

湘财证券研究所
行业部
陈国俊 分析师
执业编号: S0500511010012
联系人:
陈刚
Tel: 021-68634518-8221
E-mail: cg3264@xcsc.com

核心观点:

- **以碳四为核心的精细化工企业。**公司一直专注于对原材料碳四 (C4) 进行深度加工转换成高附加值精细化工品的研发、生产和销售, 已形成以甲乙酮 (MEK) 为主导, MTBE、异丁烯和叔丁醇等为辅的产品结构。公司目前拥有甲乙酮 10 万吨/年、MTBE 4.5 万吨/年、叔丁醇 1.2 万吨/年、异丁烯 2 万吨/年。在建项目有丁二烯 10 万吨/年、稀土顺丁橡胶 5 万吨/年、甲乙酮 4 万吨/年。公司碳四主要来自于齐鲁石化和青岛炼化, 分别能提供 20 万吨/年、60 万吨/年资源, 保证企业正常生产。
- **甲乙酮供需平衡被打破, 公司中期业绩可期。**短期来看, 日本地震导致国内甲乙酮价格开始出现快速上扬, 短短一个多月, 甲乙酮华东市场价格达到 23000 元/吨高点, 较 3 月地震前 10400 元/吨上涨了 121%。未来随着市场平衡的逐步恢复, 甲乙酮价格会逐步下滑, 但由于亚洲地区的供需长时间处于紧张状态, 甲乙酮价格较 2010 年下半年将有所上调, 预计中枢价格将达 14000-15000 元/吨左右。同时, 上游碳四价格随着石油价格上涨, 但涨幅不大, 公司甲乙酮产品利润空间处于不断扩大态势。

长期来看, 甲乙酮下游涂料、胶粘剂等发展稳定, 同时随着环保、低毒要求的不断提高, 甲乙酮作为其他传统溶剂 (丙酮等) 的优质替代品, 未来市场范围也处在不断扩展时期, 甲乙酮需求将保持稳定增长态势。

- **稀土顺丁橡胶助推未来业绩增长。**公司拟新建 5 万吨/年稀土顺丁橡胶项目, 预计于 2012 年达产, 稀土顺丁橡胶是顺丁橡胶的发展方向, 能大幅提升轮胎的各项指标。公司稀土顺丁胶主要原材料为丁二烯, 来自于新建的 10 万吨/年丁二烯项目, 为碳四资源中分离而来, 具有明显的成本优势。我们认为, 公司对稀土顺丁胶的盈利预期低于市场预期, 公告年净利润 6968 万元, 净利润率仅仅约 5%, 参照朗盛的 5 万吨稀土顺丁胶项目, 该项目毛利率约为 35%, 净利润率约为 20%。简单推算后, 年净利润 2 亿元, 公司投资收益为 1 亿元, EPS 增厚 0.21 元。
- **估值和投资评级。**预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.53 元、1.68 元、1.86 元, 对应动态市盈率分别为 22 倍、20 倍、18 倍, 基于公司业绩的长期增长性, 维持其“买入”评级, 六个月目标价为 40 元。

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2359.58	2979.93	3347.99	3723.17
归属母公司净利润	419.99	716.55	784.95	867.79
每股收益 (元)	0.90	1.53	1.68	1.86
P/E	38	22	20	18

目录

一、以碳四深加工为核心的精细化工企业	4
1.1 以碳四为核心的精细化产业链	4
1.2 以甲乙酮为主的收入、利润结构	5
二、甲乙酮—高景气区间运行	6
2.1 甲乙酮下游需求稳定增长	6
2.2 甲乙酮产量稳定增长，进口依存度稳步降低	7
2.3 目前公司甲乙酮产能国内最大，世界前五	8
2.4 日本地震致甲乙酮价格飞涨，公司盈利空间不断扩大	9
三、稀土顺丁橡胶助力未来增长	10
3.1 公告拟建 5 万吨稀土顺丁橡胶项目	10
3.2 稀土顺丁橡胶，顺丁橡胶的发展方向	10
四、其他产品快速发展	12
4.1 MTBE 受益于汽油升级换代	12
4.1 异丁烯随着汽车工业一同增长	12
4.1 叔丁醇国内供需存缺口、下游 MMA 供不应求	13
五、估值和评级	14

图表目录

图 1: 公司产业链情况（橙色部分）	4
图 2: 公司收入结构情况	5
图 3: 营业利润构成情况及增长情况	6
图 4: 分产品毛利率情况	6
图 5: 世界甲乙酮下游运用情况	7
图 6: 国内甲乙酮下游运用情况	7
图 7: 涂料行业近年收入与利润情况	7
图 8: 我国甲乙酮表观消费量、产量、供需缺口情况	8
图 9: 我国甲乙酮进口情况	8
图 10: 华东市场甲乙酮与 C4 液化气价格走势	10
图 11: 国内顺丁橡胶产量、消费量情况	11
表 1: 公司详细产能情况	5
表 2: 国内甲乙酮企业产能情况	8
表 3: 世界范围甲乙酮企业产能情况	9
表 4: 国内顺丁胶企业产能情况	11
表 5: 分产品盈利预测	14
表 6: 估值表	15

一、以碳四深加工为核心的精细化工企业

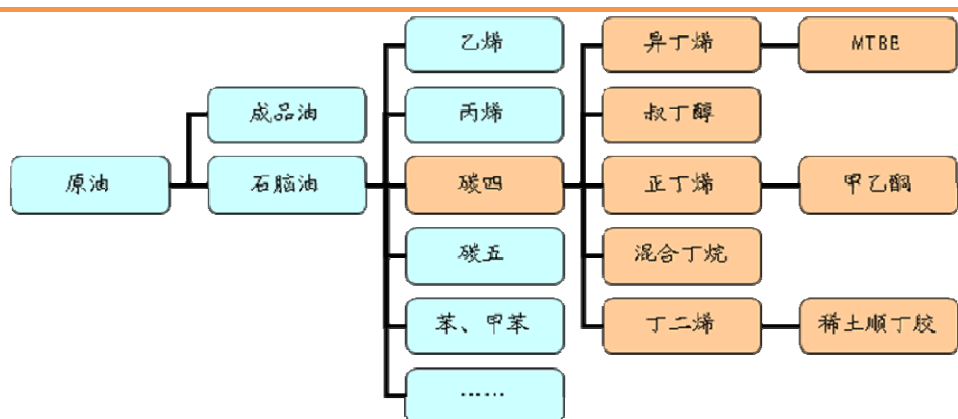
1.1 以碳四为核心的精细化产业链

公司属于精细化工行业，成立以来，一直专注于对原材料碳四（C4）进行深度加工转换成高附加值精细化工品的研发、生产和销售，已形成以甲乙酮（MEK）为主导，MTBE、异丁烯和叔丁醇等为辅的产品结构。

碳四（C4）：为石油加工过程中的副产品，是含有4个碳原子的同分异构体，其中含有10余种沸点相似的组分。不同的炼产因炼油油品差异，碳四里各种丁烯组分出现较大差异性。一般石油炼厂将碳四直接作为液化石油气外销，而公司对其进行深加工，更有效的对资源进行利用，分离出丁烯后的剩余混合丁烷，炼厂再以液化石油气形式进行回购。

中国石化齐鲁分公司每年可提供20万吨以上适合作为甲乙酮生产的碳四原料，中国石化青岛炼化每年可提供60万吨以上适合作为甲乙酮生产的醚后碳四原料。根据双方签订的长期战略合作协议，原料碳四直接通过管道输送，供应稳定可靠，并节约了运输成本。

图1：公司产业链情况（橙色部分）



资料来源：公司公告、湘财证券研究所

公司目前拥有甲乙酮10万吨/年、MTBE 4.5万吨/年、叔丁醇1.2万吨/年、异丁烯2万吨/年。在建项目有丁二烯10万吨/年、稀土顺丁橡胶5万吨/年、4万吨甲乙酮。公司碳四主要来自于齐鲁石化和青岛炼化，每年分别能提供20万吨、60万吨碳四资源。集团公司前身为齐鲁石化公司直属企业集体，关系较为稳定；但从工艺来看，公司所有产品原材料皆为碳四为源头，仍存在一定原材料单一风险。

表 1：公司详细产能情况

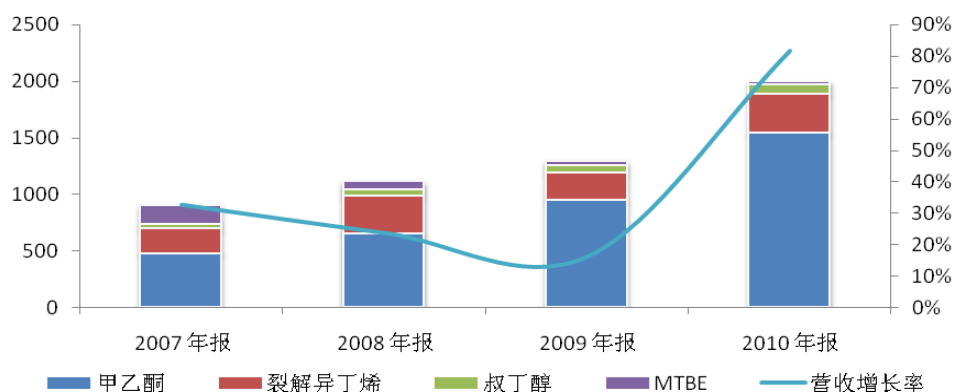
产品	产能(万吨/年)	地址	原材料	原料提供商	备注
甲乙酮	2	淄博本部	正丁烯（碳四）	中国石化齐鲁石化	已达产
	8	青岛思远	正丁烯（碳四）	中国石化青岛炼化	已达产
MTBE	4	淄博本部	正丁烯（碳四）	中国石化齐鲁石化	预计 2012 年
	4.5	淄博本部	碳四中粗异丁烯	中国石化齐鲁石化	已达产
异丁烯	2	淄博本部	MTBE 裂解	公司 MTBE 厂	已达产
叔丁醇	1.2	淄博本部	碳四中粗异丁烯	中国石化齐鲁石化	已达产
丁二烯	10	淄博本部	丁烯	公司甲乙酮厂分离	预计 2012 年
稀土顺丁胶	5	淄博本部	丁二烯	公司丁二烯厂	预计 2012 年

资料来源：公司公告、湘财证券研究所

1.2 以甲乙酮为主的收入、利润结构

公司收入结构以甲乙酮为主, 历年保持在 50% 以上; 随着募投项目的建成, 2010 年甲乙酮收入占比超 65%。公司仍在巩固甲乙酮的主体地位, 未来产能产量仍将持续扩增。

图 2：公司收入结构情况



资料来源：公司公告、湘财证券研究所

同样, 公司利润结构也以甲乙酮为主, 占比在 60% 以上; 从毛利率来看, 公司各项产品也保持着持续增长态势。今年年初以来由于各种突发事情综合影响, 产品价格快速上行, 预计公司今年相关产品毛利率将有大幅提升, 整体业绩将有较大增幅。

图 3：营业利润构成情况及增长情况

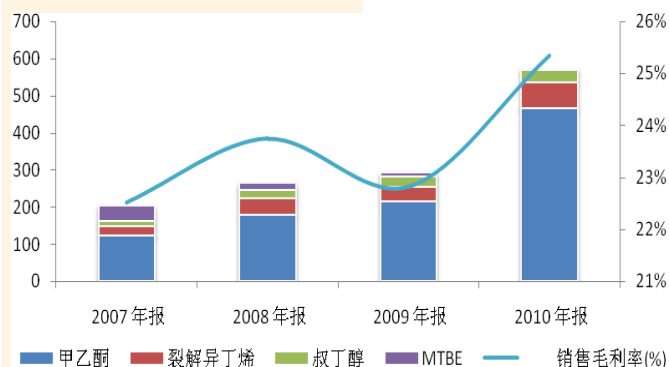
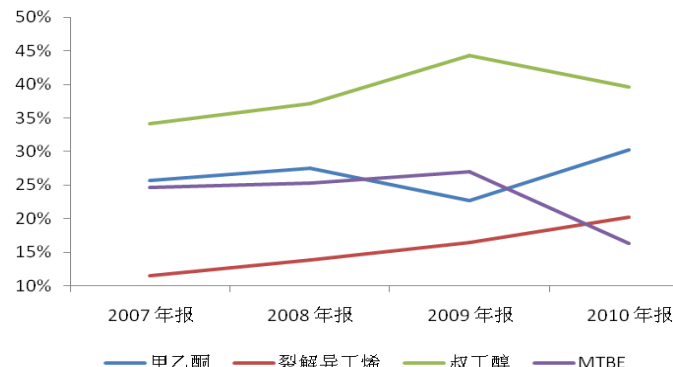


图 4：分产品毛利率情况



资料来源：公司公告、湘财证券研究所

二、甲乙酮—高景气区间运行

2.1 甲乙酮下游需求稳定增长

甲乙酮是一种重要的低沸点有机溶剂和精细化工原料，以优异的溶解能力和干燥性著称，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。作为一种优良环保型溶剂，甲乙酮是纯苯、甲苯、二甲苯、丙酮等溶剂的最佳替代产品。与苯类溶剂相比，甲乙酮对人体危害程度较小，环保性能突出。国家环保总局发布的行业标准和准则的实施，为甲乙酮对苯类溶剂大面积替代提供了良好的政策环境。与丙酮相比，甲乙酮挥发性适中、溶解性能更强，不会致使空气中挥发性有机化合物（VOC）含量增高，单位溶剂的甲乙酮用量也少于丙酮。

涂料行业是甲乙酮最主要的下游消费领域，占我国甲乙酮总消费量的48%，涂料主要应用在建筑、家具装饰、合成革、汽车、船舶等领域，广泛应用于房屋住宅建筑、汽车修补漆等行业。涂料方面，甲乙酮是纯苯、甲苯、二甲苯（“三苯”）等溶剂的替代产品。作为高档溶剂，甲乙酮在涂料方面可完全替代最简单的饱和酮—丙酮。

胶粘剂是甲乙酮主要的下游消费领域，占我国甲乙酮总消费量的约30%。目前中国胶粘剂与密封剂生产量已跃居世界前三位，正在向规模化、集约化方向发展。胶粘剂是用于装潢的重要辅材，虽然受到国际金融危机的冲击，但预计胶粘剂作为新型的合成材料将会在更多的领域内得到应用，其增长率将会高于一般行业的增长。在今后几年内，中国大陆胶粘剂和密封剂的市场总需求量预计平均将以每年10%以上的速度增长。

图 5：世界甲乙酮下游运用情况

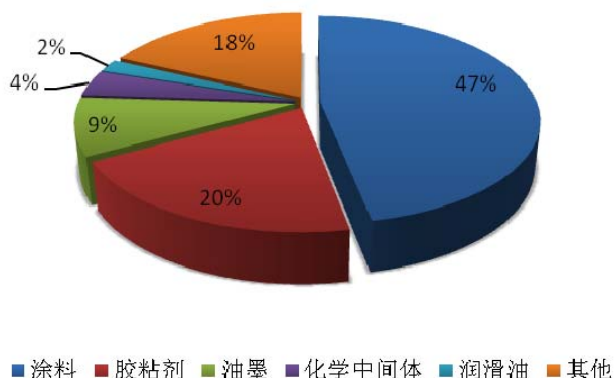
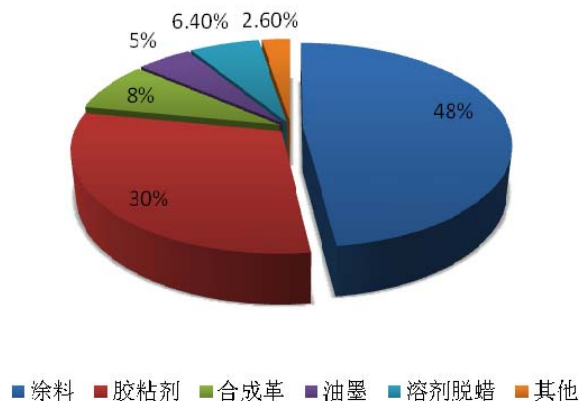


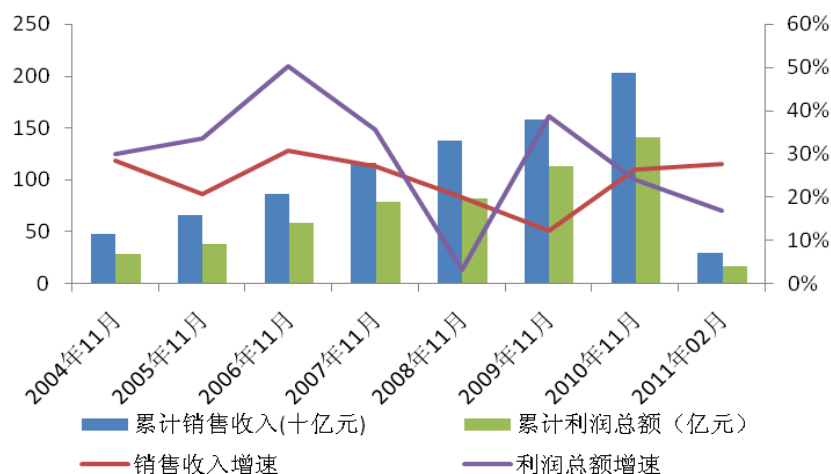
图 6：国内甲乙酮下游运用情况



资料来源：公司招股说明书、湘财证券研究所

涂料行业在金融危机过后保持着稳定经营，收入增速大幅回升，利润增速因源头石油价格高企而有所放缓。2011年前11月累计实现销售收入2026亿元，同比增长26%；实现利润总额141亿元，同比增长24%。

图 7：涂料行业近年收入与利润情况



资料来源：wind 系统、湘财证券研究所

2.2 甲乙酮产量稳定增长，进口依存度稳步降低

我国甲乙酮产业在两千年以来经历了从基本完全依赖进口到自给自足的改变，供需基本平衡，部分企业有一定出口业务。国内甲乙酮进口依存度从2000年的94%下降到2009年的14%；2010年我国甲乙酮进口量29792吨，同比下降31.33%；未来随着国内产能的陆续释放，我们认为进口量仍将保持降势，出口量将有所增多。

图 8: 我国甲乙酮表观消费量、产量、供需缺口情况

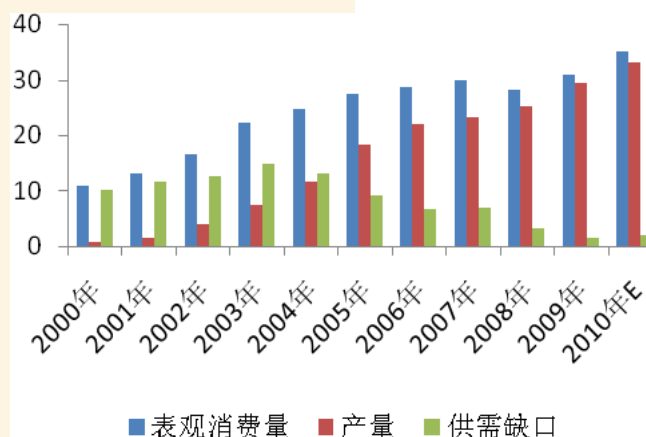
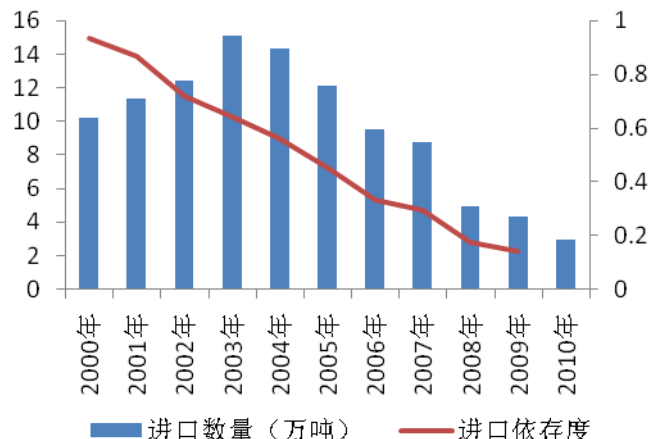


图 9: 我国甲乙酮进口情况



资料来源: 招股说明书、隆众石化、湘财证券研究所

2.3 目前公司甲乙酮产能国内最大，世界前五

目前，国内甲乙酮厂家有8家，相对于国际大型企业，国内起步较晚，生产规模较小。由于适合作为甲乙酮生产原料的富含丁烯的碳四供应量有限，国内碳四市场一直以来供应不足，且不同供应商的产品质量参差不齐，致使部分甲乙酮生产企业因为原料供应紧缺而不能满负荷生产，原料供应问题已经成为制约我国甲乙酮行业发展的一大瓶颈。此外，部分甲乙酮企业由于生产工艺不稳定等因素也使得其产能利用不足。除齐翔腾达外，大多数甲乙酮生产企业平均产能利用率不足80%。

从供给来看，甲乙酮市场已经走出了前期的产能集中投放期；受制于原材料碳四的供应，近期国内除公司以外并无扩产和新建计划。所以，甲乙酮的供给增长短期受限。

表 2: 国内甲乙酮企业产能情况

生产厂家	设计产能 (万吨)	产量 (万吨)			可比开工率
		2007	2008	2009	
齐翔腾达	10	3.36	5.69	12.04	120%
天利高新	4	2.6	2.6	3	75%
兰州石化	6	2.1	2.7	3.54	59%
抚顺石化	5.5	5.4	5.5	2.85	52%
哈尔滨石化	3	2.9	2.9	2.55	85%
泰州石化	4	2.9	2.5	2.3	58%
河北中捷	3	3	3	2.5	83%
黑龙江石化	1.2	0.9	0.9	0.58	48%
合计	36.7	23.16	25.16	29.36	

资料来源: 招股说明书、湘财证券研究所

国外甲乙酮主要消费地区为日本、美国、欧洲，主要生产企业也分布在相关区域，其中日本丸善石化为世界最大。目前公司产能为世界第五，待本部4万吨/年甲乙酮建成后，将达14万吨产能，届时将成为世界第二。

表 3：世界范围甲乙酮企业产能情况

序号	生产厂家	产能	国家或地区
1	丸善石油化工公司	17	日本
2	美国塞拉尼斯化工公司	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	荷兰
7	德国萨索尔溶剂公司	7	德国
8	德国罗地亚	6.5	德国
9	台湾石化合成公司(6万吨/年) 李长荣化学公司(3万吨/年)	9	中国台湾
10	南非 Sasol 化学公司	5.5	南非
11	日本出光 Idemitsu	4	日本
12	韩国 Yukong	5	韩国
13	美国壳牌	4	美国
14	法国埃尔夫-阿托化学公司	5	法国
15	西 Oxiteno 公司	4	-
16	罗马尼亚 Petro Brazi	3	罗马尼亚
17	泰国 Bangkok 合成化学	2	泰国
合计		129.1	

资料来源：招股说明书、湘财证券研究所

2.4 日本地震致甲乙酮价格飞涨，公司盈利空间不断扩大

2010年下半年起，与大部分化工产品一样，由于停产检修，甲乙酮价格出现大幅波动，之后随着市场平衡，价格逐步回落，但月均价已经回升到10000元/吨以上，中枢在12000元/吨左右。

3月份日本地震，世界第一甲乙酮厂家丸善（产能17万吨）公布其装置受影响需停车检修至少1年

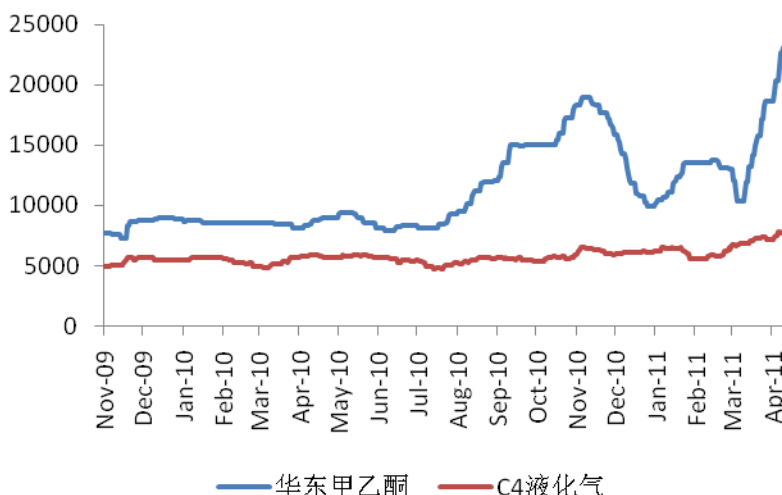
（<http://www.chemiway.co.jp/whatsnew/wn20110401100559.html>），另外东燃化学、出光公司等有一定程度影响。国内甲乙酮价格开始出现快速上扬，短短一个多月，甲乙酮华东市场价格达到23000元/吨高点，较3月地震前10400元/吨上涨了121%。目前市场内因下游无法顺利消化高价，观望气氛浓重，价格有所下滑。

停产检修一般1-2月内即可完成，而地震造成的不可抗力停产复产时间难以准确预估，所以此次供需失衡持续时间更长，供需缺口更大（预计在10万吨以上），较2010年下半年停产影响更大。

我们认为：未来随着市场平衡的逐步恢复，甲乙酮价格会逐步下滑，但由于亚洲地区的供需长时间处于紧张状态，甲乙酮价格中枢较2010年下半年将有所上调，预计中枢价格将达14000-15000元/吨左右。

从原材料来看，碳四（C4）主要作为液化石油气销售，与民生关系密切，价格涨幅较小。目前齐鲁石化C4液化气报价在7500元/吨左右，较去年约有25%的涨幅，较甲乙酮涨幅有较大差距，公司产品盈利空间处于持续扩大状态。

图 10：华东市场甲乙酮与 C4 液化气价格走势



资料来源：隆众石化、湘财证券研究所

三、稀土顺丁橡胶助力未来增长

3.1 公告拟建 5 万吨稀土顺丁橡胶项目

公司近期公告，拟出资1.4亿元人民币，与哈尔滨博实公司合资成立控股51%的子公司，建设5万吨稀土顺丁橡胶项目。预计项目总投资约为6.1亿元人民币，由合资双方出资2.8 亿元人民币作为注册资本，剩余部分由合资公司向银行借款筹集。项目建设周期约为2年，项目建成后，可年产5万吨稀土顺丁橡胶，预计可实现年营业收入10亿元，净利润6968万元，项目投资回收期7.54年（含建设期2年），有较好的盈利能力。

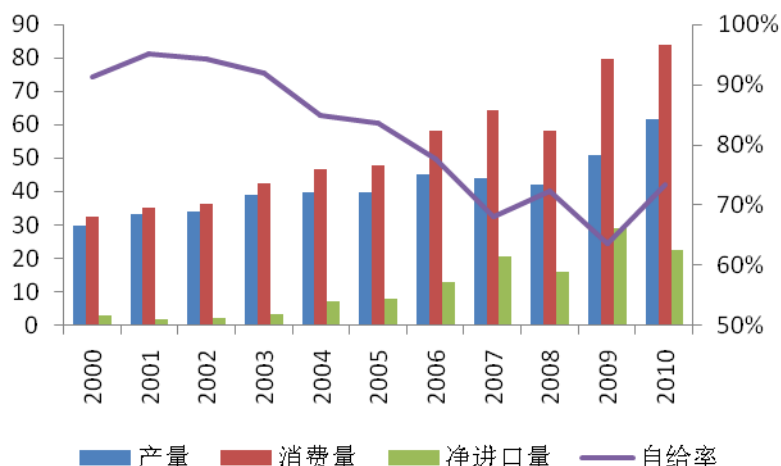
3.2 稀土顺丁橡胶，顺丁橡胶的发展方向

顺丁橡胶是顺式 1,4-聚丁二烯橡胶的简称，国际通用代号为 BR。其具有弹性好、耐磨性强、耐低温性能好、生热低、滞后损失小、耐屈挠、抗龟裂及动态性能好等优点，可与天然橡胶、氯丁橡胶以及丁腈橡胶等并用，在轮胎、抗冲击改性胶带、胶管、胶鞋等生产中具有广泛的应用。

随着轮胎、制鞋行业的蓬勃发展，我国顺丁橡胶消费量保持着稳定增长态势，

受制于国内产能限制，自给率逐步呈现逐步下滑态势。目前四川石化 15 万吨、湄洲湾氯碱的 5 万吨顺丁橡胶预计于 2011 年达产，加之公司 2012 年投产的 5 万吨稀土顺丁胶，国内产能将达 88 万吨，供需堪堪平衡，若考虑到停车检修等导致生产线不能满产，国内顺丁胶市场自给率依旧不高，仍需国外进口。

图 11：国内顺丁橡胶产量、消费量情况



资料来源：中国统计年鉴、湘财证券研究所

表 4：国内顺丁胶企业产能情况

公司名称	产能	产品牌号
燕山石化	12	BR9000、9002、9003、9004
高桥石化	15	BR9000
齐鲁石化	4	BR9000、9073(冲油胶)
巴陵石化	3	BR9000
锦州石化	5	BR9000、9100(稀土胶)
大庆石化	8	BR9000
独山子石化	3	BR9000
玉皇化工	8	BR9000
台塑宇部南通	5	BR0150、0150L、015H
四川石化	15	BR9000(2011 年达产)
湄洲湾氯碱	5	BR9000(2011 年达产)
齐翔腾达	5	稀土顺丁橡胶
合计	88	

资料来源：行业协会、上海化工、湘财证券研究所

顺丁橡胶是我国的主要合成橡胶之一，目前仍以镍系顺丁橡胶为主，低顺、充油、稀土顺丁橡胶相对不足，因此未来将发展充油和改性多种牌号产品，开发专用化、系列化产品，加快发展锂系、钕系顺丁橡胶的开发，适应高性能节能轮胎及塑料抗冲改性等应用领域的需求。

稀土顺丁橡胶又称钕系顺丁橡胶，是以稀土金属钕为主体的催化体系聚合而成的一种顺丁橡胶，运用这种橡胶为原料制造轮胎可以极大地提高轮胎的质量和性能。稀土顺丁橡胶比普通顺丁橡胶具备三大优势：1、抗湿滑能力强，轮胎安全性能高。2、滚动阻力小，轮胎省油。3、耐磨耗、抗疲劳、耐老化，轮胎寿命长。

公司稀土顺丁胶主要原材料为丁二烯，来自于新建的 10 万吨丁二烯项目，源头为碳四中的组分分离，具有相当成本优势。公司对稀土顺丁胶的盈利预期低于市场预期，公告年净利润 6968 万元，净利润率仅仅约 5%，参照朗盛的 5 万吨稀土顺丁胶项目，该项目毛利率约为 35%，净利率约为 20%。简单推算后，年净利润 2 亿元，公司投资收益为 1 亿元，EPS 增厚 0.21 元。

四、其他产品快速发展

4.1 MTBE 受益于汽油升级换代

MTBE 主要用作提高车用汽油抗爆性能、改善汽油燃烧性能的调和组分。车用汽油加入 MTBE 后，汽油在气缸中燃烧将更彻底，汽车尾气不含铅，一氧化碳排放量减少 30%，这对净化城市空气、保护人类健康起到积极作用。各国对汽油升级换代的要求促进了 MTBE 产业的发展，其消费量居各种汽油辛烷值改进剂之首。

此外，MTBE 也是制取聚合级异丁烯的重要原料。随着医药中间体、聚异丁烯、丁基橡胶、甲基丙烯酸甲酯（MMA）等对高纯度异丁烯需求的不断增加，以及 MTBE 裂解生产高纯度异丁烯的生产工艺的成熟，带动了 MTBE 需求的增长。

我国 MTBE 产品出口与进口占国内产量的比例很低，基本是本土化竞争的市场，受国际影响较小。跟国际发达国家比较，我国的相关政策有利于 MTBE 的发展，同时国内乙醇汽油的产量较少，根据相关信息，未来乙醇汽油的规模也将非常有限。因此，在国外特别是发达国家 MTBE 处于平稳增长乃至萎缩的产业背景下，近年来国内 MTBE 迅速发展。

4.1 异丁烯随着汽车工业一同增长

异丁烯是一种广泛用于医药、农药、抗氧化剂、合成高级润滑油和其他精细化工产品的重要的有机化工原料。其中高纯度的异丁烯可用于生产丁基橡胶和聚异丁烯；丁基橡胶主要用来生产轮胎和医用瓶塞，聚异丁烯主要用于生产润滑油添加剂或润滑油粘度指数改进剂，同时粘合剂、密封剂、电绝缘材料、食品包装等领域对聚异丁烯的需求也不断增加。

我国高纯度异丁烯主要是用于生产丁基橡胶和生产高活性聚异丁烯，二者约占我国高纯度异丁烯消费比例的 58%，丁基橡胶的用途主要为生产子午轮胎和医用瓶塞丁基化。随着下游相关行业的蓬勃发展，特别是汽车轮胎工业的飞速发展，近年来我国丁基橡胶的消费量呈现出跳跃式增长。目前国内聚异丁烯的第一大应用领域是润滑油，主要用于生产润滑油添加剂—聚异丁烯无灰分散剂。随着国内

石化工业和汽车工业的快速发展，润滑油和汽油的产量增长迅速，拉动国内聚异丁烯的需求逐年递增。

2009 年，我国高纯度异丁烯消费量达到 18.2 万吨，2004 年—2009 年消费需求年均增长高达 17.87%，增长十分迅速。虽然受国际金融危机的影响，我国高纯度异丁烯需求的增长趋势放缓，但随着我国政府一系列经济刺激措施的推出和落实，我国经济已开始逐步走出低谷，同时由于高纯度异丁烯的消费需求具有一定的刚性，在我国橡胶产业、聚异丁烯产业发展需求的支撑下，未来高纯度异丁烯的市场需要仍将保持平稳增长，2013 年市场需求将达到 21 万吨。

4.1 叔丁醇国内供需存缺口、下游 MMA 供不应求

叔丁醇广泛用于合成农药、除草剂、香精及变性酒精。作为有机合成原料可用于生产有机玻璃及合成塑料行业重要的抗氧化剂和稳定剂，并可作蜡用溶剂、油漆溶剂、医疗溶剂、硝化纤维素以及合成树脂的溶剂和稀释剂。此外，叔丁醇还可用于生产缩丁醛树脂涂料和氨基醇酸树脂涂料等，以及用作人造麝香及医药中间体的原料，其加入汽油中可提高汽油的辛烷值。

在我国叔丁醇主要用作汽油添加剂和作为原料生产甲基丙烯酸甲酯（MMA）。我国 MMA 主要用于有机玻璃行业，占总消费量的 50%以上，还用于生产珠光有机玻璃、模塑料、挤出料及齿科材料。我国 MMA 的消费量增长很快，虽然产能产量也在不断增长，但是仍满足不了市场需求，国内市场每年都需要进口大量的 MMA 来填补缺口，我国 MMA 市场供不应求。生产各种标号无铅汽油就需要大量的添加剂来替代四乙基铅，目前主要使用 MTBE 及叔丁醇等做为添加剂。目前我国已开始使用叔丁醇作为汽油添加剂，以提高汽油的辛烷值。随着我国汽车工业的发展和汽车拥有量的迅速增加，无铅汽油及其所需的添加剂的需求量会越来越大。总体来看，我国叔丁醇市场发展很快，需求持续增长。2009 年，我国叔丁醇需求量为 8.9 万吨，而国内产量仅为 6.2 万吨，存在较大的市场供需缺口。

五、估值和评级

甲乙酮价格因各突发因素短期冲上高位，下游因价格快速上行而持观望态势，随着市场平衡逐渐恢复，未来将有所下行，预计中枢区间为 14000-15000 元/吨左右。

公司历来项目建设期较短，显示了公司优良的管理能力和强势的技术储备，我们预计公司 5 万吨稀土顺丁胶、4 万吨甲乙酮项目将在明年建成并初步达产，建成后保守预计 3 年开工率为 40%、80%、100%。

预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.53 元、1.68 元、1.86 元，对应动态市盈率分别为 22 倍、20 倍、18 倍，基于公司业绩的长期增长性，维持其“买入”评级，六个月目标价为 40 元。

表 5：分产品盈利预测

营业收入		2010A	2011E	2012E	2013E
甲乙酮类	百万元	1,548.25	2,114.00	2,175.00	2,240.00
裂解异丁烯类	百万元	338.63	355.56	373.34	392.01
混合丁烷	百万元	359.53	377.51	396.38	416.20
MTBE	百万元	25.79	36.11	39.72	43.70
叔丁醇	百万元	83.46	91.81	100.99	111.09
稀土顺丁胶	百万元			257.00	514.00
营业成本					
甲乙酮类	百万元	1,080.69	1,268.40	1,326.75	1,366.40
裂解异丁烯类	百万元	270.38	284.45	298.67	313.61
混合丁烷	百万元	336.35	354.86	372.60	391.23
MTBE	百万元	21.57	30.33	33.37	36.70
叔丁醇	百万元	50.45	55.08	60.59	66.65
稀土顺丁胶	百万元			179.90	359.80
营业利润					
甲乙酮类	百万元	467.56	845.60	848.25	873.60
裂解异丁烯类	百万元	68.25	71.11	74.67	78.40
混合丁烷	百万元	23.18	22.65	23.78	24.97
MTBE	百万元	4.22	5.78	6.36	6.99
叔丁醇	百万元	33.01	36.72	40.39	44.43
稀土顺丁胶	百万元	0.00	0.00	77.10	154.20

资料来源：湘财证券研究所

表 6: 估值表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2252	2880	3684	4601	营业收入	2360	2980	3348	3723
现金	1883	2484	3231	4093	营业成本	1761	1996	2276	2539
应收账款	84	92	99	115	营业税金及附加	17	19	22	25
其他应收款	0	3	3	3	营业费用	38	57	64	73
预付账款	122	95	119	136	管理费用	41	54	61	65
存货	83	129	142	154	财务费用	-7	7	2	1
其他流动资产	81	77	89	100	资产减值损失	4	1	1	2
非流动资产	473	500	474	440	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	446	475	455	421	营业利润	504	845	922	1019
无形资产	17	17	17	17	营业外收入	4	2	2	2
其他非流动资产	9	8	2	2	营业外支出	0	4	1	1
资产总计	2724	3381	4158	5040	利润总额	508	843	923	1021
流动负债	142	211	204	218	所得税	88	126	139	153
短期借款	0	0	0	0	净利润	420	717	785	868
应付账款	35	143	121	122	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	107	68	82	96	归属母公司净利润	420	717	785	868
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	558	884	958	1055
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.62	1.53	1.68	1.86
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	142	211	204	218	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	260	467	467	467	营业收入	81.9%	26.3%	12.4%	11.2%
资本公积	1797	1589	1589	1589	营业利润	118.3%	67.5%	9.1%	10.5%
留存收益	526	1113	1898	2766	归属于母公司净利	142.0%	70.6%	9.5%	10.6%
归属母公司股东权	2583	3169	3954	4822	获利能力				
负债和股东权益	2724	3381	4158	5040	毛利率 (%)	25.4%	33.0%	32.0%	31.8%
现金流量表					净利率 (%)	17.8%	24.0%	23.4%	23.3%
单位: 百万元					ROE (%)	16.3%	22.6%	19.9%	18.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC (%)	60.0%	105.8%	108.8%	119.1%
经营活动现金流	340	786	757	863	偿债能力				
净利润	420	717	785	868	资产负债率 (%)	5.2%	6.3%	4.9%	4.3%
折旧摊销	61	32	34	35	净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-7	7	2	1	流动比率	15.88	13.63	18.09	21.08
投资损失	0	0	0	0	速动比率	15.29	13.02	17.39	20.38
营运资金变动	-138	29	-64	-41	营运能力				
其他经营现金流	4	0	0	0	总资产周转率	1.33	0.98	0.89	0.81
投资活动现金流	-45	-47	-8	0	应收账款周转率	46	34	35	35
资本支出	47	60	8	0	应付账款周转率	34.00	22.47	17.22	20.82
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	2	13	0	0	每股收益(最新摊	0.90	1.53	1.68	1.86
筹资活动现金流	1415	-137	-2	-1	每股经营现金流(最	0.73	1.68	1.62	1.85
短期借款	-248	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.53	6.78	8.46	10.32
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	65	208	0	0	P/E	38.00	22.27	20.33	18.39
资本公积增加	1714	-208	0	0	P/B	6.18	5.04	4.04	3.31
其他筹资现金流	-117	-137	-2	-1	EV/EBITDA	25	16	15	13
现金净增加额	1709	601	747	862					

资料来源: 湘财证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。