

丙烯酸及酯需求低迷

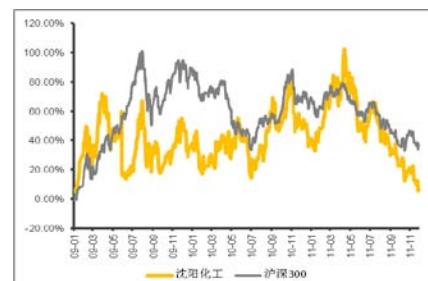
2011年12月2日

•证券研究报告 •公司研究 •化工行业 •调研报告 •沈阳化工(000698)

报告要点：

- 公司扩张炼化业务。**公司业务主要涉及炼化链、丙烯产业链和氯碱产业链。目前炼化链常压蒸馏加工能力70万吨，50万吨CPP装置、50万吨DCC装置，聚乙二醇理论产能20万吨；丙烯链13万吨丙烯酸及酯、4万吨环氧丙烷及1万吨硬泡聚醚多元醇；氯碱链主要是20万吨烧碱和13万吨PVC糊树脂。
- 立足炼化，延伸丙烯产业链。**公司在获得新的72万吨/年原油配额后，解决原料来源问题，目前正在对CPP装置进行技改，预计2012年年初完成，技改后丙烯和乙烯的收率分别提高到23%、21%，；公司丙烯酸及酯客户主要在东南沿海，目前正在积极开发北方客户。
- 丙烯酸及酯需求低迷。**2010年国内丙烯酸产品主要用于通用丙烯酸酯，占总量的75%，通用丙烯酸酯主要用于建筑涂料，受房地产行业调控影响，建筑涂料产量增速放缓，丙烯酸酯及丙烯酸价差缩小，而随着国家对房地产调控深入，我们认为房地产的增速放缓将导致上游建筑涂料消费需求的进一步减弱；沈阳化工目前丙烯酸酯主要面向东南沿海地区，未来随着江苏三木及惠州中石油丙烯酸项目投产，将改变华东及华南地区供需关系，竞争进一步加剧。
- 风险因素：**宏观经济形势恶化，下游需求萎缩。
- 盈利预测与估值：**预计公司2011年收入101.52亿元，同比增长35.65%，净利润2.24亿元，摊薄后每股收益0.34元。

公司股价与沪深300对比



数据来源：Wind

制图：恒泰证券研发中心

公司基本信息

A股流通股本	6.27亿
A股总股本	6.61亿
A股流通市值	41.01亿元
A股总市值	43.23亿元
12月1日股价	6.54元

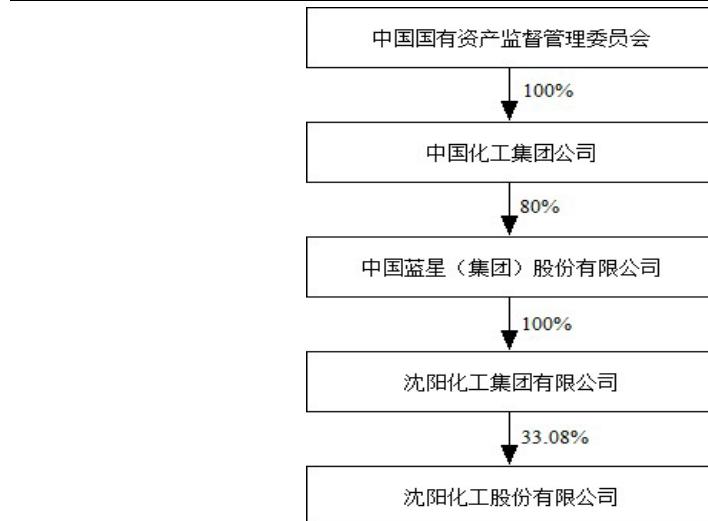
财务预测	2011E	2010A	2009A	2008A
营业收入	101.52	74.84	45.06	59.11
YoY	35.65%	66.10%	-23.78%	7.74%
毛利率	11.15%	12.92%	17.91%	10.54%
净利润	2.24	2.14	0.69	0.96
YoY	4.67%	213.2%	-28.68%	-37.73%
EPS	0.34	0.30	0.10	0.19

数据来源：公司公告 制表：恒泰证券研发中心

股价为2011年12月1日收盘价 单位：亿元，%，元，倍

1. 加大炼化业务，延伸丙烯产业链

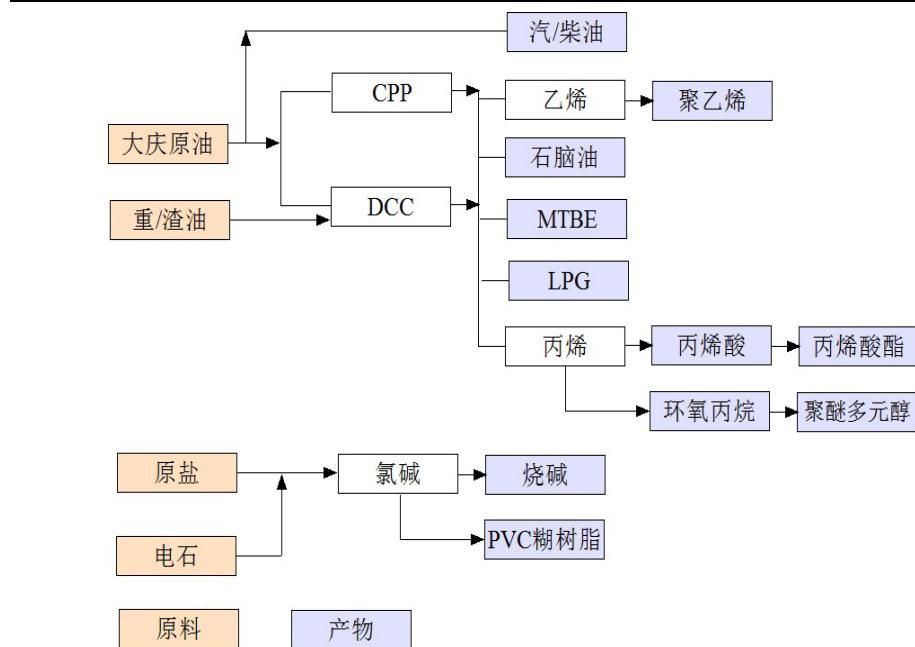
图 1：公司股权结构示意图



数据来源：公司公告 制图：恒泰证券研发中心

公司目前大股东是沈阳化工集团公司，隶属于中国蓝星公司。下辖分公司中沈阳蜡化产品涉及炼化和丙烯酸及酯业务；氯碱分厂产品涉及氯碱，金碧兰化工产品为环氧丙烷及聚醚多元醇。

图 2：公司产业链示意图



数据来源：公司公告 制图：恒泰证券研发中心

公司业务领域涉及炼化产业链、丙烯产业链及氯碱产业链。所需原料原油、渣油、原盐、电石等均需外购。炼化链包括常压蒸馏加工能力 70 万吨，50 万吨 CPP 装置、50 万吨 DCC 装置，每年成品油接近 35 万吨，其中汽油约 19 万吨，柴油约 16 万吨。丙烯产业链主要是往下游发展丙烯酸及酯，还有少量丙烯用于发展环氧丙烷制备硬泡聚醚多元醇。氯碱产业链主要采用电石法制备 PVC 糊树脂，副产 19 万吨烧碱及 20 万吨盐酸。

表 1：公司主要装置及产品产能情况（单位：万吨）

装置及产品	产能	备注
炼油	120	
DCC	50	
CPP	50	
聚乙烯	20 万吨，实际 14 万吨	
丙烯酸及酯	13	甲乙酯约 2 万吨，丁酯 8 万吨
PVC 糊树脂	13	
烧碱	19	
盐酸	20	
环氧丙烷	4	
聚醚多元醇	1	
汽油	19	
柴油	16	
MTBE	6	

数据来源：公司公告 制图：恒泰证券研发中心

2. 丙烯酸及酯业务分析

丙烯酸是一种不饱和有机物，在常温下呈液态。丙烯酸工业上主要通过丙烯的直接催化生产，而丙烯原料依靠石油裂解制备，因而丙烯酸行业和石油化工紧密相关。

丙烯酸分子中含有碳-碳双键及羧基结构，可以衍生出多种化合物。在众多丙烯酸衍生物中，通用型丙烯酸酯在丙烯酸行业的各种产品中占有重要地位。所谓通用型丙烯酸酯，就是指以粗丙烯酸为原料经过酯化而制备出的丙烯酸甲酯、丙烯酸乙酯、丙烯酸丁酯等市场需求量大的通用产品。过去由于粗丙烯酸大部分用来进行酯化，因此成为通用丙烯酸酯的生产原料。而近年来由于超吸水性树脂的市场需求量增加，很多粗丙烯酸酯都改用生产高纯丙烯酸酯，进一步加工成吸水性树脂。

表 2：全球 2010 年粗丙烯酸装置产能的地区分布

地区	产能（万吨/年）	比例/%
美国	135.5	26.3
欧洲	129	25.0
中国大陆	113.8	22.1

日本	60	11.6
其他地区	77.3	15.0
合计	515.6	100

数据来源：精细与专用化学品 制图：恒泰证券研发中心

据统计，2010 年全球粗丙烯酸的产能达到 515.6 万吨，较 2009 年增长了 2%。美国、欧洲和中国是全球丙烯酸主要生产地区。按产量计，2009 年全球丙烯酸较大的生产厂商为美国陶氏化学公司，年产 140 万吨；德国巴斯夫公司年产 93.5 万吨；日本触媒公司产能 59.3 万吨。

表 3：2009 年全球丙烯酸在各主要应用领域的消费量（单位：万吨）

应用领域	美国	西欧	日本
超吸水性树脂	36.1	29.2	33.3
洁水剂	5.9	8.3	2.9
洗涤助剂	5.1	5.4	0.3
通用丙烯酸酯	50.4	44.6	12.9
特种丙烯酸酯及其他	6.5	3	1.6
合计	104.0	90.5	51.0

数据来源：精细与专用化学品 制图：恒泰证券研发中心

据统计，全球 2009 年丙烯酸的消费总量为 400 万吨，主要消费集中在美国、欧洲和日本。在丙烯酸的各种主要应用领域中，通用丙烯酸酯的消费量最大，其次为超吸水性树脂，其他还有水处理剂和洗涤助剂等，特种丙烯酸酯的消费量仅为消费总量的 1~6%，主要满足全球辐射固化产业在低聚物和反应稀释剂方面特殊市场的需求。

表 4：2009 年全球丙烯酸在各主要应用领域的消费量（单位：万吨）

公司	地址	粗丙烯酸	通用丙烯酸酯
江苏裕廊	江苏盐城	20.5	25
上海华谊	上海市	20	19.5
扬子巴斯夫	南京市	16	15.5
台塑集团	浙江宁波	16	20
沈阳蜡化	沈阳市	8	12
北京东方石化	北京市	8	8
兰州石化	兰州市	8	10
正和集团	山东广饶	6	6
浙江卫星	浙江嘉兴	4	4.5
开泰石化	山东淄博	4	0.6
吉林石化	吉林省	3.3	3
合计		113.8	124.1

数据来源：精细与专用化学品 制图：恒泰证券研发中心

我国粗丙烯酸装置产能最大的企业是江苏廊裕公司，年产 20.5 万吨，其技术来源于兰州化工研究院；上海华谊排名第二，生产技术来源于日本三菱化学，扬子巴斯夫公司和宁波台塑公司并列第三，年产 16 万吨，前者技术来自德国巴斯夫，后者技术来自日本触媒公司。

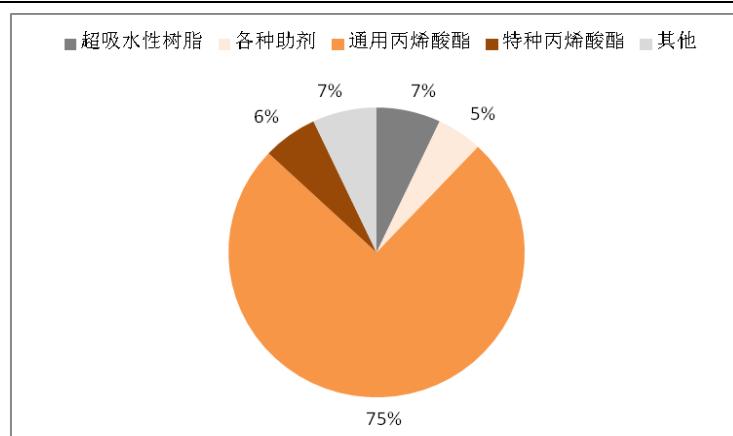
表 5：我国 2010 年各种丙烯酸及丙烯酸酯的生产能力和产量（单位：万吨）

	粗丙烯酸	高纯丙烯酸	聚合级丙烯酸	丙烯酸甲酯	丙烯酸乙酯	丙烯酸丁酯	丙烯酸 2-乙基-己酯
产能	113.80	20.40	20.28	16.10	15.00	81.50	11.50
产量	102.86	19.23	6.58	9.87	10.66	73.11	8.50

数据来源：精细与专用化学品 恒泰证券研发中心

2010 年我国粗丙烯酸和几种主要的通用丙烯酸酯的实际产量已突破 100 万吨，分别达到 103 万吨和 102 万吨。

图 3：我国 2010 年丙烯酸产品在各消费领域的分布

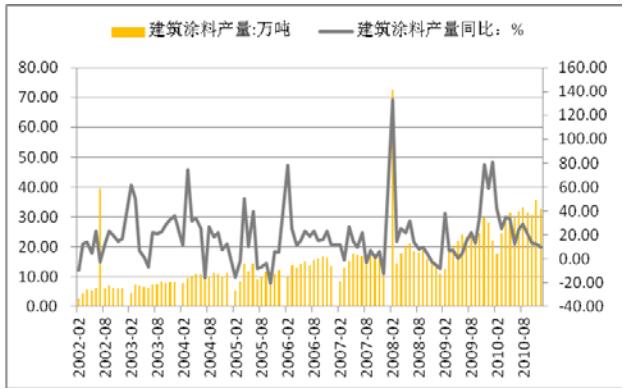


数据来源：精细与专用化学品 制图：恒泰证券研发中心

我国 2010 年丙烯酸产品主要用于通用丙烯酸酯，用量约 65 万吨，占总量的 75%；其次为超吸水性树脂，用量为 6.1 万吨，占 7%，第三为特种丙烯酸酯，用量为 5.2 万吨，占 6%。

从 2011 年起，我国丙烯酸行业生产装置的产能又将迎来快速发展的新时期。到 2011 年底，丙烯酸装置产能 将达到年产 160 万吨，超过美国 2010 年产能，成为丙烯酸最大的生产国。

图 4：建筑涂料产量变化



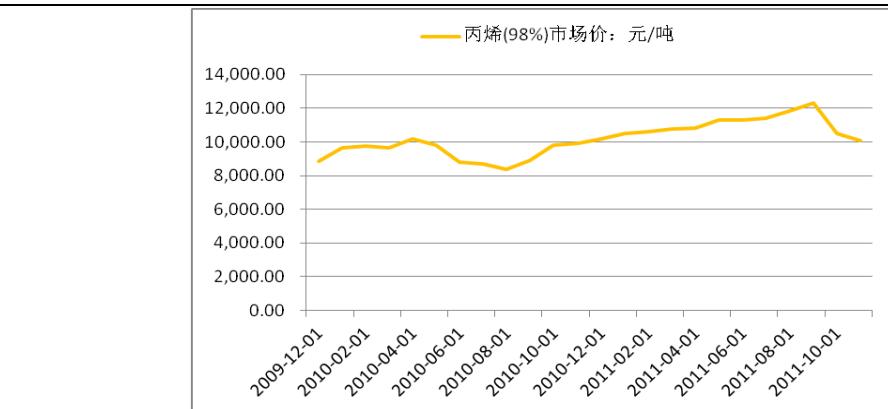
数据来源：Wind 制图：恒泰证券研发中心

图 5：华东地区丙烯酸及酯价格变化



数据来源：Wind 制图：恒泰证券研发中心

图 6：国内丙烯月平均价格变化



数据来源：Wind 制图：恒泰证券研发中心

通用丙烯酸酯主要用于建筑涂料，受房地产行业受调控影响，建筑涂料产量增速放缓。丙烯酸及丙烯酸丁酯价格从高点的每吨 24000 元和 21000 分别下滑到目前 16500 元和 15500 元。与此同时，丙烯价格从每吨 11850 元降低到 10100 元，丙烯酸和丙烯的价差进一步减小。

而随着国家对房地产调控深入，我们认为房地产的增速放缓将导致下游建筑涂料消费需求的减弱。沈阳化工目前丙烯酸酯主要面向东南沿海地区，未来随着江苏三木及惠州中石油丙烯酸项目投产，将改变华东及华南地区供需关系，竞争进一步加剧。

3. 风险提示

宏观经济景气度变差，下游需求萎缩等。

重要声明

恒泰证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

本报告中的数据均来源于公开可获得资料，恒泰证券研发中心力求准确可靠，但对这些数据的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成具体投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。本报告仅向特定客户传送，未经恒泰证券研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

联系方式

恒泰证券研发中心

地址：上海市浦东新区松林路 357 号通茂大酒店 26 楼

邮编：200122

联系人：刘艳平

联系电话：021-68405209

电子邮件：liuyanping@cnht.com.cn