

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:

《公司季报点评-齐翔腾达 (002408): 业绩翻番得益于甲乙酮价格暴涨以及副产品深加工》(2010.10.20)

《公司深度报告-齐翔腾达 (002408): 把握甲乙酮每涨 1000 元提升业绩 4 毛的弹性》(2010.08.26)

《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: (1) 公司拟将原募投项目“年产 15 万吨溶剂油项目”变更为“年产 4 万吨甲乙酮改扩建项目”, 总投资约 2 亿元, 资金为原 15 万吨溶剂油项目的 7545 万元和部分超募资金, 建设期 6 个月。(2) 公司拟使用超募资金约 2.9 亿元建设年产 7 万吨丁二烯项目, 建设期 1 年。项目实施后剩余超募资金为约 6 亿元。

点评:

□ 甲乙酮扩产后, 公司将晋升为全球甲乙酮龙头

公司现有甲乙酮设计产能 10 万吨, 国内排名第一, 市场占有率超 40%; 青岛 8 万吨甲乙酮新装置的磨合日趋完善, 公司现有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; 此次新扩产 4 万吨产能 2011 年中投产后, 公司最大年产量可接近 20 万吨, 从而将晋升为全球甲乙酮龙头。

金融危机后, 豆粕市场榨油厂开工率严重不足, 溶剂油市场需求难以提振, 我们认为公司及时叫停溶剂油项目, 变更为扩建甲乙酮是合适的。我国是最大的甲乙酮消费国, 2011 年需求量预计达到 35 万吨; 今年我国设计产能预计达到 40 万吨, 成为最大的甲乙酮生产国, 但多数厂家由于原料不足等原因, 目前甲乙酮产量还是无法满足下游需求的快速增长; 公司 4 万吨产能投产后, 发挥其原料供应充足稳定和产能利用率高的优势, 将使国内 2012 年的甲乙酮供需达到基本平衡。

□ 甲乙酮价格仍将高位运行, 公司业绩弹性大, 4 季度业绩预计大爆发

三季度受部分厂家原料不足、检修以及大连油管爆炸等原因影响, 甲乙酮价格一举突破 15000 元/吨的历史高点; 近期受原油价格走高而原料液化气价格上涨的成本推动, 以及广州亚运会对华南危险品限运等因素, 甲乙酮价格攀高至 18000 元/吨; 进入冬季受原油价格支撑和原料气紧缺, 我们预计甲乙酮价格仍将高位运行。

甲乙酮是公司的主导产品, 甲乙酮价格每上涨 1000 元提升公司业绩约 4 毛, 弹性很大。国庆后的半个季度, 公司甲乙酮含税实现价约 16000 元/吨, 以 1.5 万吨计算, 预计贡献业绩超 4 毛。我们预计四季度业绩将与前三季度相当。

□ 建丁二烯项目本身盈利空间不大, 关注公司后续深加工项目

我国丁二烯前几年存在缺口, 但近 2 年新建产能较大, 预计到 2013 年我国丁二烯的总消费量和产能将分别达到 230 万吨和 330 万吨, 产能将过剩; 而且从近几年丁二烯价格基本不超过 17000 元/吨来看, 按照公司的可行性研究成本测算, 丁二烯盈利空间只有 10%; 丁二烯国内主要用来生产丁苯橡胶、聚丁二烯橡胶以及 ABS 树脂等, 附加值较高, 我们认为未来公司拓展产业链, 丁二烯自用的可能性更大。

投资策略: 我们上调公司 2010-2012 年每股收益至 1.99 元、2.67 元和 3.04 元, 给予公司 2011 年 25 倍 PE, 维持“买入”评级, 上调目标价至 67 元。

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,116	1,298	2,310	2,937	4,265
归属母公司净利润	144	173	517	692	790
EPS (元)	0.55	0.67	1.99	2.67	3.04
PE	75.7	62.2	20.9	15.6	13.7

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	10.00	14.00	19.00	19.00
甲乙酮产量	万吨	5.69	12.04	13.00	16.00	19.00
甲乙酮销量	万吨	5.05	12.17	13.00	16.00	19.00
甲乙酮实现价格 (含税)	元/吨	9,791	6,333	11,200	12,000	12,000
甲乙酮类毛利率	%	27.40%	22.70%	36.82%	38.25%	36.63%
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
丁二烯产品						
丁二烯销量	万吨				1.00	7.00
丁二烯实现均价	元/吨				14,957	15,385
丁二烯单位成本	元/吨				14,600	14,600

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	1,555.6	1,969.2	2,338.5
营业成本	百万元	471.3	732.3	982.8	1,216.0	1,482.0
营业毛利	百万元	178.2	215.2	572.8	753.2	856.5
毛利率	%	27.4%	22.7%	36.8%	38.3%	36.6%
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%

丁二烯

营业收入	百万元				149.6	1,076.9
营业成本	百万元				146.0	1,022.0
营业毛利	百万元				3.6	54.9
毛利率	%				2.4%	5.1%

主营业务合计

营业收入	百万元	1,115.4	1,295.5	2,306.7	2,932.7	4,260.5
营业成本	百万元	850.7	1,001.5	1,613.2	2,050.0	3,222.0
营业毛利	百万元	264.7	294.0	693.5	882.7	1,038.5
综合毛利率	%	23.7%	22.7%	30.1%	30.1%	24.4%

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：公司招股说明书，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	2,310	2,937	4,265
营业成本	851	1,002	1,613	2,050	3,222
营业税金及附加	5	8	10	13	19
销售费用	24	28	46	59	85
管理费用	22	17	28	35	51

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	625	826	943
营业外净支出	1	2	2	2	2
利润总额	192	229	623	824	941
所得税	48	56	106	132	151
净利润	144	173	517	692	790
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	144	173	517	692	790
EPS (元)	0.55	0.67	1.99	2.67	3.04

资料来源：公司招股说明书，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。