



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

* 王喆为本报告重要贡献者

齐翔腾达三季度报点评

齐翔腾达(002408.CH/人民币 14.12, 未有评级)发布三季度报, 公司 2012 年前三季度实现主营收入 24.27 亿元, 归属于上市公司股东净利润 2.82 亿元, 同比分别增长 13.6% 和下降 37.6%, 符合我们预期。报告期内公司主营收入增长主要是由于丁二烯装置投产后带来了公司营业收入的增加, 净利润减少是由于去年甲乙酮价格高位导致。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年前三季度	2012 年前三季度	同比变动(%)
营业额	2,135.93	2,426.57	14
销售税金	(12.84)	(8.69)	(32)
净销售额	2,123.09	2,417.88	14
销售成本	1,521.80	2,006.30	32
毛利润	601.29	411.58	(32)
销售费用	(25.84)	(31.63)	22
管理费用	(36.88)	(75.92)	106
经营利润	538.57	304.03	(44)
投资收益	0.00	5.63	
财务费用	24.73	30.39	23
资产减值	(3.78)	(0.68)	(82)
其它	(2.58)	4.72	(283)
税前利润	556.94	344.09	(38)
所得税	(105.00)	(61.84)	(41)
少数股东权益	1.26	0.00	
净利润	453.20	282.25	(38)
主要比率(%)			
毛利率	28.8	17.3	
经营利润率	25.2	12.5	
净利率	21.2	11.6	

资料来源: 公司数据及中银国际研究

报告期, 公司年产 10 万吨丁二烯项目建成顺利投产, 为进一步的扩大丁二烯装置的产能打下了坚实的基础。也侧面印证了公司在石油化工下游领域强大的技术实力。

公司 9 月底公布定增方案, 计划融资 20 亿元, 建设 15 万吨聚丁二酸丁二醇酯 (PBS) 生产装置。项目总投资 39.1 亿元, 分为两期, 其中一期为 10 万吨/年正丁烷法顺酐生产装置和 5.5 万吨/年 1,4-丁二醇 (BDO) 生产装置; 二期 10 万吨/年正丁烷法顺酐生产装置、5.5 万吨/年 1,4-丁二醇 (BDO) 生产装置、7.5 万吨/年丁二酸生产装置及 15 万吨/年聚丁二酸丁二醇酯 (PBS) 生产装置。

后公司又放弃增发方案, 但是我们认为公司凭借其原料和路线优势, 还将继续做 BDO、PBS 项目。公司目前副产大量的丁烷, 作为 LPG 销售有一定的压力, BDO 正是丁烷深加工的下游产品, PBS 又是目前市场前景很广阔的可降解塑料产品。但是 15 万吨的产能将远超过目前全球 10 万吨的市场容量, 而且依据目前国内金发科技和鑫富药业工业化的进程不是很理想, 技术路线和技术来源值得重点关注。

顺酐作为三大有机酸酐之一，是用途广泛的基本有机化工原料，已有 70 余年的生产历史。顺酐由于含有共轭顺酐基，其中 1 个乙烯基相连两个羰基，所以化学性质非常活泼，很容易通过光化反应、加成反应、酰胺化反应、酯化反应、磺化反应、水合反应、氧化反应、还原反应、加氢反应等衍生产生众多的下游产品，广泛应用于生产不饱和聚酯树脂、涂料、油漆、油墨、工程塑料、医药、农药、食品、饲料、油品添加剂、造纸、纺织等行业。

1,4-丁二醇（简称丁二醇或 BDO）是一种重要的基本有机化工原料，是顺酐深加工系列产品中仍有生命力、仍在发展的产品。其用途广泛，尤其其它的衍生物更是附加值高的精细化工产品，广泛用于溶剂、医药、化妆品、增塑剂、固化剂、农药、除锈剂、泡沫人造革、纤维、工程塑料等领域。目前国内 BDO 生产处于起步阶段，生产工艺大都采用炔醛法，由电石发生乙炔，污染严重，耗能高。国际上目前采用最多的工艺虽然仍是炔醛法，但由于其缺陷所在，已停滞不再发展。而以正丁烷为原料经顺酐或顺酐加氢路线生产 BDO 的方法被认为是最有发展前途的工艺路线。

PBS（聚丁二酸丁二醇酯）由丁二酸和丁二醇经缩合聚合合成而得。易被自然界的多种微生物或动植物体内的酶分解，代谢，最终分解为二氧化碳和水，是一种生物降解聚合物材料。PBS 属于脂肪族聚酯，优点是热性能较好，韧性较好。缺点是模量、光泽性一般，降解速率较差。下游主要应用于包装、餐具、一次性医疗用品、农用薄膜、农药及化肥缓释材料、生物医用材料等。目前全球 PBS 和 PBSA 产能 8.8 万吨，未来考虑新增加产能 13.5 万吨，总产能也就是 22.3 万吨。

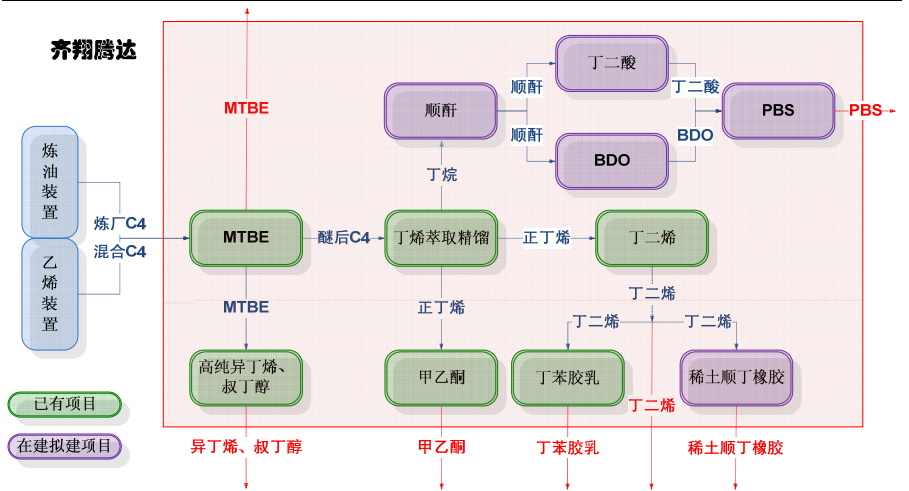
从长期看，可降解塑料行业发展前景广阔。目前全球每年塑料产量超过 2 亿吨，其中约 40% 为包装，日用，农用领域的一次性消费品，其每年消耗量超过 8,000 万吨。但是这些材料造成的环境污染问题日益严重，可降解塑料的替代比例逐步提高将逐步提高。

图表 2. 全球主要 PBS 和 PBSA 产能

公司	产品	产能	地区	扩产计划
金发科技	PBSA	3	中国	9
山东汇盈	PBS	2	中国	
安庆和兴	PBS	0.3	中国	1
鑫富药业	PBS	0.5	中国	
Eastman chemical	PBS	1.5	美国	3.5
三菱	PBS	1	日本	
昭和	PBS	0.5	日本	
合计		8.8		13.5

资料来源：中银国际研究、石油和化学工业规划院

图表 3. 公司产业链图



资料来源：公司数据，中银国际研究

我们预测公司 2012-2014 年的业绩为 0.63、0.98、1.32 元，对应 10 月 26 日的收盘价 14.12 元，市盈率分别为 22、14 和 11 倍。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371