

齐翔腾达(002408)

研究员: 吴剑平 执业证书编号: S0570208080173

☎ 025-83290922 ✉ wujianping@mail.htsc.com.cn

🌐 http://t.zhangle.com/4075

甲乙酮触底回升 丁二烯和顺丁胶项目可期

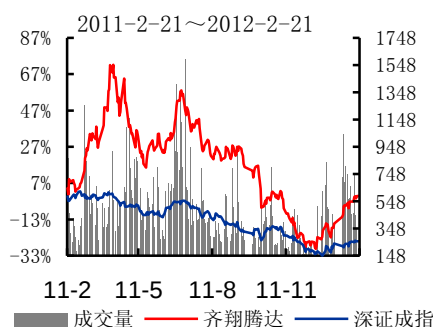
投资评级: 买入(调高)

化工新材料 II

当前价格(元): 23.63

目标价格(元): 30.75

股价走势图



相关研究

1 《齐翔腾达(002408):未来增速将放缓》2010.7

投资要点:

◆ 齐翔腾达主营碳四产业链及下游衍生品，目前主要产品为甲乙酮，甲乙酮价格是影响公司业绩表现的最重要变动因素。公司背靠齐鲁石化和青岛炼化，碳四资源丰富，是碳四资源利用的行业专家。

◆ 甲乙酮行业在经历了 2011 年的暴涨暴跌之后，目前处于底部回升期，我们预计 2012 年甲乙酮合理价格在 1.05 万元/吨，二季度后随着下游企业开工率回升，价格将处于小幅上涨态势。

◆ 由于合成橡胶产能的大幅扩产，对丁二烯的需求将保持旺盛。碳四资源的不足导致丁二烯近期难有较大的产能释放，十二五期间丁二烯供求矛盾突出，丁二烯行业将处于高景气周期。

◆ 齐翔腾达近年来甲乙酮产能扩张较快，丁二烯和顺丁胶项目的投产将使得公司近两年保持快速增长。碳四产业链多联产优势使公司应对单一产品市场风险能力增强。

◆ 预计 2011 年、2012 年、2013 年公司每股收益分别为 0.95 元、1.23 元和 1.81 元。对应估值水平分别为 25.0 倍、19.2 倍和 13.0 倍。根据我们跟踪的 56 家典型化工股估值水平来看，最新整体市盈率为 20.6 倍。我们预计 2012 年化工股估值合理区间为 20~28 倍，估值中枢为 25 倍左右。对应公司合理股价为 30.75 元。考虑到公司甲乙酮产品价格处于从底部回升的趋势，丁二烯产品盈利能力超预期的可能性较大。给予公司“买入”评级。

◆ 风险提示: 1、项目不能按期投产风险; 2、甲乙酮和丁二烯产品价格大幅波动风险。

公司基本资料

总股本(万)	46720.80
流通 A 股(万)	16020.00
52 周内股价区间(元)	16.25-78.88
总市值(亿)	110.40
总资产(亿)	319418.67
每股净资产(元)	6.15

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	23.60	27.66	40.18	52.32
+/-%	81.86	17	45	30
净利润(百万)	419.99	442	575	848
+/-%	142.05	5	30	48
EPS(元)	1.81	0.95	1.23	1.81
P/E	13.06	24.98	19.21	13.03

正文目录

一、齐翔腾达专注于碳四产业链下游衍生品领域.....	4
1.1 甲乙酮占公司业务比重超过 60%，产品价格是影响公司业绩的主要因素	4
1.2 近年来公司业绩保持快速增长态势。	4
1.3 公司背靠齐鲁石化，碳四供应充足，下游产业链较长，具有多联产优势	5
二、甲乙酮行业触底回升态势明显	6
2.1 甲乙酮需求主要集中于涂料、胶粘剂领域，预计十二五期间增速为 12% 左右。	6
2.2 国外甲乙酮扩能的可能性不大，齐翔腾达是国内产能最大的生产企业	8
2.3 未来甲乙酮出口将会大幅增加，产品价格处于触底回升期	9
三、丁二烯供不应求，产品价格波动幅度较大	10
3.1 合成橡胶产能的大量投产推动丁二烯需求保持旺盛	10
3.2 丁二烯产能扩张受制于碳四资源瓶颈，未来缺口在 30 万吨左右。	11
四、齐翔腾达具有碳四产业链长的特点，具有多联产优势	13
4.1 碳四产业链长，下游产品众多，公司可根据产品市场情况灵活调节	13
4.2 丁二烯和顺丁橡胶项目是公司未来两年增长的主要动力	13
五、盈利预测及投资评级	15
5.1 盈利预测关键假设及说明	15
5.2 盈利预测结果及投资评级	16
六、风险提示	16

图表目录

图表 1 齐翔腾达 2010 年各产品营业收入占比	图表 2 齐翔腾达 2010 年各产品毛利润占比	4
图表 3 齐翔腾达 2006~2010 年营业收入及毛利润	图表 4 齐翔腾达 2006~2010 年毛利率	5
图表 5: 齐翔腾达内外部组织结构图		5
图表 6: 齐翔腾达碳四产业链示意图		6
图表 7: 世界甲乙酮下游消费比重		7
图表 8: 中国甲乙酮下游消费比重		7
图表 9: 涂料 2001~2011 年年产量及增速		7
图表 10: 油墨 2002~2010 年年产量及增速		7
图表 11: 国内甲乙酮主要生产企业及产能		8
图表 12: 甲乙酮 2011 年 2 月~12 月出口量及净出口量		9
图表 13: 国内主要甲乙酮厂家出厂价走势		9
图表 14: 世界丁二烯下游消费比重		10
图表 15: 中国丁二烯下游消费比重		10
图表 16: 合成橡胶 2003~2011 年产量及增速		11
图表 17: 近年来丁苯橡胶产能建设情况		11
图表 18: 国内丁二烯主要生产企业		12
图表 19: 近年来国内丁二烯产能建设情况		12
图表 20: 齐翔腾达丁烯及下游产业链		13
图表 21: 齐翔腾达募集资金项目		14
图表 22: 齐翔腾达超募资金投资项目		14
图表 23: 齐翔腾达近年来的产能投产情况		14
图表 24: 盈利预测关键假设条件		15
图表 25: 盈利预测简表		16

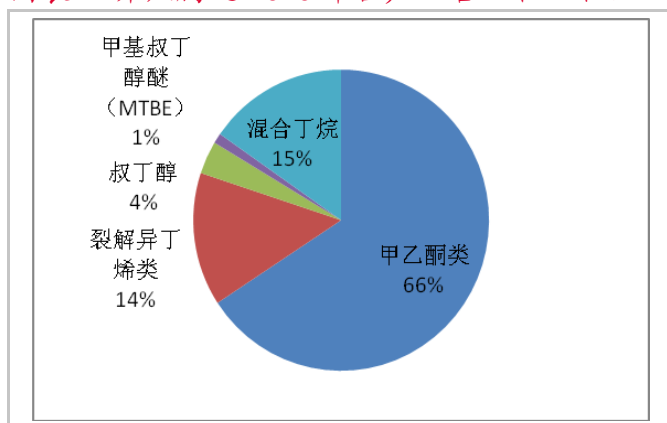
一、齐翔腾达专注于碳四产业链下游衍生品领域

1.1 甲乙酮占公司业务比重超过 60%，产品价格是影响公司业绩的主要因素

齐翔腾达（002408）是 2007 年 10 月由淄博齐翔腾达化工有限公司整体变更而来，公司以石化副产品碳四为主要原料，生产开发一系列高附加值的下游产品，包括甲乙酮、叔丁醇、MTBE、裂解异丁烯等。其中甲乙酮类产品占营业收入的 60% 以上，是公司的主营产品，2011 年末公司甲乙酮产能合计为 14 万吨，其中淄博本部 6 万吨，青岛生产基地 8 万吨。

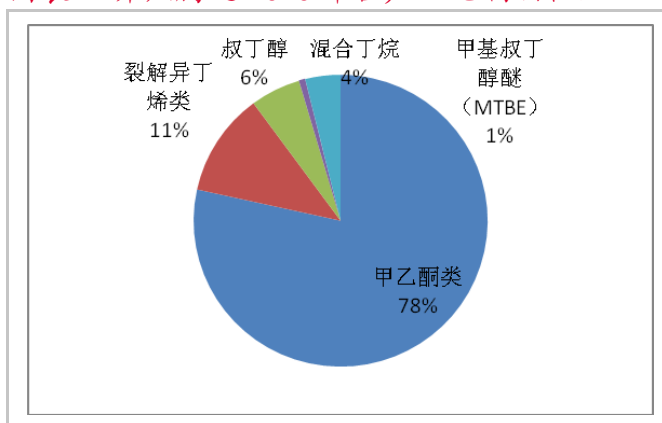
2010 年甲乙酮类产品在营业收入的比重为 66%，贡献了 78% 的毛利润，主要是由于甲乙酮类产品盈利能力较强，2010 年毛利率为 30.2%，2011 年上半年由于甲乙酮产品价格大幅上涨，毛利率上升为 40.7%。甲乙酮产品生产成本相对变化幅度不大，而产品价格的弹性较大，是影响公司业绩的最重要因素之一。

图表 1 齐翔腾达 2010 年各产品营业收入占比



资料来源：公司年报 华泰证券

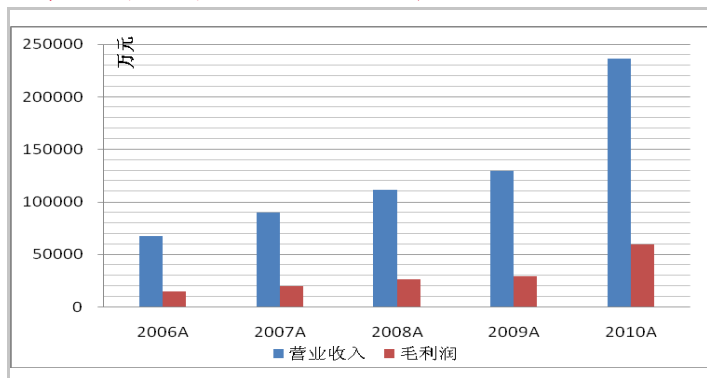
图表 2 齐翔腾达 2010 年各产品毛利润占比



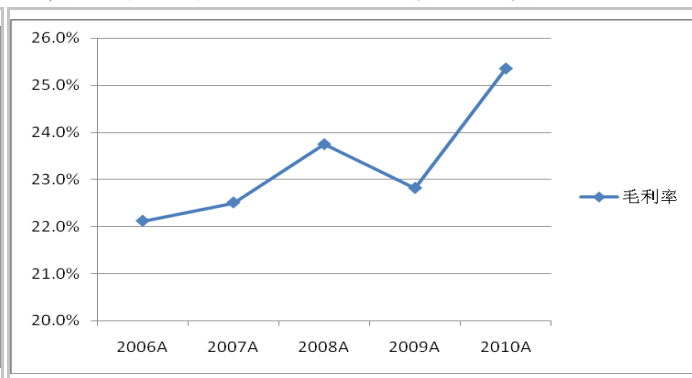
资料来源：公司年报 华泰证券

1.2 近年来公司业绩保持快速增长态势。

齐翔腾达于 2010 年 5 月 IPO，在此之前的四个财年内，公司营业收入从 2006 年的 6.79 亿元增长至 2010 年的 23.6 亿元，年均复合增长率 36.6%，2011 年预计有 15% 左右的增长。其中 2010 年实现 82% 的超速增长，主要是由于甲乙酮产品的产销量和销售均价实现大幅增长。从公司整体盈利情况来看，2010 年公司整体毛利率为 25.4%，预计 2011 年盈利能力有小幅提升，其中 2011 年第二季度由于甲乙酮价格冲高走势，达到 33% 的最高单季度盈利水平。

图表 3 齐翔腾达 2006~2010 年营业收入及毛利润


资料来源：公司年报 华泰证券

图表 4 齐翔腾达 2006~2010 年毛利率


资料来源：公司年报 华泰证券

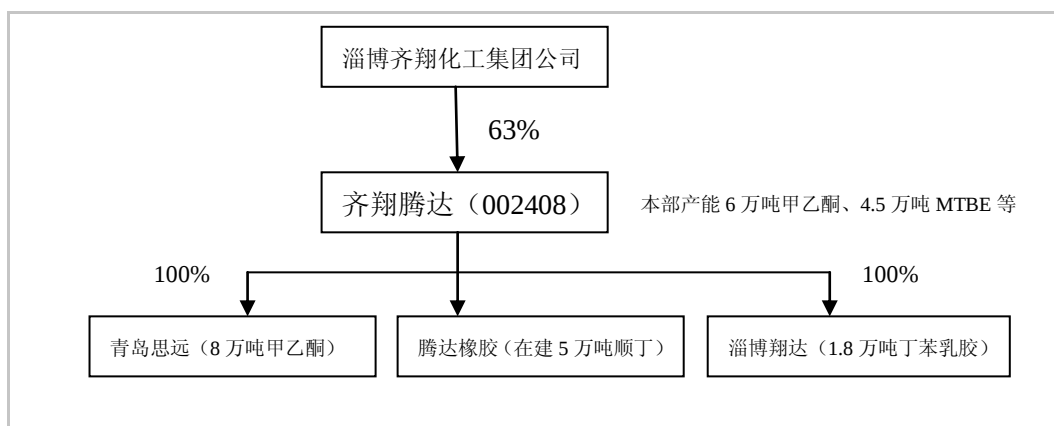
1.3 公司背靠齐鲁石化，碳四供应充足，下游产业链较长，具有多联产优势

齐翔腾达控股股东淄博齐翔化工集团公司由淄博齐翔工贸公司于 2005 年 6 月整体变更而来，齐翔工贸公司于 1998 年 7 月由齐鲁石化橡胶厂齐鲁工贸公司投资设立。2004 年 5 月经过集体企业产权改革，全部股权由车成聚等 528 名自然人股东持有。

目前齐翔集团公司主要从事对外投资业务，其具体实业经营主要由齐翔腾达承担。2011 年 12 月，齐翔腾达利用募集资金收购了集团旗下的翔达公司和惠达公司，至此，齐翔集团下大部分与碳四相关的业务实现了上市。

2007 年 12 月公司收购青岛思远化工公司股权并投资建设 8 万吨甲乙酮产能，2008 年 9 月，甲乙酮产能投产，青岛思远成为公司最重要的利润来源。

淄博腾达橡胶公司是于 2010 年 12 月投资设立，主要从事 5 万吨稀土顺丁橡胶项目的建设。

图表 5：齐翔腾达内外部组织结构图


资料来源：华泰证券整理

公司主要原料为碳四，碳四是原油催化裂解和热裂解的副产品，主要成分为含 4 个碳原子的同分异构

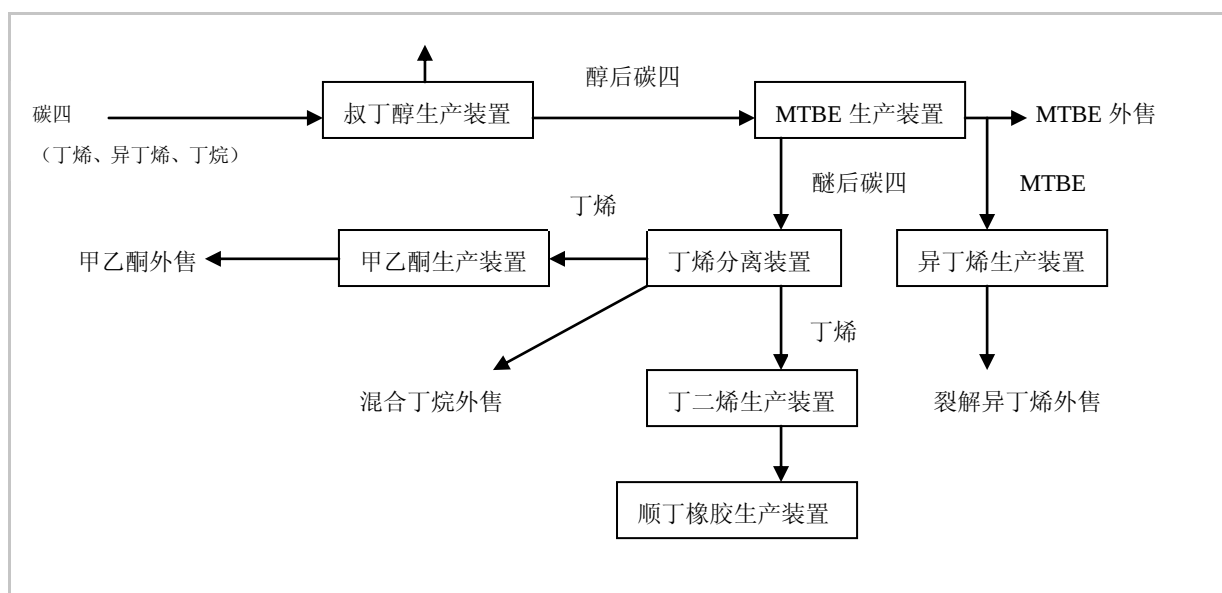
体，齐鲁石化提供的碳四主要为丁烯、异丁烯和丁烷组分，其中丁烯占 40~50%的比重。

碳四首先进入叔丁醇生产装置，其中的约 50%异丁烯转化为叔丁醇，碳四经过叔丁醇反应后成为醇后碳四。醇后碳四与碳四进入 MTBE 生产装置，其中的异丁烯转化为 MTBE，MTBE 可以外售，也可以作为原料进入异丁烯裂解装置，生产高纯度裂解异丁烯。

从 MTBE 生产装置出来后的碳四称为醚后碳四，与粗丁烯混合进入丁烯分离装置，分离出的丁烯作为原料生产甲乙酮，也可以生产丁二烯，进而继续合成顺丁橡胶。丁烯分离后的主要碳四成分为丁烷，可以作为液化石油气外售。

从碳四产业链的流程来看，叔丁醇装置和 MTBE 装置主要是利用碳四中的异丁烯组分，经过丁烯分离装置分离出丁烯，丁烯用途广泛，甲乙酮是公司最初的用途，目前公司在建的 10 万吨丁二烯和 5 万吨顺丁橡胶产能是丁烯的产业链延伸。未来公司还有继续延伸裂解异丁烯产品产业链。

图表 6：齐翔腾达碳四产业链示意图



资料来源：华泰证券整理

二、甲乙酮行业触底回升态势明显

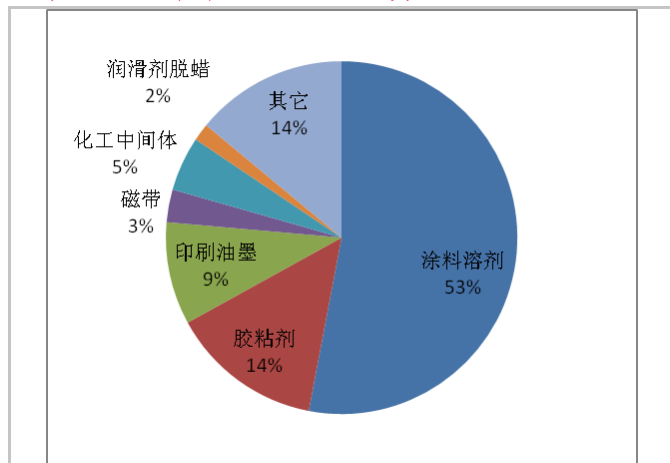
2.1 甲乙酮需求主要集中于涂料、胶粘剂领域，预计十二五期间增速为 12% 左右。

甲乙酮（Methyl Ethyl Ketone）简称 MEK，又名甲基乙基甲酮、丁酮，是一种性能优良、用途广泛的有机溶剂，具有优异的溶解性和干燥特性，其溶解能力与丙酮相当，且具有沸点高、蒸汽压低等优点，对天然树脂、纤维素酯类、合成树脂等具有良好的溶解性能，在涂料、胶粘剂、胶带、合成革、油墨、磁带等领域具有广泛的用途。此外，甲乙酮也是一种重要的精细化工原料，可用于生产过氧化甲乙酮，与甲醛、丙酮等缩合反应，广泛用于香料、催化剂、涂料的抗脱皮剂、抗氧剂及阻蚀剂等。

从实际应用来看，甲乙酮作为溶剂的使用量要远远大于作为化工原料的使用量。2010 年全球甲乙酮消

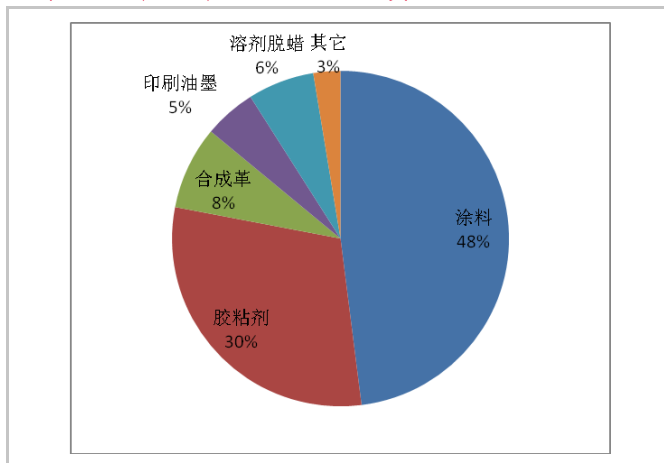
费量约 180 万吨，其中 53% 用于涂料溶剂，14% 用于胶粘剂，9% 用于油墨，5% 用于化工中间体。涂料、胶粘剂和油墨占甲乙酮总使用量的 76%。全球甲乙酮消费区域主要集中在美国、西欧和日本，但亚洲地区是甲乙酮消费增长最快的区域。根据权威部门预测，未来五年内，甲乙酮在全球范围内的需求量年均增速约 3.5%，其中亚洲地区的增速要高于平均水平。

图表 7：世界甲乙酮下游消费比重



资料来源：华泰证券

图表 8：中国甲乙酮下游消费比重



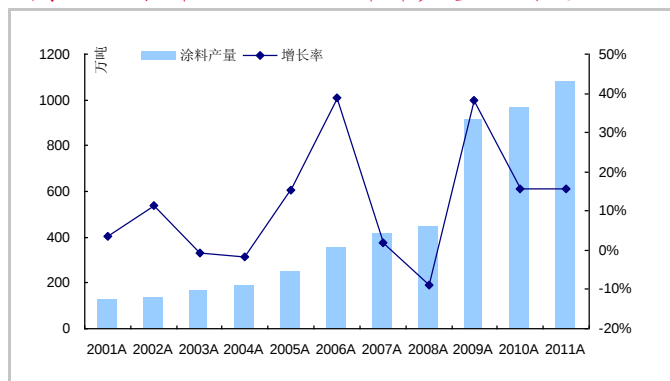
资料来源：华泰证券

中国甲乙酮 2010 年的需求量约 34 万吨，其中涂料需求占 48%，胶粘剂占 30%，合成革占 8%，三大需求领域合计为 86%。

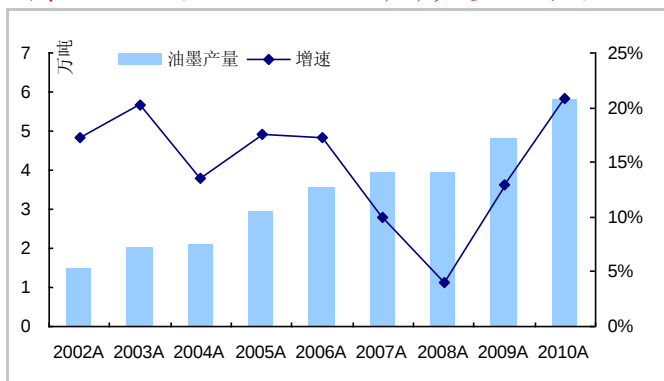
下游需求如涂料、胶粘剂、合成革、油墨等行业的产量是甲乙酮需求增长的主要的动力，最终的需求领域则是地产、基建、服装等领域，这取决于国内宏观经济再次复苏的时间及程度。从涂料行业 2001 年至 2011 年近十年来的增长来看，产量增长了 8.79 倍，年均复合增速为 24.3%，考虑统计基准的变化和早年基数较低的影响，最近两年增长率在 16% 左右。考虑到十二五期间我国将会主动放缓经济增速，预计十二五期间涂料行业的产量增长为 10~13%。胶粘剂的应用领域较为广泛，但最终消费领域仍集中于地产领域，我们预计十二五需求增速与涂料行业相当。

合成革作为化工新材料，应用范围较广，目前来看仍处于快速需求增长期，预计增速将快于涂料行业增速。油墨行业受宏观经济影响较小，需求相对稳定。

图表 9：涂料 2001~2011 年年产量及增速



图表 10：油墨 2002~2010 年年产量及增速



资料来源: WIND 华泰证券

资料来源: WIND 华泰证券

根据以上分析, 我们预计 2015 年国内对甲乙酮的需求将达到 60 万吨, 十二五期间年均复合增长率为 12% 左右。

2.2 国外甲乙酮扩能的可能性不大, 齐翔腾达是国内产能最大的生产企业

从国际上来看, 甲乙酮生产自 20 世纪 60 年代开始工业化以来, 经历了几十年的迅猛增长期, 进入 21 世纪以来, 发达国家对甲乙酮的需求增速下降, 而新兴市场对甲乙酮的需求则迅猛增长。但甲乙酮产能主要分布在日本、欧洲及美国, 这种产能和需求分布的地区差异导致甲乙酮国际贸易增长迅猛。以中国为例, 2000 年进口依存度为 90% 以上, 但随着国内产能的急剧扩张, 2009 年降低至 14%, 预计 2011 年将成为甲乙酮净出口国。

由于甲乙酮的主要原料为碳四, 碳四是炼油的副产品, 这种天然关系导致几乎所有的大型甲乙酮生产企业或者是大型石化企业的附属公司, 或者靠近大型石化企业。从国内前六家甲乙酮生产企业的背景来看, 基本上是这种情况。碳四资源是甲乙酮行业的瓶颈, 如果没有可靠和丰富的碳四资源, 则会导致不能产能扩张或开工率不足。

图表 11: 国内甲乙酮主要生产企业及产能

国内生产企业	2010 年产能 万吨	依靠背景
1、齐翔腾达	14.0	中国石化齐鲁石化原油加工能力 1000 万吨
2、中国石油兰州石化公司	6.0	原油加工能力 1050 万吨
3、中国石油抚顺石化公司	5.5	原油加工能力 1000 万吨
4、天利高新	4.0	中石油独山子石化原油加工能力 1000 万吨
5、中国石油哈尔滨石化公司	3.0	原油加工能力 500 万吨
6、江苏泰州石化总厂	3.0	中国石油扬子石化原油加工能力
7、河北沧州中捷石化公司	3.0	
8、黑龙江石油化工厂	3.5	
9、延边利安石化公司	2.0	
合计	44	

资料来源: 华泰证券

甲乙酮生产方法主要有六种, 其中正丁烯法是目前应用最广泛的成熟技术, 该方法生产原料为正丁烯, 通过两步反应生产甲乙酮, 第一步为正丁烯水合制仲丁醇, 第二步为仲丁醇脱氢制甲乙酮。其中仲丁醇脱氢有两种工艺, 一是气相脱氢, 二是液相脱氢, 目前工业生产主要采用气相脱氢。采用气相脱氢工业仲丁醇转化率和甲乙酮的选择性均在 90% 以上。国内最初甲乙酮生产技术来自国外引进, 齐翔腾达 2 万吨甲乙酮生产线采用抚顺石化研究院自主开发的成套技术, 拥有自主知识产权, 是目前吸收消化最好的技术之一。正因为如此, 齐翔腾达才能在短时间内迅速复制 4 万吨生产线和 8 万吨生产线。

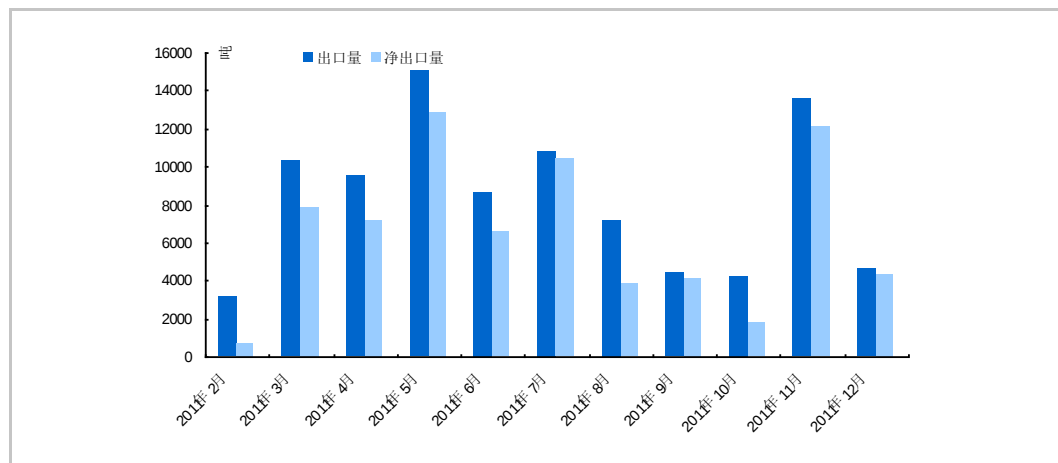
2.3 未来甲乙酮出口将会大幅增加，产品价格处于触底回升期

从全球范围来看，未来甲乙酮供求活动比较活跃的区域仍以新兴市场为主，以中国为例，2011年中国已经从甲乙酮进口国变为净出口国，2011年2~12月份净出口量为7.16万吨，占国内总产量的17%左右。在这种情况下，国外甲乙酮生产企业扩能的动力明显不足。一方面，发达国家景气普遍不景气，对甲乙酮的需求增速较低，而中国产能的扩张使得其具有较强的竞争力。甲乙酮产能从欧美日等发达地区向发展中国家转移的步伐仍将继续。

2011年3月，突发的日本地震导致全球最大的甲乙酮生产企业丸善石化17万吨产能停产，对原本供求相对平衡的甲乙酮市场造成巨大冲击，亚洲地区甲乙酮供应紧张，价格创出5年来的最高值。有暴涨必然有暴跌，5月份以来，甲乙酮价格步入下跌，至12月市场就爱个最低在7000~8000元/吨，此后成逐渐小幅上涨态势。

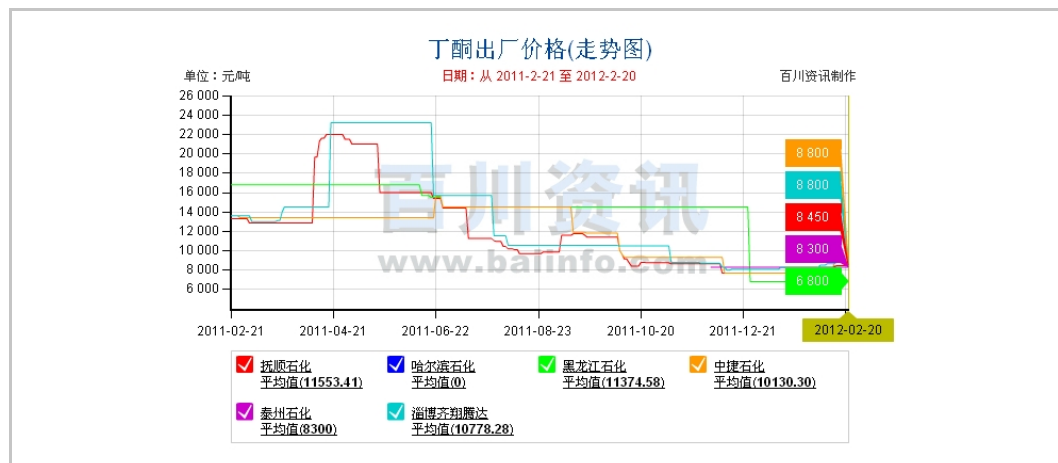
从甲乙酮价格近五年来的价格走势来看，合理价格应该在1.1万元/吨上下，我们预计，随着二季度下游企业开工率的逐渐上升，甲乙酮价格将逐渐走出底部，呈小幅上涨态势。

图表 12: 甲乙酮 2011 年 2 月~12 月出口量及净出口量



资料来源: WIND 华泰证券

图表 13: 国内主要甲乙酮厂家出厂价走势



资料来源：隆众石化网 华泰证券

三、丁二烯供不应求，产品价格波动幅度较大

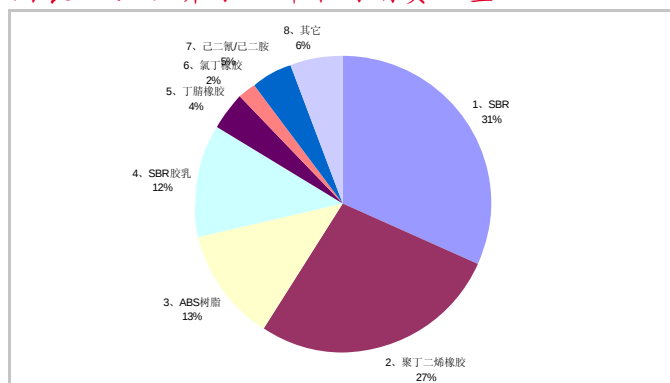
3.1 合成橡胶产能的大量投产推动丁二烯需求保持旺盛

丁二烯是石油化工原料，重要的聚合物单体，主要用于合成橡胶领域。从全球范围来看，丁二烯主要用于 SBR（丁苯橡胶）、聚丁二烯橡胶、ABS 树脂、SBR 乳胶、丁腈橡胶、氯丁橡胶的等。其中用于合成橡胶领域的比重超过 70%。

2010 年全球丁二烯消费量为 1050 万吨，其中亚太地区占比最大，消费量 490 万吨占比 46.7%，其次是北美和西欧，分别为 236 万吨和 210 万吨。根据权威机构预测，未来几年内丁二烯需求增速为 3.5%，2015 年总消费量为 1250 万吨。

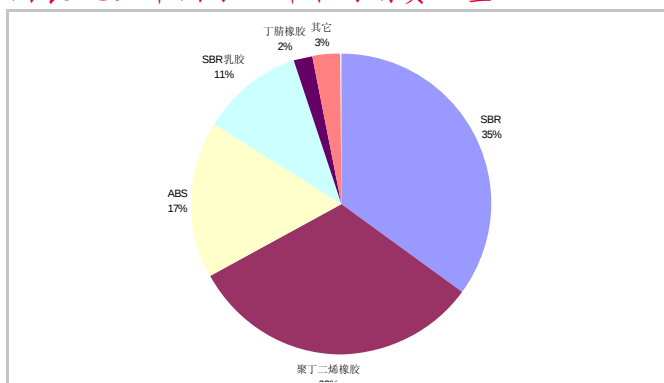
中国丁二烯在上世纪 90 年代初主要用于橡胶领域，目前来看橡胶领域的需求占比仍然很大，但增长较快的是非橡胶领域。2010 年中国丁二烯表观消费量为 190 万吨左右，其中 SBR 消费 67 万吨，占 35%，聚丁二烯橡胶消费 61 万吨占 32%，ABS 领域消费 32 万吨占 17%。

图表 14：世界丁二烯下游消费比重



资料来源：华泰证券

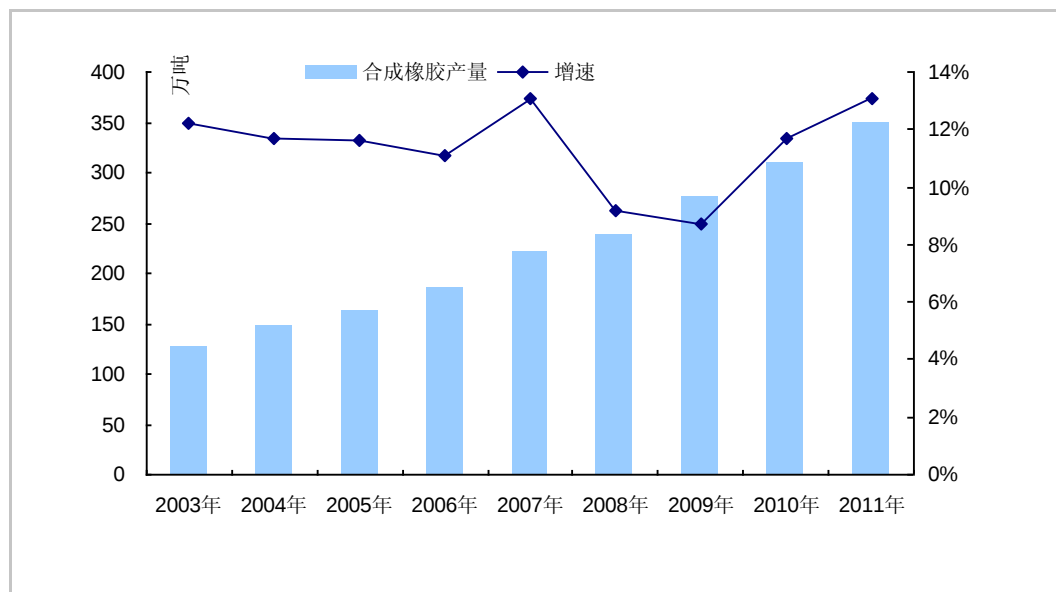
图表 15：中国丁二烯下游消费比重



资料来源：华泰证券

中国丁二烯需求领域主要来自合成橡胶领域，2003 年~2011 年合成橡胶产量从 127.2 万吨增长至 348.8 万吨，增长 2.74 倍，年均复合增长率为 13.4%。合成橡胶的需求主要来自汽车轮胎及橡胶制品。在汽车轮胎中，载重汽车用轮胎占比较大，载重汽车轮胎大约三个月需全部更换，基建、矿山及物流运输领域是载重汽车的主要应用领域，十二五的前两年，大型基建项目处于集中建设期，对轮胎的需求增长较快。同时也带动上游合成橡胶产能快速扩张。

图表 16: 合成橡胶 2003~2011 年产量及增速



资料来源: WIND 华泰证券

以消费量最大的丁苯橡胶为例, 2011 年末国内 SBR 生产能力为 131 万吨, 近两年丁苯橡胶产能大幅扩张, 2011 年投产的有 40 万吨产能, 2012 年还有 30 万吨产能投产。综合下游合成橡胶各品种未来的需求量, 预计十二五期间, 丁二烯的需求量将年均增长 14~15%, 呈现快速增长态势。

图表 17: 近年来丁苯橡胶产能建设情况

企业名称	产能	投产时间
浙江杭州浙晨橡胶有限公司	10 万吨丁苯橡胶一期 5 万吨投产	2011 年 1 月投产
天津陆港石油橡胶公司	10 万吨丁苯橡胶	2011 年 1 月投产
福建湄州湾氯碱工业公司	10 万吨丁苯橡胶 5 万吨顺丁橡胶	分别于 2011 年 12 月、7 月投产
抚顺石油化工公司	20 万吨丁苯橡胶	在建
福建省福橡化工公司	10 万吨丁苯橡胶	2011 年 12 月
山东华懋新材料有限公司	10 万吨丁苯橡胶	在建

资料来源: 华泰证券

3.2 丁二烯产能扩张受制于碳四资源瓶颈, 未来缺口在 30 万吨左右。

2010 年末全球丁二烯产能为 1375 万吨, 主要分布在亚太地区、北美和西欧, 与消费市场比重基本相当。中国丁二烯生产企业几乎全部为中国石油和中国石化下属的大型炼化企业。这与丁二烯的生产原料具有天然联系。

丁二烯的来源主要是从乙烯裂解装置副产的碳四馏分中抽提出来的, 根据所用溶剂不同, 可分为乙腈法 (CAN)、二甲基甲酰胺法 (DMF) 和 N-甲基吡咯烷酮法 (NMP) 三种。除了抽提工艺外, 以丁烷和丁烯为原料的合成法也逐渐推广, 该工艺为丁烯氧化脱氢反应, 在美国丁二烯产量的一半来自该工艺, 齐翔腾达是国内首次采用丁烯氧化脱氢工艺的丁二烯生产企业。

图表 18: 国内丁二烯主要生产企业

中国生产商	2009 年中期产能
1、中国石油吉林石油化工公司	23.0
2、中国石化扬子石油化工公司	21.0
3、惠州中国海油壳牌石油化工公司	15.5
4、中国石化北京燕山石油化工公司	13.5
5、中国石油兰州石油化工公司	13.5
6、中国石油上海石油化工公司	11.0
7、中国石化齐鲁石油化工公司	16.4
8、中国石化茂名石油化工公司	15.0
9、中国石化广州石油化工公司	3.4
10、中国石化高桥石油化工公司	4.5
11、中国石化大庆石油化工公司	8.1
12、中国石油独山子石油化工公司	3.5
13、北京东方石油化工公司	3.0
14、中国石油抚顺石油化工公司	2.0
15、上海塞科石油化工公司	9.0
16、蓝星天津石化分公司	3.0
17、辽宁华锦化工公司	2.5
合计	167.9

资料来源：华泰证券

从最近几年丁二烯产能扩张的情况来看，基本上集中在拥有丰富碳四资源的大型炼化企业中，预计 2015 年国内丁二烯产能将达到 330 万吨，即使满负荷生产，相对需求仍有约 30 万吨的缺口需要进口来满足。

图表 19: 近年来国内丁二烯产能建设情况

生产企业	产能	完工年份
扬子-巴斯夫石化	12	2011
辽宁华锦化工公司	6.5	2009
中国石化-科威特	15	2014
大庆石化	6.9	2012
独山子石化	9.5	2009
抚顺石化	10.5	2012
四川石化	15	2014
天津石化	20	2010
武汉石化	12	2013
镇海炼化	14	2010
广州石化	12	2009
合计	133.4	

资料来源：华泰证券

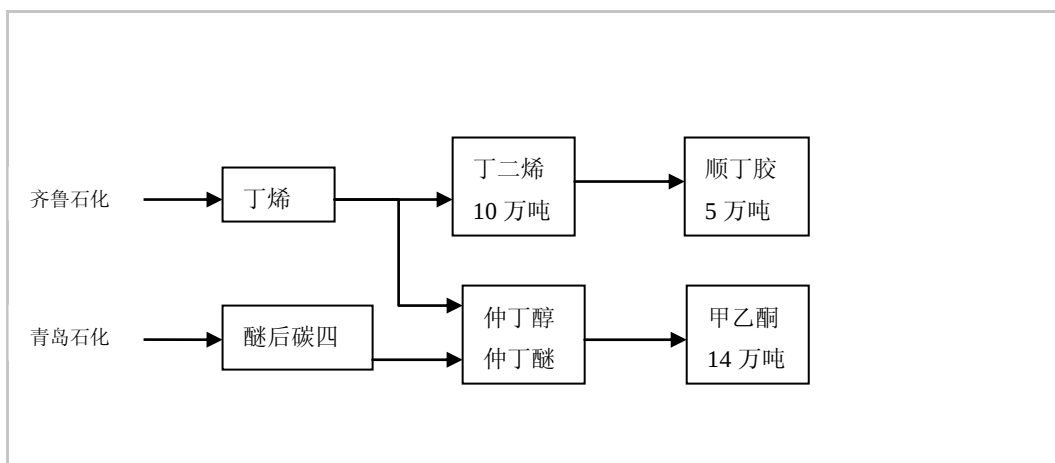
四、齐翔腾达具有碳四产业链长的特点，具有多联产优势

4.1 碳四产业链长，下游产品众多，公司可根据产品市场情况灵活调节

齐翔腾达前身成立于 2002 年，由齐鲁石化橡胶厂出资设立。公司原料来自碳四全部来自齐鲁石化，青岛思远公司醚后碳四来自中国石化青岛炼化公司。公司第一套 2 万吨甲乙酮产能技术来自抚顺石油化工研究院，经过十年的吸收消化，目前已经完全掌握了甲乙酮生产技术。其产品的各项技术指标均领先行业水平。碳四下游产业链产品众多，可以作为商品外售的品种较多，生产工艺较为复杂，公司是碳四产业链专家。

从图表 6 中碳四总产业链来看，下游生产装置主要是利用碳四资源中的丁烯和异丁烯组分，产品包括仲丁醇、MTBE、裂解异丁烯、甲乙酮、丁二烯、顺丁橡胶等。各产品之间可以根据产品的市场情况进行调节，如 MTBE 和裂解异丁烯之间，如果 MTBE 市场销量较好，公司可以减少裂解异丁烯的产量以生产更多的 MTBE。从产业链上还可以看出，丁二烯—顺丁橡胶产业链与甲乙酮产品的原料为丁烯，公司可以根据各产品的情况灵活调节丁烯的分配。这是其它甲乙酮企业所不具备的产业链优势。

图表 20：齐翔腾达丁烯及下游产业链



资料来源：华泰证券

从甲乙酮生产企业构成来看，绝大多数是大型炼化企业，甲乙酮占其比重很小，且甲乙酮产业链较为单一。齐翔腾达主营业务的 70% 左右来自甲乙酮产品，相比行业内其它公司，更加专注于碳四产业链各产品的技术及市场。

4.2 丁二烯和顺丁橡胶项目是公司未来两年增长的主要动力

公司目前有临淄本部和青岛两个生产基地，2008 年 9 月 8 万吨甲乙酮项目在青岛投产，该项目主要是利用青岛炼化醚后碳四资源，主要生产甲乙酮，该生产基地紧邻青岛炼化，碳四原料通过管道运输，甲乙酮产品直接通过管道运输到码头，销往华南地区。管道运输省却了长途运输环节，对甲乙酮的生产稳定性、连续性和可控性具有积极作用。醚后碳四在提取了公司所用的丁烯后，剩余的以丁烷为主成份的碳四返销

给青岛炼化，作为液化气对外销售。

图表 21: 齐翔腾达募集资金项目

	总投资额	建设期	投产日期
1、8万吨甲乙酮项目	4.98	12个月	2008年9月
2、15万吨溶剂油	0.75	13个月	停止实施
3、基层营销网络建设	0.98	36个月	
4、研发中心建设	0.82	12个月	
合计	7.53		

资料来源：华泰证券

临淄基地具有完善的碳四产业链，下游加工处理能力较强，可以发挥多联产优势，公司利用超募资金投资建设10万吨丁二烯项目和5万吨稀土顺丁橡胶项目，是丁烯下游产业链的延伸，其中5万吨顺丁胶需要消耗5.5万吨丁二烯，假如满负荷生产，丁二烯外售比例不到一半，对丁二烯市场冲击较小。10万吨丁二烯需要消耗21.4万吨丁烯，按照碳四中丁烯占40~50%的比重计算，丁二烯项目需要多消耗42.8~53.5万吨碳四资源。齐鲁石化和青岛炼化的碳四资源丰富，完全可以满足。

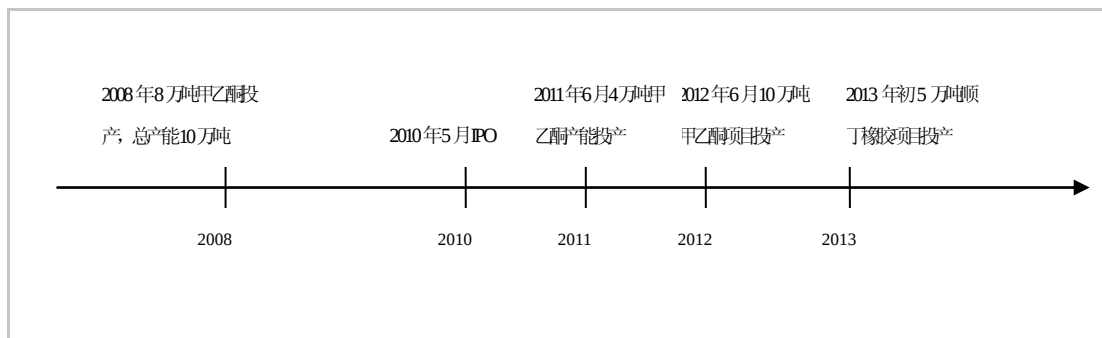
图表 22: 齐翔腾达超募资金投资项目

	总投资额	建设期	预计投产日期
1、10万吨丁二烯项目	4.05	12个月	2012年6月
2、4万吨甲乙酮技改	2	6个月	2011年6月
3、5万吨稀土顺丁橡胶项目	6.15	12个月	2012年12月
4、公用工程项目	2		
5、收购淄博翔达化工公司	0.52		
6、收购齐翔惠达化工公司	1.13		
7、收购天津有山化工公司	0.83		
合计	16.68		

资料来源：华泰证券

从公司近年的发展来看，2008年至今，甲乙酮产能从2万吨扩大至14万吨，实际产量能达到18~20万吨。2012年的业绩增长动力来自4万吨甲乙酮技改后的产能释放以及10万吨丁二烯项目的投产。2013年则来自于顺丁胶项目和丁二烯项目产能的继续释放。

图表 23: 齐翔腾达近年来的产能投产情况



资料来源：华泰证券

五、盈利预测及投资评级

5.1 盈利预测关键假设及说明

对公司营业收入和营业成本影响较大的因素为甲乙酮的盈利能力（价格及成本）、丁二烯项目的投产进度及 2012、2013 年的产销量及盈利能力、顺丁橡胶项目的投产进度及 2013 年的产销量及盈利能力，其它产品可以按照加工碳四资源的量同步增加。

我们预计 2012 年甲乙酮价格将回升至 1.05 万元/吨（不含税）的均价，低于 2011 年的均价，目前甲乙酮的价格为 0.85 万元/吨（含税），预计二季度开始甲乙酮价格将逐渐上涨。

丁二烯项目在今年的 6 月份投产的可能性较大，但下半年产品的价格变动较大，具有很大的不确定性，是影响盈利预测准确度的最大变动因素，相对而言生产成本则较为稳定。

稀土顺丁橡胶比普通顺丁胶在价格上贵 3000~4000 元/吨，从目前的橡胶价格来看，2013 年 3 万元/吨的均价是合理的。

自 2008 年金融危机以来，化工品价格出现了暴涨暴跌走势，相比前几年极不稳定，因此盈利预测假设的难度增加，我们会跟踪这几种产品的价格走势作出调整。

图表 24：盈利预测关键假设条件

		2010A	2011E	2012E	2013E
甲乙酮	销售量 万吨	13.5	18	18	18
	销售均价 元/吨	11469	11000	10500	11000
	销售成本 元/吨	8005	8000	8050	8100
	销售收入	154825	198000	189000	198000
	销售成本	108069	144000	144900	145800
丁二烯	销售量 万吨			5	5
	销售均价 元/吨			20000	21000
	销售成本 元/吨			15000	15500
	销售收入			100000	105000
	销售成本			75000	77500
稀土顺丁胶	销售量 万吨				3
	销售均价 元/吨				30000
	销售成本 元/吨				21000
	销售收入				90000
	销售成本				63000

5.2 盈利预测结果及投资评级

图表 25：盈利预测简表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2360	2766	4018	5232
营业成本	1761	2119	3154	3988
营业税金及附加	17	19	28	36
营业费用	38	50	70	93
管理费用	41	45	67	86
财务费用	-7	-4	-1	-2
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	538	699	1032
营业外收入	4	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	508	539	701	1034
所得税	88	97	126	186
净利润	420	442	575	848
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	420	442	575	848
EBITDA	558	584	777	1144
EPS（元）	1.62	0.95	1.23	1.81

盈利预测结果表明，2011 年、2012 年、2013 年公司每股收益分别为 0.95 元、1.23 元和 1.81 元。对应估值水平分别为 25.0 倍、19.2 倍和 13.0 倍。

根据我们跟踪的 56 家典型化工股估值水平来看，最新整体市盈率为 20.6 倍。我们预计 2012 年化工股估值合理区间为 20~28 倍，估值中枢为 25 倍左右。对应公司合理股价为 30.75 元。考虑到公司甲乙酮产品价格处于从底部回升的趋势，丁二烯产品盈利能力超预期的可能性较大。给予公司“买入”评级。

六、风险因素提示

6.1、新建项目进度低于预期风险

6.2、甲乙酮、丁二烯产品价格大幅波动风险

附：盈利预测详表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2252	2455	2176	2887	营业收入	2360	2766	4018	5232
现金	1883	2141	1759	2384	营业成本	1761	2119	3154	3988
应收账款	84	58	61	64	营业税金及附加	17	19	28	36
其他应收款	0	2	3	3	营业费用	38	50	70	93
预付账款	122	101	165	214	管理费用	41	45	67	86
存货	83	81	82	82	财务费用	-7	-4	-1	-2
其他流动资产	81	72	107	140	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	473	728	1459	1450	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	446	551	950	1125	营业利润	504	538	699	1032
无形资产	17	21	30	34	营业外收入	4	2	2	2
其他非流动资产	9	156	479	291	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	2724	3183	3635	4336	利润总额	508	539	701	1034
流动负债	142	289	257	248	所得税	88	97	126	186
短期借款	0	138	110	101	净利润	420	442	575	848
应付账款	35	58	52	51	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	107	93	95	96	归属母公司净利润	420	442	575	848
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	558	584	777	1144
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.62	0.95	1.23	1.81
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	142	289	257	248	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	260	467	467	467	成长能力				
资本公积	1797	1589	1589	1589	营业收入	81.9%	17.2%	45.2%	30.2%
留存收益	526	838	1322	2031	营业利润	118.3%	6.6%	30.0%	47.6%
归属母公司股东权益	2583	2895	3378	4088	归属于母公司净利	142.0%	5.2%	30.0%	47.5%
负债和股东权益	2724	3183	3635	4336	获利能力				
					毛利率(%)	25.4%	23.4%	21.5%	23.8%
现金流量表					净利率(%)	17.8%	16.0%	14.3%	16.2%
单位: 百万					ROE(%)	16.3%	15.3%	17.0%	20.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	60.0%	49.2%	33.1%	46.8%
经营活动现金流	340	539	545	875	偿债能力				
净利润	420	442	575	848	资产负债率(%)	5.2%	9.1%	7.1%	5.7%
折旧摊销	61	50	79	114	净负债比率(%)	0.00%	47.71%	42.83%	40.64%
财务费用	-7	-4	-1	-2	流动比率	15.88	8.51	8.46	11.62
投资损失	0	0	0	0	速动比率	15.29	8.23	8.14	11.29
营运资金变动	-138	54	-108	-85	营运能力				
其他经营现金	4	-3	1	1	总资产周转率	1.33	0.94	1.18	1.31
投资活动现金流	-45	-292	-810	-105	应收账款周转率	44	37	65	81
资本支出	47	300	800	100	应付账款周转率	34.00	45.56	57.13	77.07
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	2	8	-10	-5	每股收益(最新)	0.90	0.95	1.23	1.81
筹资活动现金流	1415	12	-118	-145	每股经营现金流	0.73	1.15	1.17	1.87
短期借款	-248	138	-28	-9	每股净资产(最	5.53	6.20	7.23	8.75
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	65	208	0	0	P/E	26.29	24.98	19.21	13.03
资本公积增加	1714	-208	0	0	P/B	4.27	3.81	3.27	2.70
其他筹资现金	-117	-126	-90	-136	EV/EBITDA	16	16	12	8
现金净增加额	1709	258	-382	625					

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。