

丁二烯价格大涨， 甲乙酮价格见底

——齐翔腾达（002408）

2011年12月29日

强烈推荐/维持

齐翔腾达

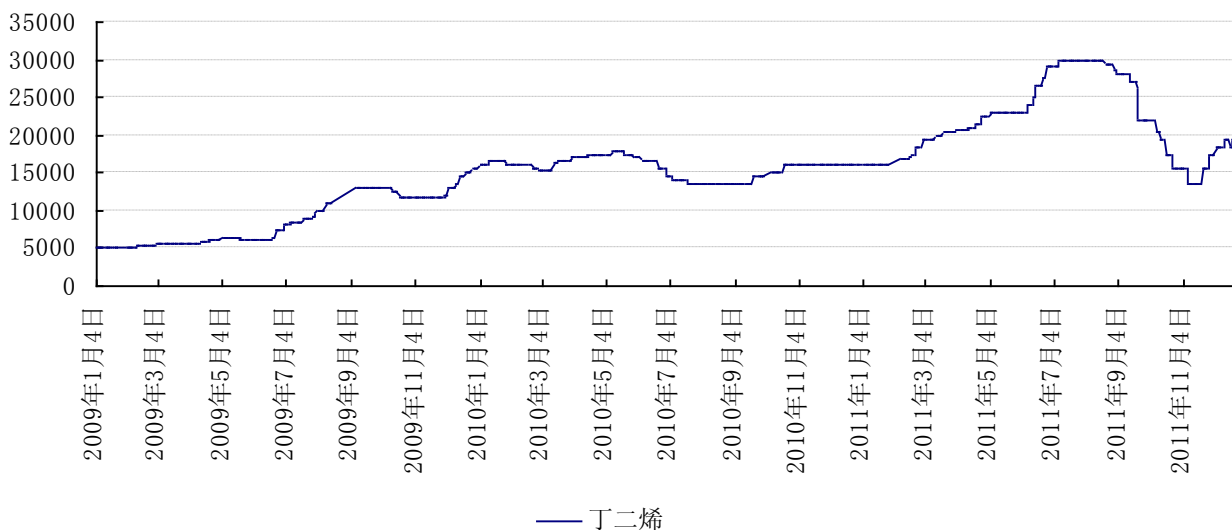
事件点评

| | | |
|-----|--------------------|------------------------|
| 杨若木 | 基础化工行业分析师 | 执业证书编号: S1480510120014 |
| | yangrm@dxzq.net.cn | 010-66554032 |
| 范劲松 | 联系人 | |
| | fanjs@dxzq.net.cn | 010-66554033 |

事件:

近期丁二烯价格大幅上涨，华东地区市场价已经从底部 13500 元/吨上涨 6500 元/吨至 20000 元/吨，涨幅高达 48%。

图 1：丁二烯价格大涨（元/吨）



资料来源：隆众石化网，东兴证券研究所

观点:

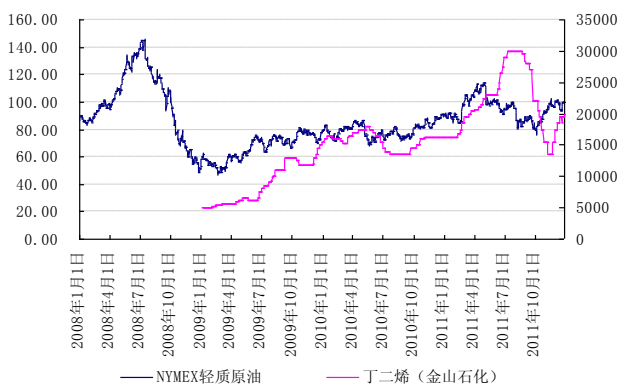
1. 短期和长期都看好丁二烯价格，预计明年将成为公司的主要盈利点之一

1.1 原油上涨+价格超跌引发丁二烯价格强势反弹

由于丁二烯价格与国际原油价格相关性较强，从下图可以看出，丁二烯价格波动滞后于原油价格波动，本轮反弹主要还是由于前期原油价格上涨所引起，因为前期跌幅太深所以此次反弹幅度也较大。

09年以来丁二烯价格一路上涨，从5000元/吨上涨至最高30000元/吨，这一方面是由于09、10年中国汽车行业需求很好，一方面也是由于市场资金的炒作，过度的炒作直接造成了11年8月开始的丁二烯价格急剧下跌，最低至13500元/吨，跌幅高达55%。近期的上涨有部分原因是因为超跌反弹。

图 2：丁二烯价格走势滞后于原油价格（美元/桶 元/吨）



资料来源：wind，隆众石化网，东兴证券研究所

1.2 亚洲地区供应偏紧将使得丁二烯价格短期继续走高

目前亚洲地区丁二烯供应偏紧，台湾CPC关闭其位于林园的4号石脑油裂解装置进行检修，预计至少关闭40天。日本丸善（Maruzen）化工在其位于日本东部千叶的石脑油裂解装置发生电力设备火灾后将其关闭，另外丁二烯库存处于低位，因此短期丁二烯价格依然有望继续走高。

1.3 供需矛盾拉动丁二烯价格长期走高

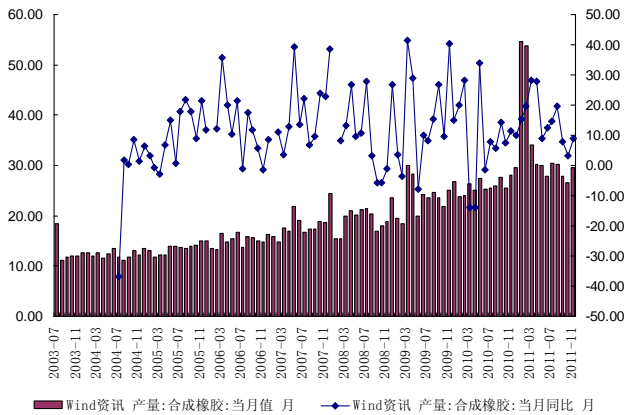
作为乙烯工业的副产品，丁二烯的供应与乙烯的产量与生产工艺密切相关。随着世界范围内乙烯裂解轻质化（即新上的乙烯装置多采用以石油气、天然气和页岩气等作为原材料的新工艺，该工艺不副产丁二烯），全球范围内丁二烯的供应增长将严重放缓。

另一方面，国内丁二烯最大的下游合成橡胶产能高速增长。由于我国天然橡胶和合成橡胶的自给率都较低，进口依存度较大，国内近年一直在积极扩大合成橡胶的产能，未来对丁二烯的需求将非常大。

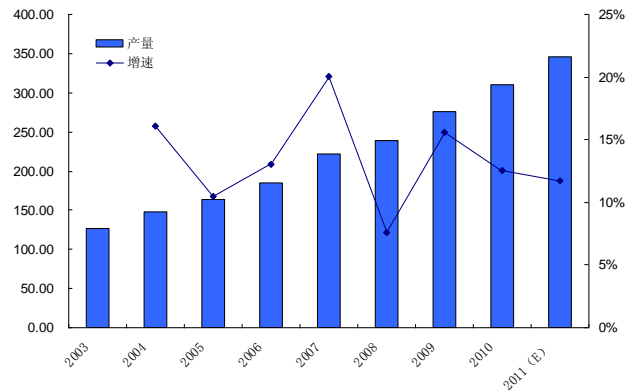
综合供给和需求方面的情况来看，我们依然看好丁二烯长期的价格走势。

图 3：国内合成橡胶产量及增速（按月 万吨）

图 4：国内合成橡胶产量及增速（按年 万吨）



资料来源: wind, 东兴证券研究所



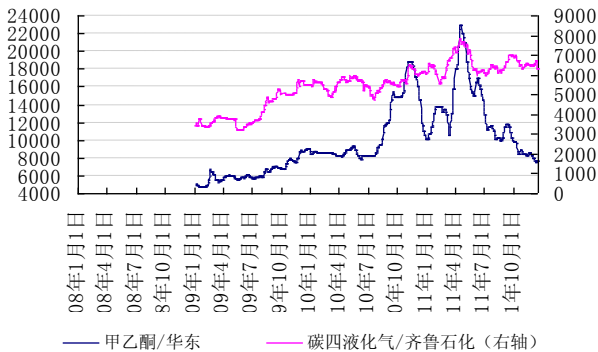
资料来源: wind, 东兴证券研究所

2. 甲乙酮价格基本见底， 原材料成本压力依然较大

公司新建的 4 万吨甲乙酮已经完全投产， 预计 11 年贡献约 1 万吨产量。 甲乙酮价格由于下游涂料、 胶粘剂和合成革行业均不景气， 价格下跌幅度较大， 但目前来看基本已经见底， 并无进一步下跌的空间。 但是原材料碳四液化气价格居高不下， 因此公司面临较大的成本压力。

国际国内甲乙酮供需格局总体依然紧张， 如果宏观经济能够复苏带动下游需求则甲乙酮价格有望再次迎来大幅上涨。

图 5: 甲乙酮和碳四液化气价格走势 (元/吨)



资料来源: 隆众石化网, 东兴证券研究所

3. 新项目稀土顺丁橡胶值得期待

公司的 10 万吨丁二烯部分是为了 5 万吨稀土顺丁橡胶项目， 预计 2012 年底之前可以投产， 因此公司 13 年底开始主要看点在稀土顺丁橡胶。

稀土顺丁橡胶抗湿滑能力强、 滚动阻力小、 耐磨耗、 抗疲劳、 耐老化， 全部用于生产高性能轮胎， 未来填补国内空白。 公司公告预计达产后实现年营业收入 101,441 万元， 净利润 6,968 万元； 我们认为公司测算过度

保守，由于稀土顺丁橡胶的高技术壁垒，我们预计吨净利润至少能达到 3000 元，该项目未来净利润至少 1.5 亿元，增厚 2013 年业绩 0.32 元。

结论：

由于三季度开始甲乙酮价格下跌，我们对公司业绩进行了修正，预计公司 11-13 年业绩分别为 1.06、1.44 和 1.89 元，对应 PE 分别为 16、12 和 9 倍，未来两年年均增速达 33.5%。

公司主要产品甲乙酮国际供需格局总体仍然紧张，下游需求回稳后预计盈利能力依然较强；2012 年将有 10 万吨丁二烯投产，公司将成为国内第一家使用丁烯脱氢工艺规模化生产丁二烯的企业；公司预计 2012 年年底投产的稀土顺丁橡胶将填补国内空白，盈利能力也值得期待。总之公司一直专注于碳四深加工产业链，不断发挥自己的资源优势、技术优势和专业经验拓展产业链宽度和深度，未来两年增长较为确定，同时拥有很多碳四深加工技术储备，现金充裕，管理和运营能力强大，我们认为公司具备长期成长的潜力，在成为甲乙酮世界龙头后有成为碳四深加工世界级龙头的希望。

公司属精细化工行业，上市公司中仅有天利高新有部分甲乙酮业务，我们选取天利高新和其他一些性质相近的精细化工类公司进行相对估值比较，可比上市公司估值如下表：

表 1：可比新材料上市公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | PE | | 估 值 | | |
|-----------|------|------|-----|----------|---------|---------|
| | | 上年年报 | TTM | 当年三季×4/3 | 2011(E) | 2012(E) |
| 002409.SZ | 雅克科技 | 36 | 36 | 31 | 31 | 21 |
| 002455.SZ | 百川股份 | 19 | 23 | 25 | | 12 |
| 600339.SH | 天利高新 | 14 | 13 | 18 | 14 | 11 |
| 002453.SZ | 天马精化 | 41 | 32 | 32 | 24 | 14 |
| | 平均 | 28 | 26 | 27 | 23 | 15 |

资料来源：wind，东兴证券研究所

目前可比上市公司 2011 年的平均估值为 23 倍，当前市场环境下我们给予公司 2011 年 20 倍估值，目标价 21.2 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

宏观经济持续恶化的风险

新项目进展低于预期的风险

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

范劲松

清华大学高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师。2010 年加盟东兴证券研究所，有一年半基础化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。