



未来需求改善 甲乙酮价格易涨难跌

买入

——齐翔腾达（002408）研究报告——

内容摘要:

- 上篇报告中我们认为三季度中旬及四季度，甲乙酮存在价格反弹，可把握该投资时点，并判断丁二烯下半年价格有望再度回升，我们再次从基本面角度论证该投资机会的确定性。
- 由于甲乙酮与原油具有同涨共跌性，目前甲乙酮价格存在一定的滞涨，未来价格仍具有反弹空间。甲乙酮作为碳四深加工产品位于石化产业链上游端，对于原油价格波动最为敏感，原油涨幅达到 27%，甲乙酮涨幅仅为 15%（截至 9 月 13 日）。我们认为未来甲乙酮存在补涨行情，价格存在反弹空间。
- 溶剂类价格涨幅高于甲乙酮，价差缩小使得甲乙酮替代作用增强，需求的改善将拉动甲乙酮价格的稳步回升。通常甲乙酮作为高级溶剂应用于涂料等领域，由于之前价格高企使得下游行业纷纷采用丙酮等低端溶剂来替代甲乙酮，需求下滑导致价格大幅回落。随着丙酮等其他溶剂价格逐步上涨，价差逐步缩小，甲乙酮的替代效应凸显，未来有望重新收复之前丢失的市场份额。
- 甲乙酮作为优秀的溶剂，有些应用领域其他化学品无法替代，甲乙酮的固定需求存在刚性。如生产丙烯酸树脂时使用的过氧化丁酮和作为玻璃纤维增强塑料用的硬化剂，应用于高端汽车涂料、航天设备、船舶领域，是丙酮等溶剂所不能替代的，因此甲乙酮的固定需求存在刚性。
- 我们认为甲乙酮长期滞涨，以及其他溶剂类价格的持续上涨，导致甲乙酮与其他溶剂类品种的价差持续缩小，使得甲乙酮替代优势显现，需求端的回暖能够支撑甲乙酮价格在目前的基础上进一步上涨。
- 目前丁二烯主要厂商停车检修装置较多，企业库存处于低位，外盘丁二烯价格稳步上涨，需求回升加之供应端偏紧，对国内丁二烯价格构成一定支撑，我们认为丁二烯在上述因素影响下很有可能如我们之前所预判的下半年价格再度回升。
- **盈利预测与估值：** 公司 2012 年-2014 年 EPS 为 0.83 元、1.73 元和 1.92 元。当前价格下（9 月 14 日收盘价）PE 分别为 19.87 倍、9.53 倍和 8.59 倍，给予该股“买入”评级。
- **风险提示：** 原油价格继续大幅走低，降低甲乙酮反弹力度，甲乙酮营收占比较大，该产品价格下跌将直接导致公司净利润大幅下滑。募投项目稀土顺丁橡胶不能正常投产。

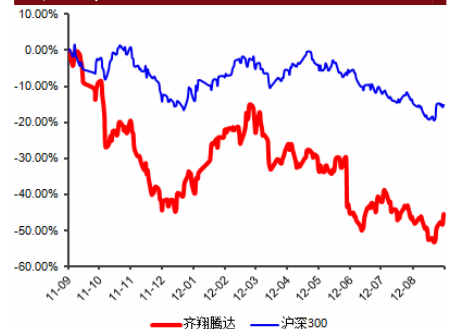
分析师

梁从勇
执业证号：S1250511110003
电话：010-57631180
邮箱：lcyong@swsc.com.cn

联系人

商艾华
电话：023-63786519
邮箱：shah@swsc.com.cn

市场表现



基础数据

总股本(万股)	56064.96
流通A股(万股)	19224.00
52周内股价区间(元)	14.00-31.18
总市值(亿元)	92.51
总资产(亿元)	31.35
每股净资产(元)	5.24
当前价(元)	16.50

相关报告

2012-06-29—《照准投资时点 把握齐翔“腾达”——深度报告

目 录

一、投资逻辑.....	1
二、 乙酰酮基本面回暖逐步回暖可期.....	2
(一) 乙酰酮暴涨暴跌使得下游需求转向其他可替代品种	2
(二) 乙酰酮与原油同涨共跌性使其未来价格具有反弹空间	2
(三) 溶剂类产品价差缩小使得乙酰酮反替代优势显现	3
(四) 乙酰酮的其他特性使其难以完全替代	4
三、投资建议.....	5
四、风险因素.....	5

插图目录

图 1 原油-乙酰酮走势对比.....	2
图 2 乙酰酮-丙酮价差变化.....	3
图 3 乙酰酮-纯苯价差变化.....	3
图 4 乙酰酮-甲苯价差变化.....	4
图 5 乙酰酮-二甲苯价差变化.....	4

一、投资逻辑

第一、 甲乙酮与原油同涨共跌性，使其未来价格仍具有反弹空间。 甲乙酮作为碳四深加工产品位于石化产业链上游端，对于原油价格波动最为敏感，按照以往价格波动的历史数据表明，甲乙酮跟随原油价格具有较强的同涨共跌性，原油自 6 月 28 日（77.69 美元/桶）的低点反弹，涨幅达到 27%（截至 9 月 13 日），而目前甲乙酮涨幅仅为 15%，近三个月涨幅低于原油，出现一定程度的滞涨（丙酮涨幅为 18%）。我们认为未来甲乙酮存在补涨行情，价格存在反弹空间。

第二、 溶剂类价格涨幅高于甲乙酮，价差缩小使得甲乙酮替代作用增强，需求的增长将拉动甲乙酮价格的稳步回升。 通常甲乙酮作为高级溶剂应用于涂料等领域，由于之前价格高企使得下游行业纷纷采用丙酮等低端溶剂来替代甲乙酮，需求下滑导致价格大幅回落。随着丙酮等其他溶剂价格逐步上涨，价差逐步缩小，甲乙酮的替代效应凸显，未来有望重新收复之前丢失的市场份额。

第三、 甲乙酮作为优秀的溶剂有些应用领域其他化学品无法替代。 如在生产丙烯酸树脂时使用的过氧化丁酮和作为玻璃纤维增强塑料用的硬化剂。在国外纯度较高的甲乙酮主要应用于高端汽车涂料、航天设备、船舶领域，是丙酮等溶剂所不能替代的。因此甲乙酮的固定需求存在刚性。

因此，我们认为甲乙酮的长期滞涨，以及其他溶剂类价格的持续上涨，导致甲乙酮与其他溶剂类品种的价格差持续缩小，使得甲乙酮替代优势显现，需求端的回暖能够支撑甲乙酮价格在目前的基础上进一步上涨。

上半年由于橡胶下游需求低迷，合成胶库存较多，丁二烯价格低位运行。近期橡胶下游需求有所改善，橡胶库存逐渐降低。目前丁二烯主要厂商停车检修装置较多，企业库存处于低位，外盘丁二烯价格稳步上涨，需求回升加上供应端偏紧，对国内丁二烯价格构成一定支撑，我们认为丁二烯在上述因素影响下很有可能如我们之前所预判的下半年价格再度回升。

公司六月投产的 10 万吨丁二烯装置，上半年的营收占比仅为 2%，利润贡献较少，随着丁二烯价格的企稳回升，以及公司新装置逐渐平稳运行，我们认为下半年丁二烯业务将可能给我们以惊喜。

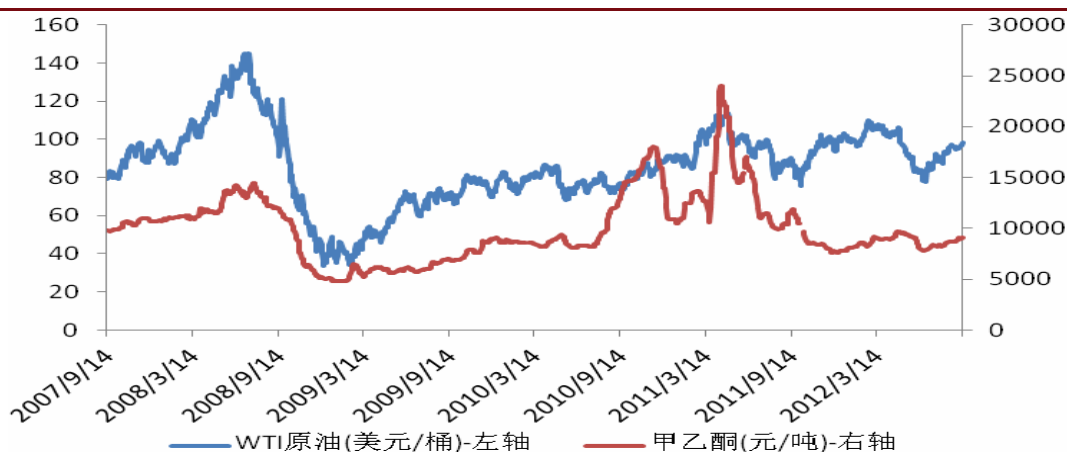
二、 甲乙酮基本面回暖逐步回暖可期

(一) 甲乙酮暴涨暴跌使得下游需求转向其他可替代品种

甲乙酮主要消费在涂料、合成革和粘合剂领域（占比超过 70%），此外在润滑油脱蜡、磁带、油墨以及化工产品的生产方面也有一定的消费量。甲乙酮在涂料方面用作溶剂比二甲苯、甲苯和丁醇等常用溶剂有更高的溶解度和挥发速率，可以改善涂料涂层的流平性能和机械强度，对环境污染少，是涂料工业界较为理想的溶剂，主要用作高档溶剂型涂料，如聚氨酯涂料、环氧树脂涂料、丙烯酸酯涂料以及乙烯基涂料等。

甲乙酮在 2010 年下半年至 2011 年上半年跟随原油的上涨，在原油上涨期间价格暴涨暴跌，对于生产型企业原材料价格的稳定尤为重要，因此，国内多数溶剂类企业经历前期的大幅价格波动，寻求相关替代品种来代替甲乙酮，丙酮作为传统的有机溶剂虽然挥发性太快，在涂料领域性能低于甲乙酮，但由于其价格低廉且供应稳定，因此受到涂料厂商的青睐，对甲乙酮形成替代，导致甲乙酮价格在 2011 年下半年以来一直维持在低位运行。

图 1 原油-甲乙酮走势对比



数据来源：化工在线，西南证券研发中心

(二) 甲乙酮与原油同涨共跌性使其未来价格具有反弹空间

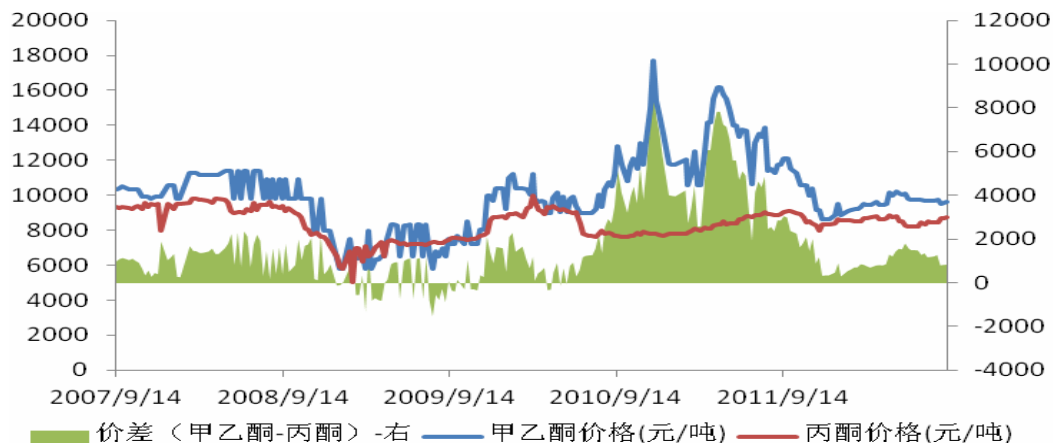
在原油—有机原料—精细化工（高分子材料）这一传导过程，随着相关化工产品所在位置不同，价格传导速度也不同，通常接近油头的化工产品受到成本的影响，反应最为迅速，涨幅也较为可观，原油自 6 月 28 日（77.69 美元/桶）的低点反弹，涨幅达到 27%（截至 9 月 13 日），纯苯涨幅为 29%，甲苯涨幅为 25%，二甲苯涨幅为 21%；而位于下游的精细化工涨幅较小甚至下跌。

甲乙酮作为碳四深加工产品位于上游端，对于原油价格波动最为敏感，按照以往价格波动的历史数据表明，甲乙酮跟随原油价格具有较强的同涨共跌性，而目前甲乙酮涨幅仅为 15%，近三个月涨幅低于原油，出现一定程度的滞涨（丙酮涨幅为 18%）。我们认为未来甲乙酮存在补涨行情，价格存在反弹空间。

(三) 溶剂类产品价差缩小使得甲乙酮反替代优势显现

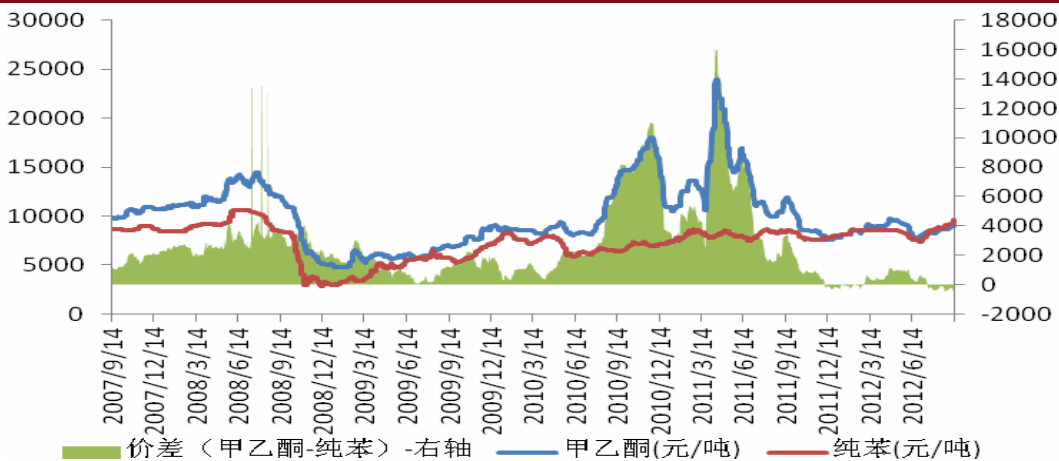
其他主要有机溶剂价格自 2010 年以来均处于持续稳定的上涨趋势，甚至有些低端产品明显高于甲乙酮的价格，甲乙酮已经变得相对便宜，而甲乙酮经历接近一年的持续调整，价格目前处于相对合理的区间，下游企业会从成本的角度考虑，重新换回以甲乙酮作为有机溶剂的配方，甲乙酮的替代效应凸显，未来有望重新收复之前丢失的市场份额。

图 2 甲乙酮-丙酮价差变化

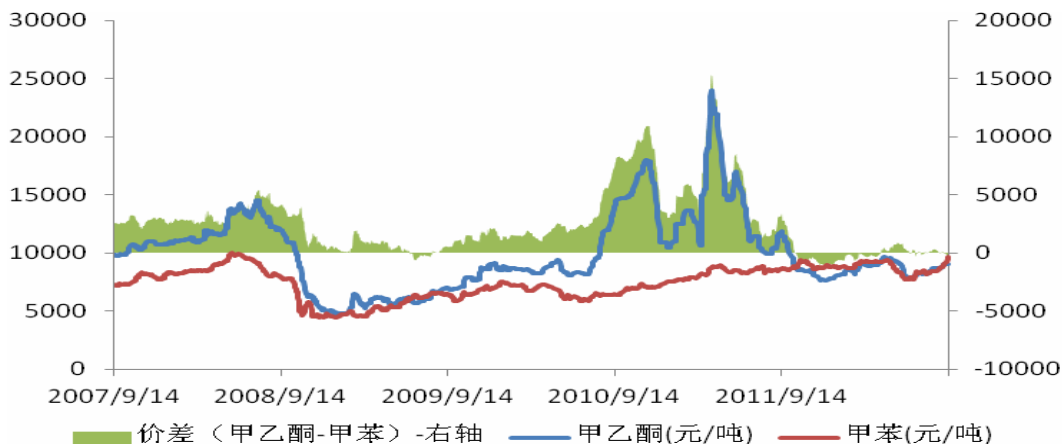


数据来源：化工在线，西南证券研发中心

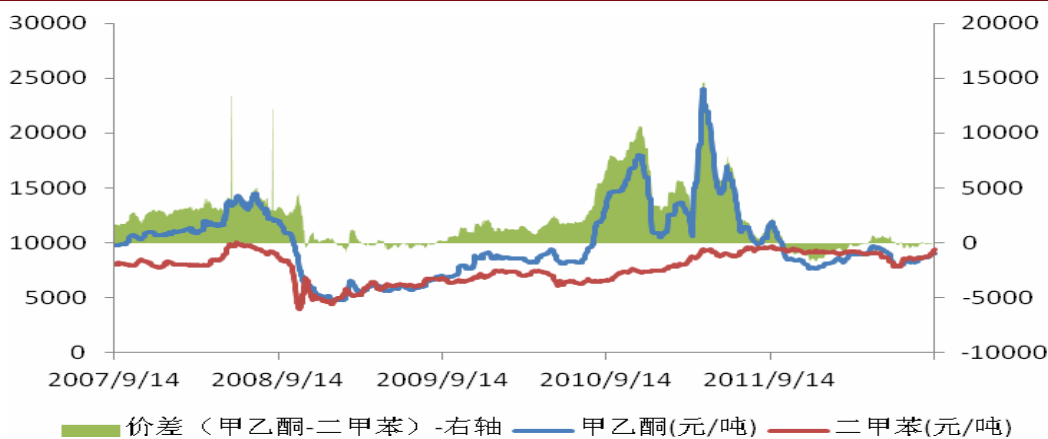
图 3 甲乙酮-纯苯价差变化



数据来源：化工在线，西南证券研发中心

图 4 甲乙酮-甲苯价差变化


数据来源：化工在线，西南证券研发中心

图 5 甲乙酮-二甲苯价差变化


数据来源：化工在线，西南证券研发中心

（四）甲乙酮的其他特性使其难以完全替代

甲乙酮是一种重要的低沸点溶剂，具有优异的溶解特性，能与众多的溶剂形成共沸物，对合成橡胶、纤维衍生物、油脂、高级脂肪酸等有很强的溶解能力。甲乙酮沸点适中，溶解性能好，因此国内各炼厂的酮苯脱蜡和脱蜡脱油装置基本上都使用甲乙酮为萃取剂。甲乙酮的非溶剂应用主要是用于制造甲乙酮过氧化物，它为不饱和聚酯的硬化剂。另外甲乙酮与盐酸羟胺反应生产的甲乙酮肟广泛用作油漆的抗结皮剂。

甲乙酮作为优秀的溶剂有些应用领域其他化学品无法替代。如在生产丙烯酸树脂时使用的过氧化丁酮和作为玻璃纤维增强塑料用的硬化剂。在国外纯度较高的甲乙酮主要应用于高端汽车涂料、航天设备、船舶领域，是丙酮等溶剂所不能替代的。

因此，我们认为甲乙酮的长期滞涨，以及其他溶剂类价格的持续上涨，导致甲乙酮与其他溶剂类品种的价差持续缩小，使得甲乙酮替代优势显现，需求端的回暖能够支撑甲乙酮价格在目前的基础上进一步上涨。

三、投资建议

从公司半年报来看，目前乙酰酮营收占比为 69%，同比增加 4 个百分点，目前该产品仍是公司主要收入来源，但由于下游需求低迷，产品价格自去年下半年以来一直处于低位，上半年乙酰酮毛利下降为去年同期的一半，随着下游需求的转好，乙酰酮未来毛利有望回升。

公司六月投产的 10 万吨丁二烯装置，目前日产 200 吨左右，主要供应齐鲁石化橡胶厂，少量外销。上半年由于橡胶下游需求低迷，合成胶库存较多，丁二烯价格低位运行。近期橡胶下游需求有所改善，橡胶库存逐渐降低。目前丁二烯主要厂商停车检修装置较多，企业库存处于低位，外盘丁二烯价格稳步上涨，需求回升加上供应端偏紧，对国内丁二烯价格构成一定支撑，丁二烯价格存在涨价预期。

假设公司现有设计产能满产，从目前时间点开始至年底，乙酰酮价格每增加 1000 元，将增厚公司 EPS0.013 元，丁二烯每增加 1000 元，将增厚公司 EPS0.007 元。

公司 2012 年-2014 年 EPS 为 0.83 元、1.73 元和 1.92 元。当前价格下（9 月 14 日收盘价）PE 分别为 19.87 倍、9.53 倍和 8.59 倍，经过近三个月观察，原油中期涨势确立，乙酰酮价格上涨可期，相应调高至“买入”评级。

四、风险因素

原油价格继续大幅走低，将降低乙酰酮反弹力度，乙酰酮营收占比较大，该产品价格下跌将直接导致公司净利润大幅下滑。

募投项目稀土顺丁橡胶不能正常投产。

表 1 财务和估值数据摘要 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1297.48	2359.58	2787.58	3450.99	6014.15	6540.85
增长率(%)	16.31%	81.86%	18.14%	23.80%	74.27%	8.76%
归属母公司股东净利润	173.52	419.99	506.43	465.93	970.92	1077.00
增长率(%)	20.81%	142.05%	20.58%	-8.00%	108.38%	10.93%
每股收益(EPS)	0.309	0.749	0.903	0.831	1.732	1.921
销售毛利率	22.82%	25.35%	27.54%	20.55%	24.05%	24.19%
销售净利率	13.37%	17.80%	18.17%	13.50%	16.14%	16.47%
净资产收益率(ROE)	36.12%	16.13%	17.30%	14.36%	24.86%	23.22%
投入资本回报率(ROIC)	32.71%	69.90%	61.85%	28.88%	53.09%	42.67%
市盈率(P/E)	54.57	22.55	18.70	20.32	9.75	8.79

数据来源: Wind, 西南证券

表 2 报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1440.17	1505.75	1546.93	3151.41	营业收入	2787.58	3450.99	6014.15	6540.85
应收和预付款项	471.35	116.74	892.32	204.41	减: 营业成本	2020.01	2741.89	4567.98	4958.77
存货	121.98	190.87	330.33	235.46	营业税金及附加	16.99	21.03	36.66	39.87
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	37.21	46.06	80.27	87.3
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用	102.58	127	221.32	240.7
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	-17.24	-33.14	-34.34	-52.86
固定资产和在建工程	953.66	1565.4	1399.5	1233.59	资产减值损失	3.11	0	0	0
无形资产和开发支出	49.37	43.38	37.39	31.4	加: 投资收益	7.17	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
资产总计	3036.52	3422.13	4206.46	4856.27	其他经营损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	营业利润	632.09	548.15	1142.26	1267.06
应付和预收款项	108.38	176.98	300.7	217.72	加: 其他非经营损益	-6.74	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	利润总额	625.34	548.15	1142.26	1267.06
其他负债	0	0	0	0	减: 所得税	118.92	82.22	171.34	190.06
负债合计	108.38	176.98	300.7	217.72	净利润	506.43	465.93	970.92	1077
股本	467.21	467.21	467.21	467.21	减: 少数股东损益	0	0	0	0
资本公积	1541.29	1541.29	1541.29	1541.29	归属母公司股东净利润	506.43	465.93	970.92	1077
留存收益	919.64	1236.66	1897.26	2630.05	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
归属母公司股东权益	2928.14	3245.15	3905.76	4638.55	经营性现金净流量	-14.56	899.18	317.16	1895.85
少数股东权益	0	0	0	0	投资性现金净流量	-270.31	-717.83	0	0
股东权益合计	2928.14	3245.15	3905.76	4638.55	筹资性现金净流量	-130.48	-115.77	-275.97	-291.36
负债和股东权益合计	3036.52	3422.13	4206.46	4856.27	现金流量净额	-419.32	65.58	41.18	1604.48

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦

邮编：400023

电话：(023) 63786246

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://www.swsc.com.cn/>