

看好甲乙酮价格，公司业绩有望继续高增长

研究结论

- 受日本地震影响，甲乙酮价格大幅上涨，目前市场价达到 13500 元/吨，比上周初大幅上涨接近 3000 元/吨，上涨幅度达到了 25% 左右。成为震后价格最为强势的化工产品。
- 对于本次上涨，我们认为市场还存在着三点疑惑：1. 日本地震的造成的停产是否可以持续；2. 出口拉动对我国价格会否有实质性影响；3. 价格的大幅上涨会否抑制需求。对应以上三问，我们认为：
- **问题一：**由于全球最大的甲乙酮生产商丸善化工的原料提供商 COSMO 在地震后发生大火，损毁严重。并且千叶地区现在还受到严重的核辐射的困扰。所以我们维持前期观点，本次事件影响在半年以上，可能造成减产规模在 10 万吨左右，占到东亚总产能接近 40%，影响非常巨大。
- **问题二：**从去年价格上涨看，我国价格与国外的联动性很强，在目前外盘价格在 14000 元/吨以上，并且还在上涨的情况下，预计必然会拉动我国出口，进而带动国内价格，实现国内外价格的再次平衡。
- **问题三：**我们了解甲乙酮在下游更多的是起一种添加剂的作用，用量不大，占成本比重不会超过 10%，相应的下游成本敏感度不高，并且可替代性很差。所以我们判断，未来几年我国甲乙酮消费还会稳定在 30 万吨的水平上，不会因价格变化而大幅萎缩。
- 综合以上分析，我们预期今年甲乙酮行业将会呈现高景气，因此我们上调价格预测至 13500 元/吨，并基于此上调公司 11-12 年盈利预测至 2.7 元和 2.9 元。给予 11 年 25 倍市盈率，对应目标价为 68 元，维持公司买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 x 6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010013

联系人

赵辰

8621-63325888 x 5101

Zhaochen1@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 3 月 21 日) 57.50 元

目标价格 68.00 元

总股本/A 股 (亿股) 2.6

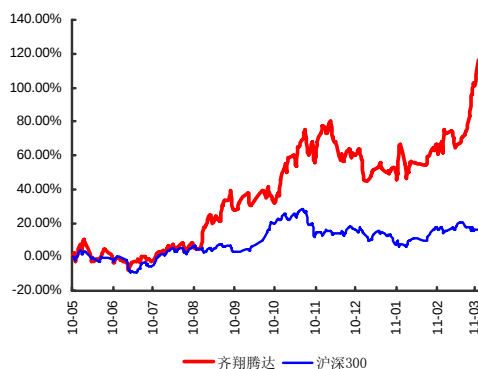
A 股市值 (亿元) 110

国家/地区 中国

行业 化工行业

报告发布日期 2011 年 3 月 22 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1297	2108	2769	4188
同比 (%)	16%	62%	31%	51%
归属母公司净利润	174	466	693	751
同比 (%)	21%	168%	49%	8%
毛利率 (%)	22.8%	32.5%	35.6%	26.4%
ROE (%)	36.1%	17.4%	20.9%	18.5%
每股收益 (元)	0.7	1.8	2.7	2.9
P/E (倍)	77.79	28.99	19.49	17.96
P/B (倍)	28.09	5.04	4.06	3.31
EV/EBITDA (倍)	43	21	14	12

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. 甲乙酮价格近期大幅上涨	3
2. 问题一：日本丁酮厂商停产将是一个较长期的事件	3
3. 问题二：出口的增加将会对我国价格造成显著影响	4
4. 问题三：价格的上涨不会对需求造成太大的抑制	5
5. 投资建议	5

图表目录

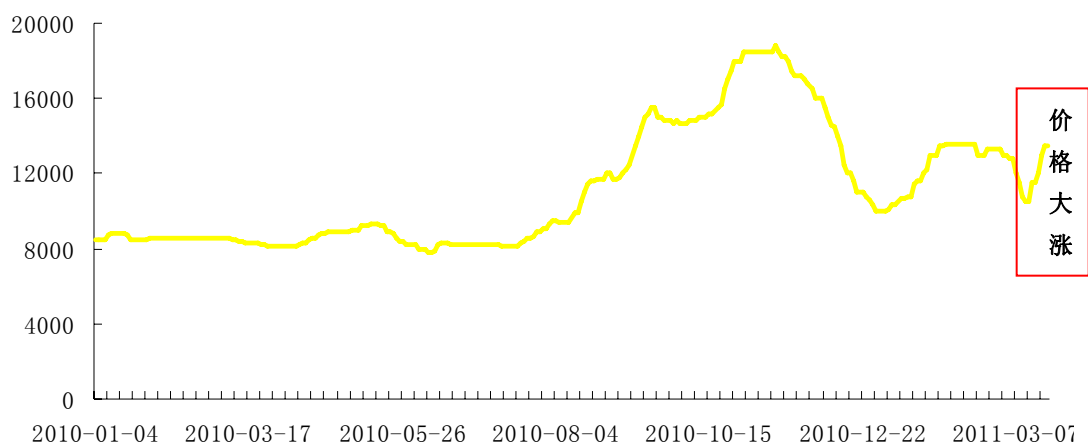
图表 1 2010 至今甲乙酮价格变动	3
图表 3 2010 年国内外甲乙酮价格变化示意图（元/吨）	4

1. 甲乙酮价格近期大幅上涨

自日本 3 月 11 日发生地震之后，我们发表了两篇跟踪报告：《日本大地震对我国石化行业的影响》和《日本地震对我国石化行业影响 II—— 看好齐翔腾达、沈阳化工、中国石化》。其中详细论述了日本甲乙酮生产商丸善及出光化学停产对我国甲乙酮行业的影响，并重点推荐了齐翔腾达。

从 3 月 11 日至今，甲乙酮价格如我们预期的出现了大幅的上涨，现在华东市场价已经达到了 13500 元/吨，相比 1 周前的低点 10800 元/吨，上涨了接近 3000 元，涨幅达到了 25%，成为近期化工品市场中涨幅最大的品种。

图表 1 2010 至今甲乙酮价格变动



资料来源：东方证券化工组整理

对于未来甲乙酮价格的走势，市场存在的较大的分歧，总结下来有三点：1. 日本地震的造成的停产是否可以持续；2. 出口拉动对我国价格会否有实质性影响；3. 价格的大幅上涨会否抑制需求。综合而言，我们对甲乙酮和公司的未来还是非常看好，并将就这三个问题展开讨论。

2. 问题一：日本丁酮厂商停产将是一个较长期的事件

截止地震前，日本共有甲乙酮产能 30 万吨，本次停产将影响到丸善（17 万吨）和出光化学（4 万吨）共计 21 万吨的产能，我们初步判断，本次停产将是一个较长期的事件，保守估计出光化学的停产期应在 2 个月左右，而丸善化学的停产时间可能会长达 3—6 个月，理由如下：

1. 丸善临近的 COSMO 炼油厂，在地震后便发生了大火，依据朝日新闻的报道，火情在周日都没得到控制。我们认为如此规模的破坏，很难在半年以内，完全恢复产能。而丸善的原材料主要来自于 COSMO，因此即使丸善的装置在地震中未受严重破坏，但其 C4 原料也很难从其他厂商得到供应，所以长时间的减产是大概率事件。（对于丸善依赖 COSMO 原料供应的问题，可以参见日本每日新闻的报道 <http://mdn.mainichi.jp/mdnnews/business/news/20110317p2q00m0bu042000c.html>）
2. 目前日本核辐射对千叶的影响很大，根据《日经》的报道，千叶县核辐射的强度已经达到了正常标准的 10 倍以上。我们认为这将很大程度上影响千叶地区工矿企业的复产速度。

- 由于日本核电提供的电量占全日本总发电量的 30%。本次地震导致 11 座核电站全部关闭，核电站的关闭将导致日本电力供应紧张。日本目前已经开始在东京首都圈的东京都、神奈川县、千叶县、埼玉县、山梨县、群马县、栃木县和茨城县正式实施轮番停电措施，目前位于日本东京首都圈的大型化工厂及装置受停电影响都已停工。另外，地震破坏了道路和交通设施，这也将影响到化学品的运输。

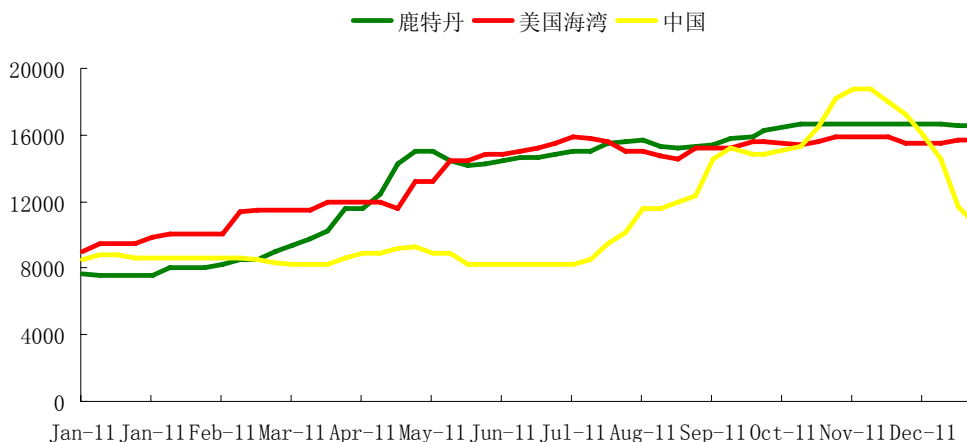
因此如我们在《日本地震对我国石化行业影响 II—— 看好齐翔腾达、沈阳化工、中国石化》所做的预测，我们认为本次地震将会造成日本产量在半年内减少的规模在 10 万吨左右，占到日本总产能的 66%，东亚总产能的 35.2%，世界总产能的 14%。并且考虑到日本每年甲乙酮出口量为 13 万吨，基本都是销往韩国和东南亚国家，占到东亚地区贸易量的 70% 以上。因此未来半年，我们预计东亚地区的甲乙酮贸易供需都会非常紧张，因此韩国等日本传统的出口地，有望改从我国进货。由于齐翔腾达的 8 万吨的新厂区就在距离韩国很近的青岛黄岛，因此有望直接从出口的增加上受益。

3. 问题二：出口的增加将会对我国价格造成显著影响

日本地震后丸善和日出的停产，无法给国际市场提供货源，而国际市场亦会因货源量减少价格开始上涨，随后我国国内部分丁酮厂家必会考虑出口，上周国内部分厂商已经向海外交付总计 7000 吨的甲乙酮产品，占到了我国甲乙酮月需求量的 30% 左右。

依照我们的统计，10 年下半年的价格暴涨就有典型的出口拉动的色彩。2010 年 4 月开始受海外产能停车检修的影响，欧美甲乙酮价格出现大涨，至 7 月底涨到 16000 元/吨的水平。而在 8 月份国内在大量出口产品的拉动下，价格也出现了上涨，最高达到了 18000 元/吨以上，国内价格被国际价格拉动的趋势非常明显。目前国际价格为 14000 元/吨，并且还在上涨，国内出口还是有利可图，所以必然会对供给造成分流，所以我们预测今年价格走势有望复制去年的价格走势，实现国内外产品价格的联动。考虑到国外产品价格在过去近半年时间里都稳定在 14000 元/吨以上，所以我们预测今年国内甲乙酮市场的均价为 13500 元/吨。

图表 2 2010 年国内外甲乙酮价格变化示意图（元/吨）



资料来源：东方证券研究所

4. 问题三：价格的上涨不会对需求造成太大的抑制

甲乙酮是一种优良的有机溶剂，具有优异的溶解性和干燥特性，其溶解能力优于丙酮，并具有沸点较高，蒸汽压较低的优点，对于各种天然的树脂、纤维素脂类和合成树脂具有良好的溶解能力。目前，我国甲乙酮主要消费在涂料和胶粘剂领域（占到消费量的 78%）以上。

10 年甲乙酮价格大涨后，我国的需求并没有大幅萎缩，总体的需求规模还是维持在 30 万吨的水平上，可见下游对甲乙酮高价格有相当强的接受能力。通过我们对甲乙酮下游行业的了解发现，甲乙酮在下游更多的是起一种添加剂的作用，用量不大，相应的下游敏感度不高。例如：以现在较大的丁酮下游厂家为例，其接近 7 万吨的产能，所需的甲乙酮只有 5、6 千吨，占成本比重不会超过 10%，并且可替代性很差。所以我们判断，未来几年我国甲乙酮消费还会稳定在 30 万吨的水平上，不会因价格变化而大幅萎缩。

表格 1 2000—2010 年我国甲乙酮消费量、产量及净进口量统计（万吨）

	表观消费量	产量	进口	出口	净进口
2000 年	10.91	0.7	10.2	0.0	10.2
2001 年	13.07	1.5	11.4	0.0	11.4
2002 年	16.54	4.0	12.4	0.0	12.4
2003 年	22.2	7.4	15.1	0.0	15.1
2004 年	24.69	11.7	14.3	0.9	13.4
2005 年	27.42	18.2	12.1	3.3	8.8
2006 年	28.7	22.1	9.5	2.8	6.7
2007 年	29.97	23.2	8.8	1.9	6.9
2008 年	28.26	25.2	5.0	1.8	3.1
2009 年	30.79	29.4	4.3	2.9	1.4
2010 年	30.5	31.7	3.0	4.2	-1.2

资料来源：东方证券整理

5. 投资建议

综合以上分析，我们预期今年甲乙酮行业将会呈现高景气，因此我们上调价格预测至 13500 元/吨，并基于此上调公司 11-12 年盈利预测至 2.7 元和 2.9 元。给予 11 年 25 倍市盈率，对应目标价为 68 元，维持公司买入评级。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	347	2247	2213	3030	营业收入	1297	2108	2769	4188
现金	174	1794	1737	2304	营业成本	1001	1422	1784	3080
应收账款	18	105	138	209	营业税金及附加	8	13	17	25
其它应收款	3	0	0	0	营业费用	28	40	53	80
预付账款	33	57	71	123	管理费用	17	21	28	42
存货	88	114	125	185	财务费用	15	-18	-43	-46
其他	31	177	142	209	资产减值损失	-3	10	8	6
非流动资产	484	541	1326	1378	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	458	474	1169	1332	营业利润	231	620	923	1001
无形资产	18	19	19	20	营业外收入	0	1	1	1
其他	8	48	138	26	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	831	2788	3539	4408	利润总额	229	621	923	1002
流动负债	350	108	168	236	所得税	56	155	231	250
短期借款	248	0	0	0	净利润	174	466	693	751
应付账款	69	57	107	154	少数股东损益	0	0	0	0
其他	33	51	61	82	归属于母公司净利润	174	466	693	751
非流动负债	0	0	50	100	EBITDA	313	653	974	1104
长期借款	0	0	50	100	EPS (元)	0.7	1.8	2.7	2.9
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	350	108	218	336	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	195	260	260	260	营业收入	16.3%	62.5%	31.3%	51.3%
资本公积	83	1791	1791	1791	营业利润	20.0%	168.4%	48.8%	8.5%
留存收益	203	630	1271	2022	归属于母公司净利润	20.8%	168.3%	48.8%	8.5%
归属母公司股东权益合计	480	2681	3321	4073	获利能力				
负债和股东权益	831	2788	3539	4408	毛利率	22.8%	32.5%	35.6%	26.4%
现金流量表					净利率	13.4%	22.1%	25.0%	
单位:百万元					ROE	36.1%	17.4%	20.9%	18.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	44.5%	68.0%	53.9%	51.2%
经营活动现金流	244	225	781	674	偿债能力				
净利润	174	466	693	751	资产负债率	42.2%	3.9%	6.1%	7.6%
折旧摊销	67	51	94	149	净负债比率				
财务费用	15	-18	-43	-46	流动比率	0.99	20.90	13.21	12.85
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.74	19.84	12.46	12.07
营运资金变动	-8	-274	38	-180	营运能力				
其它	-3	1	0	0	总资产周转率	1.55	1.17	0.88	1.05
投资活动现金流	-57	-110	-880	-203	应收账款周转率	35	34	23	24
资本支出	57	108	877	200	应付账款周转率	11.36	22.63	21.76	23.60
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	-2	-3	-3	每股收益	0.67	1.79	2.67	2.89
筹资活动现金流	-179	1505	41	96	每股经营现金流	0.94	0.87	3.01	2.60
短期借款	-82	-248	0	0	每股净资产	1.85	10.33	12.80	15.69
长期借款	0	0	50	50	估值比率				
普通股增加	0	65	0	0	P/E	77.79	28.99	19.49	17.96
资本公积增加	0	1709	0	0	P/B	28.09	5.04	4.06	3.31
其他	-97	-21	-9	46	EV/EBITDA	43	21	14	12
现金净增加额	8	1620	-58	567					

资料来源：东方证券研究所

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

分析师申明

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，未给予投资评级等相关信息。

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