

评级：强烈推荐
农用化工
公司深度报告

证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005

联系人 张伟保 S1080110100004

电话：0755-82485029

邮件：zhangweibao@fcsc.cn

齐翔腾达(002408)

—— 甲乙酮业绩弹性最大，丁二烯将力挽狂澜

预测价格区间(元) 26 ~ 28

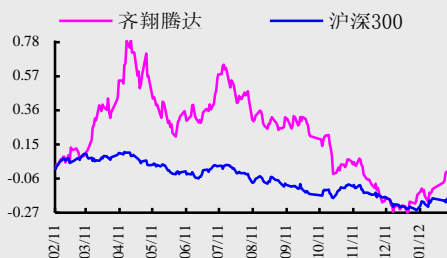
交易数据

上一日交易日股价(元)	22.3
总市值(百万元)	10,419
流通股本(百万股)	160
流通股比率(%)	34.29

资产负债表摘要(09/11)

股东权益(百万元)	2,875
每股净资产(元)	6.15
市净率(倍)	3.62
资产负债率(%)	7.58

公司与沪深300指数比较



相关报告

2011-03-17 《日本大地震对九大行业的影响》重大事件点评

2011-03-28 《甲乙酮量价齐升，让公司业绩飞一会》深度报告

2011-04-06 《10年业绩符合预期，11年业绩有望超预期》年报点评

2011-04-18 《迈向飞黄腾达的好日子》深度报告

2011-04-21 《一季度符合预期，二季度值得期待》季报点评

摘要：

- **甲乙酮价格触底，价格每上涨1000元/吨，增厚EPS0.32元左右，业绩弹性最大。**由于下半年宏观经济不景气，甲乙酮下游厂家开工率萎缩以及受丙酮替代需求影响，甲乙酮价格由上半年最高的23000元/吨一路下滑至下半年的8100元/吨，已跌破大部分生产厂家8900元/吨的成本价，创下09年以来的新低。我们认为，甲乙酮价格已见底，随着一季度下游需求旺季的到来，甲乙酮价格将回归10000元/吨的合理价位。公司作为国内最大的甲乙酮厂家，产能高达15万吨，甲乙酮价格每上涨1000元/吨，将增厚EPS0.32元左右，业绩弹性最大。
- **丁二烯投产恰逢其时，12年有望力挽狂澜。**如果说甲乙酮已经过了11年最好的盈利高点，那丁二烯将成为公司12年盈利能力大幅提升最好的接力者。据中石化销售部以及市场调研机构的数据统计，十二五期间丁二烯下游合成橡胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶产能增速高达15%以上，而丁二烯增速仅9%左右，“十二五”期间丁二烯需求增量将是供给增量的161%，严重供不应求。公司利用超募资金投资的10万吨/年丁二烯项目将于二季度投产，我们即使按照丁二烯平均出厂价格21000元/吨计算，预计12年能为公司新增销售收入14亿元左右，贡献净利润3亿元左右，增厚EPS0.64元左右，成为公司12年利润增长的最大看点。
- **稀土顺丁橡胶成为12年以后公司业绩增长和估值提升关键点。**公司使用超募资金1.4亿元与哈尔滨博实合资(公司51%股权)建设5万吨/年稀土顺丁橡胶项目，尽管博实合资退出了开发稀土顺丁橡胶的合作，公司于博实合资已经达成技术使用权购买的一致意见，目前进展顺利，未来产品主要用于替代进口。稀土顺丁橡胶预计于13年投产，届时将成为国内第一家稀土顺丁橡胶工业化生产者，不但会给公司带来新的利润增长点，也将提升公司的估值水平。
- **继续维持“强烈推荐”评级。**由于2011年下半年甲乙酮出现大幅下滑，公司盈利能力受到影响，我们调整2011-2013年的盈利预测为1.2元、1.76元、2.18元，按照目前股价19.4元计算，对应的PE分别为16倍、11倍和9倍，我们认为甲乙酮虽然已过最佳赢利点，但将将成为未来公司的稳定利润来源，丁二烯将成为公司未来的最大看点，我们看好丁二烯的未来发展，继续“强烈推荐”。
- **风险提示：**募投项目进展低于预期、产品价格大幅下滑、原料暴涨等。



目 录

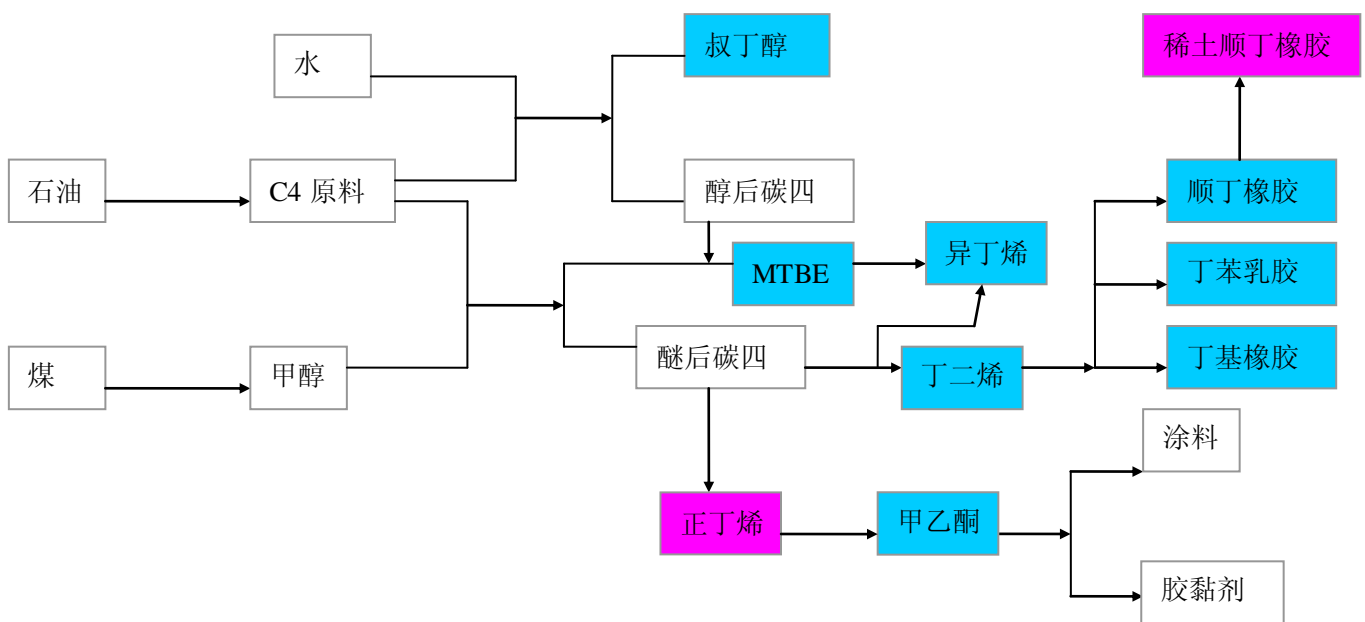
1	碳四深加工的龙头企业	3
1.1	公司主营业务规模及行业地位	3
1.2	公司主营收入和利润构成	5
2	甲乙酮价格将触底反弹，业绩弹性最大	6
3	丁二烯投产恰逢其时，12年将力挽狂澜	11
4	稀土顺丁橡胶将为公司带来盈利和估值双提升	16
5	盈利假设及预测	17
5.1	盈利假设	17
5.2	盈利预测	20
6	风险提示	20



1 碳四深加工的龙头企业

公司一直专注于对原料碳四进行深度加工转化成高附加值精细化工产品的研发、生产和销售，主要研发、生产和销售甲乙酮、MTBE、异丁烯、叔丁醇等，是国内规模最大的甲乙酮生产企业。公司在生产技术、产品质量、产量以及产品市场占有率等方面均居于同行业前列，是国内唯一一家达到并超过设计能力的产厂家。公司制定了严于 ASTM 标准并高于国内行业标准的企业标准，生产的甲乙酮产品纯度达到 99.9%以上，产品质量居于国内同行业领先水平。

图 1：公司打造的 C4 生加工产业链



数据来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所整理 注：蓝色为公司现有产品，红色为公司即将投产产品

1.1 公司主营业务规模及行业地位

在新增 4 万吨甲乙酮在 11 年投产后，公司目前具备约 15 万吨/年甲乙酮、10 万吨/年丁二烯（预计 12 年二季度投产）、4.5 万吨/年 MTBE、2.6 万吨/年异丁烯、1.2 万吨/年叔丁醇、5 万吨/年稀土顺丁橡胶(预计 13 年投产)的生产规模，规模优势明显。已



形成以甲乙酮为主导，丁二烯、MTBE、异丁烯和叔丁醇等为主要产品组合的产品结构。主营产品业务规模及行业地位如下：

(1) 公司拥有 15 万的甲乙酮设计产能，20 万吨生产能力，位居国内第一，其国内市场占有率已接近 40%，随着青岛 8 万吨甲乙酮新装置的磨合日趋完善，其最大产能利用率可达到 130%以上，再加上去年新扩产 4 万吨产能在 2011 年投产后，公司最大年产量可接近 20 万吨，稳居全球第一；

(2) 公司拥有 10 万吨的丁二烯设计产能，公司有丁烯氧化脱氢制取丁二烯技术储备，改变国内只能从混合碳四抽提丁二烯的工艺路线，技术和成本优势明显。预计公司 10 万吨丁二烯将于今年二季度投产，成为公司有意主要利润增长点；

(3) 目前公司拥有 4.5 万吨 MTBE 产能，位居行业前列，由于 MTBE 产品是碳四深加工初产品，又是下游深加工的原料，因此公司灵活根据 MTBE 和下游深加工产品的盈利能力来决定 MTBE 的销量，09 年公司 MTBE 产量 3.3 万吨，销量为 0.8 万吨；

(4) 目前公司拥有 1.2 万吨 85%叔丁醇产能，位居国内第二，由于国内 85%叔丁醇只有 9.5 万吨，需求达到 12 万吨，每年仍需大量进口，公司的 85%叔丁醇毛利率较高，达到 40%以上，公司 09 年 85%叔丁醇产量为 1.29 万吨，产能利用率达到 107%；

(5) 公司目前拥有 2 万吨异丁烯设计产能，产能位居国内第三，09 年产销 2.6 万吨，产能利用率达到 130%以上；

(6) 公司拥有 5 万吨的稀土顺丁橡胶涉及生产能力，由于国外对稀土顺丁橡胶进行技术封锁，目前国内尚无一家稀土顺丁橡胶工业化生产者，公司 5 万吨稀土顺丁橡胶 13 年投产后，将成为国内首个工业化生产商。



1.2 公司主营收入和利润构成

公司是作为 C4 深加工企业龙头，主营产品包括甲乙酮、异丁烯、叔丁醇、MTBE 等，其中甲乙酮是公司最主要的销售产品，也是营业收入和利润的最主要来源，09 年占比分别达到了 73.03%和 72.70%，10 年分别达到 65%和 63%，其余的 MTBE、异丁烯和叔丁醇都是 C4 深加工的中的副产品，09 年占营业收入的 25%左右,10 年占营业收入的 35%左右。

图 2: 公司主营业务收入构成

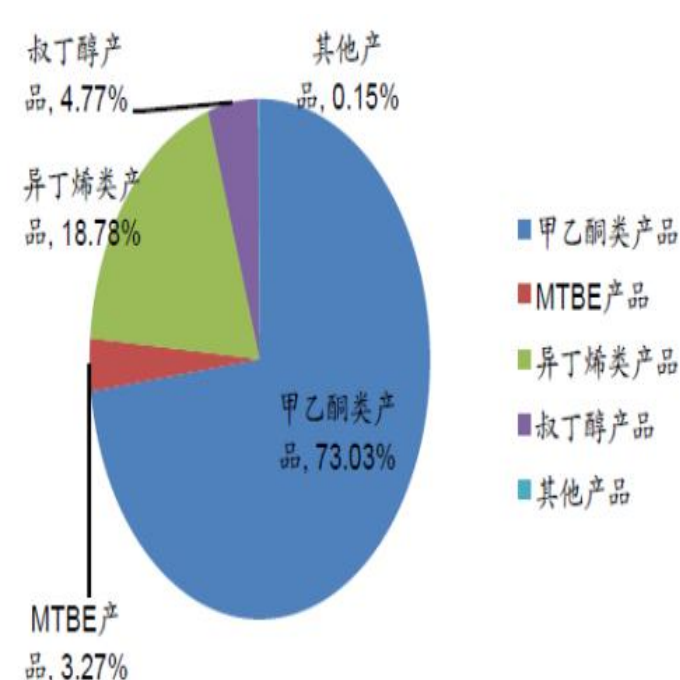
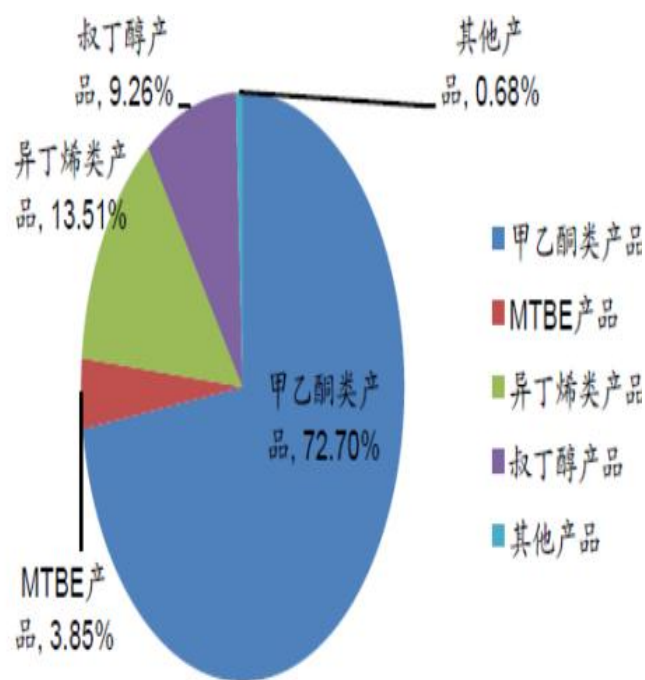


图 3: 公司主营产品利润构成



数据来源：公司年报、第一创业证券研究所整理

随着公司 C4 深加工的延伸，公司深加工产品稀土顺丁橡胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶业务在公司主营业务中的比重将进一步加大，尤其是公司另一大主营产品丁二烯的投产，甲乙酮的收入和盈利比重将进一步降低，而其他产品的比重将逐步提升，进而降低了过度依赖甲乙酮的经营风险。



2 甲乙酮价格将触底反弹，业绩弹性最大

甲乙酮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，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，其中涂料和胶粘剂是最主要的两个应用领域，占甲乙酮总消费的一半以上。

图 4：世界甲乙酮消费构成

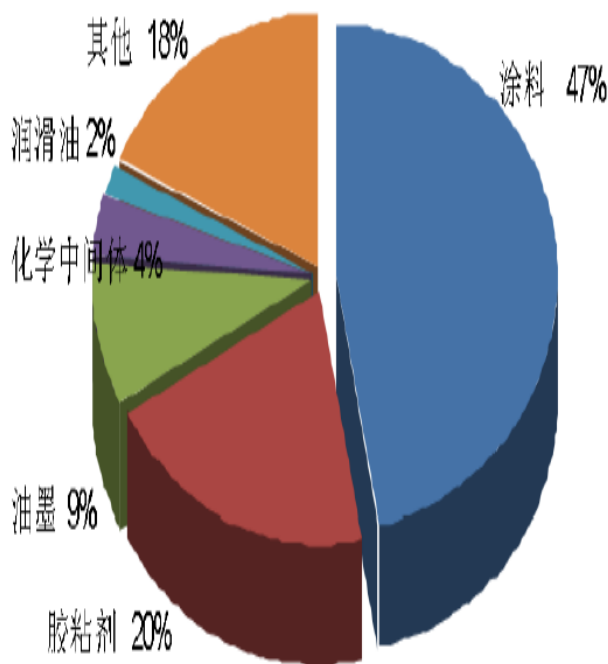
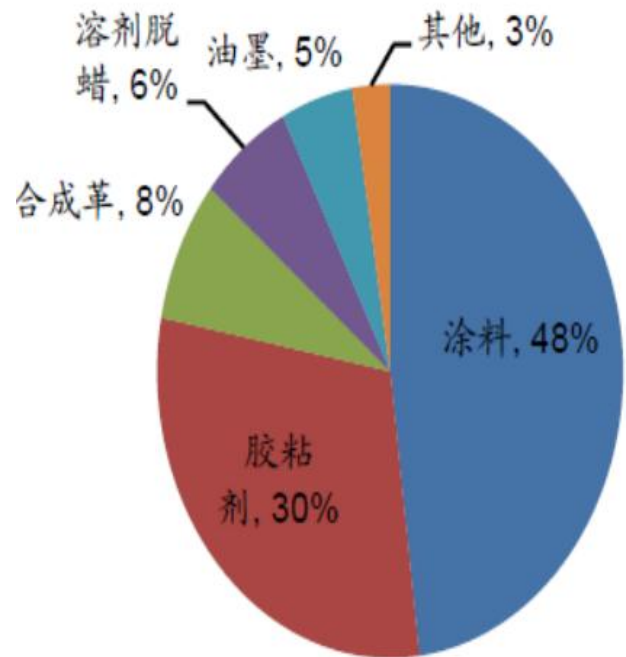


图 5：国内甲乙酮消费构成



数据来源：美国 SRI 咨询公司研究报告、百川资讯、第一创业证券研究所整理

受原料液化气供应影响，国内外甲乙酮生产厂家数较少，集中度非常高。全球甲乙酮生产规模较大的企业一般为大型精细化工公司，目前世界主流甲乙酮单线装置设计生产能力均在 5 万吨/年以上，约占世界产能 29% 的前 3 大国外生产商，每家最低产能为 13.5 万吨/年，最高的达 17 万吨/年，前十大生产厂家约占世界总产能的 61.58%。齐翔腾达国内最大的甲乙酮生产厂家，产能达到 15 万吨/年，位居世界第二。国内甲乙酮企业多为石化企业，或者与石化企业有较强合作关系，确保原料液化气的供应。



表 1: 国外甲乙酮主要生产厂家

序号	生产厂家	产能 (万吨)	国家或地区
1	丸善石油化工有限公司	17.0	日本
2	美国塞拉尼斯化工公司	13.6	美国
3	美国埃克森美孚化学公司	13.5	美国
4	英国埃克森美孚化学公司	13.5	英国
5	日本东燃化学	9.5	日本
6	荷兰壳牌化学公司	7.0	荷兰
7	德国萨索尔溶剂公司	7.0	德国
8	德国罗地亚	6.5	德国
9	台湾石化合成公司 (6万吨/年) 李长荣化学公司 (3万吨/年)	9	中国台湾
10	南非Sasol化学公司	5.5	南非
11	日本出光 Idemitsu	4.0	日本
12	韩国 Yukong	5	韩国
13	美国壳牌	4	美国
14	法国埃尔夫-阿托化学公司	5	法国
15	西 Oxiteno 公司	4	德国
16	罗马尼亚 Petro Brazi	3	罗马尼亚

数据来源: 百川资讯、第一创业证券研究所整理

表 2: 国内甲乙酮主要生产厂家



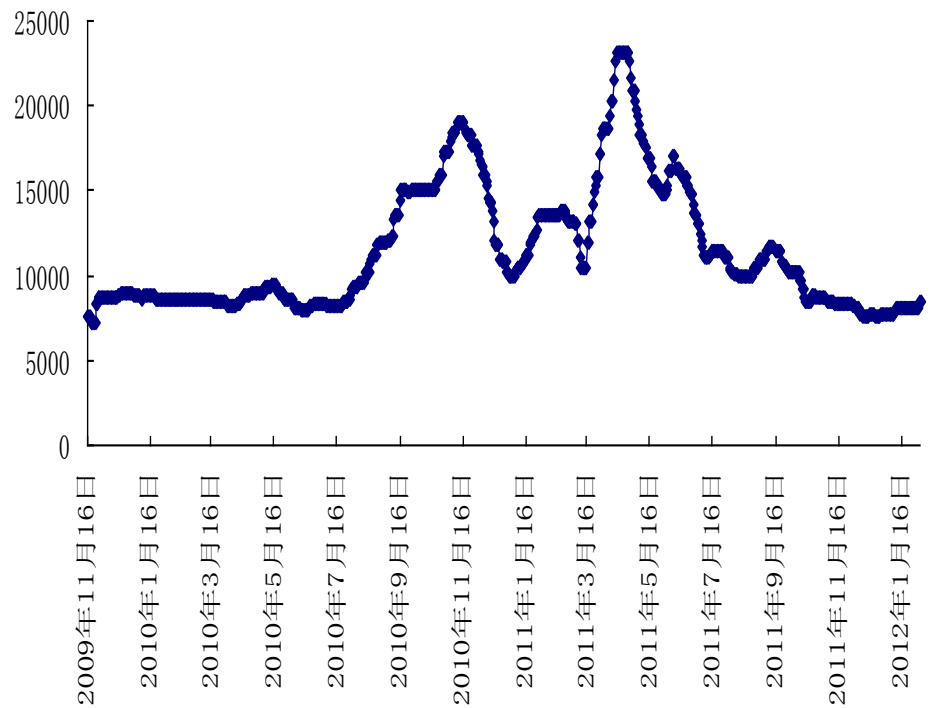
生产厂家	产能（万吨）
淄博齐翔	15
兰州石化	6
抚顺石化	5.5
泰州石化	4
独山子	4
河北中捷	3
哈炼化	3
黑龙江石化	1.5
中蓝石化	1.2
总计	43.2

数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所

甲乙酮价格已经触底，短期内回升是大概率事件。2011 年上半年受日本地震影响，甲乙酮价格一路狂飙至 23000 元/吨，短短的一个月内上涨 150%，导致下游厂家不得不寻找替代品丙酮等来规避成本大幅提升风险。到下半年，由于宏观经济下滑，房地产、汽车行业受到重创，涂料行业也急转直下，导致甲乙酮需求萎缩，随后甲乙酮价格也开始大幅下滑，最终由上半年最高的 23000 元/吨下滑至年底的 8200 元/吨。目前多数甲乙酮生产企业的完全成本价在 8900 元/吨左右，而甲乙酮价格已跌破成本价，多数企业无法承受亏损之痛，开始减产或停产。自 1 月份以来甲乙酮价格基本稳定在 8200 元/吨，我们认为甲乙酮价格已经触底，随着下游涂料一季度生产旺季的到来，以及其替代品丙酮价格的回升将刺激涂料生产厂家改换使用甲乙酮，甲乙酮需求将大幅增加，甲乙酮价格有望触底反弹。

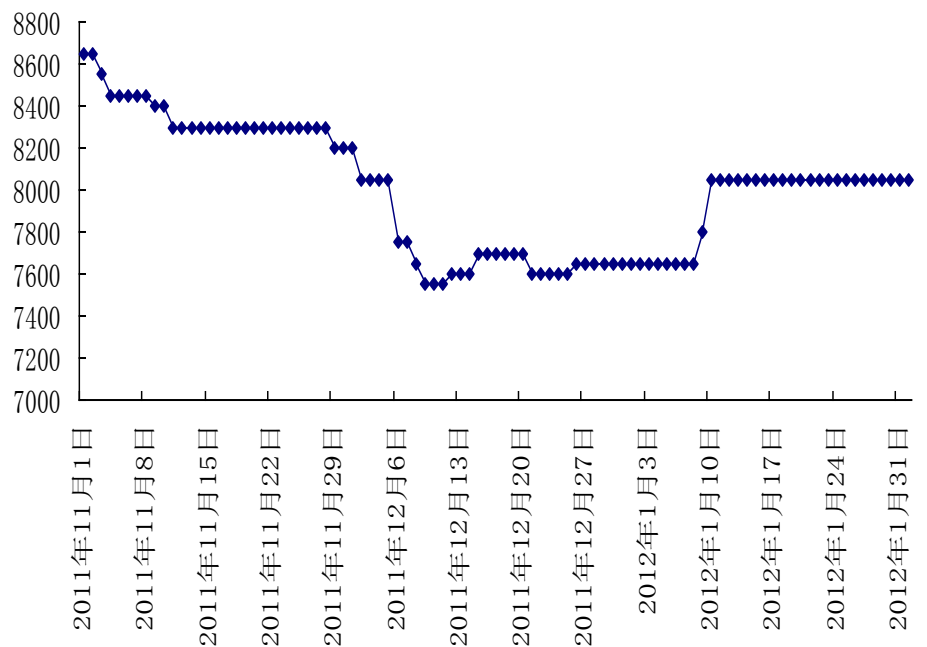


图 6: 近三年公司甲乙酮出厂价格走势



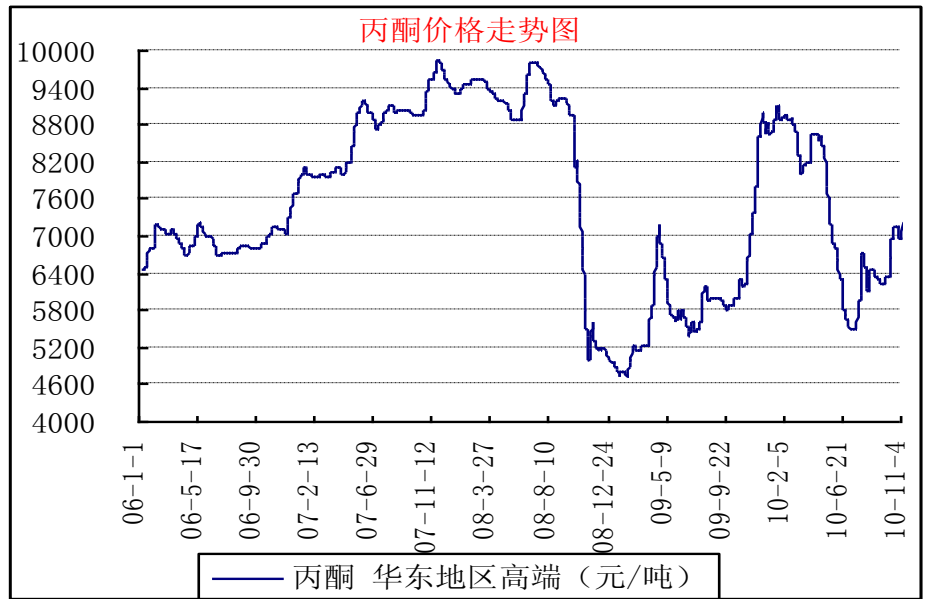
数据来源: 百川资讯、第一创业证券研究所

图 7: 近三个月公司甲乙酮出厂价走势



数据来源: 百川资讯、第一创业证券研究所

图 8: 甲乙酮替代品丙酮的出厂价格走势



数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所

公司受益**甲乙酮价格反弹**，业绩弹性最大。在公司 4 万吨新增产能 11 年顺利投产之后，目前**甲乙酮**产能已达 15 万吨，而国内**甲乙酮**产能仅 43 万吨左右，公司市场占有率高达 35%左右，稳居国内**甲乙酮**龙头地位。公司每股对应**甲乙酮**产能为 3.21 万吨/亿股，远高于同行业的上市公司天利高新的 0.69 万吨/亿股指标，我们按照当前**甲乙酮**价格 8200 元/吨的计算，价格每上涨 1000 元/吨，将增厚公司业绩 0.32 元左右，业绩弹性业内最大。



3 丁二烯投产恰逢其时，12年将力挽狂澜

丁二烯是一种重要的聚合物单体，能与多种化合物共聚制造各种合成橡胶和合成树脂，是合成丁苯橡胶和顺丁橡胶的重要原料。由于丁二烯主要来自于炼化副产品，因此丁二烯生产主要有大型炼化所得，生产主要集中在中石油和中石化以及中还有三大炼油企业，产能供给 200 万吨左右，占全国总产能的 96% 之多。从下游需求看，生产合成丁苯橡胶、顺丁橡胶、ABS 树脂、SBS 弹性体占丁二烯需求总量的 90% 以上。

图 9：丁二烯下游消费构成图

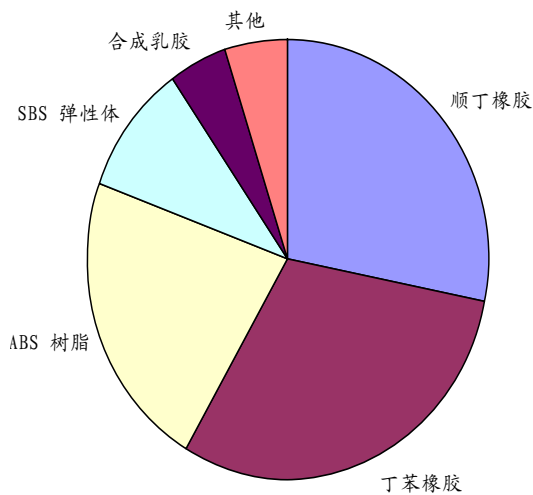
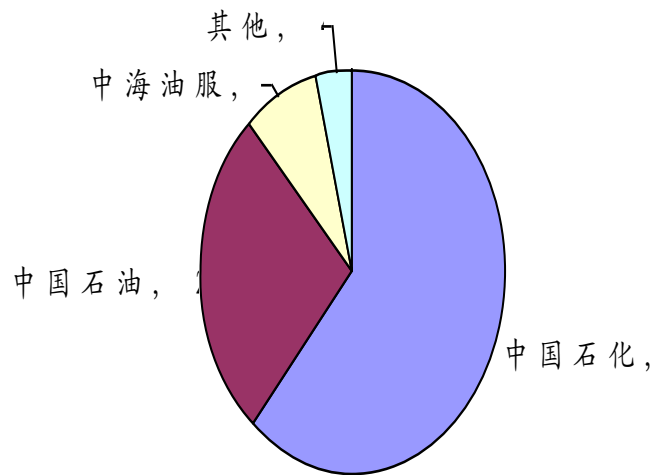


图 10：国内丁二烯生产企业占比构成图



数据来源：橡胶工业协会、第一创业证券研究所整理



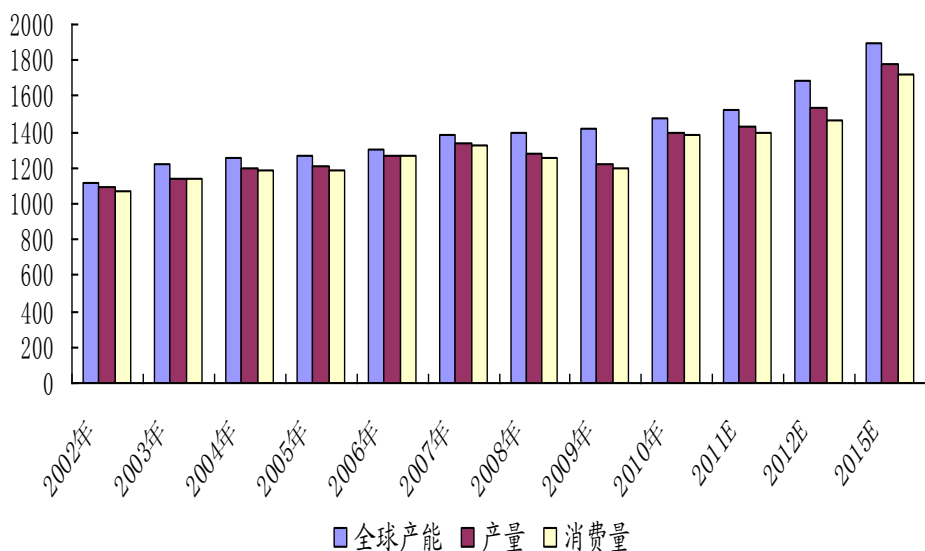
表 3: 国内丁二烯前十大生产企业产能情况 (单位: 万吨)

生产企业	产能
吉林石化	23
扬子石化	21
齐鲁石化	15.5
广州石化	15.4
茂名石化	13.5
燕山石化	13.5
独山子石化	13
福建炼化	12
上海石化	11
大庆石化	8.1
合计	146

数据来源: 石油化工协会、第一创业证券研究所

丁二烯供不应求, 行业进入高景气周期。受欧美国家炼油减产以及改用页岩气等新型燃料生产乙烯等影响, 丁二烯的全球供给增速缓慢, 未来五年仅有 3% 左右, 而丁二烯下游合成橡胶尤其是丁苯橡胶、顺丁橡胶等新增产能突飞猛进, 对丁二烯的需求增速将高达 5% 以上。需求和供给增速上的失衡将加速丁二烯行业高景气度的到来。目前, 国内外丁二烯价格不断上扬已预示着行业高景气周期的到来。

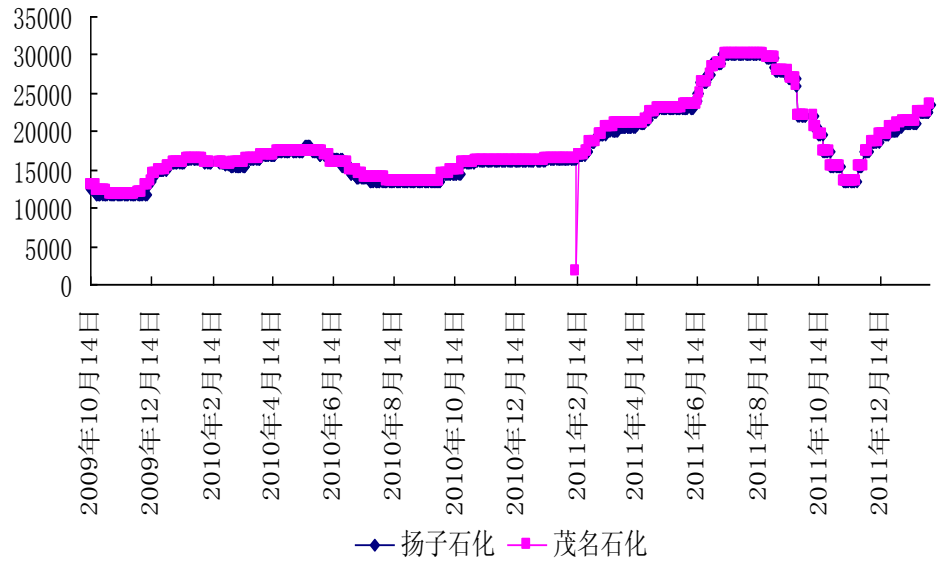
图 11: 全球合成橡胶产能、产量及消费量情况 (单位: 万吨)



数据来源: 中国统计年鉴、中华商务网、第一创业证券研究所整理

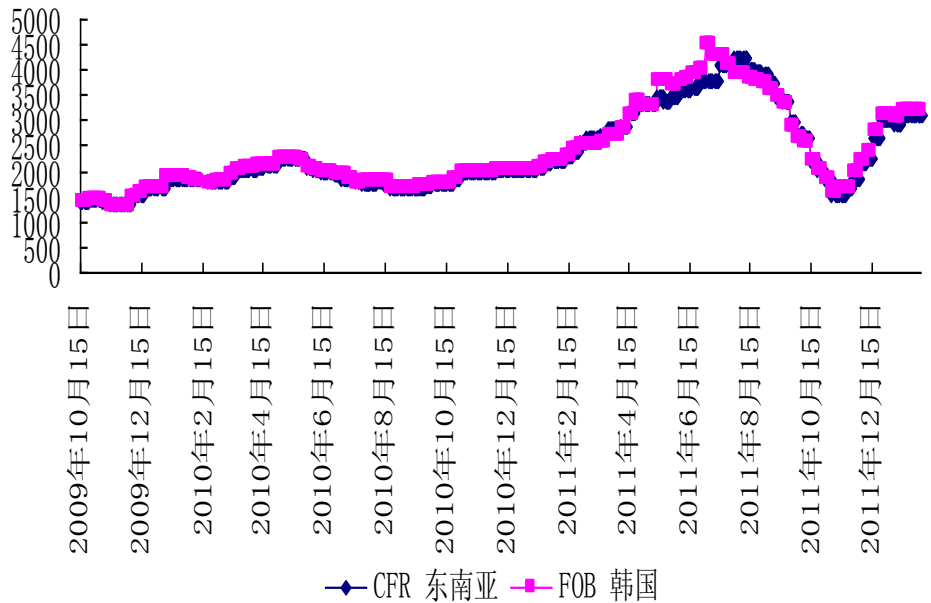


图 12: 国内丁二烯价格走势(单位: 元/吨)



数据来源: 百川资讯、第一创业证券研究所

图 13: 国际丁二烯价格走势(单位: 美元/吨)



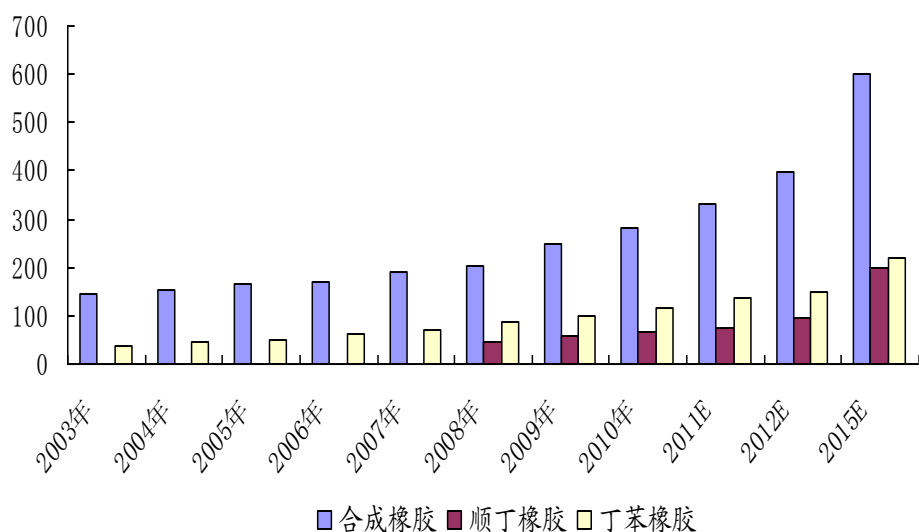
数据来源: 百川资讯、第一创业证券研究所

国内丁二烯供需失衡将更加严重。据中石化销售部和市场调研机构的统计,“十二五”期间国内丁二烯产能预计增加 91 万吨/年,产能增速在 8%左右,而即将投产或已开工建设的下游合成橡胶产能增速高达 10%以上,形成对丁二烯的需求量将达到 146.9 万吨/年,需求增量是供给增量的 161%,供需增速严重失衡,“十



“二五”期间将是国内丁二烯的高景气时代。

图 14: 我国合成橡胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶快速增长 (单位: 万吨)



数据来源: 百川资讯、第一创业证券研究所

表 4: 国内近两年顺丁橡胶新增产能情况 (单位: 万吨)

时间	名称	装置产能(万吨)
2012年3月	新疆蓝德精细石油化工股份有限公司	5
2012年10月	中石化茂名石油化工公司	10
2012年9月	中石油大庆石化公司	扩充8
2012年12月	南京扬子石化金浦橡胶有限公司	10
2012年12月	山东华懋新材料有限公司	10
2012年12月	山东玉皇化工公司	8
2012年12月	山东万达化工公司	3
2012年	中国石油四川乙烯工程计划	15
2012年	中石化北京燕山石油化工公司	3
2012年	中石化齐鲁石化公司	2
2012年	中石化巴陵石化公司	2
2013年	齐翔博实集团公司	5

数据来源: 中华商务网、百川资讯、第一创业证券研究所整理

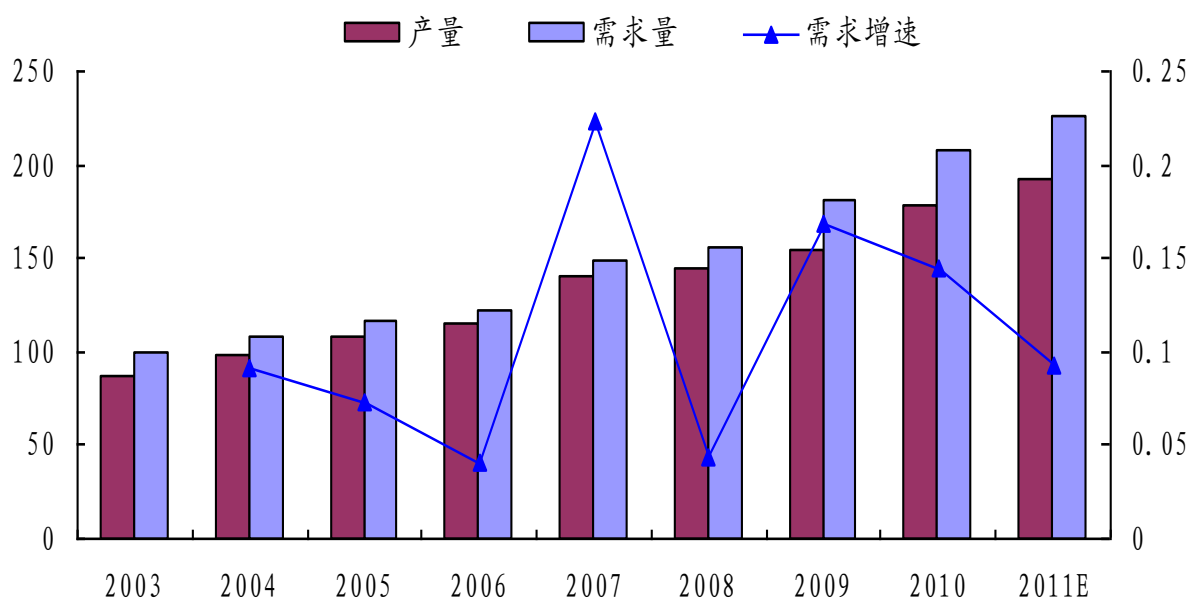


表 5: 国内近两年丁二烯新增产能情况 (单位: 万吨)

投产时间	公司名称	新增产能 (万吨)
2012 年	齐翔腾达	10
2012 年	扬子巴斯夫	12
2013 年	武汉石化	15
2013 年	大庆石化	7
2013 年	抚顺石化	10.5
合计		54.5

数据来源: 石油化工行业协会、百川资讯、第一创业证券研究所

图 16: 我国丁二烯产能、产量及增速情况, 丁二烯缺口将加大 (单位: 万吨、%)



数据来源: 中国统计年鉴、中华商务网、第一创业证券研究所整理

公司 10 万吨丁二烯投产恰逢其时。据百川资讯调研及统计, 12 年 3-4 月份两家韩国装置的例行检修将要提上日程, 共计 35 万吨的丁二烯装置将会停车, 届时亚洲丁二烯供应将会更为紧张。湖南石化也将在 3 月 1 日至 4 月 15 日关闭其位于丽水的石脑油蒸汽裂解装置进行为期 45 天的检修。同一时间, 韩国 YNCC 计划关



闭其位于丽水的二号石脑油蒸汽裂解装置，进行从3月20日至4月19日的检修，YNCC的蒸汽裂解装置给其下游一套22万吨的丁二烯装置提供原料，将影响丁二烯22万吨产能。公司10万吨丁二烯正好于3、4月份投产，届时公司正迎上丁二烯市场供应紧张的最佳时机，投产时机恰逢其时，盈利能力将大幅提升。

丁二烯将成为公司12年最大利润增长点。我们即使按照丁二烯平均价格23000元/吨计算，预计12年能为公司新增销售收入16亿元左右，贡献净利润3亿元以上，增厚EPS0.64元左右，成为公司12年利润增长的最大看点。

4 稀土顺丁橡胶将为公司带来盈利和估值双提升

顺丁橡胶一般分为镍系顺丁橡胶、钴系顺丁橡胶、钛系顺丁橡胶和稀土系顺丁橡胶，顺丁橡胶最主要的消费领域是轮胎行业，占顺丁橡胶总需求量的64.9%。顺丁橡胶供不应求，进口替代空间广阔。从我国的顺丁橡胶产能来看，截止09年为62.9万吨，考虑到未来三年的扩产规划，至2013年总产能将达到87.9万吨，如以85%的行业开工率计算，则总产量为75万吨，而需求将达到110万吨，供需缺口为35万吨，自给率为68%，进口替代的空间依然广阔。

稀土顺丁橡胶性能优越，是未来发展高性能轮胎和节能轮胎的有力竞争者。用稀土顺丁橡胶等量代替镍系顺丁橡胶，其生产的胎侧胶的物理性能明显提高。其热空气老化后的疲劳寿命有了很大改进，轮胎疲劳寿命提高达50%以上。在载重斜胶胎胎冠胶中应用，成品的粘附性强度提高28.75%，耐久性提高32.9%，高速性提高54.2%，表面度降低20度以上。因此，其良好的高强度和节能性能使其成为未来轮胎替换的主要应用对象。

由于国外对稀土顺丁橡胶进行技术封锁，导致国内稀土顺丁橡胶工业化生产尚属国内空白。稀土顺丁橡胶是顺丁橡胶中链结构规



整度最高，性能最好的胶种，具有比普通顺丁橡胶抗湿滑能力强，轮胎安全性能高；滚动阻力小轮胎省油；耐磨耗、抗疲劳、耐老化轮胎寿命长等优点。我国于 1962 年就开始进行开发稀土顺丁橡胶，是世界上最早开发顺丁橡胶的国家之一，我国并于 1983 年进行了千吨级工业化试验，但受制于汽车工业和高速公路的发展，一直未能实现工业化生产。

国内稀土顺丁橡胶需求旺盛，需求基本全靠进口满足。据 Lanxess 预测，未来五年，稀土顺丁橡胶的全球增长率将达到 10% 以上，至 2014 年全球稀土顺丁橡胶的需求量将达到 55 万吨。而我国的稀土橡胶需求未来五年的复合增长率更是高达 24%，至 2014 年，我国的需求量将达到 6.5 万吨，由于目前国内尚无工业化生产企业，如果未来公司突破该技术，成功实现工业化生产，将替代进口来满足国内需求。

稀土顺丁橡胶成为 12 年以后公司业绩增长和估值提升关键点。公司使用超募资金 1.4 亿元与哈尔滨博实合资（公司 51% 股权）建设 5 万吨/年稀土顺丁橡胶项目，尽管博实合资退出了开发稀土顺丁橡胶的合作，公司于博实合资已经达成技术使用权购买的一致意见，目前进展顺利，未来产品主要用于替代进口。稀土顺丁橡胶预计于 13 年投产，届时将成为国内第一家稀土顺丁橡胶工业化生产者，不但会给公司带来新的利润增长点，也将提升公司的估值水平。

5 盈利假设及预测

5.1 盈利假设

（1）随着一季度下游涂料生产旺季的来临，开工率逐步提升，对丁二烯的需求逐步增加，假设 11 年甲乙酮平均价格在 11000 元/吨、12 年和 13 年甲乙酮平均价格分别为 9600 元/吨和 9700 元/吨；



(2) 假设公司 10 万吨丁二烯于 3 月底投产, 12 年为公司贡献 7 万吨产能, 12 年丁二烯出厂价格为 21000 元/吨, 13 年为 23000 元/吨;

(3) 假设公司 C4 原料供应充足, 本部和黄岛项目产能利用率都能达到 100%以上;

(4) 假设公司 5 万吨稀土顺丁橡胶项目进展顺利, 13 年能够正式投产, 假设 13 年为公司贡献 3 万吨产能。



表 6: 公司分产品销售收入和毛利率预测

主营产品	2009	2010	2011E	2012E	2013E
甲乙酮					
产量 (万吨)	12.17	12.5	14	16	16
单价 (元/吨)	7785	10000	11000	9600	9700
收入 (百万元)	947.43	1250	1540	1536	1552
成本 (百万元)	776.11	981.96	1093.40	1121.28	1148.48
毛利率	22.72%	25.89%	29%	27%	26%
MTBE					
产量 (万吨)	0.8	2.9	3	3.5	3.5
单价 (元/吨)	5300	5800	5900	6000	6000
收入 (百万元)	42.4	168.2	177	210	210
成本 (百万元)	32.79	118.03	129.64	152.46	133.65
毛利率	27.04%	28.19%	28%	27%	28%
异丁烯					
产量 (万吨)	2.61	2.8	3	3.2	3.2
单价 (元/吨)	9337	10000	11000	11000	11000
收入 (百万元)	243.70	280	330	352	385
成本 (百万元)	215.95	214.86	238.45	264.81	319.55
毛利率	16.40%	17.50%	17%	17%	17%
叔丁醇					
产量 (万吨)	1.26	1.3	1.5	1.8	2
单价 (元/吨)	4900	5200	5600	5700	5700
收入 (百万元)	61.74	67.6	84	102.6	114
成本 (百万元)	36.49	39.32	48.97	59.82	61.35
毛利率	44.24%	45.12%	45%	45%	45%
丁苯乳胶					
产量 (万吨)		2	2	2.5	2.5
单价 (元/吨)		16000	15000	14000	14000
收入 (百万元)		320	300	350	392
成本 (百万元)		234.75	200.50	250.64	261.34
毛利率		19%	18%	17%	17%
丁二烯					
产量 (万吨)				7	9
单价 (元/吨)				21000	23000
收入 (百万元)				1470	2070
成本 (百万元)				882	1139
毛利率				40%	45%
稀土顺丁橡胶					
产量 (万吨)					3.0
单价 (元/吨)					26000
收入 (百万元)					870
成本 (百万元)					479
毛利率					45%
其他					



	收入 (百万元)	2.2	273.8	304.5	337.1	344
	成本 (百万元)	1.8	191.97	223.6	241.6	289.3
	毛利率	21.52%	23.63%	22.76%	22.15%	21.70%
合计	收入 (百万元)	1297.47	2359.60	2953.60	4017.00	5222.10
	成本 (百万元)	1001.40	1780.89	2173.50	2882.00	3819.40
	综合毛利率	23.57%	26.72%	26.44%	28.32%	26.86%

数据来源：第一创业研究所

5.2 盈利预测

表 7：齐翔腾达主要财务指标预测

单位：万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	129,748	235,958	295,365	401,696	522,205
同比 (%)	16.3%	81.9%	25.2%	36.0%	30.0%
营业毛利	29,604	59,823	78,018	113,494	140,266
同比 (%)	11.8%	102.1%	30.4%	45.5%	23.6%
归属母公司净利润	17,352	41,999	56,000	82,249	101,987
同比 (%)	20.8%	142.0%	33.3%	46.9%	24.0%
总股本 (万股)	46,720.8	46,720.8	46,720.8	46,720.8	46,720.8
每股收益 (元)	0.37	0.90	1.20	1.76	2.18
ROE	36.1%	16.1%	18.8%	21.6%	21.1%
P/E (倍)	60.4	24.9	18.7	12.7	10.3

数据来源：公司公告、第一创业研究所

6 风险提示

- 1、公司募投项目丁二烯进展低于预期风险；
- 2、C4 原材料供应不足风险；
- 3、 甲乙酮价格出现大幅波动风险；
- 4、 宏观经济环境发生变化导致下游需求下降风险。



表 8: 齐翔腾达盈利预测

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	2,281.9	2,530.5	3,527.6	4,715.9	一、营业收入	2,359.6	2,953.6	4,017.0	5,222.1
货币资金	1,887.0	1,596.2	2,181.0	2,926.3	减: 营业成本	1,761.4	2,173.5	2,882.0	3,819.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	17.1	17.5	31.5	39.0
应收款项	170.4	292.2	444.7	589.7	销售费用	38.5	38.5	62.1	80.7
预付款项	122.4	315.6	468.1	625.1	管理费用	41.3	64.6	76.2	87.6
存货	89.4	326.5	433.8	574.8	财务费用	-6.5	-24.9	-1.4	-3.3
其他流动资产	12.6	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	3.6	2.2	3.7	3.6
非流动资产	481.4	758.9	676.0	593.1	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	453.6	613.8	529.9	446.1	二、营业利润	504.4	682.4	962.9	1,195.0
在建工程	7.8	28.4	29.3	30.3	加: 营业外收入	3.9	3.9	4.0	4.1
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.4	3.8	0.0	0.0
无形及递延性资产	18.3	109.5	109.5	109.5	三、利润总额	507.9	682.4	966.9	1,199.1
其它非流动资产	1.7	7.2	7.2	7.2	减: 所得税费用	87.9	123.8	145.0	179.9
资产总计	2,763.3	3,289.4	4,203.6	5,308.9	四、净利润	420.0	558.6	821.8	1,019.2
流动负债	159.9	230.7	323.1	409.2	归属母公司净利润	420.0	560.0	822.5	1,019.9
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	-1.4	-0.7	-0.7
应付账款	41.9	129.8	199.2	267.2	五、总股本(百万股)	467.2	467.2	467.2	467.2
预收帐款	33.9	50.5	72.2	94.5	EPS (元)	0.90	1.20	1.76	2.18
其它流动负债	84.1	50.4	51.7	47.5					
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	81.9%	25.2%	36.0%	30.0%
负债合计	159.9	230.7	323.1	409.2	营业毛利	102.1%	30.4%	45.5%	23.6%
少数股东权益	0.0	77.0	76.3	75.7	主业盈利	106.8%	31.6%	46.3%	23.9%
股本	259.6	467.2	467.2	467.2	母公司净利	142.0%	33.3%	46.9%	24.0%
资本公积与其它	1,871.4	1,612.5	1,612.5	1,612.5	获利能力				
留存收益	472.4	902.0	1,724.5	2,744.3	毛利率	25.4%	26.4%	28.3%	26.9%
股东权益合计	2,603.4	2,981.7	3,804.2	4,824.1	主业盈利/收入	21.2%	22.3%	24.0%	22.9%
负债和股东权益	2,763.3	3,289.4	4,203.6	5,308.9	ROS	17.8%	18.9%	20.5%	19.5%
					ROE	16.1%	18.8%	21.6%	21.1%
					ROIC	16.1%	18.7%	21.6%	21.1%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	5.8%	7.0%	7.7%	7.7%
经营活动现金流	340.1	276.4	584.3	742.9	利息保障倍数	n/a	n/a	n/a	n/a
净利润	420.0	558.6	821.8	1,019.2	速动比率	13.64	9.55	9.58	10.12
折旧摊销	64.1	76.7	87.5	87.4	经营现金净额/当期债务	n/a	n/a	n/a	n/a
财务费用	-6.5	-24.9	-1.4	-3.3	营运能力				
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.85	0.90	0.96	0.98
营运资金变动	-137.6	-447.1	-323.6	-360.5	应收款天数	26.00	35.61	39.86	40.65
其它变动	0.2	113.1	0.0	0.0	存货天数	18.27	54.07	54.18	54.18
投资活动现金流	-44.6	-471.2	-0.9	-0.9	每股指标(元)				
资本支出	-46.7	-422.0	-0.9	-0.9	主业盈利/股本	1.07	1.41	2.07	2.56
长期投资	0.0	-51.9	0.0	0.0	每股经营现金流	0.73	0.59	1.25	1.59
其它变动	2.1	2.8	0.0	0.0	每股净资产	5.57	6.22	7.98	10.16
筹资活动现金流	1,414.9	-93.9	1.4	3.3	估值比率				
债务融资	-248.0	0.0	0.0	0.0	P/E	24.94	18.71	12.74	10.27
权益融资	1,788.7	0.0	0.0	0.0	P/B	4.02	3.61	2.81	2.21
其它变动	-125.8	-93.9	1.4	3.3	P/S	4.44	3.55	2.61	2.01
汇率变动影响	-1.5	-2.1	0.0	0.0	EV/EBITDA	7.14	12.23	8.04	6.06
现金净增加额	1,708.9	-290.8	584.8	745.2					

数据来源: 公司公告、第一创业研究所



免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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,报告中的信息或意见并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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135