次检修 2011/2012 年
Titan 1/Gudang	Pasir	260/160	2010 年无检修, 下次检修 2011 年
Titan 1/Gudang	Pasir	407/260	2010 年无检修, 下次检修 2012 年
Titan(OCU)/Gudang	Pasir	丙烯 130	2010 年无检修
菲律宾:			
Petron	Bataan	丙烯 140	2009 年 12 月-2010 年 4 月检修, 下次检修 2011/2012 年
新加坡:			
ExxonMobil	新加坡	900/435	5 月检修 1 个月
PCS 1	新加坡	475/270	2010 年无检修, 下次检修 2011 年检修 40-45 天
PCS 2	新加坡	655/350	2010 年无检修, 下次检修 2013 年检修 40-45 天
PCSmetathesis	新加坡	丙烯 200	2010 年无检修, 下次检修 2011 年检修 40-45 天
泰国:			
IRPC	Map Ta Phut	360/312	2010 年无检修
PTTCH I4-1	Map Ta Phut	515/310	2010 年无检修, 2011 年第二季度检修 30 天
PTTCH I4-2	Map Ta Phut	400/50	2010 年无检修, 下次检修 2011 年
PTTCH I-1	Map Ta Phut	461/127	2010 第三季度检修 45 天
PTTCH oleflex	Map Ta Phut	丙烯 100	2010 第三季度检修 45 天; 2010 年第四季度检修 40 天

资料来源: 百川资讯

表 9: 东南亚装置 2010 年检修动态

公司	位置	乙烯/丙烯(千吨/年)	备注
Haldia	Haldia	丁二烯 91	2010 年 10 月检修后明年 1 月重启
Shell	Pulau Bukom	丁二烯 155	2010 年 2-3 月检修
ROC	Map Ta Phut	800/600	2010 年 11 月检修 2-3 周
Haldia	Haldia	520/330	2010 年 10 月底排除故障-12 月开工提升 30%
ROC	Map Ta Phut	800/600	1 月负荷 90-95%
Shell	Pulau Bukom	乙烯 800	新装置 2011 年启动
PTTCH I-1	Map Ta Phut	461/127	2010 年 10 月 27 日检修 35 天
PTTCH oleflex	Map Ta Phut	丙烯 100	2010 年 10 月 27 日检修 45 天
Petronas	Kuantan PDH	丙烯 300	2010 年 11 月检修 30-40 天

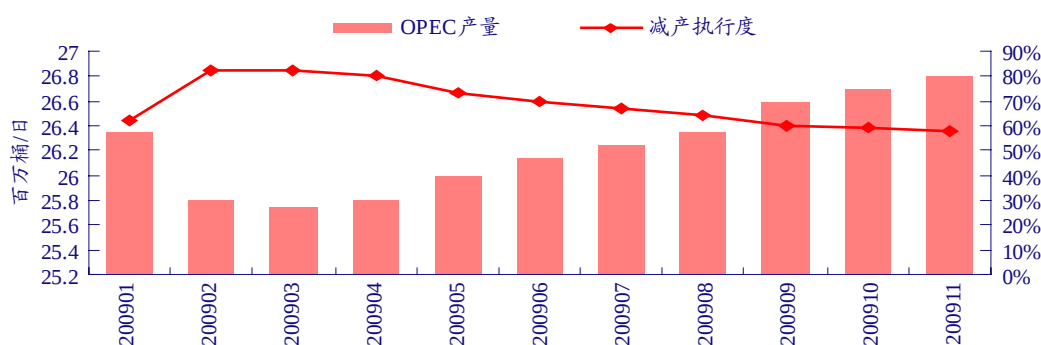
资料来源: 百川资讯

六、国际油价在供大于求背景下不可能大幅上升，继续运行在 2010 年 N 型趋势中

石油输出国组织（OPEC）部长级会议已经多次维持石油成员国产量不变，但实际上 09 年 3 月以来 OPEC 产量持续增长，该组织减产执行度已经从年初的 80% 以上下降到 60% 附近。在当前迪拜和希腊问题警戒下，中东各国纷纷会提高石油产量以换取更安全的偿债能力，OPEC2010 年产量将明显上升，据 EIA 预测日均产量将比 09 年增加 280 万桶，另外非 OPEC 石油生产国 2010 年产量也会增加 25 万桶/日，主要来自巴西、阿塞拜疆、哈萨克斯坦等国产量增长。因此，2010 年全球石油产量增长至少在 305 万桶/日，远大于需求增长 115 万桶/日，特别是 OPEC 在 2010 年还有 500 万桶/日的剩余生产能力。因此，2010 年世界石油需求增量远低于产量增量，供大于求的情况将充实 2010 年全年，国际油价不可能在供大于求近 200 万桶/日的情况下出现大幅上涨。

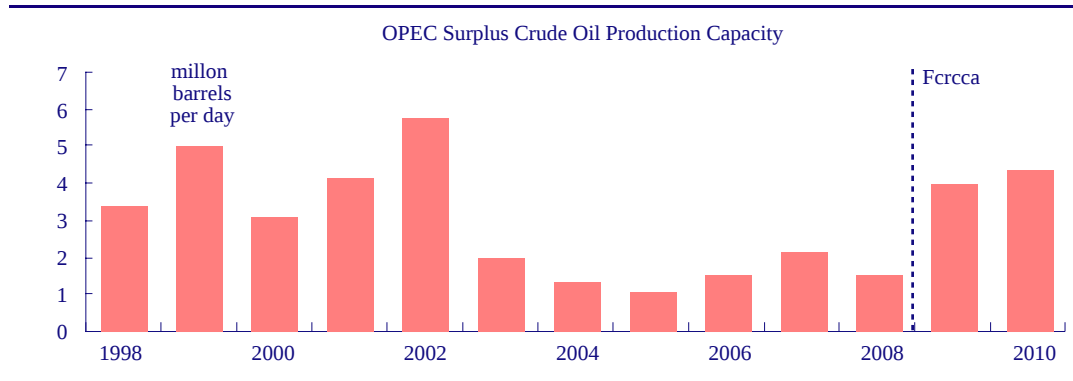
近期受希腊债务问题影响，国际油价出现了一定程度回落，达到今年 2 月以来的新低，约 75 美元/桶附近。由于希腊占欧洲乃至全球的经济比重较低，希腊债务问题对大宗商品的影响是暂时的，特别是对原油的影响应该更小，原因是目前原油下游全球烃类利润较高，乙烯 EBIT 达到 4000 元左右：石脑油均价 75 美元/桶，乙烯、LDPE 升至 1335 和 1520 美元/吨，价格、价差都要高出油价同期水平约 160-200 美元/吨，终端 HDPE/LDPE 等产品价格涨势更猛；与历史最高价相比，当前油价仅为历史最高水平的 55-60%，但产品价格已经上涨至历史最高水平的 80% 以上。这样，下游烃类高利润会促使各大企业增加烃类开工率，进而会反向拉动原油需求高涨，国际油价因此不会跌得太多。我们预计，因希腊问题国际油价下跌至 70 美元后，受烃类拉动原油需求影响，国际油价在中位还会小幅走高到 90 美元附近，由于生产过程需要一定时间，在中位小幅走高的国际油价对公司最为有利。

图 10: OPEC 产量与减产执行度



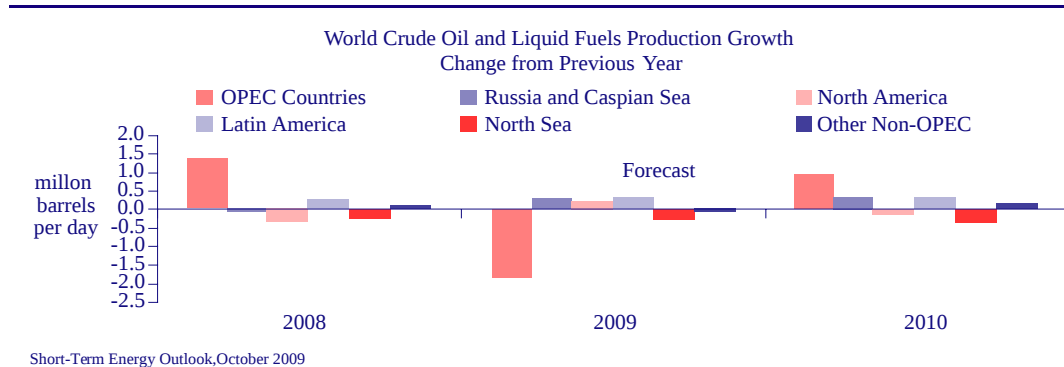
资料来源: OPEC

图 11: OPEC 剩余产能 (百万桶/日)



资料来源: OPEC

图 12: 世界原油产量变化



Short-Term Energy Outlook, October 2009

资料来源: EIA (美国能源情报署)

表 10: NON-OPEC 原油供给变动预测 (百万桶/日)

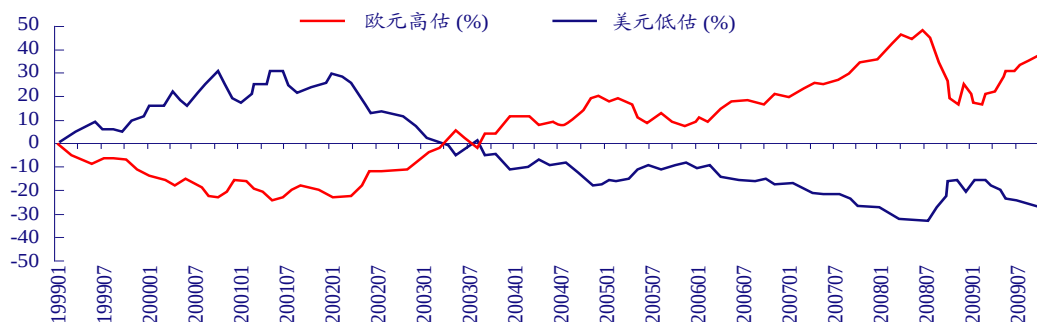
NON-OPEC 国家	2009 年	2010 年	变动
NON-OPEC 供给主要减少方			
Mexico	2.95	2.69	-0.26
Norway	2.35	2.24	-0.1
United Kingdom(offshore)	1.4	1.19	-0.21
NON-OPEC 供给主要增加方			
Canada	3.35	3.41	0.06
United States	8.98	9.13	0.15
Brazil	2.6	2.81	0.21
Azerbaijan	1.03	1.15	0.13
Kazakhstan	1.53	1.66	0.13
NON-OPEC 其他			
Russina	9.89	9.89	0
China	3.98	4.01	0.03
Total non-OPEC liquids	50.18	50.44	0.25

资料来源: EIA (美国能源情报署)

美元升值不利于油走高

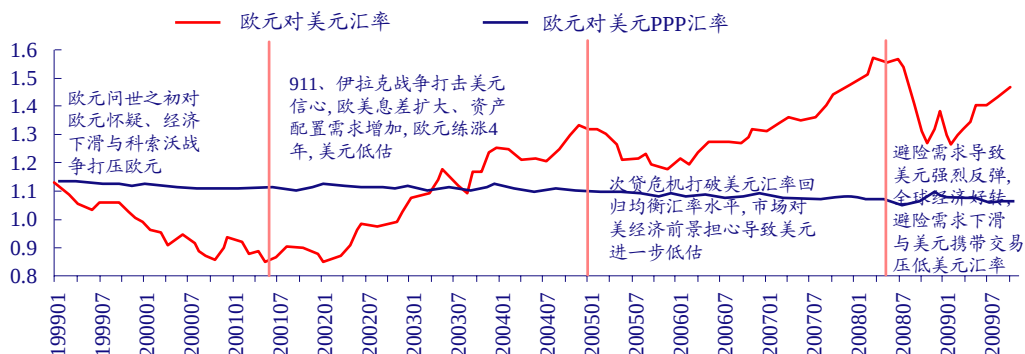
根据我们研究所宏观研究结果,2010年美元指数将上涨到85。美国经济好转快于欧元区、贸易与财政赤字改善、货币政策明年开始收紧等都支持美元走强。固定基期与多基期的相对PPP模型结果表明,美元汇率低估程度高达30%以上。预计美元指数74见底,2010年有可能反弹到85以上。自2002年以来,美元与国际油价一直是负相关关系,2010年美元升值不利于油价走高。

图 14: PPP 模型下欧元、美元相对估值水平变化



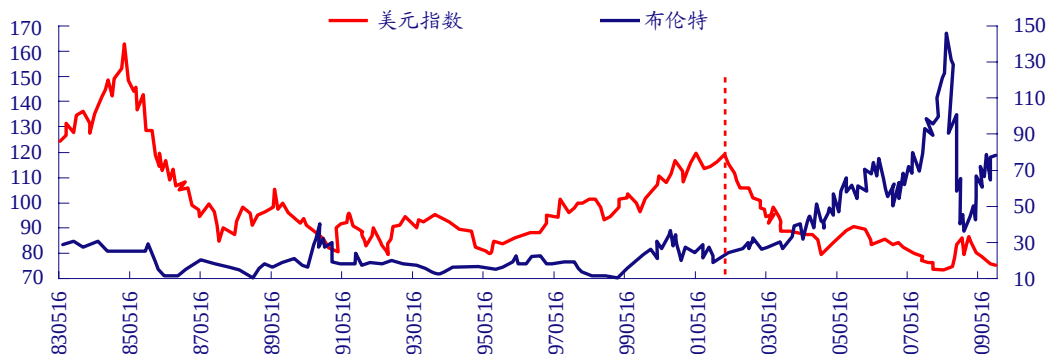
资料来源: Bloomberg

图 15: 欧元对美元市场汇率和 PPP 汇率的比较



资料来源: Bloomberg

图 16: 国际油价与美元关系



资料来源: Bloomberg

七、投资建议

下游复苏和垄断决定三大合成材料盈利高涨，吨丙烯 EBIT 达到 3800 元左右。我们判断烯烃将带动石化行业于 2010 年上半年提前进入景气周期。茂化实华主营聚丙烯，但由于公司是分离丙烯气，然后再生产聚丙烯，没有裂解炉装置，丙烯价格看涨，但无法使公司聚丙烯毛利提升。我们对公司 2010-2012 年盈利预测为 0.30 元、0.35 元和 0.40 元，给予中性评级。

八、公司股票表现的催化剂

受节能减排、环保政策影响，石化小企业将面临较大的成本压力，一些没有竞争优势的小企业（如缺少资源的小炼厂）难逃“关停并转”厄运，面临被大企业集团的整合，因此石化行业并购整合与重组将明显加剧，是良好催化剂。

九、主要风险因素

1、石化行业与国际油价相关性极强，国际油价变动幅度较大，向上或向下远超出我们预测的波动区间。

国际油价的大幅波动势必会引发产业链价格波动较大，而我国期货市场发展还很不完善，众多石油化工产品没有期货，企业无法对冲风险，而石化行业公司业绩与国际油价相关性极强，国际油价的大幅波动传导到企业利润上致使公司业绩波动超出我们的预期。

2、公司生产装置发生安全生产事故（石油化工企业发生装置事故概率较大）

十、公司战略与竞争力分析

作为聚丙烯类石化公司，茂化实华在我国烯烃领域起着举足轻重的重要位置，战略地位十分突出。

表 11：茂化实华（000637）战略分析

公司战略分析		SWOT 评价	总分值 4.0
优势	背靠茂名石化，公司规模成本优势明显，经营效率高。		分值：4.5
劣势	受集团制约影响，整体管理水平一般		分值：4.0
机会	烯烃进入高盈利周期，但公司很难分享到		分值：4.0
威胁	设备老化，抗腐蚀投入较高。		分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

资料来源：中国银河证券研究所

表 12: 茂化实华 (000637) 竞争力分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.2
供应商力量	供应商依托茂名石化	分值: 4.0
新进入壁垒	烯烃在国内已经被中石化、中石油垄断经营, 新进入壁垒较高	分值: 4.0
客户力量	客户较分散, 客户力量较弱。	分值: 4.5
替代产品	短期内无替代产品, 油价高企后替代产品研发加快	分值: 4.0
竞争对手	垄断经营, 竞争现象不明显。	分值: 4.5

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

资料来源: 中国银河证券研究所

十一、估值: 合理价值区间 5.39-6.57 元

(一)、相对估值区间: 5.15-5.78 元

以中国石化、中国石油和 S 上石化为可比公司, 公司相对估值为 5.15-5.78 元。

表 13: 茂化实华 (000637) 相对估值表

	2010-5-21	2010E	2011E	2012E
目标公司 EPS	0.29	0.30	0.35	0.40
行业均值 P/E	17.62	17.15	16.44	17.21
每股价值(元)	5.15	5.15	5.78	6.89

资料来源: 中国银河证券研究所

(二)、绝对估值 DCF 模型合理价值区间: 5.63-7.35 元

采用企业自由现金流模型 (DCF) 估值方法, DCF-WACC 模型估值结果每股价值敏感性分析的合理区间为 5.63-7.35 元。

表 14: 茂化实华 (000637) DCF 估值敏感性分析

	永续增长率 g					
	6.42	0.83%	0.91%	1.00%	1.10%	1.21%
加权资本成本 WACC	7.32%	9.29	9.36	9.45	9.54	9.65
	8.05%	8.18	8.24	8.30	8.37	8.45
	8.85%	7.21	7.25	7.30	7.35	7.41
	9.74%	6.36	6.39	6.42	6.46	6.50
	10.71%	5.61	5.63	5.66	5.68	5.72
	11.78%	4.95	4.97	4.99	5.01	5.03
	12.96%	4.38	4.39	4.40	4.41	4.43

资料来源: 中国银河证券研究所

表 15: 茂化实华 (000637) 财务报表预测

资产负债表						利润表					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	283.47	374.61	181.46	506.78	338.80	营业收入	3783.36	2712.75	3385.51	3764.69	4122.33
应收和预付款项	99.29	74.55	71.64	90.55	86.74	营业成本	3657.16	2456.85	3023.26	3350.19	3658.98
存货	60.40	78.78	79.60	95.91	95.78	营业税金及附加	1.36	4.12	5.15	5.72	6.27
其他流动资产	50.95	126.39	126.39	126.39	126.39	营业费用	16.61	21.65	27.02	30.04	32.90
长期股权投资	6.48	7.98	7.98	7.98	7.98	管理费用	67.81	102.80	128.29	142.66	156.21
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-2.53	-3.13	-6.26	-7.74	-9.51
固定资产和在建工程	243.51	232.68	217.41	199.15	177.88	资产减值损失	7.17	1.78	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	11.31	10.99	9.49	8.00	6.51	投资收益	3.79	58.06	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	18.00	60.00	60.00	60.00	60.00	公允价值变动损益	-27.10	3.24	0.00	0.00	0.00
资产总计	773.40	965.98	753.98	1094.76	900.08	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	12.47	189.98	208.05	243.81	277.49
应付和预收款项	80.38	220.24	-45.65	231.98	-34.58	其他非经营损益	1.40	4.73	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	13.87	194.70	208.05	243.81	277.49
其他负债	1.15	1.40	1.40	1.40	1.40	所得税	2.71	42.78	52.01	60.95	69.37
负债合计	81.53	221.64	-44.25	233.38	-33.18	净利润	11.16	151.92	156.04	182.86	208.12
股本	452.07	452.07	452.07	452.07	452.07	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	24.23	24.23	24.23	24.23	24.23	归属母公司股东净利润	11.16	151.92	156.04	182.86	208.12
留存收益	215.58	268.05	321.94	385.09	456.96	基本每股收益	0.021	0.292	0.300	0.352	0.400
归属母公司股东权益	691.87	744.34	798.23	861.38	933.26	财务指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	3.34%	9.43%	10.70%	11.01%	11.24%
股东权益合计	691.87	744.34	798.23	861.38	933.26	销售净利率	0.29%	5.60%	4.61%	4.86%	5.05%
负债和股东权益合计	773.40	965.98	753.98	1094.76	900.08	ROE	1.61%	20.41%	19.55%	21.23%	22.30%
现金流量表						ROA	1.79%	19.79%	26.76%	21.56%	29.77%
净利润	11.16	151.92	156.04	182.86	208.12	ROIC	-3.73%	41.35%	71.91%	38.14%	97.63%
折旧与摊销		3,972.92	4,675.89	4,975.89	5,275.89	销售收入增长率	15.53%	-28.30%	24.80%	11.20%	9.50%
经营性现金净流量	14.68	177.24	-67.26	467.29	-11.26	EBIT 增长率	-90.91%	1278.37%	5.58%	16.98%	13.52%
投资性现金净流量	-41.52	-74.86	-30.00	-30.00	-30.00	净利润增长率	-91.18%	1261.35%	2.71%	17.19%	13.81%
筹资性现金净流量	-90.41	-99.45	-95.89	-111.96	-126.73	PE(X)	286.96	21.08	20.52	17.51	15.39
现金流量净额	-117.25	2.93	-193.15	325.33	-167.99	PB(X)	4.63	4.30	4.01	3.72	3.43
EBITDA	53.69	230.86	248.56	285.83	320.74	PS(X)	0.85	1.18	0.95	0.85	0.78
NOPLAT	37.22	142.46	151.35	177.05	200.98	EV/EBITDA(X)	46.01	9.75	9.86	7.45	7.17

资料来源: 中国银河证券研究所

表 16: 茂化实华 (000637) DCF 模型

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
FCFF	10,242.20	43,543.29	4,245.62	45,850.33	3,792.42	44,126.41	6,074.23	44,614.40	5,736.05	43,526.61	43,526.61	43526.61
WACC	9.74%	9.74%	9.74%	9.74%	9.74%	9.74%	9.74%	9.74%	9.74%	9.74%	9.74%	9.74%
现值系数	0.9446	0.8608	0.7844	0.7148	0.6514	0.5936	0.5409	0.4929	0.4492	0.4093	0.3730	0.3399
FCFF 现值	9,674.51	37,480.44	3,330.22	32,773.37	2,470.26	26,192.24	3,285.59	21,990.97	2,576.50	17,816.38	16,235.55	14794.99
FCFF 现值	159,429.10		Ke	12.3%		估值		g				
永续价值(残值)现值	155,858.41		Kd	5%				0.83%	0.91%	1.00%	1.10%	1.21%
企业价值	315,287.50		t	15%		WACC	7.32%	9.36	9.45	9.54	9.65	14.24
非核心资产	18,639.30		Rf	3.5%			8.05%	8.24	8.30	8.37	8.45	12.66
带息债务(账面价值)	0.00		E(Rm)	0.12			8.85%	7.25	7.30	7.35	7.41	11.29
少数股东权益	0.00		Rm - Rf	8.5%			9.74%	6.39	6.42	6.46	6.50	10.08
股权价值	333,926.80		D/A	30%			10.71%	5.63	5.66	5.68	5.72	9.02
总股本(万股)	51,987.54		E/A	70%			11.78%	4.97	4.99	5.01	5.03	8.08
每股价值(元)	6.42		Beta	1.04			12.96%	4.39	4.40	4.41	4.43	7.25

资料来源: 中国银河证券研究所

(三)、合理价值区间: 5.39-6.57 元

我们平均相对估值和绝对估值结果, 公司合理价值区间为 5.39-6.57 元。

插图目录

图 1: 世界聚烯烃生产稳定增长	2
图 2: 中国乙烯产量稳步增长	2
图 3: 全球 PE 生产能力分布的变化	3
图 4: 全球 PP 生产能力分布的变化	3
图 5: 国际乙烯价格趋势	4
图 6: 国际丙烯油价格趋势	4
图 7: 国际原油价格趋势	4
图 8: 国际石脑油价格趋势	4
图 9: 亚洲丙烯价格趋势图	5
图 10: OPEC 产量与减产执行度	10
图 11: OPEC 剩余产能 (百万桶/日)	11
图 12: 世界原油产量变化	11
图 14: PPP 模型下欧元、美元相对估值水平变化	12
图 15: 欧元对美元市场汇率和 PPP 汇率的比较	12
图 16: 国际油价与美元关系	12

表格目录

表 1: 公司主营业务分行业、产品构成情况	5
表 2: 部分拟建、扩建装置	6
表 3: 国内丙烯厂家运行动态	7
表 4: 美国装置动态	7
表 5: 欧洲装置动态	8
表 6: 中东装置动态	8
表 7: 韩国装置动态	8
表 8: 东南亚装置 2010 年检修动态	8
表 9: 东南亚装置 2010 年检修动态	9
表 10: NON-OPEC 原油供给变动预测 (百万桶/日)	11
表 11: 茂化实华 (000637) 战略分析	13
表 12: 茂化实华 (000637) 竞争力分析	14
表 13: 茂化实华 (000637) 相对估值表	14
表 14: 茂化实华 (000637) DCF 估值敏感性分析	14
表 15: 茂化实华 (000637) 财务报表预测	15
表 16: 茂化实华 (000637) DCF 模型	16

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908