

大鹏一日同风起，扶摇直上九万里

齐翔腾达 (002408)

评级: 买入 (首次)

股价: 31.75 元

目标价位: 42.90 元

深度报告

2010 年 08 月 30 日 星期一

毛伟

021-50586660-8630

mw@longone.com.cn

职业证书编号: S0630208120082

联系人: 胡昂

021-50586660-8626

ha@longone.com.cn

基础化工行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

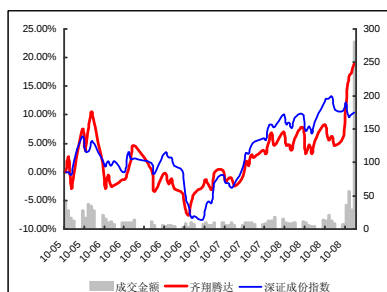
重要数据

总股本(万股)	25956
流通股本(万股)	6500
总市值(亿元)	82.41
流通市值(亿元)	20.64

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	15.25	0.17
3 个月	7.63	2.97
6 个月	18.91	30.19

个股相对走势图



投资要点

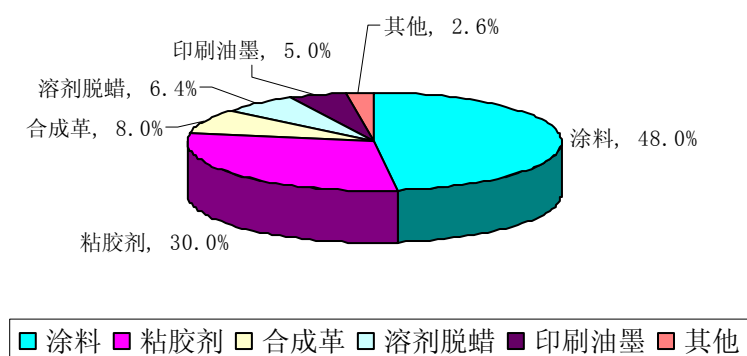
- **装置检修刺激甲乙酮价格上涨。**近期公司主营产品甲乙酮的价格飞速上涨,从月初的 9000 元/吨一路直线上升至 11930 元/吨,涨幅高达 33%。我们认为此轮甲乙酮价格上涨主要原因是在全球供需基本平衡的背景下,国内外甲乙酮企业生产装置检修(特别是日本 30 万吨产能装置相继停产检修)导致全球市场供给偏紧,刺激了甲乙酮价格的上涨。
- **国内价格上涨趋势短期不会改变。**日本甲乙酮企业检修将持续到今年 10 月份,目前全球供给依旧偏紧。受全球供应不足的影响,上半年国内甲乙酮出口同比大幅提高,进口同比减少,目前企业库存处于低位。我们预计在年底前,国内甲乙酮市场仍会存在一定的供需缺口;甲乙酮价格三季度、四季度都将维持高位。
- **长期前景依旧向好。**从全球供给方面,欧盟和美国出于环保的压力,将会关停一些产能,目前尚无扩张产能的计划。需求方面,全球经济的缓慢复苏带动了需求的增加,而我国甲乙酮需求在下游涂料和胶粘剂行业快速发展的刺激下,每年将保持 10% 的速度增长。国内目前新建产能只有公司的募投项目,因此甲乙酮将长期呈现供应偏紧的局面。
- **齐翔腾达受益甲乙酮价格上涨。**公司甲乙酮产能为 11.5 万吨,预计全年产量将 13 万吨,产能利用率超过 100%。甲乙酮价格上涨对公司业绩影响明显,我们测算下半年甲乙酮价格每上涨 1000 元,将提升公司每股收益约 0.2 元。上半年公司甲乙酮实现价格为 8800 元/吨,假设下半年均价环比上升 2500 元,我们预计 2010 年 EPS 为 1.43 元。我们给予六个月内目标价 42.9 元,首次给予“买入”评级。

1. 甲乙酮简介

甲乙酮，又名甲基乙基酮、2-丁酮，英文简称 MEK，是一种优良的有机溶剂，具有优异的溶解性和干燥特性，广泛应用于涂料、胶粘剂、人造革、润滑油脱蜡、磁带、油墨、萃取合成等众多领域。

在我国，甲乙酮最大的应用领域是涂料行业和胶粘剂行业，消费比例约分别为 48%和 30%；在其他应用领域中，合成革消费比例约占 8%，印刷油墨约占 5%，溶剂脱蜡约占 6.4%，其他行业约占 2.6%。

图 1. 国内甲乙酮消费结构



资料来源：招股说明说，东海证券研究所整理

2. 甲乙酮后市分析：风景这边独好

2.1 国内外供求情况

据卓创资讯统计,2009 年全球甲乙酮产能为 165.8 万吨,其中国外为 129.1 万吨，中国大陆为 36.7 万吨。国外甲乙酮生产主要集中在日本、美国和欧盟。

表 1. 2009 年国外前十名甲乙酮生产厂家 单位：万吨

序号	生产厂家	产能	国家或地区
1	丸善石油化工公司	17.0	日本
2	美国赛拉尼斯化工公司	13.6	美国
3	美国埃克森美孚化学公司	13.5	美国
4	英国埃克森美孚化学公司	13.5	英国
5	日本东燃化学	9.5	日本
6	荷兰壳牌化学公司	7.0	荷兰
7	德国萨索尔溶剂公司	7.0	德国
8	德国罗地亚	6.5	德国
9	台湾石化合成公司（6 万吨） 李长荣化学公司（3 万吨）	9	中国台湾
10	南非 Sasol 化学公司	5.5	南非

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

甲乙酮在我国开始应用较晚，相关国内企业起步也较晚。2000 年我国甲乙酮产量为 0.7 万吨，对外依存度超过 90%；随着我国甲乙酮产能的释放，进口比例逐渐减少。特别在 2007 年，商务部裁决对来自日本、新加坡和台湾等国家和地区的甲乙酮征收反倾销税，税率如表 3（自 2007 年 11 月 22 起 5 年）；这对我国甲乙酮生产企业起到了保护作用，为国内企业提升竞争力赢得了时间，国内产量逐步提高。到 2009 年国内产量达到了 29.36 万吨，进口量下降到 4.34 万吨，但整体仍呈净进口的局面。

表 2. 我国甲乙酮供需情况
单位：万吨

年份	表观消费量	产量	供需缺口	进口量
2000 年	10.91	0.7	10.21	10.21
2001 年	13.07	1.5	11.57	11.37
2002 年	16.54	4	12.54	12.41
2003 年	22.2	7.35	14.85	15.12
2004 年	24.69	11.7	12.99	14.32
2005 年	27.42	18.2	9.22	12.10
2006 年	28.7	22.08	6.62	9.50
2007 年	29.97	23.16	6.81	8.76
2008 年	28.26	25.16	3.1	4.99
2009 年	30.79	29.36	1.43	4.34

资料来源：招股说明书，东海证券研究所整理

表 3. 征收甲乙酮反倾销税税率

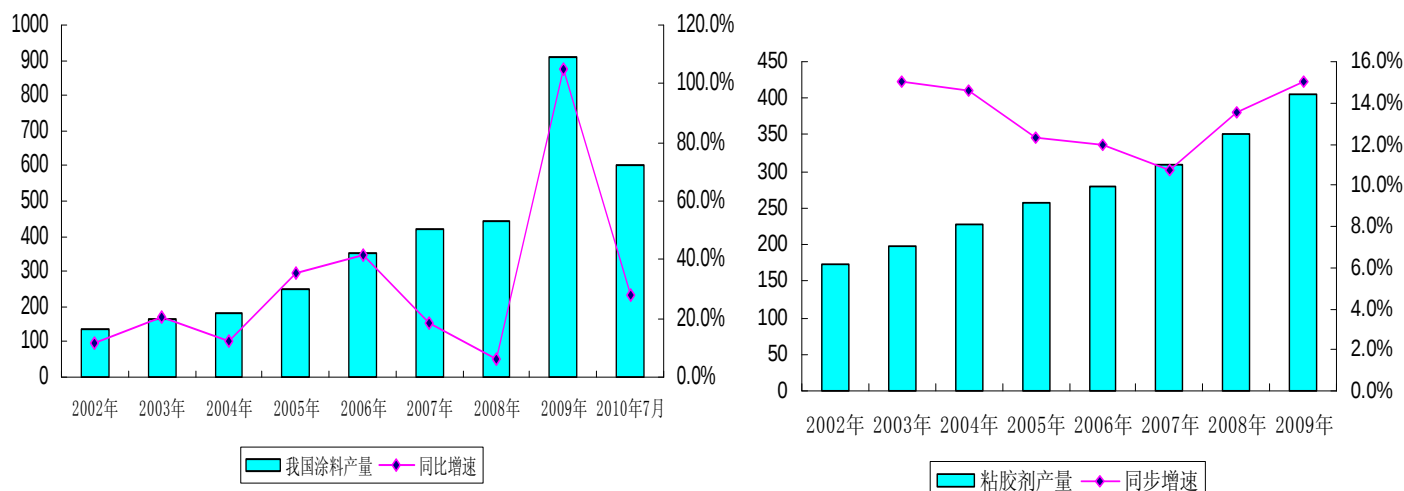
公司	反倾销税税率
日本公司	
东燃化学株式会社	27.3%
丸善石油化工公司	9.6%
其他日本公司	66.4%
台湾地区公司	25.0%
新加坡公司	17.0%

资料来源：招股说明书，东海证券研究所整理

2.2 国内需求稳步增长 供需缺口依旧存在

我国甲乙酮最大的两个下游消费领域是涂料行业和胶粘剂行业，占总消费量的 78%。过去十年两个行业快速发展，甲乙酮消费增长一直保持着较高的速度。金融危机后，涂料行业和胶粘剂行业发展迅速，未来几年甲乙酮需求增速仍将保持 10% 左右的增长。2009 年国内甲乙酮表观消费量是 30.79 万吨，预计 2010 年国内的需求在 34 万吨左右。

图 2. 我国涂料、胶粘剂历年产量 单位: 万吨

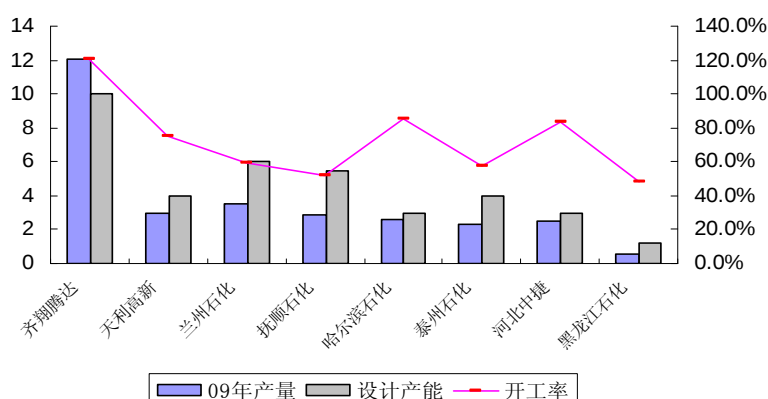


资料来源: wind 咨询, 东海证券研究所整理

而从供给方面看, 生产甲乙酮的主要原料是碳四, 其是石油加工的副产品, 我国的甲乙酮厂商都是依托着大型的炼油企业。碳四原料能否得到有效供应已成为甲乙酮企业发展的障碍和瓶颈, 这也是其他企业进入的天然壁垒。同时, 甲乙酮生产企业在技术、资金和人才方面也有较高的要求。国内产能将会受限于行业壁垒, 使得未来产能增长有限。

2009 年国内的产能为 36.7 万吨, 但是受原材料碳四的供应限制, 我国甲乙酮生产企业的开工率普遍较低。我们预计 2010 年产能接近 40 万吨, 按照目前行业 80% 的开工率来算, 10 年产量约 32 万吨, 今年国内需求缺口在 2 万吨左右。

图 3. 我国甲乙酮企业产能、产量情况



资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所整理

从长期看, 由于国家对环保的要求日益越高, 甲乙酮取代苯类等毒性较高的传统溶剂的步伐将越来越快。我国溶剂型涂料仍占 50% 左右, 总体约有 400

万吨的市场空间，而其中“三苯”溶剂的使用规模依旧较大，因此因此该部分的替代需求将是甲乙酮未来最大的增长点。根据我们的测算，如按照甲乙酮每年需求增长 10% 计算，未来几年我国甲乙酮市场总体来说仍存在一定的实际需求缺口。

2.3 装置检修刺激价格上涨

我们认为此轮甲乙酮价格上涨的起因是国内外企业甲乙酮生产装置检修导致全球市场供给偏紧。特别是日本共 30 万吨产能装置相继检修影响了东南亚，韩国市场的供给，因此上半年国内甲乙酮从净进口转变为出口国。海关数据显示，我国今年 1-7 月甲乙酮出口 2.2 万吨，同比增长 69.8%；进口 1.7 万吨，同比减少 36.3%。这就加大了国内甲乙酮的供给缺口，刺激了国内价格快速上涨。

甲乙酮生产装置启动费用较高，一般来说，甲乙酮装置都会保持连续长周期生产，新装置 5—6 年检修一次，老装置 3—4 年检修一次，2010 年恰逢业内企业特别是日本企业的停产检修集中期。根据我们的统计此轮检修使全球下半年的供给减少了 4.22 万吨，占全球下半年产能的 5.9%。

表 4. 国外甲乙酮装置检修计划

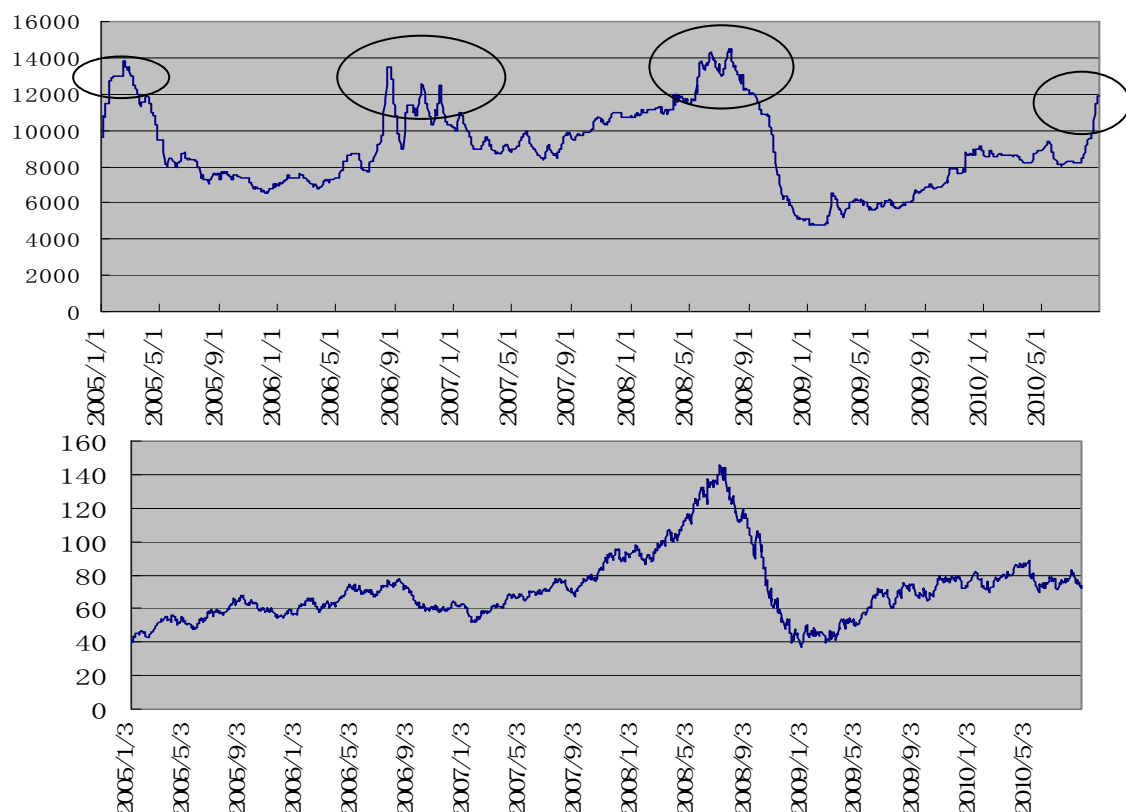
公司	产能（万吨）	检修日期	目前开工率	国家
Maruzen Petrochemical	170,000	5 月开始 2 个月	90%	日本
Tonen Chemical Corporation	90,000	8 月下旬开始 40 天	100%	日本
Idemitsu Kosan	40,000	9 月开始 60 天	100%	日本

资料来源：东海证券研究所整理

由于日本装置检修一直要持续到 11 月份，而国内一些甲乙酮企业由于原材料供应不足，开工率只有五六成；再加上国内部分企业位于西部地区，运输不畅，我们预计国内甲乙酮市场下半年偏紧的状态不会改变，因此甲乙酮价格坚挺的态势短期内是不会改变的。

根据我们的统计，在过去的 5 年时间里，甲乙酮价格出现了 3 次上涨行情。只有 08 年甲乙酮行情是由于石油价格上涨所推动的，其他两次都是供给偏紧推动的，而每一次的行情都会延续半年左右。因此历史也印证了我们的推断，此次甲乙酮的行情至少会延续到四季度。

图 4. 甲乙酮价格及原油价格走势图



资料来源：化工在线，东海证券研究所整理

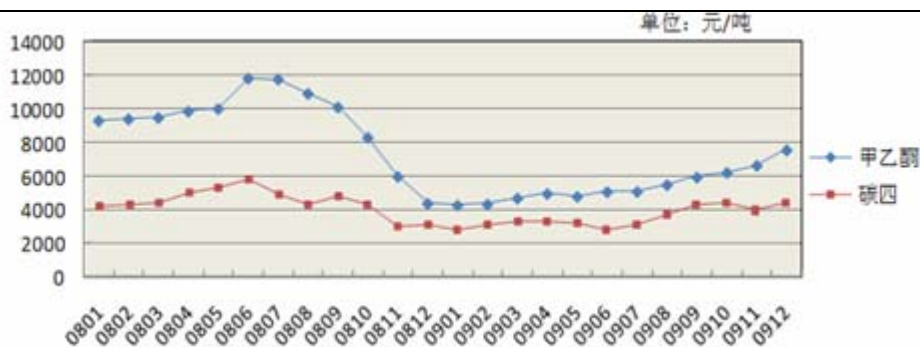
2.4 长期前景依旧向好

从全球长期供给看，欧盟和美国出于环保的压力，将会关停一些产能，且无新产能的投资计划。从需求方面看，美国环保局将甲乙酮从 HAPs 分类中除名以及欧盟、美国的经济逐步复苏将带动需求增加。而在东南亚地区和韩国对甲乙酮的需求将保持 3.0% 的增速。因此全球甲乙酮的需求增速大于供给增速。

而我国甲乙酮需求在下游涂料和粘胶剂行业快速发展的刺激下，每年将保持 10% 的速度增长，而国内目前新建产能只有公司的募投项目，因此国内甲乙酮将长期呈现供应偏紧的局面。

此外由于甲乙酮主要原材料碳四价格与原油价格相关性很高，而原油价格仍处于一个中长期上行的趋势，碳四价格的上行也将会对甲乙酮价格形成很好的支撑。

图 5. 甲乙酮、碳四走势图



资料来源：东海证券研究所整理

3. 齐翔腾达收益甲乙酮价格上涨

公司是国内甲乙酮产能最大的企业。公司甲乙酮产能为 11.5 万吨，09 年甲乙酮产量超 12 万吨，占国内 41% 的市场份额，甲乙酮产品销售收入占公司主营业务收入的 73%，是公司的主要利润来源。

接近消费端，区位优势明显。国内甲乙酮消费主要集中在华南和华东地区，消费量分别占全国总消费量的 50% 和 40%。相比其他在东北、西北的甲乙酮生产企业，公司具有贴近主体消费市场的地域优势，公司在青岛 8 万吨的新厂产品可以通过管道运输到码头，然后以海运的形式运至华东和华南市场，大大节省了运输成本。

公司甲乙酮原材料供应最为稳定企业。甲乙酮原料碳四国内一直供应不足，部分甲乙酮企业因此不能满负荷生产，开工率在 80% 以下。而公司已与齐鲁石化和青岛炼化签署了长期合作协议，齐鲁石化每年可提供 20 万吨以上适合作为甲乙酮生产的碳四原料，青岛炼化每年则可提供 60 万吨以上的碳四原料，这就保证了公司原材料能得到充足、稳定的供应，公司多年开工率都在 100% 以上。

我们预计公司全年产量将 13 万吨，产能利用率超过 100%。甲乙酮价格上涨对公司业绩影响明显，我们测算下半年甲乙酮价格每上涨 1000 元，将提升公司每股收益约 0.2 元。上半年公司甲乙酮实现价格为 8800 元/吨，假设下半年均价环比上升 2500 元，我们预计 2010, 2011, 2012 年 EPS 为 1.43, 1.65, 1.93 元。参考目前中小板的估值水平，我们认为给予公司 2010 年 30 倍的 PE 较为合理，目标价 42.9 元，首次给予“买入”评级。

预测和比率

	2009A	2010A	2011E	2012E
主营收入（百万）	1297.48	2343.58	2511.42	2930.67
主营收入增长率	16.3%	80.6%	7.2%	16.7%
净利润（百万）	173.52	317.17	428.27	500.95
净利润增长率	20.8%	113.9%	35.0%	16.9%
EPS（元）	0.67	1.43	1.65	1.93

注：EPS 都按照发行后 25956 万股股本计算

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

毛伟, 基础化工行业分析师, 浙江大学高分子系学士, 中国科学院化学研究所博士。

重点跟踪企业:

新安股份, 华鲁恒升, 烟台万华, 硅宝科技, 巨化股份, 诺普信, 东华科技, 宏达新材, 金发科技。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122