

# 甲乙酮价格上涨带来交易性机会

——齐翔腾达（002408）

2010年8月5日

推荐/维持

齐翔腾达

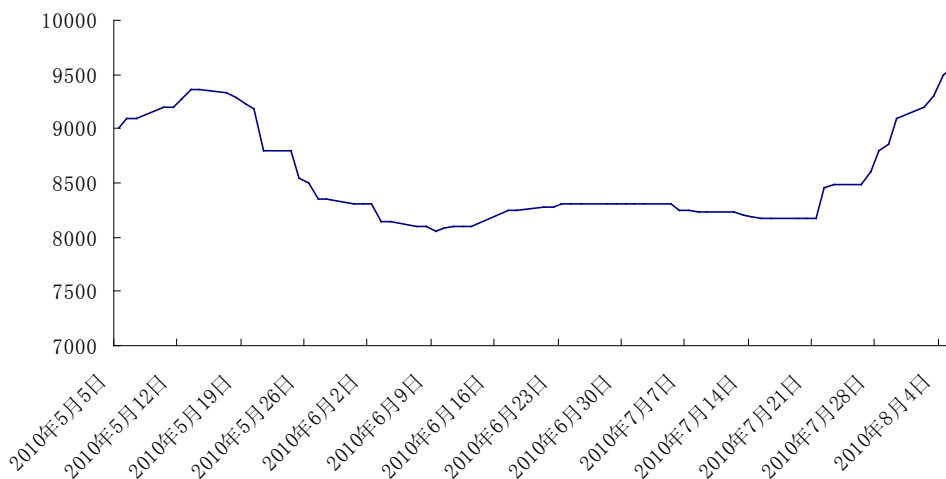
事件点评

<b>杨若木</b>	基础化工行业分析师	执业证书编号: S1480209110083
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66507316
<b>范劲松</b>	联系人	
	fanjs@dxzq.net.cn	010-66507339

## 事件:

近期甲乙酮价格强势上涨,从7月21日的8180元/吨上涨至8月5日的9560元/吨,涨幅达16.9%,创金融危机以来的新高。

图 1: 近三月甲乙酮价格走势 (元/吨)



资料来源: 化工在线, 东兴证券研究所

## 观点:

### 1. 国际产能检修和石油价格反弹共同推动甲乙酮价格上涨, 下半年维持高位

#### 1.1 国际产能停车检修, 下半年甲乙酮价格将维持高位

甲乙酮全球产能共 165.8 万吨, 国外很多甲乙酮装置比较老旧, 按照惯例, 一般每 3-4 年进行一次停车检修。今年 5 月开始甲乙酮行业迎来停车检修高峰, 日本陆续有 30 万吨甲乙酮装置停车检修, 包括日本 Maruzen Petrochemical 全球最大的 17 万吨装置, 5 月开始检修, 持续时间两个月; TonenGeneral Sekiyu K.K. 9 万吨产能, 8 月开始检修, 持续时间 40 天; 以及 Idemitsu Kosan 4 万吨产能, 9 月开始检修, 持续时间两个月。三个公司合计 30 万吨占全球总产能的 18.1%, 将导致今年下半年国际甲乙酮供应紧张, 预计甲乙酮价格仍将持续上涨, 下半年维持高位。

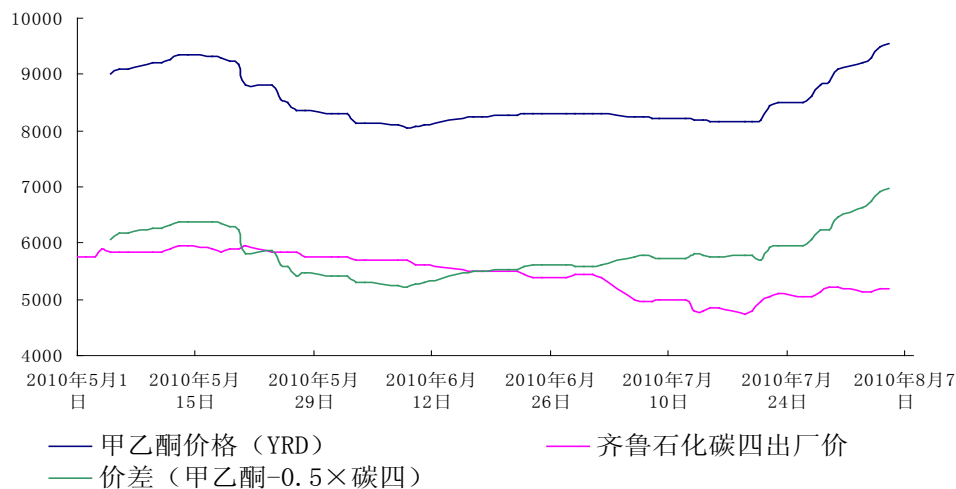
表 1: 国际乙二醇产能检修计划

公司名称	国家	产能 (万吨)	占全球产能比	开始检修月份	持续时间
Maruzen Petrochemical	日本	17	10.3%	5 月	两个月
TonenGeneral Sekiyu K.K.	日本	9	5.4%	8 月	40 天
Idemitsu Kosan	日本	4	2.4%	9 月	两个月
合计		30	18.1%		约半年

资料来源: 中国化工信息网, 东兴证券研究所

与此同时, 占公司生产成本约 50% 的主要原材料碳四价格变化不大, 因此到目前为止乙二醇价格上涨主要是由供应紧张所推动的, 公司下半年毛利率将有较大的提高。

图 2: 近期乙二醇、碳四价格比较 (元/吨)



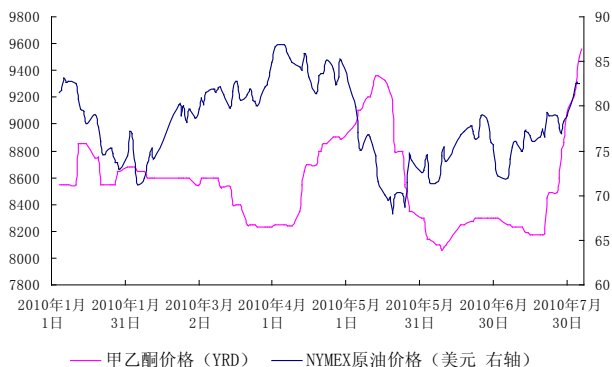
资料来源: 化工在线, 东兴证券研究所

## 1.2 石油价格反弹进一步推高乙二醇价格, 公司业绩随油价上涨而提升

随着欧债危机的影响逐渐消除, 投资者重拾对世界经济的信心, 国际原油价格触及 67 美元/桶的低位后迅速反弹, 从 7 月 5 日的 71 美元/桶涨至 8 月 5 日的 82.26 美元/桶, 月涨幅达 15.8%。

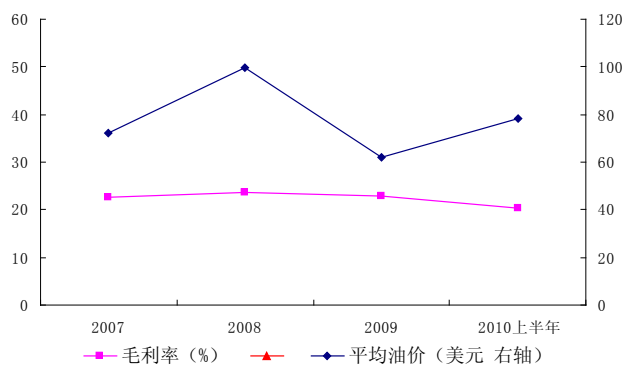
公司紧贴石油化工产业链上游, 对油价成本有较强的转移能力, 在石油价格上升通道中依然能保持稳定的毛利率, 石油价格上涨时产品价格能及时上涨, 营业收入得以增加, 稳定的毛利率保障了公司毛利额的增长, 因此公司是受益于油价上升的。一般来说, 乙二醇价格变化仅滞后原油价格变化约半个月时间。目前来看此轮乙二醇价格上涨主要由供应紧张引起, 未能完全反应原油价格上涨, 未来还有一定的上涨空间。

图 2: 甲乙酮价格与原油价格比较 (元/吨)



资料来源: 化工在线, 东兴证券研究所

图 23: 公司毛利率与油价的关系



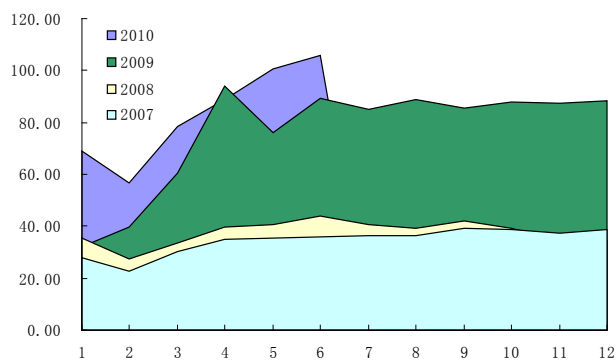
资料来源: wind, 化工在线, 东兴证券研究所

2. 下游需求旺盛, 订单远超产能, 预计今年产能利用率达 136%

去年初开始甲乙酮的主要下游涂料行业恢复强劲, 09 年同比增长超过 100%, 今年上半年仍然持续增长, 同比增长 27.7%; 公司甲乙酮产品应用较多的高端人造革、合成革涂料也随着人造革、合成革产量的增长快速增长, 上半年同比增长 25.1%, 作为消费类产品, 下半年的增长仍然可以预期。

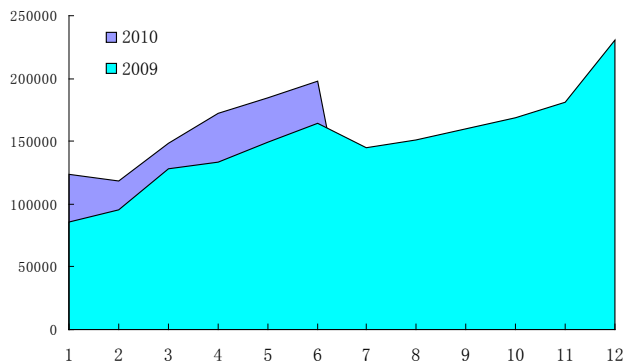
公司 08 年底在子公司青岛思远投产的 8 万吨甲乙酮产能投产后一直超负荷生产, 09 年产能利用率 112.5%, 今年上半年产品依然供不应求, 订单数远远超过公司产能, 公司只能优先满足长期合作的国内客户需求, 暂缓对海外市场的开拓, 因此拒绝了部分海外订单, 半年报显示上半年出口同比降低 45.24%。公司 8 万吨甲乙酮装置在设计时预留了较大的技改空间, 旺盛的市场需求将促使公司迅速提高产能利用率, 预计今年甲乙酮产量达到 13.6 万吨, 产能利用率达 136%, 其中青岛思远贡献 10 万吨, 产能利用率达到 125%。

图 2: 近年涂料月产量走势 (万吨)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 23: 近两年人造革、合成革月产量走势 (吨)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

结论:

供应紧张、油价上涨和旺盛的需求支撑下半年乙二醇价格高位运行，公司毛利空间有所提升。公司上半年 EPS（全面摊薄）0.52 元，预计下半年业绩比上半年有较大的增幅，维持 2010 年 EPS1.24 元的预测，11-12 年 EPS1.48 和 1.67 元，维持公司 2010 年 30 倍 PE 估值，维持公司“推荐”评级。

此轮乙二醇价格上涨最主要的原因是世界大型产能停产检修，一般来说，乙二醇装置每 3-4 年进行一次停车检修，因此这是一次难得的交易性机会。

## 分析师简介

### 杨若木

工学硕士，基础化工行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

## 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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级:

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。