

# 多个新项目落地, 开创齐翔 新未来 (更新)

齐翔腾达 (002408)

## 事件

### 与中国化学合资投建尼龙 66 产线

公司近期与中国化学集团及其孙公司中国天辰共同发起设立天辰齐翔, 注册资本 27 亿元, 公司持股比例 10%, 本次投资成立天辰齐翔规划建设年产 100 万吨尼龙 66 新材料产业基地, 项目分两期建设, 一期主要包含 30 万吨/年丙烯腈联产氢氰酸装置、5 万吨/年氰化钠装置、9 万吨/年氢氰酸装置、20 万吨/年己二腈装置、20 万吨/年加氢装置和 20 万吨/年尼龙 66 成盐及切片装置。

### 签署环氧丙烷装置生产工艺许可及服务协议

公司与赢创、蒂森克虏伯共同签署环氧丙烷生产工艺许可及服务协议, 其中包含公司与赢创签署过氧化氢工艺许可及服务协议; 公司与赢创、蒂森克虏伯签署过氧化氢直接氧化法生产环氧丙烷工艺许可及服务协议。上述许可及服务协议用于公司新建 30 万吨/年环氧丙烷项目。

### 对外投资设立储运公司

公司宣布为应对产品产能不断扩大以及匹配未来新项目对原料的需求, 解决后续原料供应瓶颈, 公司拟使用自有资金 2 亿元在山东省烟台市莱州港码头投资设立全资子公司, 打造沿海原料仓储基地。所设立的公司名称为齐翔腾达(莱州)储运有限公司, 预计总投资 8 亿元, 投资内容为低温储罐库区(含储存、装车设施)。

## 简评

### 在己二腈领域取得技术突破, 意义重大

尼龙 66 又名 PA66、聚酰胺 66, 广泛应用于汽车工业、仪器壳体以及其它对强度、耐高温性、耐水解性要求较高的下游领域。尼龙 66 的主要原料己二胺和己二酸, 其中己二胺的原料己二腈目前国内尚无生产企业, 国内消费完全依赖进口, 因此己二腈、己二胺的供应情况对尼龙 66 切片价格影响很大。

由于己二腈技术壁垒及投资门槛较高, 导致其行业集中度极高, 目前全球己二腈产能 180 万吨左右, 主要集中在英威达、奥升德、巴斯夫(含索尔维)、旭化成四家企业中, 其中英威达占比超过 50%, 也是唯一一家向外大量销售己二腈的生产商。

维持

增持

于洋

010-86451150

执业证书编号: S1440518080001

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

13811910975

执业证书编号: S1440518100005

发布日期: 2019 年 08 月 01 日

当前股价: 7.63 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.55/-0.4	-13.31/-8.71	-37.17/-39.64
12 月最高/最低价 (元)		11.05/6.13
总股本 (万股)		177,520.93
流通 A 股 (万股)		173,978.58
总市值 (亿元)		135.45
流通市值 (亿元)		132.75
近 3 月日均成交量 (万)		997.6
主要股东		
淄博齐翔石油化工集团有限公司		54.37%

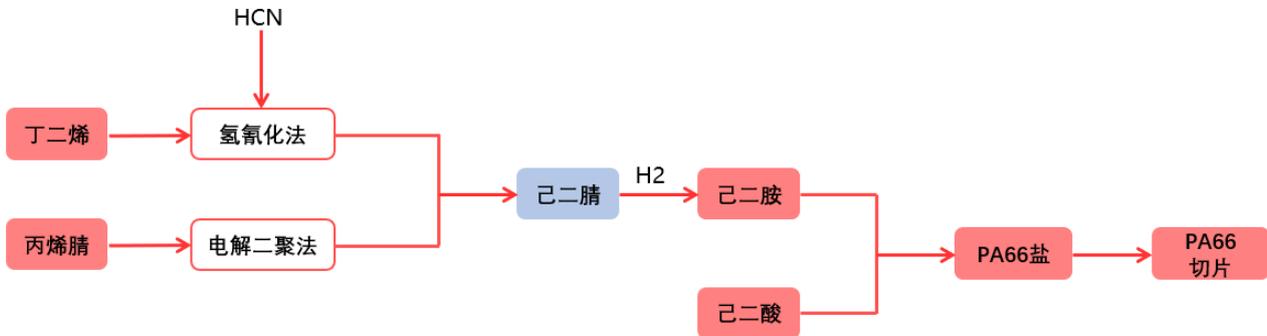
### 股价表现



### 相关研究报告

19.04.01	【中信建投化学制品】齐翔腾达(002408): 盈利能力稳定, 关注产业链延伸
18.11.22	【中信建投化工】齐翔腾达(002408): 大股东增持, 拟回购股份, 彰显长期发展信心
18.08.27	齐翔腾达(002408)半年报简评: 上半年业绩同增 56%, 碳四龙头内牛外延令

图 1：尼龙 66 产业链



资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

我国一直在己二腈国产化的道路上进行探索，但迄今为止尚未实现工业化量产。上世纪 70 年代，中石油辽阳分公司曾引进 2 万吨/年己二酸催化氨化法生产己二腈，但由于成本偏高，于 2002 年停车；2015 年 8 月，山东润兴化工首次尝试自主技术建设 10 万吨/年己二腈装置，结果在试生产时发生爆炸，至今仍未重启。公开信息显示，中国天辰工程有限公司自主研发的“丁二烯直接氢氰化法合成己二腈技术”，在 2015 年通过了中国石油和化学工业联合会科技成果鉴定，已获得多项发明专利授权，并通过实验装置顺利产出合格产品。本次齐翔腾达与中国化学合作建设包括己二腈在内的全套 PA66 产线意义重大，标志着中国在 PA66 产业链的关键瓶颈环节实现突破。

### 30 万吨环氧丙烷装置落地，进一步提高产业链附加值

环氧丙烷近年来一直保持较好的盈利状态。从供给端来看，由于环境友好性较差，新增产能无法采用氯醇法工艺，同时共氧化法等新型工艺路线由于多种原因推广速度极慢，虽然目前国内规划中的环氧丙烷装置数量不少，但实际落地速度较为缓慢，而且存在很大的不确定性，除红宝丽 12 万吨装置已试产以外，短期 2 年内几乎没有新产能投放，供给紧张的状态将持续。需求端，环氧丙烷下游需求较为分散，主要分布在家具、家电、汽车、保温材料、胶粘剂等诸多行业，过去几年，我国 PO 需求一直保持平稳增长，2018 年全国表观消费量达到 295 万吨，同比增长 3%；过去十年全国表观消费量 CAGR 达到 7%，我们预计未来 PO 需求仍将保持 3-5% 的同比增长。基于以上分析，供给端新增产能较少，需求端稳定增长，预计环氧丙烷在未来一段时间仍将保持供应紧张状态，相关企业盈利可持续。

### 投资设立储运公司，完善产业链布局

公司宣布拟使用自有资金 2 亿元在山东省烟台市莱州港码头投资设立全资子公司，打造沿海原料仓储基地，预计总投资 8 亿元，投资内容为低温储罐库区（含储存、装车设施）。公司主业为 C3、C4 产业链深加工，本次设立储运公司，将进一步完善产业链布局，在海外液化气原料获取方面奠定优势，增加公司盈利能力和盈利稳定性。

### 碳四产业链龙头地位稳固

公司是碳四全产业链龙头企业，专注于原料碳四深加工，目前已形成碳四丁烯、异丁烯、丁烷和异丁烷组分综合利用四条产品线。截止 2018 年底，公司主要产品产能有顺酐 20 万吨、甲乙酮 18 万吨、丁二烯 15 万吨、顺丁橡胶 5 万吨、异辛烷 20 万吨、甲基叔丁基醚（MTBE）35 万吨、丙烯 10 万吨、丁烯 10 万吨等，实现了碳四各组分的充分利用，总产能约为 150 万吨。顺酐产能规模全球第一，甲乙酮规模均为国内最大，这两种产品是

公司主要利润来源。

甲乙酮作为公司主打产品，继续保持良好的盈利能力，国内市场占有率保持 45% 以上，占国内出口份额 70% 以上。随着周边国家下游胶黏剂、涂料等需求中长期增加，甲乙酮出口预计继续扩大，有利于甲乙酮行业供需面持续改善。公司顺酐产品国内市场占有率 25% 以上，占国内出口份额 50% 以上，顺酐生产工艺采用正丁烷氧化法，相比占国内大多数产能的苯氧化法不仅环保，而且原料成本优势显著。随着顺酐行业环保趋严、集中度提升，公司作为龙头企业规模优势和技术优势将继续维持。

### 建议关注，增持评级

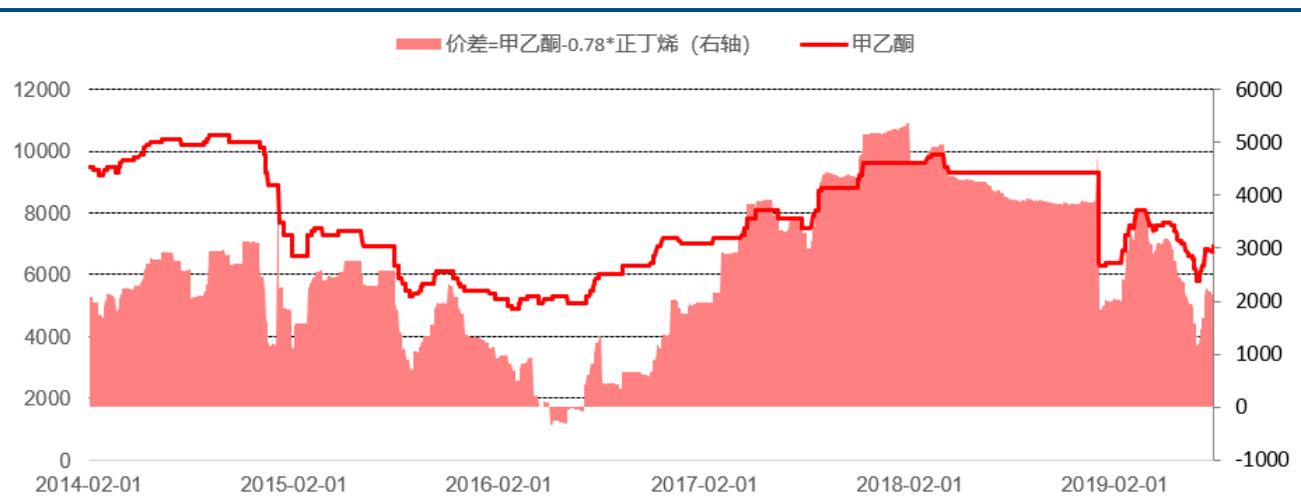
公司是 C4 全产业链龙头企业，甲乙酮、顺酐等主要产品盈利稳定；公司将积极进行并购整合和内生发展，横向和纵向拓展产业链条，提升利润规模；长期来看，控股股东雪松集团实力强劲，具备强大资源整合能力。预计公司 2019、2020 年分别实现归母净利润 8.81、9.66 亿元，对应 EPS0.50、0.54 元，对应 PE15 倍、14 倍，维持“增持”评级。

**表 1：预测和比率**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	22,226.20	27,924.06	27,384.41	29,255.84	29,689.35
主营收入增长率	278.30%	25.64%	-1.93%	6.83%	1.48%
EBITDA（百万元）	1,444.97	1,568.81	1,583.14	1,703.78	1,924.04
EBITDA 增长率	60.22%	8.57%	0.91%	7.62%	12.93%
净利润（百万元）	849.61	842.91	881.03	965.94	1,149.10
净利润增长率	69.07%	-0.79%	4.52%	9.64%	18.96%
ROE	12.78%	11.56%	10.78%	10.57%	11.17%
EPS（元）	0.480	0.470	0.496	0.544	0.647
P/E	15.73	16.06	15.21	13.88	11.66
P/B	2.02	1.84	1.64	1.47	1.30
EV/EBITDA	9.70	9.19	8.23	6.86	5.26

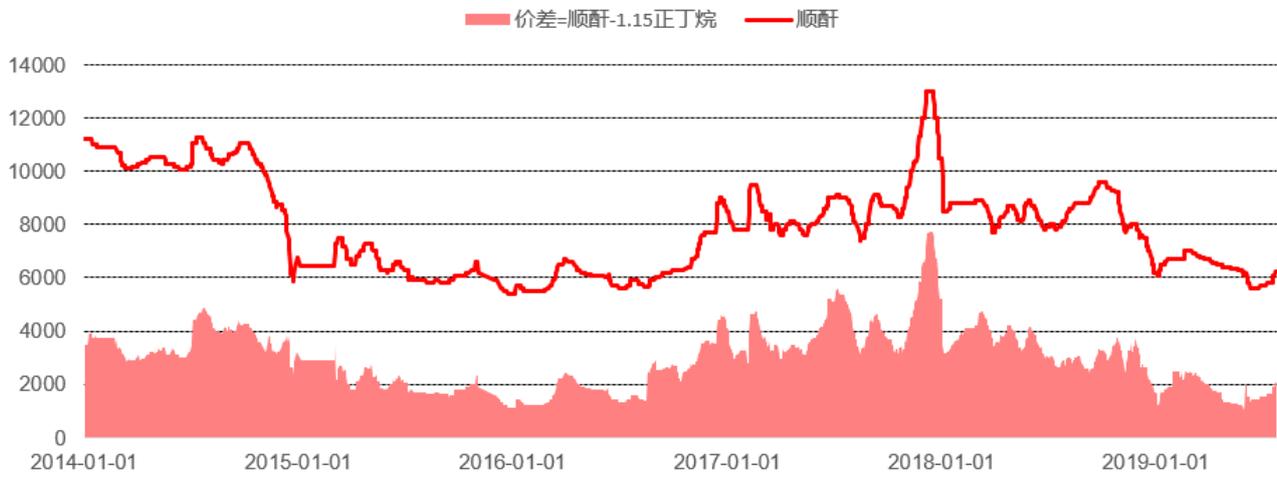
数据来源：Wind，中信建投研究发展部

**图 2：甲乙酮价格价差（元/吨）**



资料来源：Wind，中信建投研究发展部

图 3：顺酐价格价差（元/吨）



资料来源：Wind，中信建投研究发展部

图 4：环氧丙烷价格价差（元/吨）



资料来源：Wind，中信建投研究发展部

## 分析师介绍

**于洋**: 香港大学工学硕士, 4 年化工行业工作经验, 16 年开始从事卖方研究工作, 2017 年新财富环保行业入围团队成员。

**郑勇**: 北京大学地质专业硕士、经济学双学位, 基础化工行业研究员, 2 年石油行业工作经验, 2 年基础化工研究经验。2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859