



证券研究报告·行业简评

地震对价格影响开始显现， 甲乙酮盛年重来

事件：

甲乙酮价格本周暴涨，惜售严重，齐翔腾达提价

本周以来，甲乙酮价格出现迅速上涨，根据我们掌握的情况，目前华北市场价格在 15500 元/吨左右，较之上周末上涨了 1500-2000 元/吨，华南 14000 元/吨；从厂商报价看，23 日**齐翔腾达**已经上调报价 **1000 元至 14000 元/吨**。

从交易情况看，市场对于甲乙酮的供应能力担忧不断加剧，卖方惜售情绪明显加重。

甲乙酮全球供需紧张，外盘价格高企

从国际市场看，今日 FOB 美国海湾甲乙酮价格在 2150-2170 美元/吨；FOD 鹿特丹甲乙酮价格在 2075-2090 元。**甲乙酮供需紧张也已成为全球性问题**，受日本地震影响，美国甲乙酮 FOB 海湾价格在 3 月 15 日大涨接近 200 美元就至 2150-2160 美元/吨左右。

简评

日本地震对甲乙酮供需长短期均有影响，持续性可期

短期看，一方面日本**丸善** 17 万吨装置和**出光** 4 万吨装置受到一定破坏。我们预计**丸善**的装置停工时间或不低于 3 个月，**出光**略好，但预计至少也是 1-2 个月检修。两家企业占全球甲乙酮产能的 14%、亚洲的 30%左右。2010 年，**我国甲乙酮进口量的 40.80%来自日本**。其停工对于国内甲乙酮价格的影响从去年的价格走势中可以明显看出。另一方面，为**丸善**甲乙酮装置提供 C4 原料的**COSMO 石化**发生储罐爆炸，使日本甲乙酮装置短期复产的可能性很小。

长期看，由于聚氨酯房屋保温材料在日本应用已十分广泛，因此灾后重建将对甲乙酮需求产生显著拉动。目前日本甲乙酮年消费量在 20 万吨以上，预计灾后重建将在 2-3 年内保证其高需求增速。

我们认为，日本地震短期内打击供给，长期看拉动需求，对甲乙酮供需偏紧的影响具有可持续性。

国内价格体现存在一定延迟，但一旦趋势确立将有较高确定性

国内甲乙酮价格对于日本地震的反应存在一定延迟，我们认为主要是基于两点原因：

首先，基于谨慎原则，日本地震对于甲乙酮产能的影响的预测需要一个时间上确认的过程。目前丸善和出光受地震影响的事实本身已经有较高确定性，主要的不确定性在于停工时间，但可以确信至少不会低于去年的检修停工。

基础化工

维持

增持

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440209110419

联系人：胡彧

huyu@csc.com.cn

010-85130575

发布日期：2011 年 3 月 24 日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|---------------------------------------|
| 11.03.21 | 化工周报：关注硝酸、钛白粉和炭黑 |
| 11.03.14 | 化工周报：日本地震将推高石油中下游产品价格，关注 MDI、环氧丙烷和甲乙酮 |
| 11.03.13 | 日本地震或重挫聚氨酯产业链，MDI、甲乙酮与环氧丙烷供需紧张加剧触发 |

其次，地震发生初期，国内下游尚有一定库存，且当时下游开工率尚处于相对低位，采购相对清淡，对于供货商的提价意愿有一定抵御能力。随着下游旺季的逐渐临近，装置开工率不断提高，库存的消耗速度也日益加快，采购游走旺趋势，买方的议价能力逐渐降低，价格随之高企。

因此，我们认为，甲乙酮价格受日本地震的影响存在一个延迟。但从目前来看，时滞的因素已经逐渐消除，趋势一旦确立，甲乙酮价格的长期高企将有很高确定性。

供需紧缺是全球事件，国际价格对国内价格有支撑作用

甲乙酮供需偏紧是全球性事件。美国 FOB 价格早在受地震影响，3 月 15 日大幅上涨接近 200 美元至 2150-2160 美元/吨，折合人民币 14500 元/吨左右。国内甲乙酮价格受供需影响波动较大，但由于包括齐翔腾达等多数甲乙酮企业有较大出口，因此国际国内价格不可能长期大幅背离。

图 1：近期甲乙酮价格迅速上涨

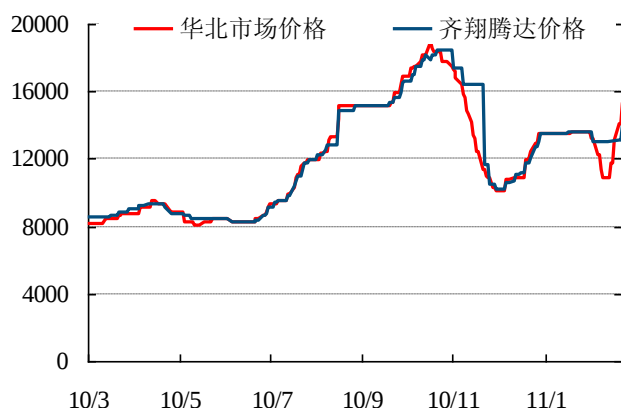
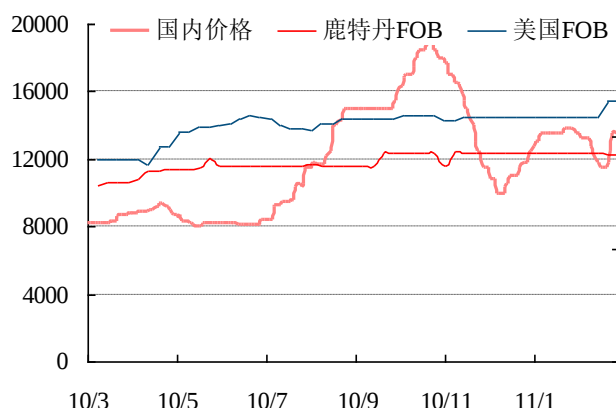


图 2：国外甲乙酮价格一直处于相对高位



资料来源：中信建投证券研究发展部，百川资讯，卓创资讯

11000 元附近或为价格底部，全年均价或不低于 13500 元

从今年以来的甲乙酮价格运行趋势看，2 月开始的价格下跌触及 11000 元以下位置时，上游企业在国内销售的意愿明显削弱，价格下行趋势也趋于中止，因此我们认为在目前的供需形势下，11000 元或为甲乙酮价格的底部。从全年趋势来看，今年的甲乙酮无论从供需紧张程度还是国际市场的检修行较之去年都更进一步。2010 年我国甲乙酮均价在 12000 元附近，而目前甲乙酮并非旺季，价格已经达到高位，预计今年或将不低于 13500 元。

齐翔腾达弹性高达 0.4 元/1000 元，强烈建议关注，同时建议关注天利高新

齐翔腾达甲乙酮产能高达 14 万吨(实际产出可高达 16 万吨甚至更高)，是国内甲乙酮龙头，也是国内唯一解决了 C4 原料供应，可以实现超负荷生产的企业。甲乙酮含税价格每上涨 1000 元/吨，将增厚公司 2011 年业绩 0.4 元左右，有望充分在甲乙酮牛市中受益。同时，公司超募项目建设的丁二烯和稀土顺丁橡胶等项目为公司长期成长性奠定了坚实的基础。在今年甲乙酮价格 13500 元/吨的假设下，我们预测公司 2011-13 年每股收益为 1.80、2.61 和 2.96 元，给予 2011 年 25 倍 PE，目标价格 65.3 元。由于甲乙酮价格仍有上涨趋势，因此公司业绩存在进一步上行的空间，强烈建议关注。

同时，天利高新拥有 3 万吨甲乙酮产能，2010 年产能利用率在 70-80%。按 80%估算，甲乙酮每上涨 1000 元将拉动公司业绩 0.06 元左右，建议适当关注。

齐翔腾达预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
营业收入（百万）	1,297.48	2,044.02	2,671.63	3,360.97
营业收入增长率	16.31%	57.54%	30.70%	25.80%
EBITDA（百万）	251.35	592.66	896.65	1,018.05
EBITDA 增长率	17.43%	135.79%	51.29%	13.54%
净利润（百万）	173.52	467.80	676.57	767.68
净利润增长率	3.86%	169.60%	44.63%	13.47%
ROE	36.12%	18.17%	22.19%	21.64%
EPS（元）	0.890	1.802	2.607	2.958
P/E	62.91	31.07	21.48	18.93
P/B	22.67	5.64	4.77	4.10
EV/EBITDA	43.63	21.48	13.78	11.72



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

分析师介绍

基金研究服务

梁斌: 中国科学技术大学工商管理硕士, 基础化工行业分析师;6 年化工行业工作经验, 善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhoulv@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本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客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料, 但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更, 且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测, 可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保, 投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下, 本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告, 须同时注明出处为中信建投证券研究发展部, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格, 且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师, 以勤勉尽责的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险, 入市需谨慎。