

齐翔腾达（002408）：丁二烯项目顺利达产

分析师：丁思德

执业证书编号：S0300511010008

Email: dingside@lxzq.com.cn

日期：2012年6月4日

www.lxzq.com.cn

事件：公司今日发布公告称，年产10万吨丁二烯项目已经基本建设完成并投料开车产出合格产品，实现一次投料开车成功。公司将进一步完善相关工艺参数调试、优化，提高装置生产运行水平。

要点：

1、项目投产，产业链不断完善

公司是碳四深加工企业，主营产品为甲乙酮、甲基叔丁基醚（MTBE）、异丁烯和叔丁醇等，此次达产的丁二烯项目原料来自于公司甲乙酮厂的丁烯，而丁二烯又是目前公司在建的年产5万吨稀土顺丁橡胶的原料，丁二烯项目的达产为完善公司产业链，降低产品单一风险打下了较好的基础。由于毗邻丁二烯下游合成橡胶生产企业，因此我们预计公司丁二烯销售应该不成问题，预计2012年公司将销售丁二烯4万吨左右，按照18000元/吨的价格计算，将为公司贡献收入7.2亿元左右。

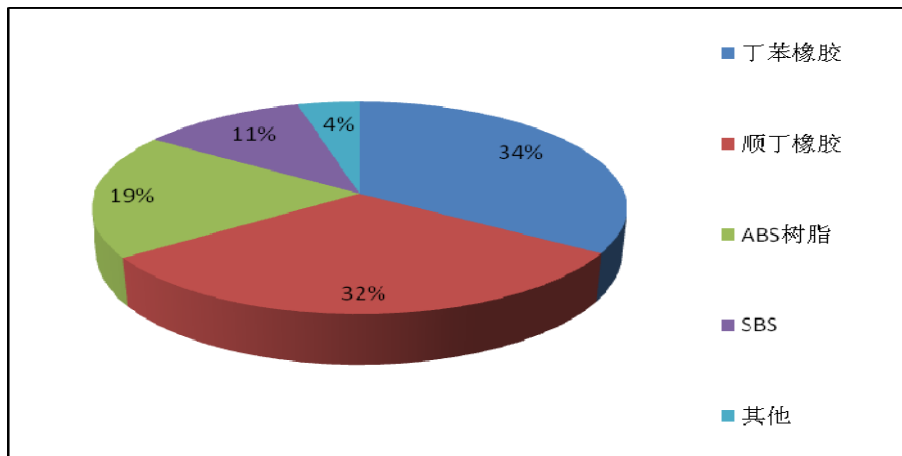
2、丁二烯下游应用领域广泛

丁二烯是重要的聚合物单体，能与多种化合物共聚制造各种合成橡胶和合成树脂，其每年消耗量中，大约有90%以上用于制造合成丁苯橡胶、顺丁橡胶、丁腈橡胶、氯丁橡胶及ABS树脂等。除用于合成橡胶制造外，丁二烯还可用于生产己二腈、己二胺、尼龙—66、1,4—丁二醇（BD0）等有机化工产品以及用作粘接剂、汽油添加剂等，下游应用十分广泛。由于公司地处淄博地区，周边丁二烯下游厂商众多，因此我们预计公司销售将不成问题。待稀土顺丁橡胶达产后，部分丁二烯将用于公司该项目，理论上10万吨丁二烯的自用量和外销量均在5万吨左右。



联讯证券

图表1 丁二烯下游消费构成

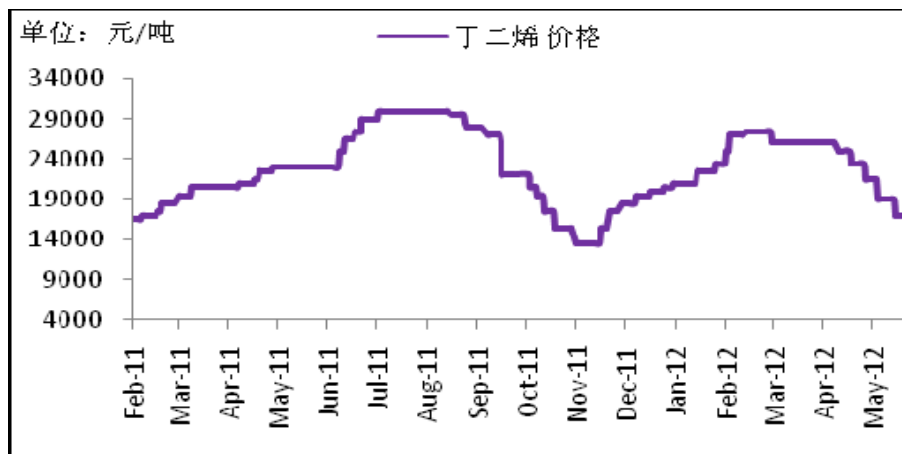


数据来源：联讯证券投资研究中心

3、丁二烯价格下跌，受累于国际原油下行

近期，受欧债危机、美元走高、原油库存量增加等多重因素影响，国际原油价格出现较大幅度下跌，WTI 原油期货价格跌破 90 美元大关，创近 8 个月新低。受此影响，丁二烯价格近期也出现较大幅度下跌，从年初的 27000 元/吨左右下跌至目前 17000 元/吨左右，从历史上看，丁二烯价格呈现出宽幅震荡的特点，我们预计在油价稳定之前，丁二烯价格或将继续小幅下跌，但预计跌幅有限。公司此次丁二烯投产，恰逢丁二烯价格下跌，虽然短期收益可能受到影响，但长期来看，丁二烯项目的投产是公司完善产业链的重要基础，原料来源于公司副产品，具有一定的成本风险控制能力，同时也将为即将达产的稀土顺丁橡胶提供原料，前景较好。

图表2 丁二烯价格走势



数据来源：百川资讯，联讯证券投资研究中心

4、碳四产业链不断完善，已成全球甲乙酮翘楚

公司主要原料为碳四，国内炼油企业一般对副产品碳四不作进一步深加工，用作化工生产的碳四仅占很少一部分，而在这部分碳四原料中只有丁烯含量较高的少部分碳四原料能够用于甲乙酮生产。由于能够满足甲乙酮生产的碳四原料较少，国内甲乙酮行业一直受制于原料供给的紧缺，除公司外，国内其他七家甲乙酮生产企业很难达到满负荷开工。公司能够直接从齐鲁石化和青岛炼化得到适合进行甲乙酮生产的 C4 原料，从这个角度看公司具有一定的“资源优势”。公司山东本部和青岛基地的甲乙酮设计产能为 14 万吨/年，但实际生产能力可达 19 万吨/年，已经超越日本丸善 17 万吨/年的生产能力，成为全球最大的甲乙酮生产企业。甲乙酮较丙酮及其他三苯溶剂具有环保性能优越、单耗少等优点，是丙酮和三苯的最佳替代产品，未来市场空间较大，公司作为行业龙头将受益于此过程。

5、盈利预测与估值

假设公司丁二烯产品销售正常，2012 年销量 4 万吨左右，我们预计 2012-2014 年公司每股收益分别为 1.29 元、1.66 元和 2.21 元，以昨日收盘价计算对应的动态市盈率分别为 16 倍、13 倍和 10 倍，丁二烯项目的投产为公司的业绩增长注入了新的动力，拓展了公司碳四深加工产业链，提高了碳四原料的利用效率，未来业绩增长值得期待，维持公司“增持”评级。

6、风险提示

(1) 主要原料碳四价格与原油价格相关性较大，存在原油价格大幅波动导致碳四原料价格波动的风险；(2) 新建项目是公司未来业绩增长的重要保证，存在项目不达预期的风险。

图表3 齐翔腾达盈利预测表

单位：万元	2011A	2012A	2013E	2014E
一、营业收入	278,758	322,108	387,407	485,527
增长率(%)	13.37%	15.55%	20.27%	25.33%
减：营业成本	202,001	231,176	275,171	343,648
毛利	76,757	90,932	112,237	141,878
增长率(%)	25.00%	18.47%	23.43%	26.41%
营业税金及附加	1,699	1,933	2,324	2,913
减：销售费用	3,721	5,476	6,973	6,120
管理费用	10,258	9,663	7,748	6,442
财务费用	- 1,724	644	387	322
期间费用率(%)	4.40%	4.90%	3.90%	2.65%
资产减值损失	311	-	-	-
加：投资收益	717	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
二、营业利润	63,209	73,216	94,803	126,081
营业利润率(%)	22.68%	22.73%	24.47%	25.97%

营业外收入	163	-	-	-
营业外支出	837	-	-	-
三、利润总额	62,534	73,216	94,803	126,081
增长率(%)	20.91%	17.08%	29.48%	32.99%
利润率(%)	22.43%	22.73%	24.47%	25.97%
减：所得税	11,892	13,179	17,065	22,695
实际税负比率(%)	19.02%	18.00%	18.00%	18.00%
四、净利润	50,643	60,037	77,739	103,386
增长率(%)	18.60%	18.55%	29.48%	32.99%
归属于母公司所有者的净				
利润	50,643	60,037	77,739	103,386
净利润率(%)	18.17%	18.64%	20.07%	21.29%
少数股东损益	0	0	0	0
每股收益(元)	1.08	1.29	1.66	2.21

数据来源：联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。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询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本资料而引致的任何直接或间接损失负任何责任。