

2011-03-16

基础化工——甲乙酮行业

首次

买入

日本地震将致甲乙酮大涨，趋势买入相关公司

◇ 报告起因：行业跟踪

◇ 潜在催化因素：地震导致日本甲乙酮三大公司全部停产

◆地震海啸核辐射运输四重打击下日本必需较长时间恢复甲乙酮产能：

日本三家工厂（丸善、东燃化学和出光）甲乙酮产能规模占到全球总产能的 20%，其中丸善和出光都位于地震重灾区千叶县，当地炼油储罐已经连续燃烧 5 天仍未能有效控制，裂解装置基本全部报废，导致甲乙酮原料碳四将长时间无法获得。

我们认为在地震海啸、限电、核辐射、港口运输中断四重打击下，日本三大甲乙酮供应商将不得不面临长时间的停车，预期东燃停车可能长达 3-6 个月，而丸善、出光停车时间可能长达 6 个月-1 年，而其停车将在短期内对东北亚甚至全球甲乙酮市场造成明显的供应短缺问题。

◆东北亚将至少存在 8-12 万吨甲乙酮缺口，中国机会来临：

由于地震所引起的四重打击下，我们乐观假设日本甲乙酮产能恢复较快，在能够满足今年自身需求的前提下，2011 年出口再完成 4 万吨（即往年出口量的三分之一），那么如果在整体需求与去年持平的前提下，东北亚市场将会出现 8 万吨以上的供应缺口。在这方面，远洋货源可能会满足其中一部分，但中国由于其地理优势和东北亚产能老大的位置，无疑将被动的产生大量出口需求。

◆中国近三年甲乙酮产能仅增长 8%，远低于需求增速：

相比于近十年平均 9.43% 的表观需求增速，中国 2009-2011 年 3 年产能仅一共增长 8%（仅齐翔腾达扩产 4 万吨）。而为了填补日本震后韩国、印尼等主要进口市场中的需求，预计中国甲乙酮净出口量将从至少去年的 1 万吨放大至今年的 4-8 万吨左右，产品景气周期与供应意外短缺双重利好将使甲乙酮价格形成新的上涨力量。

◆甲乙酮价格在未来 6-12 个月内有出现急涨并持续维持高位：

我们认为甲乙酮从 2010 年下半年开始已经进入景气周期直至目前，这个景气周期是由于 06-09 年产能释放缓慢而需求快速增长所引起的，是供应需求增速不匹配所导致的景气周期。日本地震海啸核辐射事件推波助澜，以后的 6-12 个月内供应大幅减少，而需求上生产商、销售商以及实际客户都将出现增加存货进而推高表观需求的情形。供需失衡的小产品，大幅涨价是必然的了。

◆甲乙酮市场已经初步印证了我们的观点：

1、内外盘倒挂：进口货源最新成交价格是 CFR 1700-1750 美元/吨，比内盘价格高出至少 1000 元/吨，内外盘的严重倒挂将使得国内出口量大幅增加。

2、震后国内工厂集体封盘：在前两周甲乙酮价格快速回落，而在震后，由于贸易商及下游工厂的订单需求，目前甲乙酮价格仅用 2 天时间就已经从底部 10550-11000 元/吨跳涨 1500 元/吨至 12000 元/吨附近。

◆投资建议和风险：买入甲乙酮上涨受益股-齐翔腾达、天利高新

我们预测公司 2010~2012 年业绩 1.80、2.93 和 3.90 元，考虑其 12 年新增的顺丁橡胶业务，我们给予公司 2012 年 20 倍市盈率，目标价格 78 元，首次给予“买入”的投资评级。另外，天利高新拥有 4 万吨/年的甲乙酮产能，是必然的跟涨品种。

目前这两只股票是明显的趋势投资品，目前可以顺势买入，视行业发展趋势而选择卖出点。行业趋势和我们预测的不一致是主要的风险。

分析师：

程磊 (执业证书编号：S0930510120003)

021-22169157 chenglei@ebcn.com

张力扬 (执业证书编号：S0930511010005)

021-22169167 zhangly@ebcn.com

王席鑫 (执业证书编号：S0930511020001)

021-22169077 wangxixin@ebcn.com

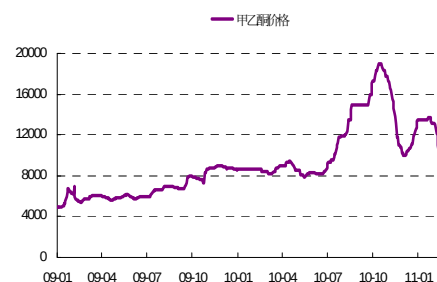
联系人：

孙琦祥

021-22169123 sunqx@ebcn.com

名称	价格	涨跌幅%
甲乙酮	12000	20%

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



相关报告：

齐翔腾达：甲乙酮行业龙头

..... 2010-04-30

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			10A	11E	12E	
002408	齐翔腾达	51.84	1.80	2.93	3.90	买入

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

一、日本是东北亚甲乙酮市场最大输出国

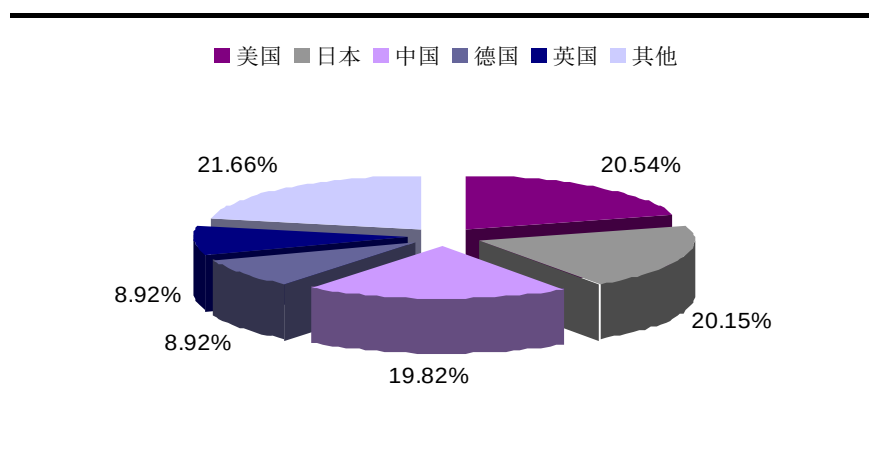
日本是全球主要的甲乙酮供应国

图表1：日本是全球重要的甲乙酮生产国

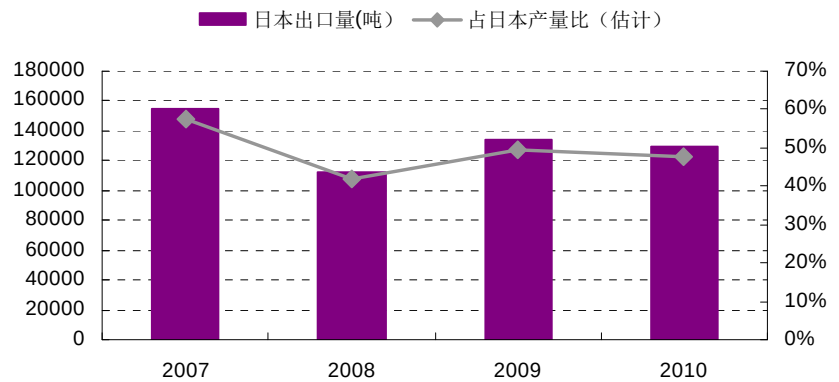
国家	供应商	产能（万吨/年）
日本	丸善石油化工公司	17
中国	齐翔腾达	14
美国	美国赛拉尼斯化工公司	13.6
美国	美国埃克森美孚化学公司	13.5
英国	英国埃克森美孚化学公司	13.5
日本	日本东燃化学	9.5
荷兰	荷兰壳牌化学公司	7
德国	德国萨尔溶剂公司	7
德国	德国罗地亚	6.5
中国台湾	台湾石化合成公司	6.3
南非	南非 sasol 化学公司	5.5
日本	日本出光 Idemitsu	4
韩国	韩国 Yukong	5
美国	美国壳牌	4
法国	法国埃尔夫-阿托化学公司	5
巴西	巴西 Oxiten 公司	4
中国	天利高新	4

资料来源：光大证券研究所

图表2：日本约占全球 20%的甲乙酮产能

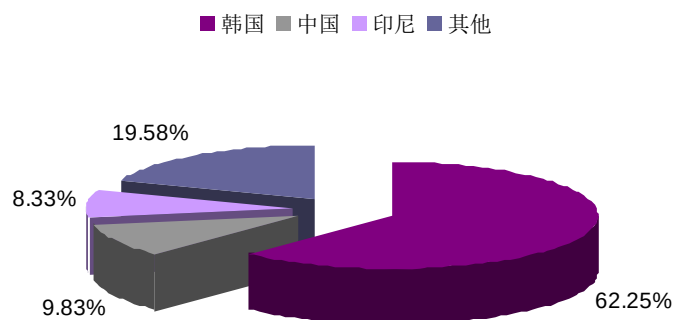


资料来源：光大证券研究所

图表3： 日本甲乙酮出口量占其产量 50%左右

资料来源：日本金融部贸易统计数据 光大证券研究所

注：产量为假设日本产能的 90%

图表4： 日本甲乙酮主要输往韩国、中国、印尼

资料来源：日本金融部贸易统计数据 中国海关 光大证券研究所

二、日本甲乙酮产业或将损失惨重

一重打击：三大甲乙酮供应商均位于地震重灾区

图表5： 日本三大甲乙酮供应商地址

	甲乙酮工厂地址	产能（万吨）
出光	东京东北部千叶县境内	17
丸善	东京东北部千叶县境内	4
东燃	东京湾西岸川崎市内	9.5

资料来源：光大证券研究所

据我们资料显示，由于可以依靠东京湾港口的天然优势，日本千叶县附近一直是日本炼油及化工园区最为密集的区域。

在这次地震中，千叶炼油厂从 3 月 11 日下午 3 点起火连环爆炸一

直燃烧至今，已经连续燃烧 5 天时间且仍未得到控制。

图表6： 千叶县炼油厂是地震重灾区



资料来源：新浪新闻

图表7： 日本丸善石化及出光石化紧挨千叶炼油厂



资料来源：google 地图 光大证券研究所

图表8： 日本三大甲乙酮工厂分布



资料来源：google 地图 光大证券研究所

从目前媒体及日本官方披露的消息来看，我们认为千叶炼油区域已经受到了毁灭性的打击。除了甲乙酮装置很可能受到物理损毁之外，我们认为由于甲乙酮生产原料-混合碳 4（通过乙烯裂解），其装置已经报废，且从经验判断此类装置重建至少需要半年到 1 年时间，因此我们认为丸善和出光的恢复生产可能至少需要半年到 1 年时间。

另外，东京湾地区已经开始限电，由于多数电站损毁，且救灾和民生用电优先于工业用电，我们预期东燃甲乙酮装置恢复也至少需要 3-6 个月时间。

图表9： 日本甲乙酮装置重启之路漫漫

	甲乙酮产能(万吨)	装置重启时间(保守估计)
出光	17	半年到 1 年以上
丸善	4	半年到 1 年以上
东燃	9.5	3-6 月以上

资料来源：光大证券研究所

二重打击：核辐射

引人关注的福岛第一核电站的一、二、三、四号机组先后发生了氢爆，核电站的核泄漏问题趋向严重。其中包括千叶在内的日本关东地区（包括东京）均已经检测到较高的放射性物质，大约为正常水平的 10-100 倍。日本官方承认表示目前核辐射将对人类身体造成危害。

图表10： 东京、千叶等地都已经受到 10-100 倍高于正常水平的核辐射



资料来源：新浪新闻 光大证券研究所

我们认为核辐射对于日本的影响可能比地震和海啸所带来的影响更大，这点从日经指数 3 月 14（震后第一个交易日）下跌 6.18% 和 15 日下跌 10.55%（核辐射确认）的下跌幅度就可窥见。而甲乙酮工业所在的区域也已经在核辐射的范围之内，这将给未来相关产业的恢复带来巨大的困难。

三重打击：港口运输中断

据在日本商社所了解到的情况，由于地震海啸、核辐射以及救灾物资优先的原因，目前日本东京湾地区所有港口全部已经停运，其中部分港口损毁严重，修复需要相当长的一段时间，可能至少长达 3-6 个月。因此我们判断，即使日本甲乙酮装置快速恢复的前提下，港口运输的困难也将形成制约。

震后东北亚市场将存在巨大产能缺口

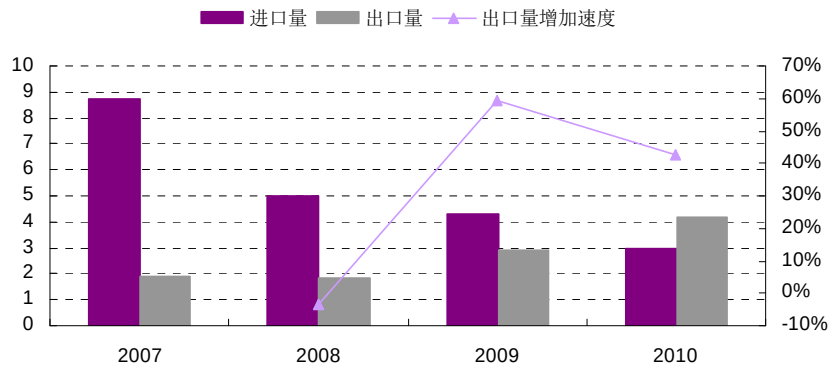
我们认为在地震海啸、限电、核辐射、港口运输中断四重打击下，日本三大甲乙酮供应商 丸善、东燃、出光不得不面临长时间的停车，预期东燃停车至少长达 3-6 个月，而丸善、出光停车时间将至少长达 6 个月-1 年。

由于三家工厂生产规模占到全球总产能的 20% 左右，其停车将在短期内对东北亚甚至全球甲乙酮市场造成明显的供应短缺问题。

三、日本震后东北亚甲乙酮或将供不应求

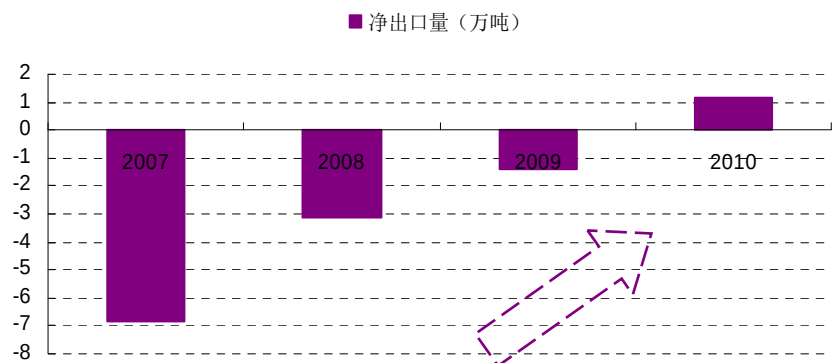
近几年来东北亚甲乙酮产能向中国转移

图表11： 中国甲乙酮近三年出口平均增速 32.95%



资料来源：中国海关 光大证券研究所

图表12： 中国甲乙酮市场已经成为净出口国

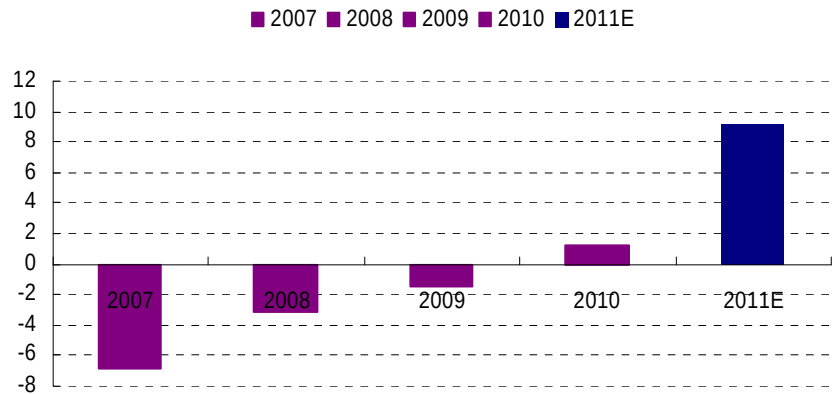


资料来源：中国海关 光大证券研究所

地震后产能转移速度或将加快

我们假设：由于地震海啸、核辐射、限电、港口运输瓶颈四重打击下，日本甲乙酮在满足自身需求的前提下，2011年出口还能完成4万吨（即往年出口量的三分之一，这是非常乐观的假设）。那么东北亚市场在假设需求与去年持平的前提下，将会出现8万吨以上的供应缺口。在这方面，远洋货源可能满足其中一部分，但中国由于其地理优势，无疑将产生大量的出口需求。

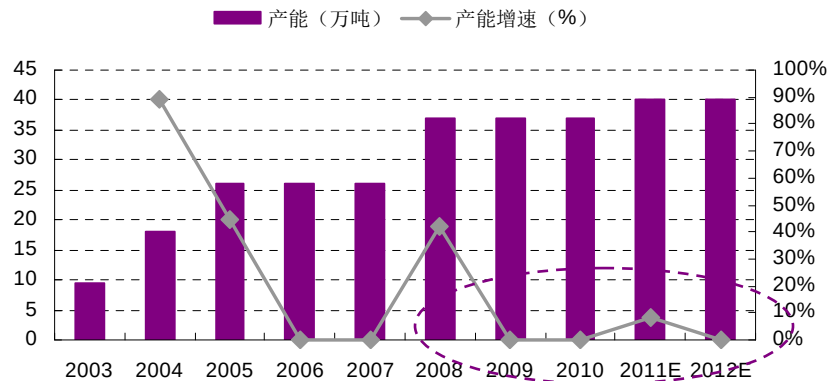
图表13: 2011 年中国出口需求可能会大幅增加



资料来源: 光大证券研究所

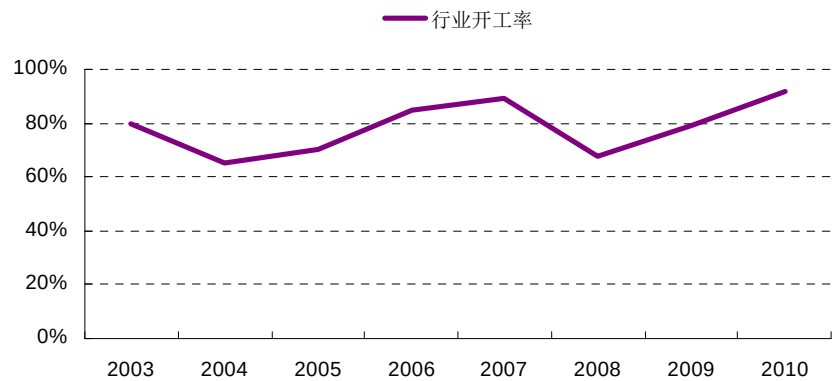
中国自身产能增长速度缓慢

图表14: 中国近年来产能增长缓慢, 且 11-12 年无新产能投放



资料来源: 光大证券研究所

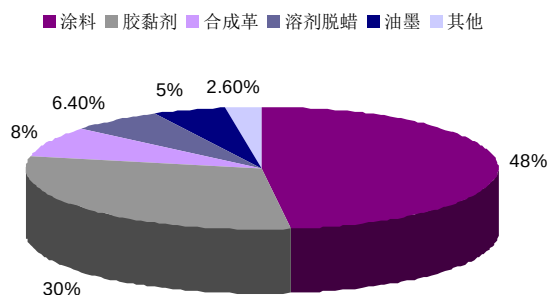
图表15: 甲乙酮产业产能利用率提升空间已十分有限



资料来源: 光大证券研究所

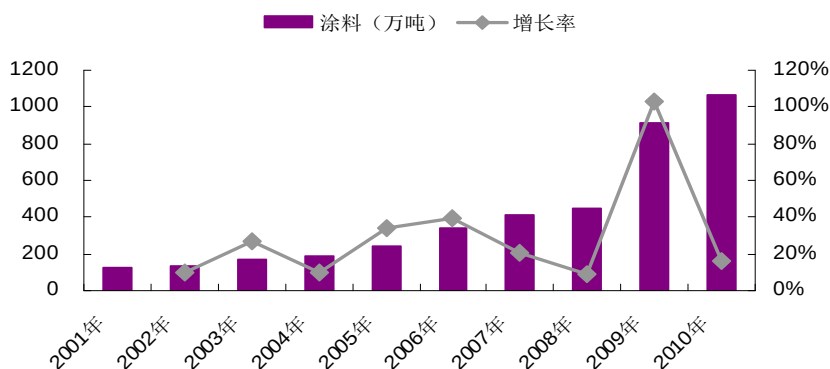
中国自身下游需求增长稳定

图表16： 甲乙酮国内下游消费结构



资料来源：光大证券研究所

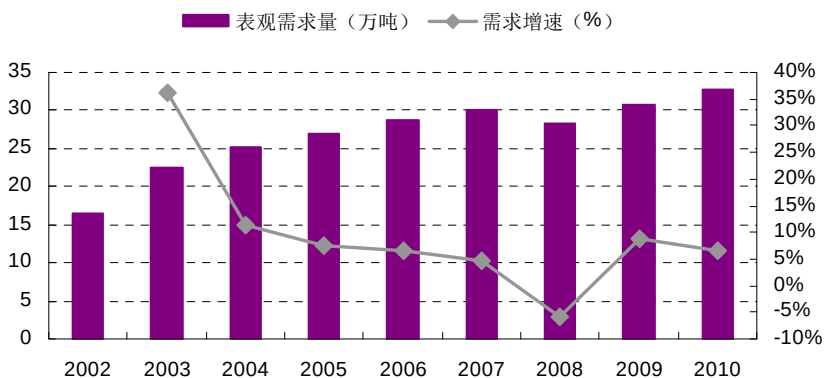
图表17： 甲乙酮主要下游涂料产量快速增长



资料来源：WIND 光大证券研究所

同时，甲乙酮作为涂料溶剂在传统产品中对“三苯”（纯苯、甲苯、二甲苯）和在高端产品中对丙酮的替代，还将继续快速扩大甲乙酮在涂料行业消费量。

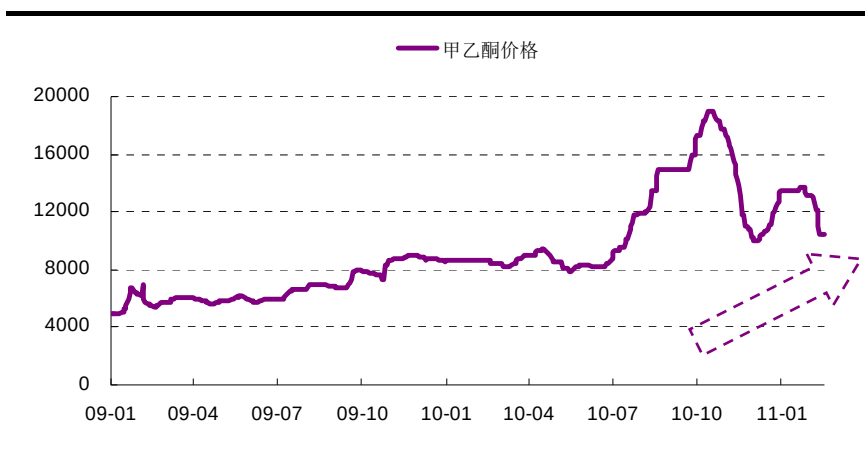
图表18： 中国甲乙酮需求年均增速为 9.43%



资料来源：光大证券研究所

甲乙酮或将迎来大幅上涨

图表19： 震后甲乙酮市场价格或将大幅上涨



资料来源：百川资讯 光大证券研究所

我们认为甲乙酮从2010年下半年开始已经进入景气周期直至目前，这个景气周期是由于06-09年产能释放缓慢而需求快速增长所引起的，是供应需求增速不匹配所致的景气周期。

而在这波景气周期仍然维持的过程中，由于日本地震海啸事件所引起的东北亚乃至全球产能突然萎缩将起到非常明显的助推作用。甚至，如果日本三家供应商产能恢复低于预期的话，那么可能形成更强的一波大幅上涨。

目前有两点已经印证了我们的看法：

1、**内外盘倒挂**：进口货源目前成交价格是 CFR 1700-1750 美元/吨，比内盘价格高出至少 1000 元/吨，内外盘的严重倒挂将使得国内出口量大幅增加。

2、**震后国内工厂集体封盘**：在前两周甲乙酮价格快速回落，而在震后，由于贸易商及下游工厂的订单需求，目前甲乙酮价格仅有 2 天时间就已经从底部 10550-11000 跳涨 1500 元/吨至 12000 元/吨附近。

四、齐翔腾达是甲乙酮上涨的最大受益者，天利高新是跟涨者

图表20： 齐翔腾达占中国甲乙酮产能 35%

生产厂家	设计产能
齐翔腾达	14
兰州石化	6
抚顺石化	5.5
天利高新	4
泰州石化	4

哈尔滨石化	3
河北中捷	3
黑龙江石化	1.2
合计	40.7

资料来源：光大证券研究所

公司是09-11年唯一的扩张甲乙酮产能的工厂，随着甲乙酮价格的上涨，公司将充分受益。

另外，公司本部和青岛思远的甲乙酮生产装置分别紧邻中石化齐鲁分公司和中石化青岛炼化，主要原料碳四均通过管道直接输送，供应稳定且消除了运输上的损耗，降低成本。并且公司主要产品甲乙酮的消费区域主要在华东、华南，在地理位置上靠近下游客户。并且尤为重要，公司在青岛思远建成了产品输送管线，产品可以从生产装置到黄岛油港码头的专用管道直接装船，再海运将产品出口，运输成本明显。

目前甲乙酮景气度有望提升，按照公司14万吨产量（公司开工负荷往往超过100%）来测算，吨毛利每扩大1000元/吨，将直接提升每股收益0.44元，盈利弹性大。

未来随着2012年公司稀土顺丁橡胶等超募资金的建成投产，公司特种橡胶产业将逐步形成，对公司的业绩和估值提升有着极大的作用，或将成为公司未来增长的主要动力。

图表21：公司甲乙酮盈利敏感性分析

元/吨	500	1000	1500	2000	2500	3000
EPS	0.22	0.44	0.65	0.87	1.09	1.31

说明：图表第一行为吨毛利扩大金额。

资料来源：光大证券研究所

我们预测公司2011~2013年业绩1.80、2.93和3.90元，目前股价对应市盈率17.7倍，我们认为其目前是中国乃至东北亚甲乙酮龙头之一，且未来稀土顺丁橡胶空间广阔，参考目前基础化工行业中公司11年平均估值水平24倍，我们给予目标价格70元，首次给予“买入”的投资评级。

另外，天利高新拥有4万吨/年的甲乙酮产能，是必然的跟涨品种。

行业重点上市公司评级与估值指标

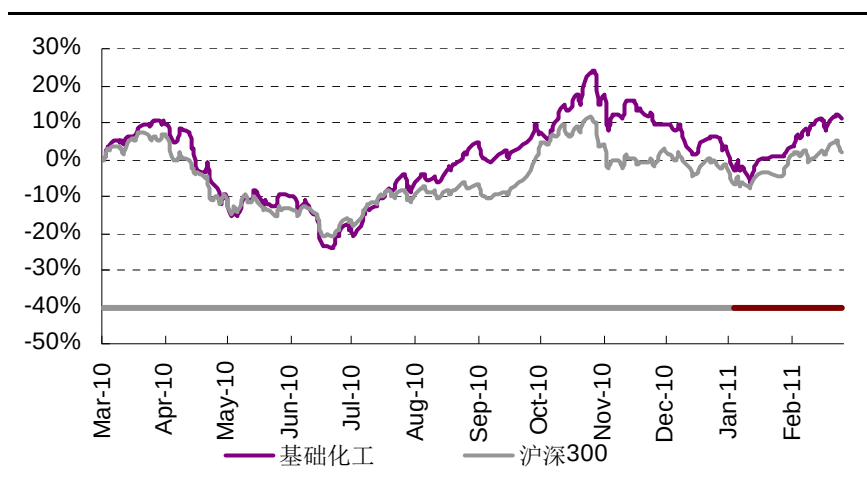
证券代码	公司名称	流通A (百万)	当前股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	上次	本次
002408	齐翔腾达	65	51.84	70.00	1.80	2.93	3.90	38.8	17.6	13.2	4.48	3.53	2.90		买入

资料来源：光大证券研究所

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2011-01-17	买入
2011-01-24	买入
2011-02-14	买入
2011-02-18	买入
2011-02-28	买入
2011-03-03	买入
2011-03-07	买入
2011-03-10	买入
2011-03-14	买入
2011-03-14	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。