



甲乙酮涨价保证业绩，丁二烯涨价提升预期

——齐翔腾达（002408）

2012年2月13日

强烈推荐/维持

齐翔腾达

调研快报

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
范劲松	联系人	
	fanjs@dxzq.net.cn	010-66554033

事件：

近期赴上市公司调研了解公司经营情况。

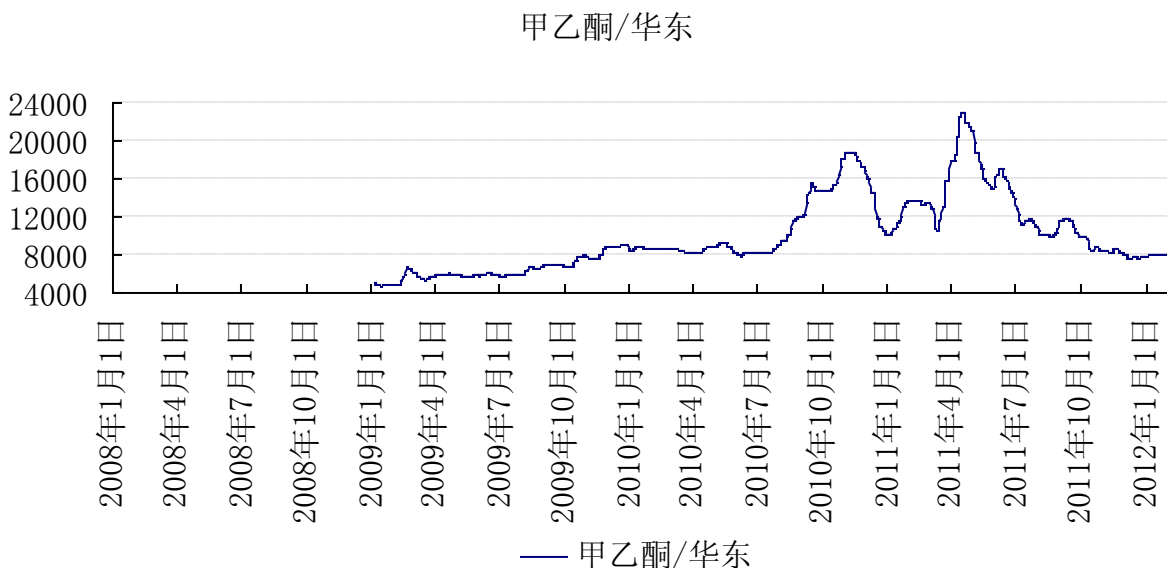
观点：

1. 甲乙酮价格上涨保证一季度业绩

1.1 甲乙酮价格上涨趋势基本确立

近期甲乙酮价格走势符合我们上篇报告《齐翔腾达（002408）事件点评：丁二烯价格大涨，甲乙酮价格见底》的预计，甲乙酮价格底部缓慢反弹，华东市场价格从最低点 7500 元/吨已经上涨 1000 元/吨至 8500 元/吨，涨幅 13%，上升趋势已经确立，2、3 月份随着下游工厂的逐步复工需求有望进一步拉升甲乙酮价格。

图 1：甲乙酮价格近期上涨（元/吨）



资料来源：隆众石化网，东兴证券研究所

公司在三季报中预计 2011 年净利润同比增长 10-30%，即 4.62-5.46 亿元，对应 EPS0.99-1.17 元，我们预计公司年报情况应该符合预期。

由于一季度丁二烯项目还不能投产，因此一季度公司利润主要仍由甲乙酮贡献，因此甲乙酮价格走势仍是公司一季度盈利的重要影响因素，而目前市场最大的担忧是公司一季报可能会是个业绩地雷。从目前情况来看，公司和经销商库存均较少，2、3 月份随着下游工厂的逐步复工需求有望进一步拉升甲乙酮价格。

另外从甲乙酮与部分竞争产品丙酮的价差来看，甲乙酮由于溶解性能和环保性能更好一般比丙酮价格至少应高出约 2000 元/吨，而目前这一价差仅有 600 元/吨，因此甲乙酮价格仍有较大的上涨空间。

1.2 甲乙酮产量大幅增长

随着 2011 年下半年新的 4 万吨甲乙酮装置及配套丁烯分离装置的投产，公司现有甲乙酮设计产能 14 万吨，实际上由于开工率远高于 100%，且 2012 年未安排大的检修，预计 2012 年产量有望达到 18 万吨，同比增长 24%，一跃成为全球最大的甲乙酮供应商。

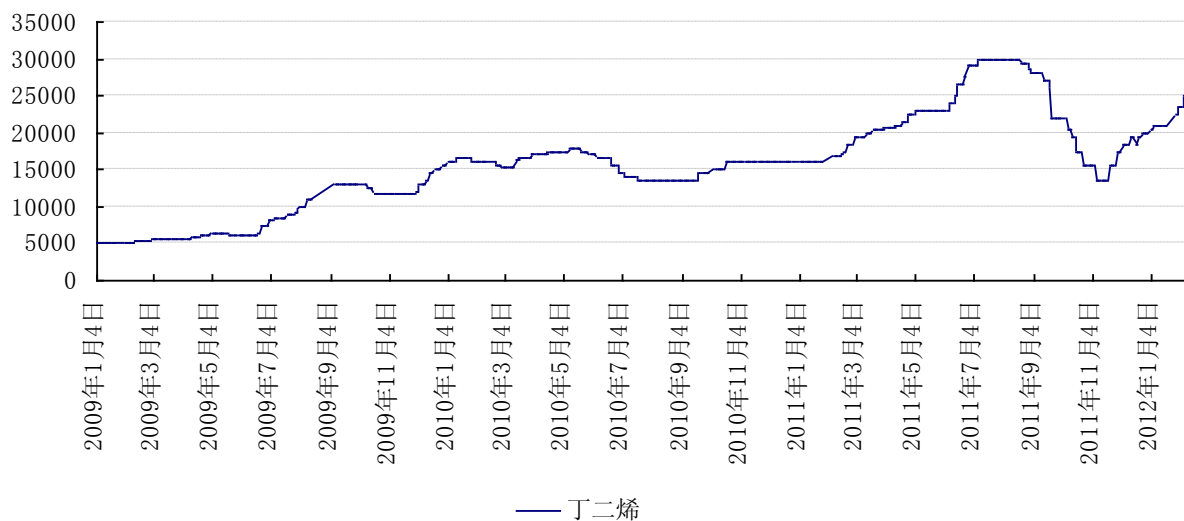
同时，由于去年日本几家企业受地震影响停车，公司借机加大了国际市场的拓展，2011 年出口量成倍增长，更宝贵的是获取了海外大量的渠道，未来将成为公司保持甲乙酮国际龙头地位的重要保障。

2. 丁二烯价格大涨提升丁二烯项目预期

2.1 丁二烯价格近三月翻倍

最近三个月国际国内丁二烯价格大涨，已从最低 13500 元/吨涨至 27000 元/吨，涨幅高达 100%。

图 2：丁二烯价格大涨（元/吨）



资料来源：隆众石化网，东兴证券研究所

公司 10 万吨丁二烯项目正按计划推进，主体工程已基本建设完成，预计 2012 年 5 月可以投产。近期丁二烯价格的大涨大幅提升了市场对公司丁二烯项目的预期。

2.2 下游合成橡胶产能的大幅扩张是丁二烯价格长期看涨的基础

从短期因素来看，原油价格维持高位对丁二烯价格有较大的支撑，日本台湾炼厂的停车检修造成亚太地区供应紧张的局面，因此丁二烯价格短期依然能维持高位。

从长期因素来看，作为丁二烯主要下游的合成橡胶产能大幅扩张，需求不断扩大，而作为乙烯裂解副产品的丁二烯由于乙烯工艺原材料的轻质化未来供应面临减少的趋势，长期丁二烯价格有望继续上涨。

表 1：亚太地区未来新增合成橡胶产能

公司	装置所在国家	产品	产能（万吨）	投产/预计投产时间
天津陆港石油橡胶有限公司	中国	丁苯橡胶	10	2011
新疆蓝德精细石油化工股份有限公司	中国	聚丁二烯橡胶	5	2011
福建福橡化工有限公司	中国	丁苯橡胶	10	2011
		聚丁二烯橡胶	5	2011
扬子石化/金浦集团合资	中国	聚丁二烯橡胶	10	2012
山东玉皇化工有限公司	中国	乙丙橡胶	5	2013
朗盛-台橡（南通）化学工业有限公司	中国	丁腈橡胶	3	2012
日本住友化学公司	新加坡	溶聚丁苯橡胶	4	2013
日本旭化成株式会社	新加坡	溶聚丁苯橡胶	10	2013 (一期)
朗盛公司	新加坡	丁基橡胶	10	2013
		钕系聚丁二烯橡胶	14	2015
印度石油公司/台橡股份有限公司/日本九红株式会社	印度	丁苯橡胶	12	2013
韩国锦湖石化公司	韩国	聚丁二烯橡胶	12	2011
泰国 BST 公司/日本 JSR 公司	泰国	溶聚丁苯橡胶	5	2013
合计			115	

资料来源：《中国化工报》，东兴证券研究所

3. 稀土顺丁橡胶将成为新的利润增长点

公司的 10 万吨丁二烯部分是为了 5 万吨稀土顺丁橡胶项目，预计 2012 年 12 月可以投产，因此公司 13 年底开始主要看点在稀土顺丁橡胶。

顺丁橡胶主要用于轮胎的侧胎，而添加了稀土顺丁橡胶的配方抗湿滑能力强、滚动阻力小、耐磨耗、抗疲劳、耐老化，最重要的是添加了稀土顺丁橡胶的轮胎噪音较小，全部用于生产高性能轮胎，公司的稀土顺丁橡胶装置将是国内第一套产业化装置。目前欧盟正在大力推广高性能环保轮胎，新的轮胎标签法将迫使中国轮胎出口企业改进配方，增加稀土顺丁橡胶的应用。

公司稀土顺丁橡胶可研报告预计达产后实现年营业收入 101,441 万元，净利润 6,968 万元；我们认为公司测算过度保守，由于稀土顺丁橡胶的高技术壁垒，我们预计吨净利润至少能达到 3000 元，该项目未来净利润至少 1.5 亿元，增厚 2013 年业绩 0.32 元。

结论：

我们预计公司 11-13 年业绩分别为 1.06、1.44 和 1.89 元，对应 PE 分别为 22、16 和 12 倍，未来两年年均增速达 33.5%。

公司主要产品甲乙酮国际供需格局总体仍然紧张，下游需求回稳后预计盈利能力依然较强；2012 年将有 10 万吨丁二烯投产，公司将成为国内第一家使用丁烯脱氢工艺规模化生产丁二烯的企业；公司预计 2012 年年底投产的稀土顺丁橡胶将填补国内空白，盈利能力也值得期待。总之公司一直专注于碳四深加工产业链，不断发挥自己的资源优势、技术优势和专业经验拓展产业链宽度和深度，未来两年增长较为确定，同时拥有很多碳四深加工技术储备，现金充裕，管理和运营能力强大，我们认为公司具备长期成长的潜力，在成为甲乙酮世界龙头后有成为碳四深加工世界级龙头的希望。

公司属精细化工行业，上市公司中仅有天利高新有部分甲乙酮业务，我们选取天利高新和其他一些性质相近的精细化工类公司进行相对估值比较，可比上市公司估值如下表：

表 1：可比上市公司估值

证券代码	证券简称	PE		估 值		
		10 年年报	TTM	11 年三季×4/3	2011(E)	2012(E)
002409.SZ	雅克科技	37	37	31	31	22
002455.SZ	百川股份	21	25	28		14
600339.SH	天利高新	18	16	22	23	15
002453.SZ	天马精化	42	33	33	27	17
	平均	29	28	28	27	17

资料来源：wind，东兴证券研究所

目前可比上市公司 2011 年的平均 PE 估值为 27 倍，2012 年 17 倍。公司成长性、盈利能力、管理运营能力均较好，当前市场环境有所好转，我们给予公司 2012 年 20 倍估值，目标价 28.8 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

新项目进展低于预期的风险

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

范劲松

清华大学高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师。2010 年加盟东兴证券研究所，有一年半基础化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。