

齐翔腾达（002408.SZ）新股定价报告

—— 甲乙酮国内龙头，关注价格上涨的业绩弹性

新股定价报告
合理价值区间：22.75-27.30 元
2010.04.28

湘财证券研究所

石油和化工研究小组

研究员：王 强

Tel: 021-68634518-8221

 Email: wq2835@xcsc.com

研究员：高 为

Tel: 021-68634518-8608

 Email: gw2603@xcsc.com

上市发行资料

股本结构

发行后股本：25,956 万股

发行股本：6,500 万股

占发行后股本的比例：25.04%

股票价格

合理价值区间：22.8-27.3 元/股

建议询价区间：20.7-24.8 元/股

发行情况

网下申购缴款：2010.05.04

网上申购时间：2010.05.04

主承销商：华泰联合证券

相关研究报告：

《调研深度报告 - 杰瑞股份（002353）：高速迈向综合性油服公司，所得税或获惊喜》（2010.03.12）

《调研深度报告 - 天利高新（600339）：己二酸量价齐升，副产品业绩需重估》（2010.02.24）

《调研深度报告 - 东华能源（002221）：LPG 问鼎区域龙头，化工仓储迎来新年》（2010.01.29）

《天然气价格改革专题一：进口气价倒逼 VS 社会承受能力，“综合性价格”改革方案将胜出？》（2009.11.17）

□ 碳四深加工龙头，甲乙酮产能国内第一、世界第五，迈向世界级

公司对石油加工副产品碳四进行深加工以转化成高附加值精细化工产品业务，主要研发、生产和销售甲乙酮、MTBE、异丁烯、叔丁醇等；其中甲乙酮为公司主导产品，国内行业排名第一，市场占有率达 41%，世界产能排名第五。目前公司甲乙酮、MTBE、异丁烯、叔丁醇的设计产能分别为 10 万吨、4.5 万吨、2 万吨和 1.2 万吨。随着青岛 8 万吨甲乙酮新装置的磨合日趋完善，公司甲乙酮未来最大产能利用率将能达到 150%，年产量可提升至 15 万吨，并将跻身世界级甲乙酮企业之列。

□ 甲乙酮未来需求增长保持 5%-10%

我国是全球最大的甲乙酮消费市场，甲乙酮最大的两个下游消费领域涂料行业和胶粘剂行业快速发展，甲乙酮消费增长一直保持较高的速度，远远高于国外甲乙酮 2.5% 左右的增长速度，未来几年需求增速将保持 5%-10%。

□ 原料供应充足稳定、实现循环生产使产能利用率高、规模优势带来议价能力

公司与齐鲁石化和青岛炼化长期战略合作，原料碳四直接通过管道输送，供应稳定并节约成本。公司采用联合装置生产，具有产品结构调整灵活的优势；并通过技术革新实现循环经济优势，产能利用率高。甲乙酮国内行业龙头的规模优势，带来较强的销售议价能力。

□ 关注甲乙酮价格上涨的业绩弹性，每上涨 100 元/吨，公司业绩提升 0.048 元

受全球金融危机和行业周期性调整双重影响，甲乙酮价格和盈利水平在 2008 年底和 2009 年初出现大幅下滑，价格最低跌至 4800 元/吨的历史最低点，行业出现亏损。随着 2009 年经济复苏，甲乙酮价格出现反弹，目前平均价格稳定在 8500 元/吨以上，但仍然处于历史低位；随着未来需求进一步恢复，甲乙酮市场价格将会呈现平稳增长。我们应关注未来甲乙酮价格上涨给公司带来的业绩弹性。

□ 募投项目主要用于扩大公司原有产品的产能

公司募集资金主要用于建设年产 8 万吨甲乙酮项目、年产 15 万吨溶剂油项目、基层营销网络和研发中心建设项目；为抢占市场先机，公司已于 2007 年 11 月通过银行借款和自有资金先行垫资建设了 8 万吨/年的甲乙酮项目，并已于 2008 年 9 月投产。本次发行后，公司将以募集资金支付项目剩余款项及偿还先期银行借款。

□ 合理价值区间为 22.75-27.30 元

公司 2009 年每股收益按最新摊薄为 0.67 元，我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.91 元、1.17 元和 1.39 元。和公司业务比较接近的天利高新公司作为主要可比公司，对应 2010 年 PE 约为 20 倍左右；结合近期中小板的估值，我们认为给予公司 2010 年 25-30 倍 PE 估值比较合理，对应合理估值区间为 22.75-27.30 元，我们建议询价区间为 20.7-24.8 元。

□ 风险提示： 市场竞争加剧而产品价格下跌和原材料碳四价格大幅波动的风险

（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,116	1,298	1,805	2,175	2,580
营业利润	193	231	316	408	482
归属母公司净利润	144	173	236	304	360
EPS（元）	0.55	0.67	0.91	1.17	1.39

目 录

一、国内领先的碳四产品企业、甲乙酮行业龙头.....	4
1.1 股权结构	4
1.2 公司概况	4
二、主要产品市场保持稳定增长.....	5
2.1 甲乙酮规模优势明显，处于公司核心地位	6
2.2 MTBE、异丁烯和叔丁醇等其他产品快速发展	9
三、碳四深加工，原料优势+综合效益.....	10
3.1 原料供应充足、稳定的优势	10
3.2 联合装置生产，产品结构调整灵活的优势	10
3.3 技术革新实现循环经济优势，产能利用率高	11
3.4 国内行业龙头的规模优势，带来较强的销售议价能力	11
四、募投项目先行投产，关注甲乙酮价格上涨的业绩弹性	13
4.1 募投项目先行投产带来规模优势	13
4.2 关注甲乙酮价格上涨的业绩弹性	13
五、估值与盈利预测	14

图 目 录

图 1：公司股权结构.....	4
图 2：齐翔腾达公司产业链.....	5
图 3：公司收入构成.....	5
图 4：公司毛利构成.....	5
图 5：齐翔腾达公司生产工艺流程.....	6
图 6：世界甲乙酮消费结构.....	7
图 7：国内甲乙酮消费结构.....	7
图 8：涂料行业占据甲乙酮下游消费的半壁江山.....	8
图 9：我国甲乙酮供需情况.....	8
图 10：公司甲乙酮价格开始恢复.....	13

表 目 录

表 1：全球十大甲乙酮生产企业.....	11
表 2：国内甲乙酮生产企业 2009 年的设计产能及实际产量.....	12
表 3：募集资金项目.....	13
表 4：盈利预测主要假设.....	14
表 5：分产品盈利预测.....	15
表 6：利润表.....	16

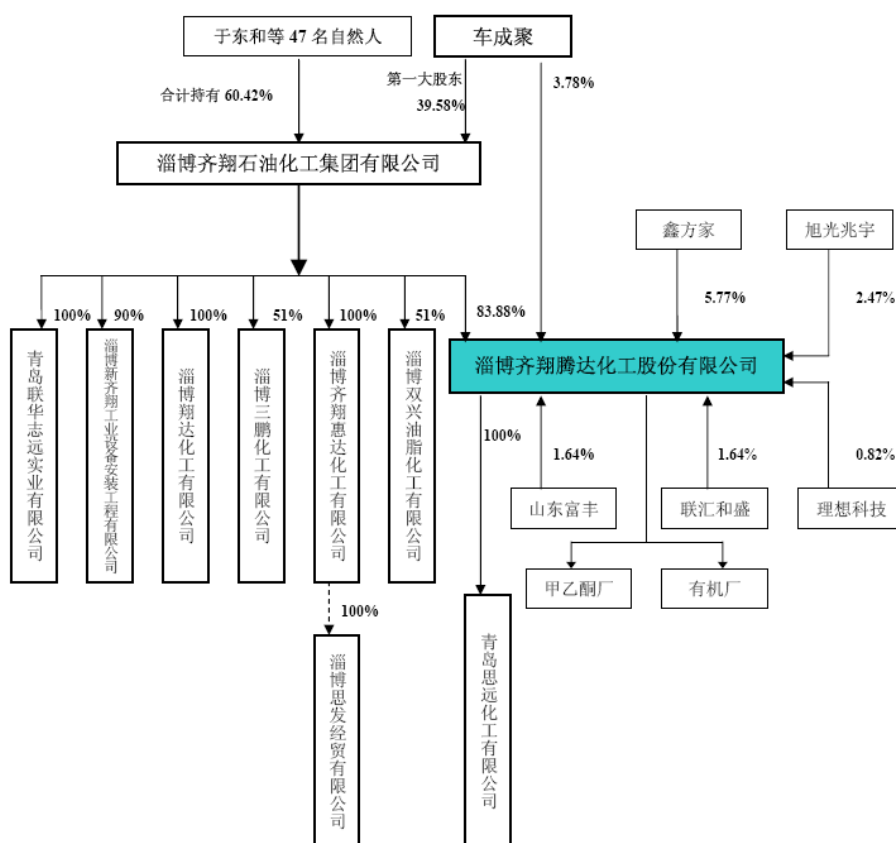
一、国内领先的碳四产品企业、甲乙酮行业龙头

1.1 公司股权结构

公司的控股股东是淄博齐翔集团，其前身为淄博齐翔工贸有限责任公司，主要生产、销售橡胶及制品和销售民用建材、汽车配件、电气仪表等。齐翔集团发行前持有公司 83.88% 股权，同时拥有惠达公司 100% 股权、翔达公司 100% 股权、联华志远 100% 股权、齐翔工程 90% 股权、青岛思远 75% 股权、双兴油脂 51% 股权、三鹏公司 51% 股权。

控股股东齐翔集团的股东结构为 48 位自然人、第一大股东车成聚先生持有 39.58% 的股权，发行前车成聚先生直接和间接持有公司股权的 36.98%。本次 IPO 发行 6,500 万股后，使公司总股本达到 2.5956 亿股，其中社会公众股占 25.04%，第一大股东车成聚先生的持股比例将下降到 27.72%。

图 1：公司股权结构

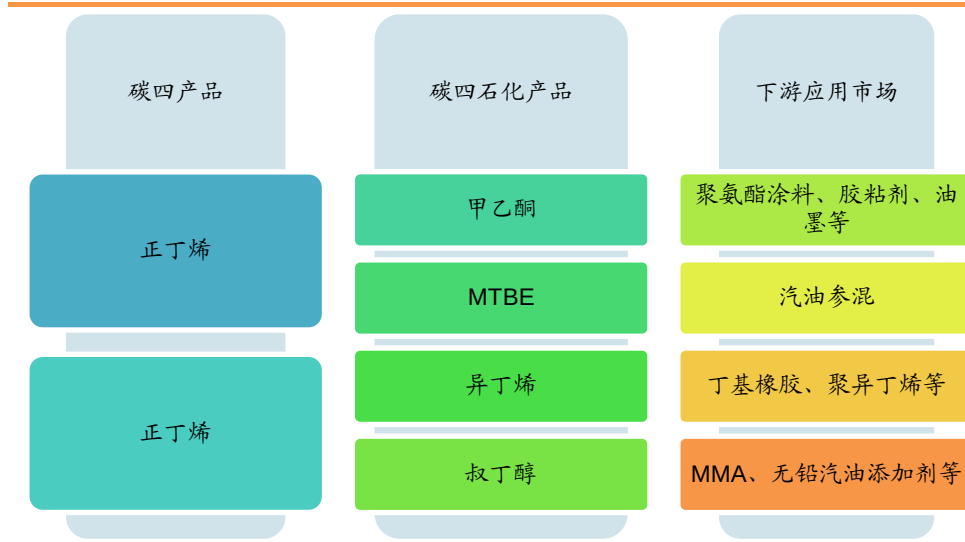


资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

1.2 公司概况

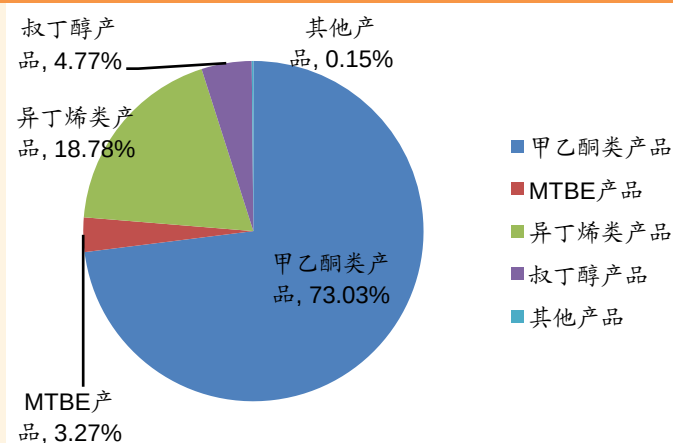
公司一直专注于对石油加工副产品碳四进行深加工以转化成高附加值精细化工产品业务，主要研发、生产和销售的产品有甲乙酮、MTBE、异丁烯、叔丁醇等；其中甲乙酮为公司主导产品，国内行业排名第一，市场占有率达 41%。目前公司甲乙酮、MTBE、异丁烯、叔丁醇的设计产能分别为 10 万吨、4.5 万吨、2 万吨和 1.2 万吨，2009 年主要产品的产量分别为 12.04 万吨、3.31 万吨、2.60 万吨和 1.29 万吨。

图 2：齐翔腾达公司产业链



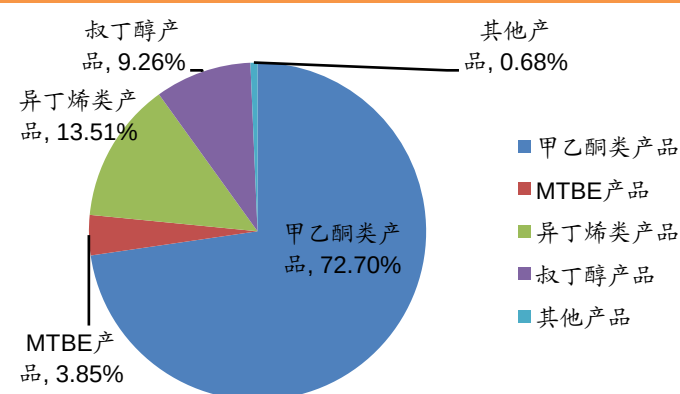
资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

图 3：公司收入构成



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

图 4：公司毛利构成



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

二、主要产品市场保持稳定增长

公司对石油加工副产品碳四进行深加工以转化成高附加值精细化工产品，在生

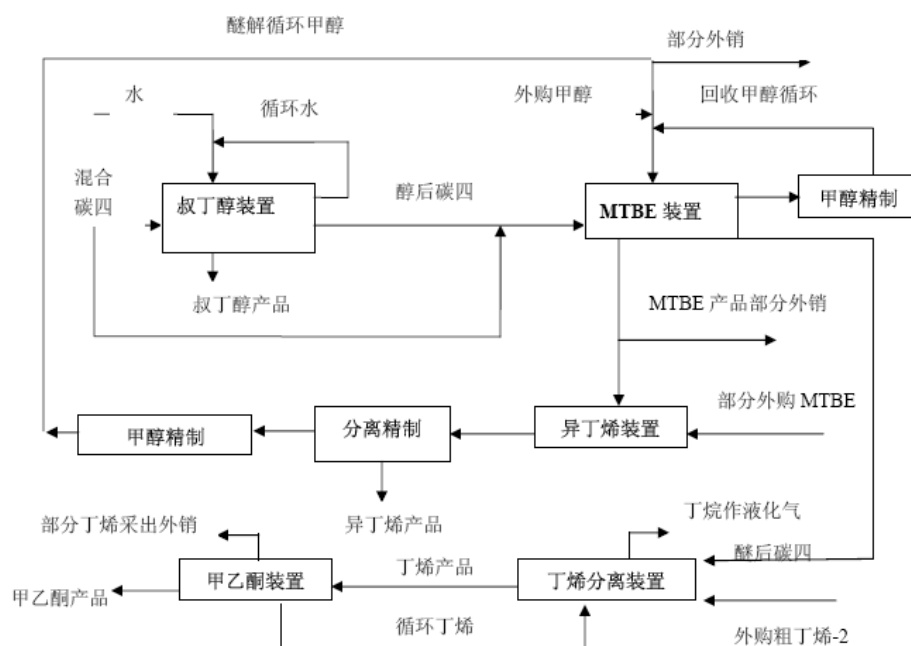
产过程中实现了各产品和原料的循环使用。碳四中的丁烯和除盐水在耐高温树脂催化作用下，进行水合反应生产仲丁醇，水经过精制处理循环使用。丁烯与仲丁醇分离后，丁烯循环使用。补充部分新鲜丁烯、新鲜除盐水，部分采出液化气和工艺废水。仲丁醇经过精制后，在高温和催化剂作用下发生脱氢反应，生成甲乙酮，同时甲乙酮副产品，包括液化气、氢气、丁烯、仲丁醚、仲丁醇和重质物。

用碳四中的异丁烯与甲醇为原料，在催化剂和一定的温度、压力作用下发生反应，生成 MTBE。未完全反应的甲醇采用水洗的办法将其大部分洗干净，回收精制，循环使用。水洗后的碳四含有丁烯、丁烷，被称为醚后碳四，进入丁烯分离装置。

用 MTBE 作为原料，在催化剂高温作用下，发生裂解反应，生产异丁烯、副产甲醇和重组份，异丁烯经过精制，得到高纯度异丁烯产品，甲醇经过水洗回收、精制，作为 MTBE 装置的原料或外销。

碳四和除盐水作为原料，在树脂催化剂作用下，经加压、加热，其中碳四组分中的异丁烯与除盐水发生水合反应，生成叔丁醇，经过分离精制得到产品。碳四的剩余部分为醇后碳四，因在叔丁醇生产工艺中异丁烯不能完全转换，醇后碳四可以进入 MTBE 装置，将剩余的异丁烯转化成 MTBE。

图 5: 齐翔腾达公司生产工艺流程



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

2.1 甲乙酮规模优势明显，处于公司核心地位

甲乙酮是一种重要的低沸点有机溶剂和精细化工原料，以优异的溶解能力和干燥性著称，广泛应用于涂料、胶粘剂、人造革、润滑油脱蜡、磁带、油墨、萃取合成等众多领域。作为一种优良环保型溶剂，甲乙酮是纯苯、甲苯、二甲苯、

丙酮等溶剂的最佳替代产品。与苯类溶剂相比，甲乙酮对人体危害程度较小，环保性能突出。国家环保总局发布的行业标准和准则的实施，为甲乙酮对苯类溶剂大面积替代提供了良好的政策环境。与丙酮相比，甲乙酮挥发性适中、溶解性能更强，不会致使空气中挥发性有机化合物（VOC）含量增高，单位溶剂的甲乙酮用量也少于丙酮。

从全球范围来看，甲乙酮的主要消费市场是中国、美国、西欧和日本，市场规模分别在 30 万吨、21 万吨、18 万吨和 12 万吨左右，占全球总消费量的 50% 以上。我国作为全球最大的甲乙酮消费市场，甲乙酮消费增长一直保持较高的速度，远远高于国外甲乙酮 2.5% 左右的增长速度。

甲乙酮产品的主要应用领域在国内外市场略有不同。世界范围内，涂料溶剂是甲乙酮最大的终端用途，几乎占世界需求量的一半；胶粘剂是其第二大用途，占需求量的近 20%；另外油墨约占 9%、化学中间体约占 4 %、润滑油脱蜡约占 2%、其他用途约占 18%。我国甲乙酮主要消费在涂料和胶粘剂领域，同时在润滑油脱蜡、磁带、油墨、合成革以及其他化工领域的生产方面也有一定的消费。涂料行业是我国甲乙酮最大的应用领域，消费比例约为 48%；其次是胶粘剂行业，消费比例约占 30%；在其他应用领域中，合成革消费比例约占 8%，印刷油墨约占 5%，溶剂脱蜡约占 6.4%，其他行业约占 2.6%。

图 6：世界甲乙酮消费结构

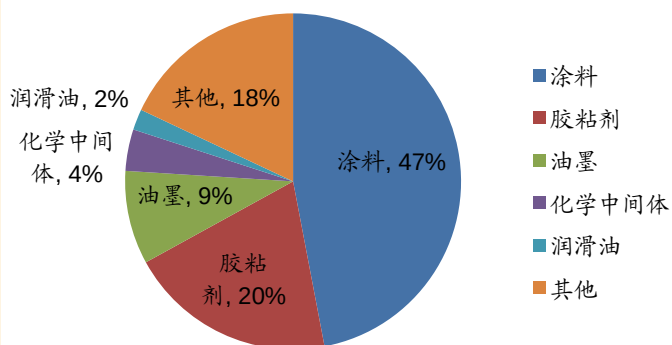
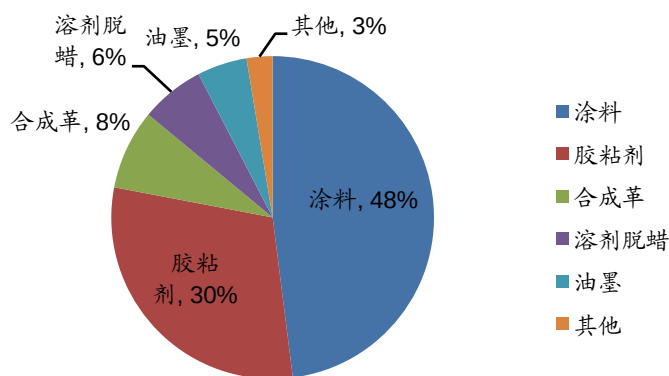


图 7：国内甲乙酮消费结构



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

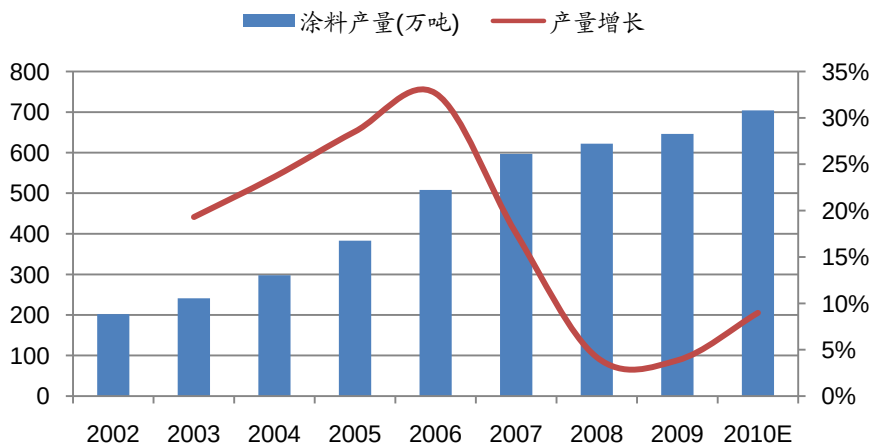
资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

我国甲乙酮未来需求取决于下游行业的市场增长，虽然 2008 年下半年我国甲乙酮下游行业经历了国际金融危机的影响，但长期来看甲乙酮的主要下游市场涂料行业、胶粘剂行业、油墨行业未来几年将仍然保持一定比例的增长，因此必将带动甲乙酮行业的发展。

涂料行业是甲乙酮最主要的下游消费领域，占我国甲乙酮总消费量的 48%，占据半壁江山。涂料主要应用在建筑、家具装饰、合成革、汽车、船舶等领域，广泛应用于房屋住宅建筑、汽车修补漆等行业。涂料方面，甲乙酮是纯苯、甲苯、二甲苯（“三苯”）等溶剂的替代产品。作为高档溶剂，甲乙酮在涂料方面可完全

替代最简单的饱和酮—丙酮。

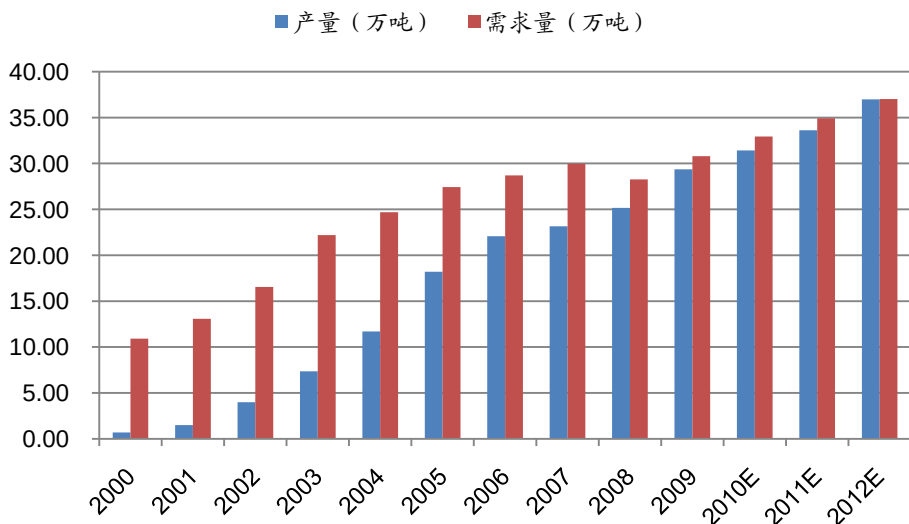
图 8：涂料行业占据甲乙酮下游消费的半壁江山



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

胶粘剂是甲乙酮主要的下游消费领域，占我国甲乙酮总消费量的约 30%。目前中国胶粘剂与密封剂生产量已跃居世界前三位，正在向规模化、集约化方向发展。胶粘剂是用于装潢的重要辅材，虽然受到国际金融危机的冲击，但预计胶粘剂作为新型的合成材料将会在更多的领域内得到应用，其增长率将会高于一般行业的增长。在今后几年内，中国大陆胶粘剂和密封剂的市场总需求量预计平均将以每年 10% 以上的速度增长，2010 年产量可望达到 414 万吨，其发展前景广阔。

图 9：我国甲乙酮供需情况



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

美国 SRI 咨询公司认为，今后 5 年内世界甲乙酮需求的年增长率为 3.5%，预计到 2010 年将达到 178 万吨，需求增长将主要来自于最大的消费国中国。2000

年我国甲乙酮产量仅为 0.7 万吨，表观消费量为 10.91 万吨，供需缺口达 10.21 万吨。2003 年供需缺口增至 14.85 万吨。自 2004 年以来，国内甲乙酮表观消费量增速有所减缓，2008 年受国际金融危机的影响国内甲乙酮表观消费量较 2007 年有所下降，但国内甲乙酮产量仍然无法满足下游市场的需求。因需求快速增长，中国甲乙酮生产能力近年骤增，预计到 2010 年将超过 40 万吨/年，成为世界最大的甲乙酮生产国。

2.2 MTBE、异丁烯和叔丁醇等其他产品快速发展

MTBE 是一种良好的高辛烷值汽油掺加组分。在无铅汽油生产过程的添加剂中，MTBE 的辛烷值较高，是我国及世界主流市场首选的改善汽油抗爆性能和燃烧性能的添加剂。MTBE 裂解后可以制取高纯度的异丁烯。MTBE 还可以作为化工反应溶剂、萃取剂等。

未来数年，随着国内汽车拥有量的不断增加，汽油消费的逐年增加，预计 2010 年汽油对 MTBE 的需求量约为 320 万吨，其他相关产业对 MTBE 的需求量在 30 万吨，合计需求量为 350 万吨，未来国内 MTBE 的发展前景比较乐观。

异丁烯是一种广泛用于医药、农药、抗氧化剂、合成高级润滑油和其他精细化工产品的重要的有机化工原料。其中高纯度的异丁烯可用于生产丁基橡胶和聚异丁烯，丁基橡胶主要用来生产轮胎和医用瓶塞，聚异丁烯主要用于生产润滑油添加剂或润滑油粘度指数改进剂，同时粘合剂、密封剂、电绝缘材料、食品包装等领域对聚异丁烯的需求也不断增加。

我国高纯度异丁烯主要是用于生产丁基橡胶和生产高活性聚异丁烯，二者约占我国高纯度异丁烯消费比例的 58%。丁基橡胶的用途主要为生产子午轮胎和医用瓶塞丁基化。随着下游相关行业的蓬勃发展，特别是汽车轮胎工业的飞速发展，近年来我国丁基橡胶的消费量呈现出跳跃式增长。2003 年我国丁基橡胶的表观消费量只有 10.04 万吨，2007 年增加到 21.42 万吨，2003—2007 年表观消费量的年均增长率达 20.86%，预计到 2010 年丁基橡胶的需求量将达到约 29 万吨，其中卤化丁基橡胶的需求量将达到约 21 万吨。目前国内聚异丁烯的第一大应用领域是润滑油，主要用于生产润滑油添加剂—聚异丁烯无灰分散剂。随着国内石化工业和汽车工业的快速发展，润滑油和汽油的产量增长迅速，拉动国内聚异丁烯的需求逐年递增。聚异丁烯的需求增长将直接带动高纯度异丁烯的消费，预计到 2010 年我国聚异丁烯的生产领域对高纯度异丁烯的需求量将达到 8 万吨。伴随着我国经济的持续平稳发展，近年来我国橡胶产业和聚异丁烯产业发展迅速，并进而拉动高纯度异丁烯消费需求的快速增长。2009 年，我国高纯度异丁烯消费量达到 18.2 万吨，2004 年—2009 年消费需求年均增长高达 17.87%，增长十分迅速。虽然受国际金融危机的影响，我国高纯度异丁烯需求的增长趋势放缓，但随着我国政府一系列经济刺激措施的推出和落实，我国经济已开始逐步走出低谷，同时由于高纯度异丁烯的消费需求具有一定的刚性，在我国橡胶产业、聚异丁烯产业发展需求的支撑下，未来高纯度异丁烯的市场需要仍将保持平稳增长，2013 年市场需求将达到 21 万吨。

叔丁醇广泛用于合成农药、除草剂、香精及变性酒精。作为有机合成原料可用于生产有机玻璃及合成塑料行业重要的抗氧化剂和稳定剂，并可作蜡用溶剂、油漆溶剂、医疗溶剂、硝化纤维素以及合成树脂的溶剂和稀释剂。此外，叔丁醇还可用于生产缩丁醛树脂涂料和氨基醇酸树脂涂料等，以及用作人造麝香及医药中间体的原料，其加入汽油中可提高汽油的辛烷值。

在我国叔丁醇主要用作汽油添加剂和作为原料生产甲基丙烯酸甲酯（MMA）。我国 MMA 主要用于有机玻璃行业，占总消费量的 50%以上，还用于生产珠光有机玻璃、模塑料、挤出料及齿科材料。我国 MMA 的消费量增长很快，虽然产能产量也在不断增长，但是仍满足不了市场需求，国内市场每年都需要进口大量的 MMA 来填补缺口，我国 MMA 市场供不应求。生产各种标号无铅汽油就需要大量的添加剂来替代四乙基铅，目前主要使用 MTBE 及叔丁醇等做为添加剂。目前我国已开始使用叔丁醇作为汽油添加剂，以提高汽油的辛烷值。随着我国汽车工业的发展和汽车拥有量的迅速增加，无铅汽油及其所需的添加剂的需求量会越来越大。总体来看，我国叔丁醇市场发展很快，需求持续增长。2009 年，我国叔丁醇需求量为 8.9 万吨，而国内产量仅为 6.2 万吨，存在较大的市场供需缺口。

三、碳四深加工，原料优势+综合效益

3.1 原料供应充足、稳定的优势

本公司生产所需的碳四为石油加工副产品。本公司通过对碳四进行深加工，生产甲乙酮、MTBE、异丁烯、叔丁醇等精细化工产品，提高了碳四的附加值。国内炼油企业一般对副产品碳四不作进一步深加工，而作为独立产品液化石油气直接对外进行销售。公司本部 2 万吨/年甲乙酮生产装置及全资子公司青岛思远已建成投产的 8 万吨/年甲乙酮生产装置分别紧邻中国石化齐鲁分公司、中国石化青岛炼化。甲乙酮属于精细化工产品，与炼油企业相比规模较小，行业跨度较大，目前中国石化齐鲁分公司和中国石化青岛炼化尚无下属公司对碳四副产品进行深加工，且近期内其下属企业也无围绕碳四进行深加工的在建或拟建项目，副产碳四大部分作为液化石油气直接外销。

中国石化齐鲁分公司每年可提供 20 万吨以上适合作为甲乙酮生产的碳四原料，中国石化青岛炼化每年可提供 60 万吨以上适合作为甲乙酮生产的醚后碳四原料。根据双方签订的长期战略合作协议，原料碳四直接通过管道输送，供应稳定可靠，并节约了运输成本。

3.2 联合装置生产，产品结构调整灵活的优势

本公司采用联合装置生产甲乙酮、MTBE、异丁烯及叔丁醇，产品工艺路线设计紧凑，科学合理，最大限度地将碳四原料中的异丁烯、丁烯组分转化成高附加值的精细化工产品。公司对生产装置进行了柔性设计，可根据市场情况灵活调整公司产品结构，具体表现在：公司可根据 MTBE 与叔丁醇市场价格的变化以及各自的盈利能力水平，灵活确定相应的产品产量，实现总体盈利最大化；公司可参

照异丁烯的盈利能力综合权衡，确定 MTBE 的外销量与作为生产异丁烯原料的具体比例，以实现总体盈利最大化。

3.3 技术革新实现循环经济优势，产能利用率高

本公司先后对甲乙酮装置共进行 120 余项技术革新与改造，如：对国内现有的原料分离技术进行了优化整合，形成了甲乙酮原料精制高采收率、高纯度的专有生产技术；开发了丁烯水合应用高纯度原料丁烯的生产技术；改进了原料进料系统，大幅提高了水合反应器空速。通过以上技术创新，公司本部原设计能力 2 万吨/年的生产装置于 2007、2008 年、2009 年实际产量分别达到了 3.36 万吨、3.59 万吨、3.06 万吨；通过对精制系统的多项改造和优化，形成了专有的甲乙酮生产技术，所生产的甲乙酮纯度高、水分含量低；通过对分离系统的多项改造和优化，减少了甲乙酮副产品的数量，提高了产品的附加值。此外，本公司还与其他科研单位联合开发了副产氢气精制技术，并成功实现了工业化，将原来直接排放的氢气回收利用，大大提高了资源利用率，也取得了良好的环境效益和经济效益。

MTBE、异丁烯、叔丁醇装置共进行了 90 余项技术革新和核心技术的开发与应用，达到了单位产能固定资产投资低、原料利用率高、主产品收率高、低附加值的副产品产量少、能耗物耗低、废水排放量少的效果。其中，对 MTBE 装置进行了 20 余项技术革新与改造，如：改变反应器组合形式，达到了催化剂利用率高、原料适应性强的目的；通过优化反应精馏系统，达到了异丁烯脱除率高和产品纯度高的效果；对异丁烯装置共进行了 50 余项技术革新与改造，如：与科研院所联合开发新型催化剂，实现了物耗能耗低、产品纯度高、设备投资少的目标；对叔丁醇装置共进行了 20 余项技术革新与改造，如：采用自行开发技术，成功地实现了工艺水的循环利用，基本达到了污水零排放。

通过技术革新对资源的高效、综合、循环利用，本公司形成了低消耗、低排放和高效率的节约型增长方式，符合国家发展循环经济的政策。

3.4 国内行业龙头的规模优势，带来较强的销售议价能力

世界上较有实力的甲乙酮生产企业都有较大的生产规模，并能据此主导世界甲乙酮市场的话语权，如日本的丸善石油化工公司年产能 17 万吨、美国埃克森美孚化学公司 13.5 万吨、英国埃克森美孚化学公司 13.5 万吨、日本东燃化学公司 9.5 万吨。而国内甲乙酮生产厂家一般规模都较小，无法取得规模效益。公司在青岛思远 8 万吨/年甲乙酮项目建成投产后，已具备了约 11.5 万吨/年的甲乙酮生产规模（包括公司本部约 3.5 万吨/年的实际生产能力和青岛思远 8 万吨/年的设计产能），成为了国内生产规模最大的甲乙酮生产企业，具有较大的规模经济优势。

公司甲乙酮的未来最大产能利用率将能达到 150%，年产量可提升至 15 万吨，并将跻身世界级甲乙酮生产企业之列。

表 1：全球十大甲乙酮生产企业

	生产企业	国家或地区	设计产能（万吨/年）
1	日本九善石油化工有限公司	日本	17
2	美国塞拉尼斯化工公司	美国	13.6
3	美国埃克森美孚化学公司	美国	13.5
4	英国埃克森美孚化学公司	英国	13.5
5	淄博齐翔腾达化工股份公司	中国大陆	10
6	日本东燃化学公司	日本	9.5
7	荷兰壳牌化学公司	荷兰	7
8	德国萨索尔溶剂公司	德国	7
9	德国罗地亚公司	德国	6.5
10	台湾石化合成公司	中国台湾	6
前十综合			102.1
世界合计			165.8

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

我国甲乙酮生产企业有 8 家，相对于国际大型甲乙酮生产企业，国内生产企业起步较晚，生产规模相对较小。由于适合作为甲乙酮生产原料的富含丁烯的碳四供应量有限，国内碳四市场一直以来供应不足，且不同供应商的产品质量参差不齐，致使部分甲乙酮生产企业因为原料供应紧缺而不能满负荷生产，原料供应问题已经成为制约我国甲乙酮行业发展的一大瓶颈。此外，部分甲乙酮企业由于生产工艺不稳定等因素也使得其产能利用不足。除齐翔腾达外，大多数甲乙酮生产企业平均产能利用率不足 80%。

目前世界主流甲乙酮单线装置设计生产能力均在 5 万吨/年以上，约占世界产能 29% 的前 3 大国外生产商，每家最低产能为 13.5 万吨/年，最高的达 17 万吨/年，其规模效益显著。

表 2：国内甲乙酮生产企业 2009 年的设计产能及实际产量

生产企业	设计产能（万吨）	2009 年实际产量	备注
齐翔腾达	10	12.04	08 年新建 8 万吨
兰州石化	6	3.54	08 年新建 3 万吨
抚顺石化	5.5	2.85	05 年新建 3 万吨
天利高新	4	3	05 年扩产 1 万吨
泰州石化	4	2.3	04 年新建 3 万吨
哈尔滨石化	3	2.55	
河北中捷	3	2.5	05 年新建 3 万吨
黑龙江石化	1.2	0.58	
合计	36.7	29.36	

资料来源：《中国化学工业年鉴》，湘财证券研究所

公司在国内甲乙酮市场占据 41% 的市场份额（2009 年），而未来几年国内甲乙酮市场几乎没有扩产计划，同时随着青岛新装置的磨合日趋完善，产能利用率

也将不断提高，因此公司在甲乙酮市场的规模优势将得以延续，而在甲乙酮市场的主导地位使公司在市场竞争中具有较强的销售议价能力。

四、募投项目先行投产，关注甲乙酮价格上涨的业绩弹性

4.1 募投项目先行投产带来规模优势

公司募集资金主要用于建设年产 8 万吨甲乙酮项目、年产 15 万吨溶剂油项目、基层营销网络建设项目和研发中心建设项目，预计总投资 7.5385 亿元。为抢占市场先机，公司已于 2007 年 11 月通过银行借款和自有资金先行垫资建设了 8 万吨/年的甲乙酮项目。目前该项目已于 2008 年 9 月投产。本次发行募集资金到位后，公司将以募集资金支付项目剩余款项及偿还先期银行借款。

表 3：募集资金项目

项目名称	投资总额（万元）	建设资金（万元）	流动资金（万元）
8 万吨/年甲乙酮项目	49800	43165	6635
15 万吨/年溶剂油项目	7545	6136	1409
基层营销网络建设项目	9870	9490	380
研发中心建设项目	8170	8020	150

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

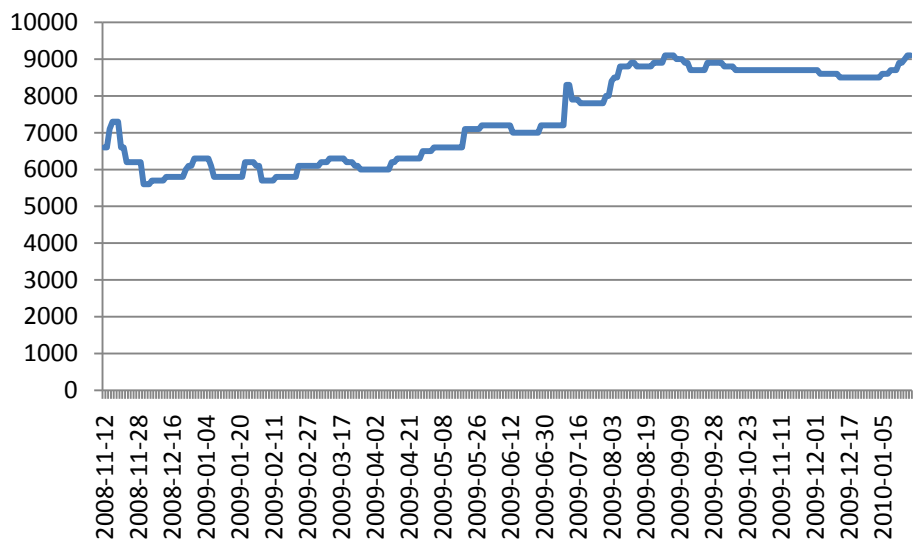
未来随着青岛新建的 8 万吨甲乙酮项目的磨合日趋完善，以及基层营销网络和研发中心建设项目的完成，公司主要产品甲乙酮的销量在 2010-2012 年将分别达到 12.5 万吨、14 万吨和 15 万吨，MTBE 销量将分别达到 0.88 万吨、0.90 万吨和 0.90 万吨（部分产品作为异丁烯原料），异丁烯销量将分别达到 3 万吨、3.2 万吨和 3.2 万吨，叔丁醇销量将分别达到 1.2 万吨、1.25 万吨和 1.3 万吨。

4.2 关注甲乙酮价格上涨的业绩弹性

受全球金融危机和化工行业周期性调整的双重影响，甲乙酮价格和盈利水平在 2008 年底和 2009 年初都出现了大幅下滑，价格最低跌至 4800 元/吨的历史最低点，行业出现了不同程度的亏损，公司甲乙酮实现价格最低也跌破 6000 元/吨。随着 2009 年下半年经济整体和下游行业的复苏，甲乙酮价格出现了明显的反弹，目前平均价格稳定在 8500 元/吨以上，企业也普遍恢复到正常的盈利水平。

从甲乙酮的历史价格来看，目前的市场平均价格仍然处于历史低位；随着未来需求的进一步恢复，甲乙酮市场价格和盈利水平将会呈现平稳增长。我们应关注未来甲乙酮价格上涨给公司带来的业绩弹性：不考虑公司其他产品的因素，甲乙酮平均实现价格每上涨 100 元，公司业绩将提升 0.048 元。

图 10：公司甲乙酮价格开始恢复



资料来源：隆众石化，湘财证券研究所

五、估值与盈利预测

表 4：盈利预测主要假设

甲乙酮类产品	单位	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
甲乙酮产量	万吨	5.69	12.04	12.50	14.00	15.00
甲乙酮销量	万吨	5.05	12.17	12.50	14.00	15.00
甲乙酮实现价格(含税)	元/吨	9,791	6,333	8,800	9,000	9,200
甲乙酮类毛利率	%	27.4%	22.7%	22.5%	22.5%	22.5%
MTBE 产品						
MTBE 销量	万吨	1.19	0.80	0.88	0.90	0.90
MTBE 价格	元/吨	6,200	5,300	5,900	6,000	6,100
MTBE 单位成本	元/吨	4,600	3,900	4,300	4,500	4,600
异丁烯类产品						
异丁烯类销量	万吨	3.27	2.61	3.00	3.20	3.20
异丁烯类实现均价	元/吨	10,220	9,337	9,600	9,800	10,000
异丁烯类单位成本	元/吨	8,804	7,805	8,050	8,350	8,600
叔丁醇产品						
叔丁醇销量	万吨	1.05	1.26	1.20	1.25	1.30
叔丁醇实现均价	元/吨	5,543	4,913	5,100	5,300	5,400
叔丁醇单位成本	元/吨	3,486	2,738	3,000	3,100	3,200

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

我们预计公司主要产品甲乙酮的销量在 2010-2012 年将分别达到 12.5 万吨、14 万吨和 15 万吨，MTBE 销量将分别达到 0.88 万吨、0.90 万吨和 0.90 万吨（部

分产品作为异丁烯原料)，异丁烯销量将分别达到 3 万吨、3.2 万吨和 3.2 万吨，叔丁醇销量将分别达到 1.2 万吨、1.25 万吨和 1.3 万吨。

表 5：分产品盈利预测

分产品	单位	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
甲乙酮类产品						
营业收入	百万元	649.5	947.5	1,253.6	1,440.9	1,685.0
营业成本	百万元	471.3	732.3	971.5	1,116.7	1,305.9
营业毛利	百万元	178.2	215.2	282.1	324.2	379.1
毛利率	%	27.4%	22.7%	22.5%	22.5%	22.5%
MTBE 产品						
营业收入	百万元	73.5	42.4	51.9	54.0	54.9
营业成本	百万元	54.9	31.0	37.9	40.0	41.2
营业毛利	百万元	18.6	11.4	14.0	14.0	13.7
毛利率	%	25.3%	26.9%	27.0%	26.0%	25.0%
异丁烯类产品						
营业收入	百万元	334.2	243.7	288.0	313.6	320.0
营业成本	百万元	287.9	203.7	241.5	267.2	275.2
营业毛利	百万元	46.3	40.0	46.5	46.4	44.8
毛利率	%	13.9%	16.4%	16.1%	14.8%	14.0%
叔丁醇产品						
营业收入	百万元	58.2	61.9	61.2	66.3	70.2
营业成本	百万元	36.6	34.5	36.0	38.8	41.6
营业毛利	百万元	21.6	27.4	25.2	27.5	28.6
毛利率	%	37.1%	44.3%	41.2%	41.5%	40.7%
其他产品						
营业收入	百万元	0.2	2.0	150.0	300.0	450.0
营业成本	百万元	0.0	0.0	130.0	250.0	370.0
营业毛利	百万元	0.2	2.0	20.0	50.0	80.0
毛利率	%	100.0%	100.0%	13.3%	16.7%	17.8%
合计						
营业收入	百万元	1,115.6	1,297.5	1,804.7	2,174.8	2,580.1
营业成本	百万元	850.7	1,001.5	1,416.9	1,712.6	2,033.8
营业毛利	百万元	264.9	296.0	387.8	462.1	546.2
毛利率	%	23.7%	22.8%	21.5%	21.3%	21.2%

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

公司 2009 年每股收益按最新摊薄为 0.67 元，我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.91 元、1.17 元和 1.39 元。

表 6：利润表

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,116	1,298	1,805	2,175	2,580
营业成本	851	1,002	1,417	1,713	2,034
营业税金及附加	5	8	11	13	16
销售费用	24	28	45	54	65
管理费用	22	17	27	33	39
财务费用	18	15	-12	-46	-55
资产减值损失	3	-3	0	0	0
营业利润	193	231	316	408	482
营业外净支出	1	2	2	2	2
利润总额	192	229	314	406	480
所得税	48	56	79	101	120
净利润	144	173	236	304	360
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	144	173	236	304	360
EPS (元)	0.55	0.67	0.91	1.17	1.39

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

和公司业务比较接近的天利高新公司作为主要可比公司，对应 2010 年 PE 约为 20 倍左右；结合近期中小板的估值，我们认为给予公司 2010 年 25-30 倍 PE 估值比较合理，对应合理估值区间为 22.75-27.30 元，我们建议询价区间为 20.7-24.8 元。

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。