

齐翔腾达 (002408)

预计甲乙酮价格将上涨近20%，业绩将持续快速增长

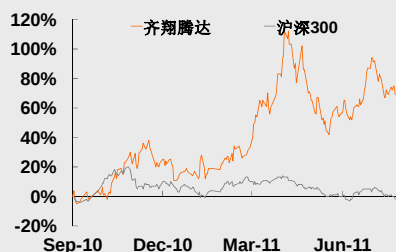
强烈推荐 (首次)

现价：28.45 元

主要数据 (20110913)

行业	石油化工
公司网址	dgf.com
大股东/持股	淄博齐翔石油化工集团有限公司/3.44%
实际控制人/持股	车成聚/27.73%
总股本(百万股)	467
流通 A 股(百万股)	160
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	132.92
流通 A 股市值(亿元)	45.58
每股净资产(元)	5.94
资产负债率(%)	9.6

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

伍颖 S1060210040004
010-66299575
wuying467@pingan.com.cn

陈建文 S1060210050001
0755-22625476
Chenjianwen002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

公司主营对原料碳四的深度加工,主营产品为甲乙酮。公司甲乙酮设计产能 10 万吨/年,扩建的 4 万吨/年预计 9 月底达产。

■ 全球甲乙酮供需紧平衡,替代中低档溶剂将推动长期需求增长

目前年全球甲乙酮产能约为 144 万吨/年,而实际需求约为 120 万吨/年。未来两年全球仅齐翔腾达扩产 4 万吨/年,而日本丸善 17 万吨/年装置因地震突然停产导致稀酸严重腐蚀设备,复产可能存在困难,如果不能复产,则全球产能将下降 11%。因此,在需求稳定增长的情况下,全球甲乙酮供需关系处于紧平衡。2011 年中国供给增速为 10%,2012 年无新增产能,下游需求稳定增长,供需关系基本平衡。替代中低档溶剂将推动中国甲乙酮长期需求增长。

■ 预计甲乙酮价格将上涨近 20%,公司盈利能力将进一步提升

2010 年之后供给减少推动甲乙酮价格大涨,进而导致下游企业采取措施降低生产成本,其中替代品-丙酮用量大幅上升(与丙酮价差大幅扩大)。在全球甲乙酮供需紧平衡的状态下,考虑到目前中国宏观经济增速放缓影响,我们认为,甲乙酮下游企业的承受能力应该有 4000 元/吨以上的与丙酮价差。我们预计,随着丙酮微幅上涨,甲乙酮价格将由目前的 11700 元/吨上涨至 14000 元/吨以上,涨幅近 20%。预计碳四成本涨幅较小,公司盈利能力将进一步提升。

■ 丁二烯和稀土顺丁橡胶业务是公司下一个发展重点

公司在建 10 万吨/年丁二烯和 5 万吨稀土顺丁橡胶项目(控股 51%)。受制于生产方式,全球丁二烯产能增速预计将低于 3%;受益于合成橡胶工业快速发展,全球丁二烯需求增速预计将在约 3.6%。需求增速大于供给,预计丁二烯价格仍将维持高位。稀土顺丁橡胶相比普通品种盈利能力更强。长期来看,碳四原料供应增加、储备项目等,将推动公司持续发展。

■ 主营产品盈利提升,长期发展可期,“强烈推荐”

我们预计,公司 11、12、13 年 EPS 分别为 1.48、2.68、3.61 元,对应前收盘价动态 PE 分别为 19.2、10.6、7.9 倍。我们看好后续甲乙酮涨价、丁二烯和稀土顺丁橡胶项目等推动公司业绩持续增长,首次给予“强烈推荐”评级。

■ 风险提示

宏观经济环境变化引致的业绩波动风险,原料碳四采购集中的风险。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,297	2,360	2,958	4,947	6,641
YoY(%)	16.3	81.9	25.4	67.2	34.2
净利润(百万元)	174	420	692	1,250	1,685
YoY(%)	20.8	142.0	64.7	80.7	34.8
毛利率(%)	22.8	25.4	30.2	33.7	34.0
净利率(%)	13.4	17.8	23.4	25.3	25.4
ROE(%)	36.1	16.3	22.0	29.9	30.7
EPS(摊薄/元)	0.37	0.90	1.48	2.68	3.61
P/E(倍)	76.6	31.6	19.2	10.6	7.9
P/B(倍)	27.7	5.1	4.2	3.2	2.4

正文目录

一、公司简介	4
二、全球甲乙酮供需紧平衡	4
1、全球供给增速低，日本丸善如无法复产则产能将下降 11%.....	5
2、全球甲乙酮供需紧平衡	6
3、中国：2011 年供给增速为 10%，2012 年无新增产能	6
三、中国甲乙酮下游需求稳定增长，替代中低档溶剂将推动长期需求增长.....	7
1、下游消费以涂料和胶粘剂为主.....	7
2、下游需求仍将稳定增长	7
3、替代中低档溶剂，将推动长期需求增长	8
■ 替代低档溶剂-“三苯”	8
■ 替代中档溶剂-丙酮	8
四、预计甲乙酮价格将上涨近 20%，公司盈利能力将进一步提升	9
1、预计甲乙酮价格将上涨，涨幅近 20%	9
■ 未来全球丙酮市场将出现过剩，价格将随国际油价而微幅上涨	9
■ 供给减少推动甲乙酮价格大涨，与丙酮价差大幅扩大导致替代品-丙酮用量大幅上升	9
■ 预计甲乙酮价格将上涨，涨幅近 20%.....	10
2、受益于甲乙酮价格上涨，公司盈利能力将进一步提升	11
五、丁二烯和稀土顺丁橡胶业务是公司下一个发展重点	11
1、需求增速大于供给，预计丁二烯价格仍将维持高位	11
■ 受制于生产方式，全球丁二烯产能增速预计将低于 3%.....	12
■ 受益于合成橡胶工业快速发展，全球丁二烯需求增速预计将在约 3.6%	12
■ 需求增速大于供给，预计丁二烯价格仍将维持高位	13
2、稀土顺丁橡胶相比普通品种盈利能力更强	13
六、碳四原料供应增加、储备项目等，将推动公司持续发展.....	13
1、公司碳四原料供应增加	13
2、公司拥有储备项目	14
七、盈利预测和估值	14
八、风险因素	16
1、宏观经济环境变化导致的业绩波动风险	16
2、原料碳四采购集中的风险	16

图表目录

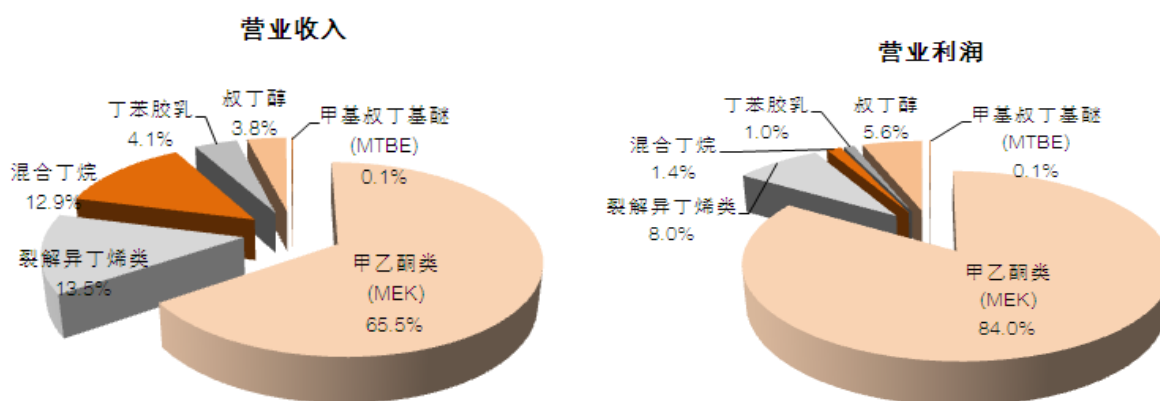
图表 1 公司营业收入和营业利润以甲乙酮业务为主	4
图表 2 公司股权结构	4
图表 3 国外甲乙酮生产厂家数较少，市场集中度较高（万吨/年）	5
图表 4 日本丸善所采用工艺严重腐蚀生产设备	6
图表 5 2011 年我国甲乙酮供给增速为 10%（设计产能，万吨/年）	6
图表 6 中国甲乙酮供需关系基本平衡（万吨）	7
图表 7 世界（左）和中国（右）甲乙酮消费以涂料和胶粘剂为主	7
图表 8 我国 PU 合成革行业市场规模快速扩大（亿米）	8
图表 9 塑料人造革、合成革产量稳定增长（万吨）	8
图表 10 我国汽车产量保持正增长（万辆）	8
图表 11 我国鞋类产量和出口量稳定增长（万双）	8
图表 12 丙酮价格随国际油价波动而波动	9
图表 13 预计 2012 年前国际油价将小幅上涨（美元/桶）	9
图表 14 甲乙酮价格上涨导致其与丙酮价差扩大（华东市场价，元/吨）	9
图表 15 甲乙酮与丙酮价差扩大导致丙酮进口量上升（华东市场价，元/吨，万吨）（右图）. 错误！未定义书签。9	
图表 16 我国丙酮供给不足，需要大量进口（万吨）	10
图表 17 2012 年之前液化气价格将随国际油价而小幅上涨（元/吨、美元/桶）	11
图表 18 丁二烯下游消费主要以合成橡胶和树脂为主	11
图表 19 国际和国内丁二烯价格迅速上涨	11
图表 20 全球炼油产量增速缓慢（千桶/天）	12
图表 21 中国丁二烯供需快速增长（万吨）	13
图表 22 全球和中国合成橡胶工业快速发展	13
图表 23 主营业务预测	14
图表 24 可比公司估值	15

一、公司简介

公司主营对原料碳四的深度加工，产品包括甲乙酮、MTBE、异丁烯和叔丁醇等，其中以甲乙酮为主导。2011 年上半年，公司甲乙酮类业务主营收入 9.6 亿元，占比 65.5%；营业利润 3.9 亿元，占比 84.0%。

碳四是石油加工过程中的一个重要副产品，是含有 4 个碳原子的同分异构体，其中含 10 余种沸点相近的组分。公司通过一系列物理、化学方法，对原料碳四中利用价值较高的组分进行分离，转化成甲乙酮、MTBE、异丁烯、叔丁醇等精细化工产品，剩余的碳四组分加氢之后对外销售。

图表1 公司营业收入和营业利润以甲乙酮业务为主

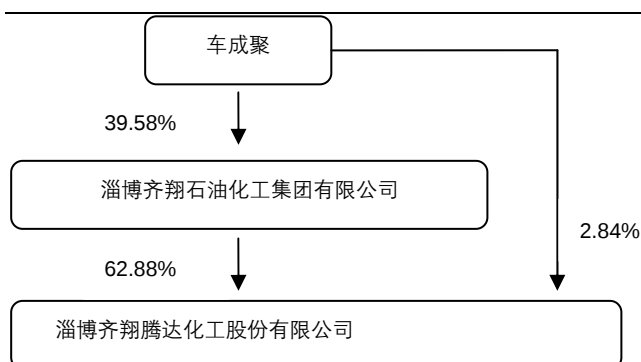


注：甲乙酮类产品包括甲乙酮和甲乙酮副产品，甲乙酮副产品包括液化气、氢气、丁烯、仲丁醚、仲丁醇和重质物；裂解异丁烯类产品包括裂解异丁烯和裂解异丁烯副产品，裂解异丁烯副产品包括甲醇和重组份。

资料来源：公司定期报告，平安证券研究所

公司第一大股东为淄博齐翔石油化工集团有限公司，实际控制人为车成聚先生。

图表2 公司股权结构



资料来源：公司定期报告

二、全球甲乙酮供需紧平衡

甲乙酮（又称甲基乙基酮、丁酮，英文简称 MEK）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，挥发速度快、稳定、低毒，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。

甲乙酮生产的主要原料为石油加工过程中的副产碳四，因此，甲乙酮生产企业需要依托大型石化炼油企业，以保障持续稳定的碳四原料供应。（国内炼油企业一般对碳四副产品并不作进一步深加工，而作为独立产品液化石油气直接对外进行销售。）

2.1 全球供给增速低，日本丸善如无法复产则产能将下降 11%

全球：2011 年仅齐翔腾达扩产 4 万吨/年，日本丸善 17 万吨/年产能可能无法复产

国外甲乙酮的主要生产和消费地区为日本、美国、欧洲。据统计，目前年全球甲乙酮产能约为 144 万吨/年，而实际需求约为 120 万吨/年。2009~2010 年世界甲乙酮需求年增长率仅为 1.9%，预计到 2014 年将达到 150 万吨。中国是全球甲乙酮需求增长最快地区，未来几年需求增速预计将保持 5~10%。

图表3 国外甲乙酮生产厂家数较少，市场集中度较高（万吨/年）

生产厂家	生产能力
日本丸善石油化工公司	17
美国埃克森美孚化学公司	13.5
英国埃克森美孚化学公司	13.5
日本东燃化学公司	9.5
荷兰壳牌化学公司	8.5
德国 Sasol 溶剂公司	6.5
中国台湾 Tasco 化学公司	6
南非 Sasol 公司	5.5
法国 Atofina 公司	5
韩国 SK 公司	5
美国塞拉尼斯公司	4.5
巴西 Oxiteno Nordeste 公司	4
日本出光兴产石油化工公司	4

资料来源：公司公告

2011 年全球仅齐翔腾达扩产 4 万吨/年。有消息说，日本丸善计划在东南亚新建 10 万吨/年装置，但具体情况不详（建设周期一般需要 2~2.5 年）。

另一方面，全球最大装置-日本丸善（17 万吨/年）2011 年 3 月因地震停产，由于采用的硫酸法间接水合工艺，生产过程中产生大量的稀酸，突然停产导致设备腐蚀严重，复产可能存在困难，如果不能复产，则全球产能将下降 11%。

图表4 日本丸善所采用工艺严重腐蚀生产设备

项目	硫酸法间接水合工艺	树脂法直接水合工艺	杂多酸法直接水合工艺
优点	该法技术成熟，对原料正丁烯要求苛刻，反应条件比较温和，工艺简单，操作容易控制	工艺流程简单，产品回收精制容易，“三废”少，对设备腐蚀性小，仲丁醇选择性高	工艺流程简单，催化剂性能稳定，寿命长，反应为气液相反应，反应器效率较高，高沸点副产物不在反应器内积存
缺点	生产过程中产生大量的稀酸，设备腐蚀严重，“三废”处理较为复杂，能耗高，装置投资较大	对原料正丁烯要求较高，另外，树脂催化剂耐高温性能较差，寿命短，易失活，正丁烯单程转化率较低	正丁烯单程转化率低，反应需要在高压和较高温度下进行
现状	是国外企业生产仲丁醇的主要方法，该工艺路线传统，目前该法正逐渐被淘汰	是目前我国生产仲丁醇的主要方法，开发时间较晚，近十几年新建装置采用的主要工艺	目前应用较少

注：正丁烯两步法是最普遍的甲乙酮工业生产方法，包括正丁烯水合制仲丁醇和仲丁醇脱氢制甲乙酮两个反应步骤。其中第一步反应方法主要有：以硫酸为催化剂的间接水合法、以离子交换树脂为催化剂的直接水合法、以杂多酸为催化剂的直接水合法3种工艺路线。

资料来源：公司招股说明书

2.2 全球甲乙酮供需紧平衡

需求稳定增长，但由于供给增速低，日本丸善如无法复产则产能甚至要下降 11%，全球甲乙酮供需关系处于紧平衡。

2.3 中国：2011 年供给增速为 10%，2012 年无新增产能

2011 年我国仅有齐翔腾达 4 万吨/年的新建产能，甲乙酮供给增速为 10%，而 2012 年无新增产能，供需关系基本平衡。

图表5 2011年我国甲乙酮供给增速为10%（设计产能，万吨/年）

	2009A	2010A	2011E	碳四来源	备注
哈尔滨石化	3	3	3		
泰州石化	4	4	4	中石化扬子石化	
淄博齐翔	10	10	14	中石化齐鲁石化、青岛炼化	
河北中捷	3	3	3		
兰州石化	6	6	6		中石油集团下属一级企业
黑龙江石化	1.5	1.5	1.5		
独山子天利高新	4	4	4	中石油独山子石化	
抚顺石化	5.5	5.5	5.5	中石油集团	
中蓝石化	1.2	1.2	1.2		外销很少
总计	38.2	38.2	42.2		

注：近年来，随着我国基础能源供应的紧缺，碳四原料供应短缺越来越明显，多数大型石化炼油企业在石油加工生产的装置中碳四分离数量有限，致使部分依托其供应原料的甲乙酮生产企业因为原料供应紧缺而不能满负荷生产。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%。

资料来源：百川资讯、公司招股说明书、平安证券研究所

图表6 中国甲乙酮供需关系基本平衡（万吨）

	设计产能	产量	进口量	出口量	表观消费量
2004A		11.7	13.9	0.9	24.7
2005A		18.2	12.5	3.3	27.4
2006A		22.1	9.4	2.8	28.7
2007A		23.2	8.7	1.9	30.0
2008A		25.2	4.9	1.8	28.3
2009A	38.2	29.4	4.3	2.9	30.8
2010A	38.2		3.0	4.2	

注：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%。

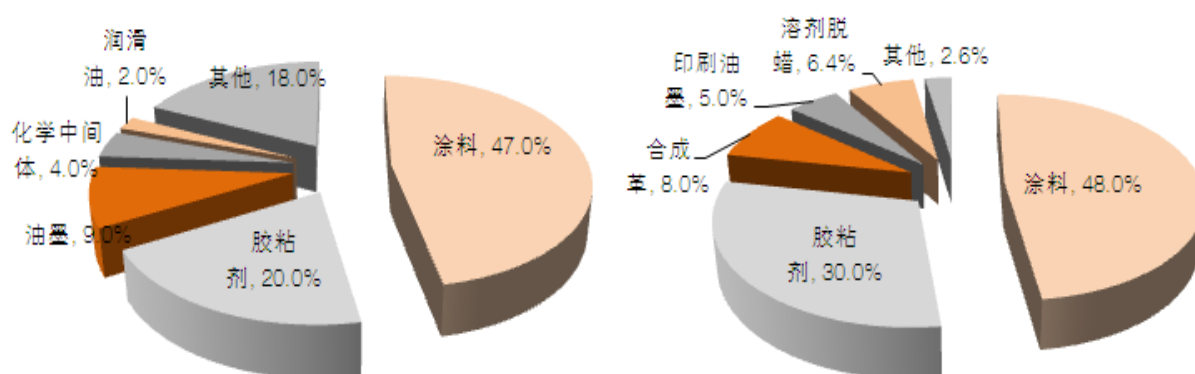
资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

三、中国甲乙酮下游需求稳定增长，替代中低档溶剂将推动长期需求增长

3.1 下游消费以涂料和胶粘剂为主

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。

图表7 世界（左）和中国（右）甲乙酮消费以涂料和胶粘剂为主

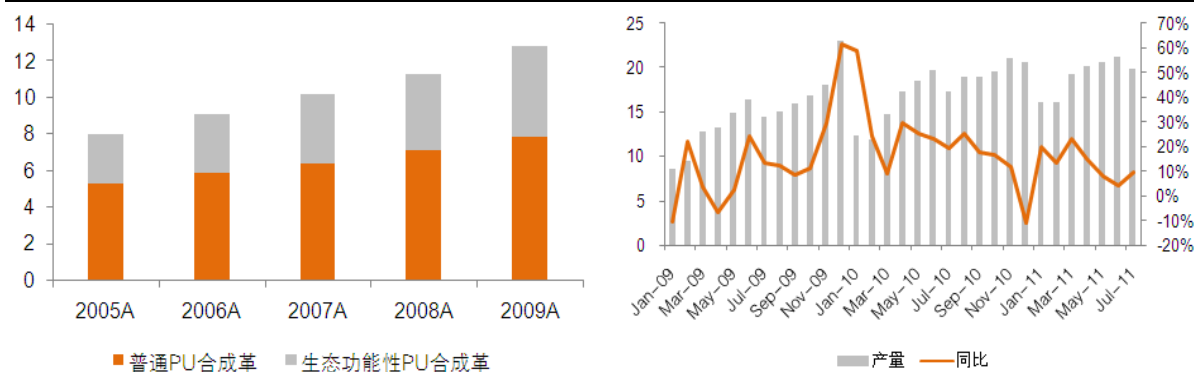


资料来源：公司招股说明书

3.2 下游需求仍将稳定增长

甲乙酮产品主要应用于涂料和胶粘剂行业的高端领域。涂料主要应用领域包括聚氨酯（PU）合成革和汽车涂料等，胶粘剂主要应用于溶剂型胶粘剂（尤其是聚氨酯类胶粘剂），应用领域包括鞋和箱包等。

图表8 我国PU合成革行业市场规模快速扩大（亿米） 图表9 塑料人造革、合成革产量稳定增长（万吨）

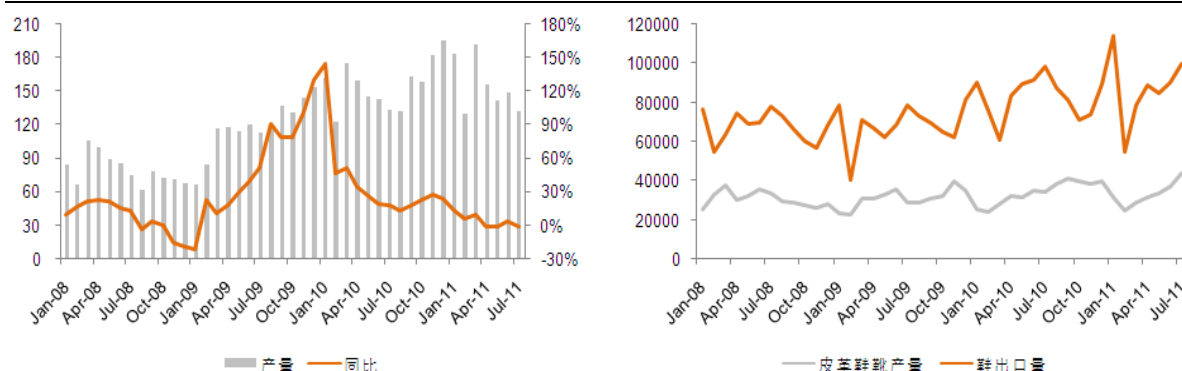


资料来源：安利股份招股说明书

注：包括PVC人造革、PU合成革（占比高于50%）
资料来源：Wind

图表10 我国汽车产量保持正增长（万辆）

图表11 我国鞋类产量和出口量稳定增长（万双）



资料来源：Wind

3.3 替代中低档溶剂，将推动长期需求增长

■ 替代低档溶剂-“三苯”

“三苯”溶剂（纯苯、甲苯、二甲苯）可导致长期接触人群产生致癌、白血病、不育症、呼吸道疾病等严重症状，因此目前各国对“三苯”溶剂在涂料行业的使用都有严格的标准。随着人们环保意识的增强和国家对环保要求的提高，国内涂料行业将会进一步淘汰苯类等传统高毒性、总有机挥发量大的溶剂，而甲乙酮作为一种优良的环保型溶剂，是“三苯”溶剂的最佳替代。国内“三苯”溶剂年使用量预计在 200 万吨以上。

■ 替代中档溶剂-丙酮

甲乙酮在涂料方面可完全替代最简单的饱和酮-丙酮。虽然丙酮是苯酚生产过程中的副产品，生产技术较为简单，使用时间长、范围广，但甲乙酮与之相比，挥发性适中，不会致使空气中挥发性有机化合物（VOC）含量增高，同时甲乙酮的溶解性强于丙酮，单位涂料的甲乙酮用量少于丙酮。2010 年国内丙酮表观消费量 117 万吨，其中 1/3 用于溶剂。

四、预计甲乙酮价格将上涨近 20%，公司盈利能力将进一步提升

4.1 预计甲乙酮价格将上涨，涨幅近 20%

如前所述，甲乙酮在涂料方面可完全替代最简单的饱和酮—丙酮。丙酮是一种中档溶剂，可作为有机溶剂应用于医药、涂料、塑料、火药、树脂、橡胶、照相软片等行业。归纳来看，丙酮三大消费领域是双酚 A 生产、MMA 生产、溶剂（约占 1/3）。

■ 未来全球丙酮市场将出现过剩，价格将随国际油价而微幅上涨

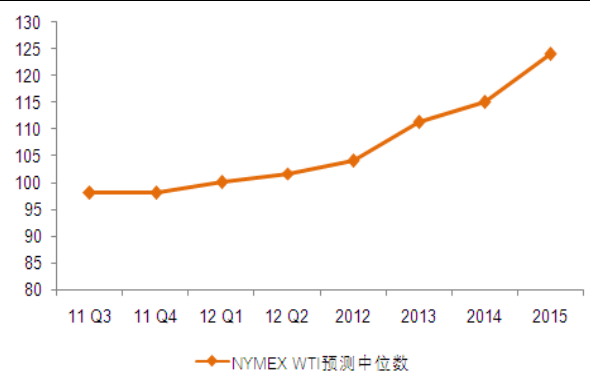
预计在 2011 年之前，全球丙酮产能年均增速约 3.1%，消费量年均增速约 2.8%。2011 年全球丙酮产能将达到 727.0 万吨/年，需求量 631.5 万吨。

由于丙酮原料来源于原油裂解产品苯，我们预计，丙酮价格将随国际油价而微幅上涨。

图表12 丙酮价格随国际油价波动而波动



图表13 预计2012年前国际油价将微幅上涨（美元/桶）



资料来源：化工在线

资料来源：Bloomberg (20110909)

■ 供给减少推动甲乙酮价格大涨，与丙酮价差大幅扩大导致替代品-丙酮用量大幅上升

2010 年之后甲乙酮价格两次大幅上涨都是因为供给减少：一次是 2010 年下半年，由于天利高新、日本丸善等企业的检修；一次是 2011 年 3 月，由于日本地震导致日本丸善、日本出光的停产。

甲乙酮价格大幅上涨，导致下游企业采取措施降低生产成本：（1）减产停产。（2）修改产品配方，并积极寻求替代品。据了解，替代产品包括：在涂料行业，用丙酮加 MIBK 混合替代；在油墨印刷行业，用醋酸丁酯直接替代。

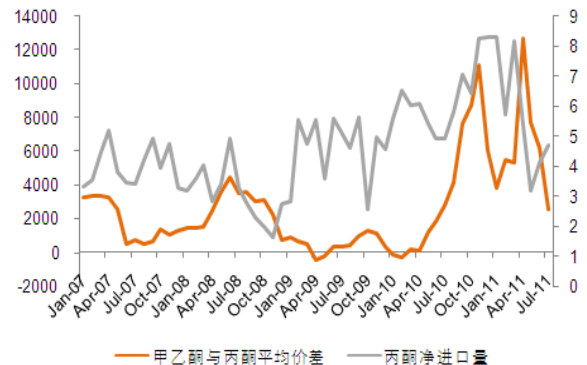
由于我国丙酮大量需要进口，因此，当甲乙酮与丙酮价差大幅扩大时，替代品丙酮的进口量大幅上升（我们认为，丙酮的其他需求短期并未大幅提升）。比如，2009 年之后丙酮进口量每月均值在 5 万吨，而在甲乙酮与丙酮价差大幅扩大的 2010 年 11、12 月，2011 年 1、3 月，进口量都在 8 万吨以上。

图表14 甲乙酮价格上涨导致其与丙酮价差扩大（华东市场价，元/吨）



资料来源：百川资讯、中华商务网，平安证券研究所

图表15 甲乙酮与丙酮价差扩大导致丙酮进口量上升（华东市场价，元/吨，万吨）



资料来源：百川资讯、中华商务网，平安证券研究所

图表16 我国丙酮供给不足，需要大量进口（万吨）

	产量	进口量	出口量	表观消费量
2004A	22.50	25.43	0.05	47.87
2005A	26.40	33.74	0.04	60.10
2006A	31.50	39.59	0.05	71.04
2007A	33.30	48.18	0.07	81.41
2008A	36.53	36.50	0.05	72.98
2009A	37.60	55.13	0.06	92.67
2010A	42.00	75.22	0.08	117.14
2011E	50.00			

资料来源：中华商务网

■ 预计甲乙酮价格将上涨，涨幅近 20%

2011 年 4 月之后，甲乙酮价格、其与丙酮价差、丙酮进口量快速回落。我们认为其原因有：

➢ 主要原因：高价位导致下游企业减产停产，随之而来的“买涨不买跌”导致去库存。

（a、日本装置突然停产导致甲乙酮价格大涨，而下游企业措手不及，必须执行前期订单而只能承受高价位；但之后可以通过减产停产来规避高成本。b、丙酮进口量同步下滑，表明其替代作用小于前者。）

➢ 次要原因：宏观经济增速下滑、季节性淡季，导致需求量下降。

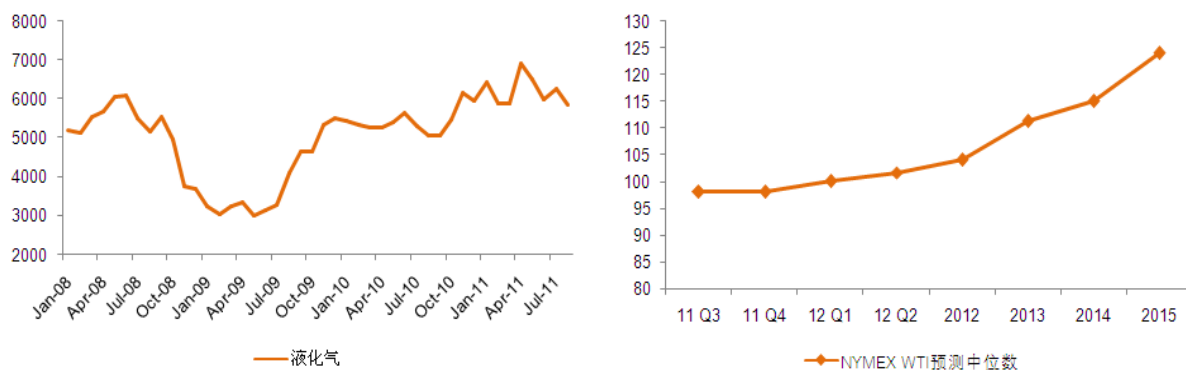
两次甲乙酮价格大涨之间（2011 年 12 月 3 日至 2011 年 3 月 15 日），是甲乙酮与丙酮价差的阶段性谷底，其均值为 4394 元/吨。如前所述，在全球甲乙酮供需紧平衡的状态下，考虑到目前中国宏观经济增速放缓影响，我们认为，甲乙酮下游企业的承受能力应该有 4000 元/吨以上的与丙酮价差。我们预计，随着丙酮小幅上涨，甲乙酮价格将由目前的 11700 元/吨（华东市场价，价差为 1950 元/吨），上涨至 14000 元/吨以上，涨幅近 20%。

4.2 受益于甲乙酮价格上涨，公司盈利能力将进一步提升

甲乙酮生产原料为碳四，碳四作为石油加工过程中的副产品，一般作为工业液化气直接进行销售，因此碳四价格与液化气的价格完全保持一致。目前进口液化气不受国家政策任何限制，国内液化气价格已与国际接轨（国家规定了液化气最高出厂价格上限，与 90 号汽油供应价格保持 0.92:1 的比价关系）。

预计液化气随国际油价而微幅上涨，碳四成本涨幅较小，因此，随着甲乙酮价格上涨，公司盈利能力将进一步提升。

图表17 2012年之前液化气价格将随国际油价而微幅上涨（元/吨、美元/桶）



资料来源：石化协会，Bloomberg（20110909）

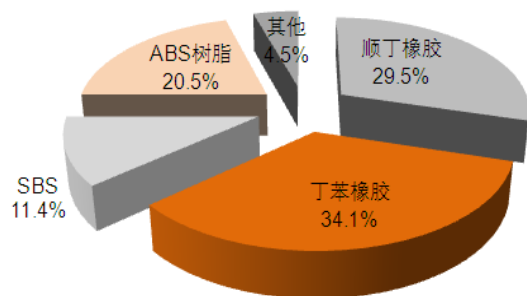
五、丁二烯和稀土顺丁橡胶业务是公司下一个发展重点

公司在建 10 万吨/年丁二烯项目，我们预计将在 2012 年二季度建成投产；在建 5 万吨稀土顺丁橡胶项目（控股 51%），我们预计将在 2012 年底建成投产。

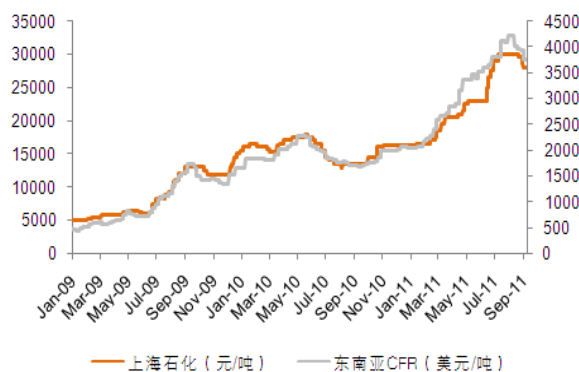
5.1 需求增速大于供给，预计丁二烯价格仍将维持高位

丁二烯是合成橡胶、合成树脂的重要单体，主要用于合成顺丁橡胶、丁苯橡胶、SBS 及 ABS 树脂等。

图表18 丁二烯下游消费主要以合成橡胶和树脂为主



图表19 国际和国内丁二烯价格迅速上涨



资料来源：百川资讯、中华商务网、平安证券研究所

■ 受制于生产方式，全球丁二烯产能增速预计将低于 3%

2010 年全球丁二烯产能约 1300 万吨，产量约 1100 万吨。但是受制于生产方式，未来其产能增速较低，预计将低于 3%。

丁二烯生产方式有：碳四馏分分离和合成法（包括丁烷脱氢、丁烯脱氢、丁烯氧化脱氢等）两种。目前除美国外，世界各国丁二烯几乎全部直接来自烃类裂解制乙烯时的副产碳四馏分。美国丁二烯的来源，大约一半来自丁烷、丁烯脱氢，一半直接来自裂解 C4 馏分。

丁二烯的生产方式，制约了其产能增速：

- 全球炼油产量增速缓慢，2001~2010 年均增速仅 0.9%。
- 新建乙烯产能，近年来出现了大量以天然气（中东）、页岩气（美国）等为原料的生产路线，而该路线基本不副产丁二烯。
- 全球炼油装置采取中东轻质原油的比例提高，副产丁二烯等重质组分比例下降。

图表20 全球炼油产量增速缓慢（千桶/天）

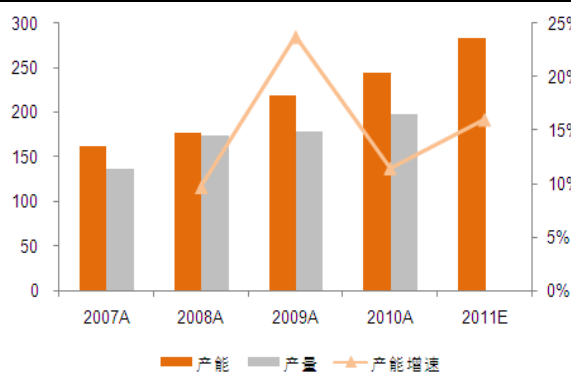
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
美国	15220	15242	15156	14648	14336	14722
OECD	40214	40019	39764	38856	37016	37287
Non-OECD	33815	34534	35630	36183	36048	37529
欧盟	14172	14006	13765	13675	12693	12585
前苏联	5713	5873	6017	6189	6183	6388
全球合计	74029	74553	75393	75038	73063	74816
全球增速	1.5%	0.7%	1.1%	-0.5%	-2.6%	2.4%

来源：BP、平安证券研究所

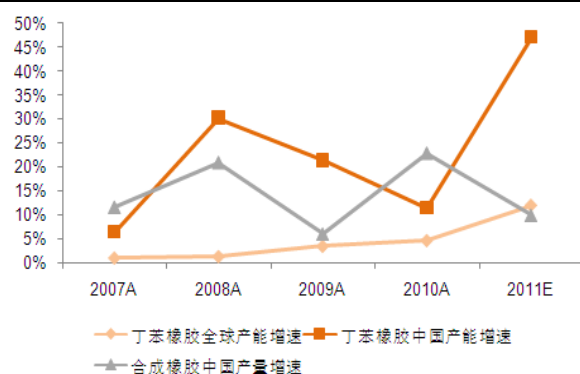
■ 受益于合成橡胶工业快速发展，全球丁二烯需求增速预计将在约 3.6%

近几年全球丁二烯需求增速接近 4%。我们预计，随着合成橡胶工业的快速发展，未来全球丁二烯需求增速将保持在 3.6%左右。

图表21 中国丁二烯供需快速增长（万吨）



图表22 全球和中国合成橡胶工业快速发展



资料来源：中华商务网、平安证券研究所

■ 需求增速大于供给，预计丁二烯价格仍将维持高位

自 2009 年以来，丁二烯价格快速上涨，国内价格由 2008 年 12 月 5000 元/吨，上涨至 2011 年 7、8 月的 30000 元/吨（目前回落至 28000 元/吨）。我们预计，在全球丁二烯供不应求的背景下，未来丁二烯价格仍将维持高位。

5.2 稀土顺丁橡胶相比普通品种盈利能力更强

20 世纪 80 年代以来，为适应高速公路和高性能轮胎的发展需要，美国、俄罗斯、德国等少数企业实现稀土顺丁橡胶工业化生产，全部用于生产高性能轮胎。中国是最早开始稀土顺丁橡胶研究的国家，但一直未能实现工业化生产。

稀土顺丁橡胶比普通顺丁橡胶具备三大优势：1、抗湿滑能力强，轮胎安全性能高。2、滚动阻力小，轮胎省油。3、耐磨耗、抗疲劳、耐老化，轮胎寿命长。稀土顺丁橡胶价格一般要比普通顺丁橡胶高出 15% 左右。

我国车辆拥有量的增加、公路建设的飞速发展（我国高速公路总里程数已经仅次于美国列世界第二），对轮胎的质量和性能提出了更高的要求，也为稀土顺丁橡胶在轮胎中的应用提供了良好的发展机遇和空间。

六、碳四原料供应增加、储备项目等，将推动公司持续发展

6.1 公司碳四原料供应增加

目前公司碳四原料来源于中国石化齐鲁分公司和青岛炼化，其炼油装置产能均为 1000 万吨/年。有消息说，齐鲁石化计划扩建炼油和乙烯装置，青岛炼化也将新建乙烯装置。

公司是国内碳四加工的龙头企业，我们预计，未来国内新建的炼油和乙烯装置，公司获取碳四原料的竞争力强，这也将扩展公司的碳四供应来源。

6.2 公司拥有储备项目

公司储备项目包括：异丁烯两步法制 MMA 项目，异丁烯直接氨化法制叔丁胺项目等。目前，这些储备项目的投资回报率暂不及甲乙酮和丁二烯、稀土顺丁橡胶项目。但是，未来如果储备项目投资回报率提高，或者研发出新的高投资回报率的项目，公司将获取新的利润增长点。

七、盈利预测和估值

关键假设

- 4 万吨/吨甲乙酮扩建项目 2011 年 9 月底投产，丁二烯项目 2012 年 6 月底投产，稀土顺丁橡胶项目 2012 年底投产。
- 企业所得税母公司 15%，青岛思远 25%。

我们预计，公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 1.48、2.68、3.61 元，对应前收盘价动态 PE 分别为 19.2、10.6、7.9 倍。我们看好后续甲乙酮涨价、丁二烯和稀土顺丁橡胶项目等推动公司业绩持续增长，首次给予“强烈推荐”评级。

图表23 主营业务预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
甲乙酮类(MEK)				
收入(百万元)	1548	1961	2615	2708
成本(百万元)	1081	1212	1610	1661
毛利率	30.2%	38.2%	38.4%	38.7%
其中：甲乙酮				
销量（万吨）	13.5	14	18	18
单位价格（万元/吨）	0.94	1.15	1.20	1.24
单位成本（万元/吨）	0.62	0.70	0.72	0.74
毛利率	33.7%	47.0%	39.9%	40.2%
收入(百万元)	1265	1615	2154	2231
成本(百万元)	838	974	1293	1334
裂解异丁烯类				
收入(百万元)	339	371	405	439
成本(百万元)	270	297	324	351
毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
其中：异丁烯				
销量（万吨）	3.08	3.20	3.20	3.20
单位价格（万元/吨）	1.04	1.1	1.2	1.3
单位成本（万元/吨）	0.83	0.88	0.96	1.04
毛利率	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%
收入(百万元)	320	352	384	416
成本(百万元)	256	282	307	333
混合丁烷				
收入(百万元)	360	400	400	400
成本(百万元)	336	376	376	376
毛利率	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%
丁苯胶乳				

	2010A	2011E	2012E	2013E
收入(百万元)		130	150	170
成本(百万元)		120	139	157
毛利率		7.4%	7.4%	7.4%
叔丁醇				
收入(百万元)	83.46	90	91.5	93
成本(百万元)	50.45	54	54.9	55.8
毛利率	40.4%	40.0%	40.0%	40.0%
甲基叔丁基醚(MTBE)				
收入(百万元)	26	6	6	6
成本(百万元)	22	5	5	5
毛利率	16.4%	16.0%	16.0%	16.0%
丁二烯				
销量(万吨)			5	10
单位价格(万元/吨)			2.00	2.10
单位成本(万元/吨)			1.10	1.20
收入(百万元)			1000	2100
成本(百万元)			550	1200
毛利率			45.0%	42.9%
稀土顺丁橡胶				
销量(万吨)			1	2.5
单位价格(万元/吨)			2.80	2.90
单位成本(万元/吨)			2.20	2.30
毛利率			21.4%	20.7%
收入(百万元)			280	725
成本(百万元)			220	575
合计				
收入(百万元)	2360	2958	4947	6641
成本(百万元)	1761	2065	3279	4381
毛利率	25.4%	30.2%	33.7%	34.0%

资料来源：公司定期报告，平安证券研究所

图表24 可比公司估值

		EPS			PE		
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600339.SH	天利高新	0.44	0.62	0.64	25.9	18.3	17.7
601678.SH	滨化股份	0.51	1.10	1.17	29.6	13.8	12.9
平均					27.8	16.0	15.3

资料来源：Wind (20110913)

八、风险因素

8.1 宏观经济环境变化导致的业绩波动风险

公司主要产品下游行业发展与国民经济整体发展趋向一致，宏观经济波动对公司产品的市场需求影响较大。未来如果宏观经济增速继续下滑，下游行业对公司产品需求持续降低，公司业绩稳定增长将存在风险。

8.2 原料碳四采购集中的风险

公司主要原料碳四全部向中国石化齐鲁分公司和青岛炼化采购。如果未来国际宏观经济出现剧烈波动，中国石化对其产品结构或者供销体制进行调整或成品油炼制进行限产或减产，导致两企业碳四产量不能满足公司碳四需求量。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
流动资产	2252	2329	3219	4658	
现金	1883	1800	2363	3512	
应收账款	84	112	188	252	
其他应收款	0	0	0	0	
预付账款	122	145	229	307	
存货	83	186	295	394	
其他流动资产	81	86	143	193	
非流动资产	473	1003	1194	1167	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	446	957	1137	1120	
无形资产	17	17	17	17	
其他非流动资产	9	29	40	30	
资产总计	2724	3332	4414	5825	
流动负债	142	187	206	253	
短期借款	0	33	0	0	
应付账款	35	41	66	88	
其他流动负债	107	112	141	165	
非流动负债	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	0	0	0	0	
负债合计	142	187	206	253	
少数股东 权益	0	0	20	75	
股本	260	467	467	467	
资本公积	1797	1589	1589	1589	
留存收益	526	1088	2131	3441	
归属母公司股东权益	2583	3145	4187	5497	
负债和股东权益	2724	3332	4414	5825	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	340	526	1019	1502	
净利润	420	692	1270	1740	
折旧摊销	61	68	109	127	
财务费用	-7	-75	-85	-122	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	-138	-155	-275	-244	
其他经营现金流	4	-4	0	0	
投资活动现金流	-45	-587	-300	-100	
资本支出	47	600	300	100	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	2	13	0	0	
筹资活动现金流	1415	-21	-156	-253	
短期借款	-248	33	-33	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	65	208	0	0	
资本公积增加	1714	-208	0	0	
其他筹资现金流	-117	-55	-123	-253	
现金净增加额	1709	-83	563	1149	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	2360	2958	4947	6641	
营业成本	1761	2065	3279	4381	
营业税金及附加	17	18	30	40	
营业费用	38	48	89	120	
管理费用	41	52	92	123	
财务费用	-7	-75	-85	-122	
资产减值损失	4	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	504	851	1543	2099	
营业外收入	4	0	0	0	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	508	851	1543	2099	
所得税	88	159	273	359	
净利润	420	692	1270	1740	
少数股东损益	0	0	20	55	
归属母公司净利润	420	692	1250	1685	
EBITDA	558	844	1567	2105	
EPS (元)	1.62	1.48	2.68	3.61	

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
成长能力					
营业收入(%)	81.9%	25.4%	67.2%	34.2%	
营业利润(%)	118.3%	68.7%	81.4%	36.0%	
归属于母公司净利润(%)	142.0%	64.7%	80.7%	34.8%	
获利能力					
毛利率(%)	25.4%	30.2%	33.7%	34.0%	
净利率(%)	17.8%	23.4%	25.3%	25.4%	
ROE(%)	16.3%	22.0%	29.9%	30.7%	
ROIC(%)	60.0%	45.8%	65.1%	79.6%	
偿债能力					
资产负债率(%)	5.2%	5.6%	4.7%	4.3%	
净负债比率(%)	0.0%	17.8%	0.0%	0.0%	
流动比率	15.88	12.46	15.60	18.44	
速动比率	15.29	11.46	14.17	16.88	
营运能力					
总资产周转率	1.33	0.98	1.28	1.30	
应收账款周转率	43.9	29.3	32.9	30.2	
应付账款周转率	34.0	54.3	61.4	57.2	
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	1.48	2.68	3.61	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	1.13	2.18	3.21	
每股净资产(最新摊薄)	5.53	6.73	8.96	11.77	
估值比率					
P/E	31.6	19.2	10.6	7.9	
P/B	5.1	4.2	3.2	2.4	
EV/EBITDA	20.4	13.5	7.3	5.4	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257