

丙烯系产品盈利向好 关注海越股份、沈阳化工等相关受益公司

研究结论

- 过去两年丙烯系产品价格涨幅显著高于乙烯产品价格：丙烯价格上涨 320%，而同期乙烯价格仅上涨 164%。从下游产品看，丙烯酸价格上涨 249%；环氧丙烷价格上涨了 148%；丙烯腈价格上涨了 204%，远高于乙烯系产品，如乙二醇价格 129%和环氧乙烷价格 41%的价格涨幅。
- 我们分析丙烯系产品价格强势的根本原因在于在目前丙烯乙烯联产的生产工艺下，丙烯的产量只有乙烯的一半。而截止 2010 年聚丙烯需求 5700 万吨已经达到了聚乙烯需求 7137 万吨的 80%。因此结构性失调，决定了丙烯系产品在未来很长一段时间都会强于整体石化行业的走势。
- 在我们前期石化行业报告《景气逐步复苏，赢利继续向好》中，我们预测未来三年石化景气将逐步向好。结合我们本篇报告中对于国内外丙烯供需面的分析，我们认为未来三年丙烯系产品在石化行业向好的大背景，将有望迎来超越行业的高景气周期！
- 受益于丙烯景气向上，我们预期代表了丙烯增产新工艺的海越股份（未评级）和沈阳化工（买入）等，将凭借着对丙烯产品的高弹性，有望成为最大的潜在受益者！
- 我们认为，海越股份近期将投资百万吨烯烃项目的公告，标志着公司未来有望转型成为大型民营石化企业。我们结合公司公告，初步测算，如果石化项目 2014 年能顺利达产的话，将有望为公司带来 4.3 亿以上的净利润，并且未来随着 LPG 深加工二期工程及大猫岛成品油储备基地的建设，公司有望在未来几年保持高速的成长。
- 沈阳化工目前有 13 万吨丙烯酸及酯、3 万吨环氧丙烷及 6 万吨聚丙烯的产能，丙烯系产品占到石化总产量的一半以上，估计是目前上市公司中丙烯弹性最大的企业。目前我们预测环氧丙烷和丙烯酸单吨毛利达到了 3500 元和 9000 元，盈利能力很强。当前股价仅相当于我们 11 年盈利预测的 16 倍市盈率，安全边际充分。我们维持 2011 年、2012 年每股盈利预测 0.6 元和 0.93 元，维持公司买入评级，目标价 12 元。

投资策略和建议：

- 如上文分析，我们认为未来几年我国石化产业尤其是丙烯系产品将处于高景气周期之中，因此我们认为应优先选取丙烯弹性大的石化企业，最大限度的受益于丙烯系产品景气上升带来的盈利增长。我们关注沈阳化工（买入）、海越股份（未评级）等相关受益企业。
- 风险因素：

原油价格大幅飙升；世界经济出现二次探底



东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010013

联系人

赵辰

8621-63325888 × 5101

Zhaochen1@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

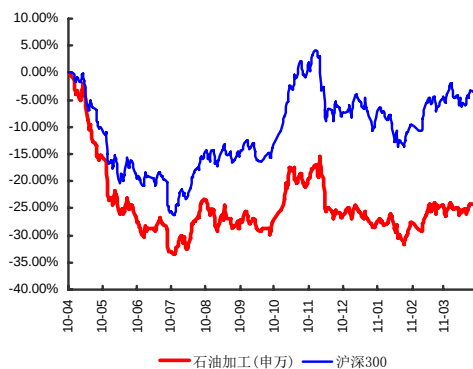
行业

石化行业

报告发布日期

2011 年 4 月 7 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	股价	2010E	2011E	2012E	目标价
中国石化	8.5	0.77	0.86	0.97	16.2
沈阳化工	10	0.41	0.6	0.93	12
辽通化工	11.59	0.34	0.9	1.05	14.5
齐翔腾达	54	1.70	2.70	2.90	68

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

1. 丙烯系产品盈利进入高景气周期.....	4
1.1 过去两年丙烯系产品价格显著强于乙烯系产品价格	4
1.2 丙烯系产品需求分析.....	5
1.3 受工艺限制，丙烯未来新增产能有限.....	7
1.4 未来几年丙烯系产品有望继续维持高景气.....	9
2. CPP\DCC\Superfelx 等丙烯增产工艺前景光明	9
3. 关注海越股份、沈阳化工等相关受益公司	10
3.1 海越股份.....	10
3.2 沈阳化工.....	12
4. 投资建议.....	13

图表目录

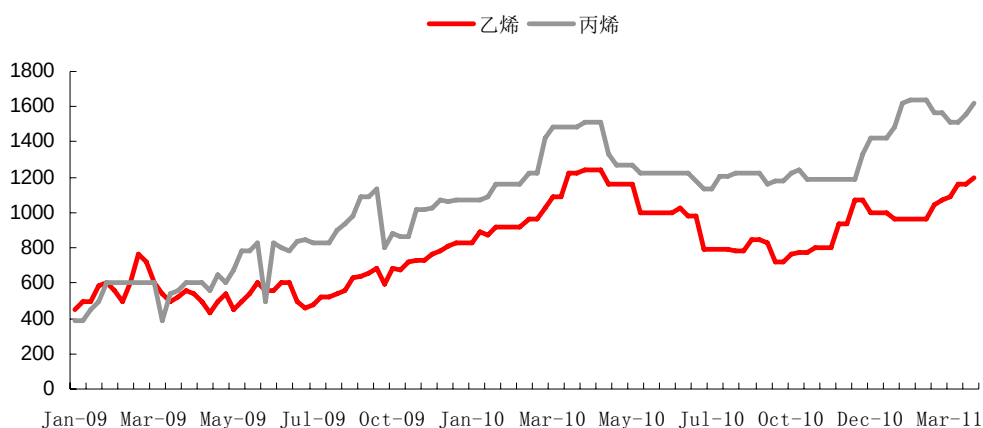
表格 1 2000—2010 年我国聚丙烯产量、进出口和消费量统计（万吨）	5
表格 2 2005—2010 年全球聚丙烯产量、消费量统计（万吨）	6
表格 3 近几年我国聚丙烯下游需求统计（万吨）	6
表格 4 2006—2013 年我国丙烯及下游产品需求变化（万吨）	6
表格 5 2010 年我国石化企业聚丙烯产能统计（万吨）	8
表格 6 2011—2013 年我国石化企业聚丙烯新增产能统计（万吨）	8
表格 7 2005—2013 年世界乙烯产能及开工率统计（百万吨）	9
表格 8 2005—2013 年世界聚丙烯产能、产量及开工率统计（万吨）	9
表格 9 2010—2014 年海越石化项目盈利各主要预测	11
图表 1 2009 年至今国际乙烯丙烯价格走势（美元/吨）	4
图表 2 2001 年至今丙烯石脑油价差走势图（美元/吨）	4
图表 3 2009 年至今全球丙烯系及乙烯系衍生产品价格变化示意图（元/吨）	5
图表 4 主要工艺丙烯及乙烯综合收率及产量比	7
图表 5 2010 年至今 PVC 糊树脂和电石的价差变化（元/吨）	12

1. 丙烯系产品盈利进入高景气周期

1.1 过去两年丙烯系产品价格显著强于乙烯系产品价格

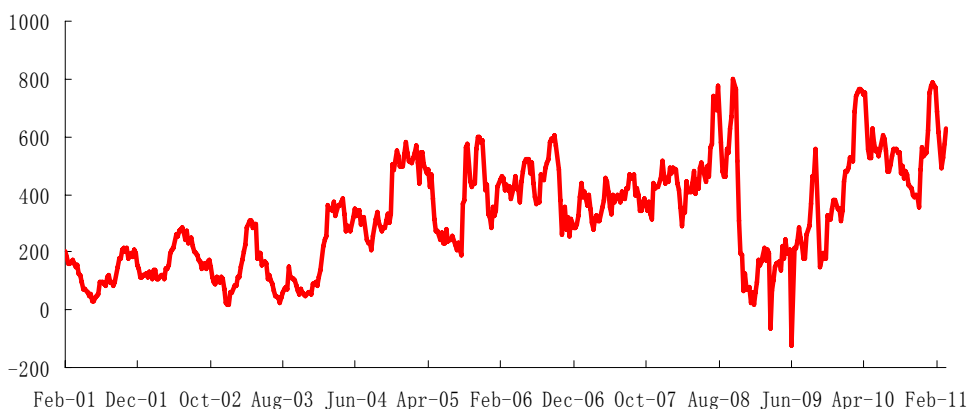
随着 08 年金融危机影响的逐步消散，自 09 年开始，国际大宗石化产品的价格都有较大幅度的提升。但从烯烃的大类产品看，丙烯系产品的价格显著高于乙烯系产品的价格，从基础的国际乙烯和丙烯售价看，乙烯自 09 年初的 452 美元/吨上涨到目前的 1196 美元/吨，上涨幅度为 164%，而丙烯价格则从 09 年初的 385.8 美元/吨，上涨到目前的 1620 美元/吨，上涨幅度为 320%，显著高于乙烯、国际油价（127%）和石脑油（204%）的上涨幅度。目前丙烯石脑油价差更是达到了 625 美元/吨的近几年的高位。

图表 1 2009 年至今国际乙烯丙烯价格走势（美元/吨）



资料来源：东方证券统计

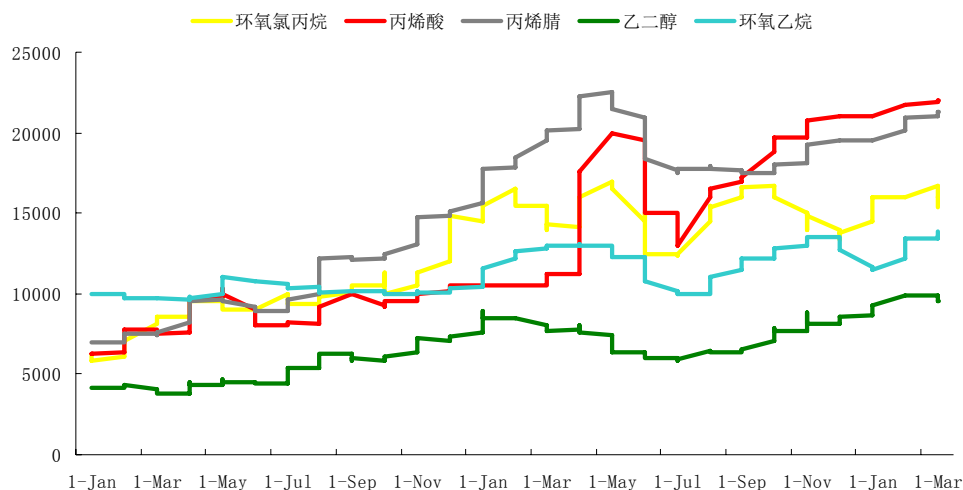
图表 2 2001 年至今丙烯石脑油价差走势图（美元/吨）



资料来源：东方证券统计

而从下游丙烯系衍生产品来看，在过去两年其价格上涨幅度也显著领先于乙烯系产品。如丙烯酸价格上涨 249%；环氧丙烷价格上涨了 148%；丙烯腈价格上涨了 204%；远大于乙烯下游产品，如乙二醇价格 129%和环氧乙烷价格 41%的价格涨幅。

图表 3 2009 年至今全球丙烯系及乙烯系衍生产品价格变化示意图（元/吨）



资料来源：东方证券统计

我们分析丙烯系价格走强的主要原因是：亚洲尤其是中国巨大消费需求的驱动，丙烯需求增长持续超过乙烯，而蒸汽裂解装置的增加仍不能满足丙烯需求的增长。大多数新增蒸汽裂解装置也是基于乙烷为原料，几乎不产生丙烯联产品，由此导致世界尤其是亚洲出现丙烯大量短缺的状况。随着丙烯供应的逐步吃紧，价格上涨也就在意料之中了。为此，我们预测未来需对高产丙烯技术大量投资以满足未来丙烯需求增长。

1.2 丙烯系产品需求分析

从下游需求上看，聚丙烯是丙烯最大的消费领域，占总消费量的 72%，其次是丙烯腈，占 8%，环氧丙烷 8%，丙烯酸 6%，丙酮 2%和其他 4%。

受益于下游各产品需求的高速增长，我国和世界的丙烯需求都实现了高速的增长。以对丙烯消耗占比最大的聚丙烯来衡量，2000-2010 年我国产量和需求复合增长率都达到了 11%；而 2005-2010 年世界需求的复合增长率也达到了 7%。

表格 1 2000—2010 年我国聚丙烯产量、进出口和消费量统计（万吨）

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PP 产量	323.95	322.54	374.2	445.48	474.83	522.95	584.15	712.71	733.2	820.52	932.42
PP 进口量	164.03	208.65	244.2	273.43	291.4	302.3	294.42	307.01	278.89	416.25	386.81
PP 出口量	1.02	0.93	1.3	1.19	1.53	2.25	2.5	3.12	4.17	4.48	8.28
PP 净进口量	163.01	207.72	242.9	272.24	289.87	300.05	291.85	303.89	274.72	411.77	378.53

PP 消费量	486.96	530.26	617.1	717.72	764.7	823	876	1016.6	1007.92	1319.7	1389.9
增速		9%	16%	16%	7%	8%	6%	16%	-1%	31%	5%

资料来源：东方证券研究所整理

表格 2 2005—2010 年全球聚丙烯产量、消费量统计（万吨）

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010
产能	4283	4645	4698	5168	5600	5980
产量	3992.4	4230.3	4462.2	4536.1	5460	5700
消费量	3985	4182.4	4452.7	4486.7	4626.9	5610
增速		5.0%	6.5%	0.8%	3.1%	21.2%

资料来源：东方证券研究所整理

聚丙烯 (Polypropylene, 简称 PP) 是一种性能优良的热塑性合成树脂, 由于其密度低, 具有良好的机械性能, 因此在汽车工业、家用电器、电子、包装及建材家具等方面具有广泛的应用。在五大通用塑料中, 产量仅次于聚乙烯和聚氯乙烯, 国内消费量仅次于聚乙烯列第二位。受益于新型催化剂以及聚合工艺的不断推陈出新, 使聚丙烯深加工的新产品不断涌现, 大大拓展了聚丙烯的应用领域, 因为我们预期未来 3 年我国聚丙烯需求还将维持 12% 以上的增长, 由此也将带动我国丙烯需求的继续旺盛。因此我们预测未来几年在需求端我国丙烯系产品仍将保持强劲的增长, 丙烯消费量复合增长率应在 11% 以上。

表格 3 近几年我国聚丙烯下游需求统计（万吨）

消费领域	2002		2004		2005		2010	
	消费量	所占比例	消费量	所占比例	消费量	所占比例	消费量	所占比例
BOPP	81.0	13%	100.0	13%	103.5	13%	155.8	11%
CPP 薄膜	24.0	4%	28.0	4%	32.5	4%	51.5	4%
纤维制品	56.0	9%	77.0	10%	88.7	11%	196.5	14%
编织制品	315.0	51%	385.0	50%	404.1	49%	629.0	45%
注塑	105.0	17%	130.0	17%	144.9	18%	275.6	20%
管材	22.7	4%	29.0	4%	32.5	4%	53.9	4%
其他	13.5	2%	15.7	2%	16.8	2%	27.6	2%
合计	617.2	100%	764.7	100%	823.0	100%	1389.9	100%

资料来源：东方证券研究所整理

表格 4 2006—2013 年我国丙烯及下游产品需求变化（万吨）

产品	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
丙烯腈需求	121.5	146.3	119.6	144.1	135.6	139.6	143.8	148.1
消费增速		20%	-18%	20%	-6%	3%	3%	3%
环氧丙烷	82.5	72.7	78.3	105.2	128.5	143.9	161.1	180.5
消费增速		-12%	8%	34%	22%	12%	12%	12%
丙酮	70.6	77.1	63.0	75.2	117.0	134.6	154.7	177.9

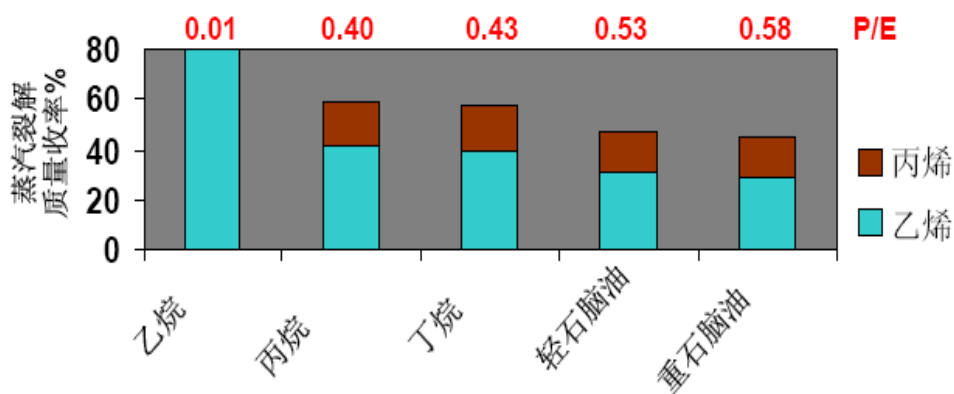
消费增速		9%	-18%	19%	56%	15%	15%	15%
丙烯酸	54.5	62.2	71.0	69.3	70.6	74.8	79.3	84.1
消费增速		14%	14%	-2%	2%	6%	6%	6%
丙烯酸酯	67.8	69.4	69.7	68.0	67.5	68.1	68.8	69.5
消费增速		2%	0%	-2%	-1%	1%	1%	1%
聚丙烯	876	1016.6	1007.92	1319.7	1389.9	1556.7	1743.5	1952.7
消费增速		16%	-1%	31%	5%	12%	12%	12%
丙烯总消耗量	744.1	945.6	924.7	1045.7	1625.0	1803.8	2002.2	2222.4
消费增速		27%	-2%	13%	55%	11%	11%	11%

资料来源：东方证券研究所整理

1.3 受工艺限制，丙烯未来新增产能有限

目前世界范围内丙烯生产根据来源可分为三类：1. 蒸汽裂解联产丙烯，其原料为石脑油，是乙烯的联产品，占到丙烯总产能的 57%，该工艺丙烯基本为乙烯产能的一半；2. 炼厂气制丙烯，原料为催化裂化炼厂气中分离出来的丙烷和丁烷，占到丙烯总产能的 33%，该工艺丙烯为乙烯产能的 40% 左右；第三种为其他工艺制丙烯，占到丙烯总产能的 10% 左右。而我国的制乙烯方式基本为前两种，产能占比分别为 46.7% 和 53.3%。由此我们可以看到在目前的工艺背景下，无论世界还是我国丙烯产量基本上都在乙烯的 50% 以下。而随着过去 2 年中东乙烷路线的近千万吨乙烯产能的大量投放（几乎不联产丙烯），乙烯供给已经日趋饱和。未来走传统工艺的丙烯扩产将有可能导致乙烯的供给过剩，因此变得非常的困难。

图表 4 主要工艺丙烯及乙烯综合收率及产量比



资料来源：东方证券研究所整理

从我们统计的情况看，截止 10 年底，我国共有聚丙烯产能为 950 万吨，未来三年的新增产能为 178 万吨，平均每年扩产 60 万吨，扩产幅度为 6%，远小于我国平均每年 11% 的需求增速。而我国在 10 年聚丙烯的行业开工率已经达到了 95% 以上，接近 27% 的需求都依赖进口满足，因此可以想见，未来供给将更加紧张。

表格 5 2010 年我国石化企业聚丙烯产能统计（万吨）

厂家名称	产能（万吨）	厂家名称	产能（万吨）
燕山石化	44.5	镇海炼化	55
上海石化	40	兰港石化	11
扬子石化	42	大庆炼化	30
茂名石化	47	海南炼化	20
广州石化	15.5	中海油壳牌	24
大连有机	32	上海赛科	25
天津联合	7	绍兴富陵	20
大庆石化	10	延安炼厂	30
齐鲁石化	7	青岛大炼油	20
抚顺石化	9	台湾台塑	45
福建炼化	47	锦西石化	15
济南石化	12	湛江东兴	14
洛阳石化	8	中沙天津石化	45
中原石化	6	神华煤质烯烃装置	30
独山子石化	67	广西钦州石化	20
盘锦乙烯	30	天津大港石化	10
华北石化	10	九江石化	11
兰州石化	34	大连西太平	15
前郭石化	4	武汉石油	9
辽阳石化分公司	7	湖南长盛	10
		荆门石化	12
总计		950	

资料来源：东方证券研究所整理

表格 6 2011—2013 年我国石化企业聚丙烯新增产能统计（万吨）

石化扩产项目	2011	2012	2013
武汉一体化工程	20	20	
洛阳石化	8	4	
大庆石化	0	15	15
抚顺石化	10	20	
内蒙古多伦煤制烯烃项目	20	26	
绍兴富陵	10	10	
大连实德集团	0	66（待批）	
总计	68	95	15

资料来源：东方证券研究所整理

1.4 未来几年丙烯系产品有望继续维持高景气

而从国际聚丙烯行业看，过去 5 年的平均行业开工率也达到了 90%以上。考虑到未来，我们统计到的全球乙烯产能的扩产也非常有限，至 2013 年总扩产规模为 910 万吨，年产能复合增长率仅为 2%，如果我们以此推算聚丙烯的新增产能的话，我们可以看到未来三年的产能增长率分别为 5%、0.1%和 1%。如果我们假设未来三年全球聚丙烯需求增长率为 3%的话，对应的行业开工率为 95%、98%和 99%。由此可见，未来无论是国内还是国际聚丙烯行业的供求皆非常紧张，因此我们判断，未来三年的丙烯系产品价格有望继续维持强势，延续此前的高景气周期。

表格 7 2005—2013 年世界乙烯产能及开工率统计（百万吨）

产能统计	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
上年产能	111.3	115.7	120.5	125.2	129.9	132.7	143.5	153.6	156.4
新增产能	4.4	4.8	4.8	4.7	2.8	9.3	7.2	0.2	1.7
增长率	4%	4%	4%	4%	2%	7%	5%	0%	1%
开工率	90%	90%	91%	83%	83%	82%	82%	84%	86%

资料来源：东方证券研究所整理

表格 8 2005—2013 年世界聚丙烯产能、产量及开工率统计（万吨）

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
产能	4283	4645	4698	5168	5600	5980	6250	6258	6321
增速		8%	1%	10%	8%	7%	5%	0.1%	1%
产量	3992.4	4230.3	4462.2	4536.1	5460	5700	5928	6106	6289
增速		6%	5%	2%	20%	4%	3%	3%	3%
开工率	93%	91%	95%	88%	98%	95%	95%	98%	99%

资料来源：东方证券研究所整理

2. CPP\DCC\Superfex 等丙烯增产工艺前景光明

如前文所述，在目前丙烯供需明显紧于乙烯供需情况，且现有工艺基本上以乙烯为主的大背景下，我们判断未来丙烯收率高的石化新工艺将显著受益于将持续数年的丙烯高景气周期。

从目前国内外增产丙烯的几种工艺来看，可分为四大类：

1. 丙烷脱氢法：是一种专门生产丙烯的工艺，但限于我国丙烷资源相对短缺，尤其是缺少丙烷含量较高的湿性天然气田，所以在我国发展丙烷脱氢工艺条件尚未成熟
2. 烯烃歧化工艺：消耗乙烯生产丙烯，在丙烯价格超过乙烯价格的前提下还是具有竞争力，在国外已有工业化生产装置，在我国发展烯烃歧化有一定的工艺潜力。
3. DCC 和 CPP：通过将 FCC（催化裂化）升级为 DCC 和 CPP 来增产丙烯投资少、见效快。DCC 丙烯收率为 21%，丙烯乙烯比为 3.5：1；CPP 丙烯收率为 14.2%，丙烯乙烯比为 0.6：1。目前

上市公司中沈阳化工的 DCC 和 CPP 工艺在世界上已处于领先地位，且设备运行状态良好。我们预测该技术在我国的丙烯增产中将发挥越来越大的作用。

4. C4/C5 深加工：从投资费用和生产成本来看，C4/C5 烃选择裂解工艺是 4 种增产丙烯工艺中最具有吸引力的工艺。目前国际上的选择性裂解技术以 Lurgi 的 Propylur、EXXON MOBILE 的 MOI 和 KBR 的 Superflex 为主，其中 Superflex 工艺因 2006 年在南非 Sasol 率先实现工业化，应用前景最为广阔。其理论丙烯、乙烯收率为 45% 和 22%，丙烯乙烯比为 2：1。

因此从丙烯收率和工艺成熟度综合评判，我们预测未来几年以 Superflex 和 DCC、CPP 为代表的丙烯增产工艺在我国石化行业的应用前景将非常广阔。

表格 9 几种催化裂化工艺收率比较示意图

	催化裂化 (FCC)	催化热裂解(DCC)	催化热裂解 (CPP)	蒸汽裂解 (SC)
原料油	大庆蜡油	大庆蜡油	大庆蜡油掺 30% 减压渣油	大庆石脑油
产率 (%)				
干气	2.03			
氢气	-	0.24	0.95	0.88
甲烷	-	3.24	11.19	16.17
乙烯	-	6.10	24.27	31.3
乙烷	-	2.33	4.71	3.85
液化气 (%)				
丙烯	5.00	21.03	14.17	15.21
丙烷	2.10	3.32	1.06	0.28
丁烯	7.00	14.22	6.77	5.49
丁二烯	-	0.08	2.40	5
丁烷	6.40	3.57	0.18	0.19
C5 以上汽油	55.50	26.60	11.88	11.8
总计 (%)	78.03	80.73	77.58	90.17
乙烯加丙烯 (%)	5.00	27.13	38.44	46.51
乙烷加丙烷 (%)	2.10	5.65	5.77	4.13
产品与原料价值比	0.91	1.00	1.17	0.98

资料来源：东方证券研究所整理

3. 关注海越股份、沈阳化工等相关受益公司

3.1 海越股份（未评级）

公司为浙江诸暨上市公司，现有业务主要为收费公路、加油站和商业地产出租这三部分，皆为收费业务，每年能稳定贡献 6000-7000 万元的净利润。由于传统业务市场发展空间有限，公司一直在筹划战略转型，近期公司做了两个公告，分别如下：

1. 公司将投资建设 138 万吨 LPG 深加工项目,又叫丙烷-C4 混合气综合项目,采用 superflex 技术,分两期进行:一期,主要产品为聚乙烯和聚丙烯;二期主要产品为丙烯、乙烯下游深加工产品

2. 大猫岛成品油储备基地项目;与振戎能源合作,两年内新建油品化工仓储库 200 万立方,力争成为国家或浙江的能源储备基地。5 年内建成不低于 500 万立方的石化储备库。

我们分析认为,以上两个公告的推出,标志着公司战略转型的正式启动,未来公司将有望发展成为集石化、成品油储运及零售为一体的石化综合性企业。我们预测 LPG 深加工项目一期于 2013 年底建成,总投资 35-40 亿元,预计烯烃产量(聚丙烯和聚乙烯)为 90 万吨,总产量为 105-110 万吨(含副产品);二期项目于 2015 年底建成,预计投资 20-30 亿元,主要产品为乙烯及丙烯下游一些盈利能力比较高的产品、如环氧丙烷、乙丙橡胶等。对于大猫岛成品油基地,根据舟山招商网披露,总投资规模不小于 10 个亿,我们预测项目综合 ROE 应在 13%-15%,且盈利比较稳定,一旦实施有望每年贡献 7000 万左右的净利润(按 50%股权计算)。

公司如果石化项目建成,从产品结构上,可能类似于以前的齐鲁石化,是一个纯粹的石化标的,对于石化周期的弹性非常大。并且因为没有炼油业务,所以天然的规避了油价大幅上涨可能导致的成品油调价滞后所带来的系统性风险。

对于未来海越股份大石化项目的盈利能力,我们初步做一个评估:

1. 产量:仅考虑一期工程,各主要产品的理论产量为,聚丙烯产量应为 55 万吨,聚乙烯产量应为 28 万吨,其他应该还有一些高辛烷值汽油等副产品,总量应在 12-16 万吨左右。我们假设 2014 年能够顺利完工,开工率达到 85%。
2. 毛利率:因为公司产品结构与辽通化工的石化部门非常相似,基本上都是以聚乙烯和聚丙烯为主。辽通石化板块 2010 年的毛利率为 13%,考虑到其 3 季度炼油板块还出现了巨亏,因此正常的综合毛利率应该还要高,并且公司原料来自 LPG,目前每吨市场价格低于石脑油 2000 元以上,所以我们保守估计其毛利率为 15%。
3. 三费:因为公司为民营上市公司,所以在三费管控上会更有优势,所以我们选取了可比民营石化企业齐翔腾达为标准,其三费为 3%,考虑到公司负债率会高于齐翔,因此我们预测公司三费为 5%左右。
4. 净利润:综合以上分析我们预测,2014 年项目实施后,可为公司贡献净利润为 4.3 个亿(按 51%控股项目计算)。

因此综合考虑以上几项收入来源,公司在 2014 年有望实现 5.7 亿元的净利润。结合我们前期做出的大石化周期未来三年逐年向好的预测,参见报告《景气逐步复苏,赢利继续向好》;并且考虑到公司聚丙烯产品占到总产量的 50%以上,应为石化类上市公司中丙烯弹性最大的企业,将更为充分的受益于未来几年丙烯系产品的高景气。

表格 10 2010—2014 年海越石化项目各主要基本假设

	2010A	2011	2012	2013	2014
原油价格(美元/桶)	80	88	92	97	102
同比增长		10%	5%	5%	5%
聚丙烯价格(元/吨)	11,000	12,320	13,182	14,105	15,093

同比增长		12%	7%	7%	7%
收入（万元）					603056
聚乙烯价格（元/吨）	10,500	11,445	11,903	12,379	12,874
同比增长		9%	4%	4%	4%
收入（万元）					261883
其他价格（元/吨）	5,000	5,400	5,562	5,729	5,901
同比增长		8%	3%	3%	3%
收入（万元）					64303
总收入（亿元）					9,292

资料来源：东方证券研究所整理

3.2 沈阳化工（买入）

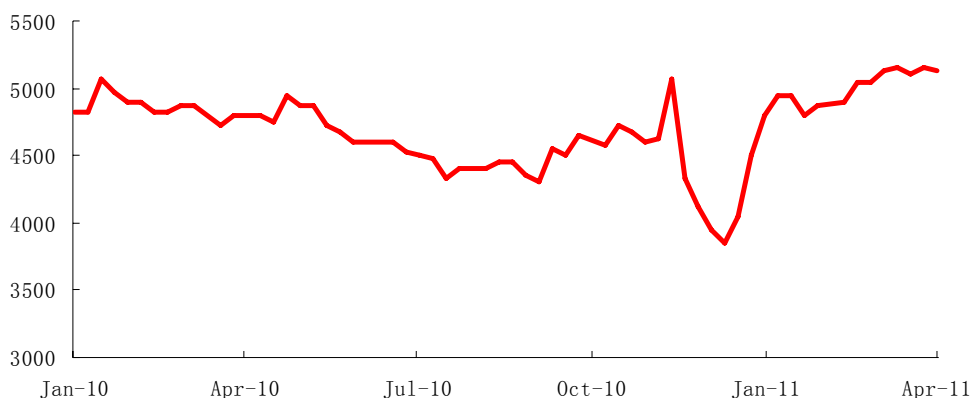
沈阳化工主要产品包括，13 万吨丙烯酸及酯，12 万吨 PVC 糊树脂，20 万吨聚乙烯、6 万吨聚丙烯（可销售量）、3 万吨环氧丙烷和 40 万吨的汽柴油。

沈化的丙烯系产品产量占石化总产量的比重也超过了 50%。应为目前上市石化企业中丙烯弹性最大的企业，并且沈化更偏重于对丙烯产品的深加工，其主要产品丙烯酸及酯和环氧丙烷目前盈利都很好。我们预测沈化丙烯酸目前的单吨毛利在 9000 元左右；而环氧丙烷的单吨毛利应在 3500 元以上。因为沈化丙烯系产品皆实现了一体化，所以毛利水平显著高于行业平均水平。

其他产品中 PVC 糊树脂是沈化多年的拳头产品，盈利能力良好且稳定，今年随着电石价格自 4600 元/吨下跌至 3000 元/吨，糊树脂与电石的价差有了显著提高，我们预测目前公司糊树脂的单吨毛利也应在 1500 元左右。

考虑到沈化目前股价对应我们 11 年每股盈利预测仅略高于 15 倍市盈率，安全边际非常充分，且公司丙烯弹性很大，未来将有望充分受益丙烯系产品高景气的大趋势，我们依然看好公司的未来，并维持 11-12 年每股盈利预测 0.6 元、0.93 元，维持公司买入评级。

图表 5 2010 年至今 PVC 糊树脂和电石的价差变化（元/吨）



资料来源：东方证券研究所整理

4. 投资建议

如上文分析，我们认为未来几年我国石化产业尤其是丙烯系产品将处于高景气周期之中，因此我们认为应优先选取丙烯弹性大的石化企业，最大限度的受益于丙烯系产品景气上升带来的盈利增长。我们关注沈阳化工（买入）、海越股份（未评级）等相关受益公司。

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn