

湘财证券研究所
石油和化工研究小组
王 强

Tel: 021-68634518-8221

 Email: wq2835@xcsc.com
田 蓓

Tel: 021-68634518-8221

 Email: tb2848@xcsc.com
冯 舜

Tel: 021-68634518-8020

 Email: fs2855@xcsc.com
相关研究报告：

《公司深度研究-齐翔腾达 (002408)：把握甲乙酮每涨 1000 元提升业绩 4 毛的弹性》(2010.08.25)

《新股定价报告-齐翔腾达 (002408)：甲乙酮国内龙头，关注价格上涨的业绩弹性》(2010.04.29)

事件：

公司发布 2010 年三季报，报告期内实现营业收入 15.32 亿元，同比增长 81.95%，归属于母公司净利润 2.596 亿元，同比增长 108.04%，全面摊薄每股收益为 1.00 元；三季度单季营收 5.24 亿元，同比增长 74.29%，归属于母公司净利润 1.252 亿元，同比增长 132.32%，全面摊薄每股收益为 0.48 元；符合我们预期。

点评：
□ 业绩翻番主要得益于三季度甲乙酮价格飙涨，公司业绩弹性大

公司上半年业绩同比增长 89.59%，而三季度单季业绩同比增长 132.32%，主要得益于甲乙酮价格三季度飙涨。甲乙酮价格曾受金融危机和行业周期性调整双重影响，2008 年底跌至 4800 元/吨历史最低点，今年随着经济复苏一路反弹；三季度由于其他厂家由于原料不足等原因开工率只有六成，部分厂家仍有出口订单执行，再加上哈化、独山子天利等装置中途停产检修，以及受大连中石油管道暴涨等因素影响，国内甲乙酮供应紧张；甲乙酮价格从 7 月底的 9000 多飙涨到国庆前后的 15000 元/吨，甲乙酮价格又一次达到历史高点。

甲乙酮是公司的主导产品，国内行业排名第一，市场占有率达 41%，世界产能排名第五，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；甲乙酮贡献公司利润占 3/4 左右，价格每上涨 1000 元提升公司业绩约 4 毛，弹性很大；就算四季度甲乙酮价格回落到 10000-11000 之间这个供需双方都能接受的理性价格，甲乙酮业务利润仍很可观。

□ 关注公司 10 亿超募资金在 C4 深加工领域的投向

公司采用联合装置生产具有产品结构调整灵活的优势，通过技改实现循环经济优势，产能利用率高。今年公司将甲乙酮副产品液化气进一步加氢生成混合丁烷后销售，提高了产品附加值，增加了公司收入及利润。目前公司 IPO 超募资金达 10 亿，从公司战略和现状来看，关注其在 C4 深加工领域的投向。

□ 母公司获批高新企业、所得税率将由 25%降至 18%

公司母公司获批高新企业，所得税率降至 15%，我们预计公司总体所得税率将降至 18%，提升业绩约 10%。

□ 投资策略：预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.37 元、1.60 元和 1.80 元。尽管行业成长性不及化工新材料、但细分行业龙头可享受一定的估值溢价，我们认为给予 2011 年 25 倍 PE 合理，目前 40 元目标价已达到，下调评级为“增持”。

□ 风险提示：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	2,170	2,259	2,535
归属母公司净利润	144	173	355	415	468
EPS (元)	0.55	0.67	1.37	1.60	1.80
PE	54.1	44.4	21.8	18.6	16.5



表 1：盈利预测主要假设

甲乙酮类产品	单位	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
甲乙酮设计产能	万吨	4.00	4.00	10.00	10.00	10.00
甲乙酮产量	万吨	5.69	12.04	13.00	15.00	15.00
甲乙酮销量	万吨	5.05	12.17	13.00	15.00	15.00
甲乙酮实现价格	元/吨	9,791	6,333	9,500	10,000	11,000
甲乙酮类毛利率	%	27.40%	22.70%	27.00%	30.00%	30.00%
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

表 2：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	1,415.0	1,440.9	1,685.0
营业成本	百万元	471.3	732.3	1,033.0	1,008.6	1,179.5
营业毛利	百万元	178.2	215.2	382.1	432.3	505.5
毛利率	%	27.4%	22.7%	27.0%	30.0%	30.0%
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%

混合丁烷

营业收入	百万元			350.0	380.0	400.0
营业成本	百万元			315.0	342.0	360.0
营业毛利	百万元			35.0	38.0	40.0
毛利率	%			10.0%	10.0%	10.0%

合计

营业收入	百万元	1,115.4	1,295.5	2,166.1	2,254.8	2,530.1
营业成本	百万元	850.7	1,001.5	1,663.4	1,696.6	1,897.5
营业毛利	百万元	264.7	294.0	502.8	558.2	632.6
综合毛利率	%	23.7%	22.7%	23.2%	24.8%	25.0%

其他业务

营业收入	百万元	0.2	2.0	3.5	4.0	5.0
营业成本	百万元	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业毛利	百万元	0.2	2.0	3.5	4.0	5.0

资料来源：湘财证券研究所

表 3：利润表

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,116	1,298	2,170	2,259	2,535
营业成本	851	1,002	1,663	1,697	1,898
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	435	508	573
营业外净支出	1	2	2	2	2
利润总额	192	229	433	506	571
所得税	48	56	78	91	103
净利润	144	173	355	415	468
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	144	173	355	415	468
EPS (元)	0.55	0.67	1.37	1.60	1.80

资料来源：湘财证券研究所

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。