

研究所

证券分析师：代鹏举
0755-23936132
联系人：梁冰
0755-88608103

S0350512040001
daipj@ghzq.com.cn
liangb@ghzq.com.cn

弹性十足的碳四深加工龙头

——齐翔腾达(002408)调研简报

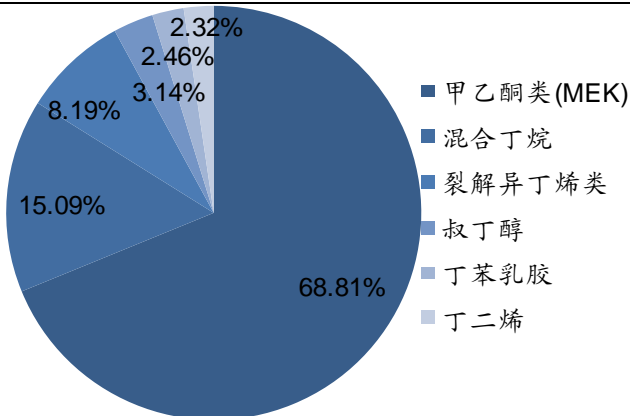
事件：

近日，我们前往山东淄博齐翔腾达实地调研，了解了公司经营状况以及未来发展规划。

1、公司基本情况

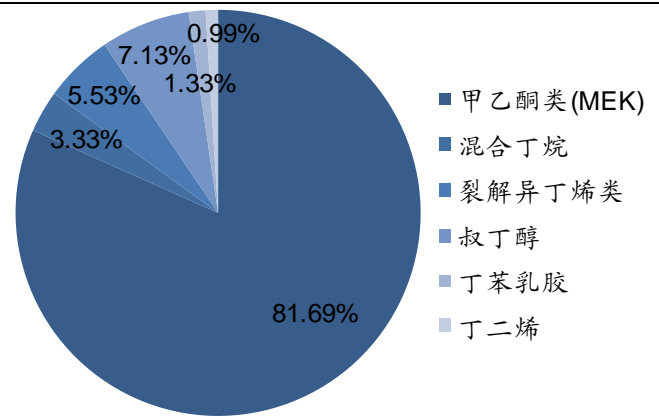
- 齐翔腾达是国内碳四深加工龙头，主要产品包括甲乙酮、丁二烯、异丁烯、MTBE、丁苯乳胶、混合丁烷等。公司致力于碳四产业链深耕，未来空间广阔。
- 2012年上半年公司营业收入和营业利润构成中占比最大的是甲乙酮，其次是混合丁烷。
- 2012年前三季度营业收入为24.27亿元，同比增长13.6%。从2008-2011年毛利率稳中有升，今年前三季度毛利率降至近年来最低点，为17.3%。
- 2012年前三季度净利润为2.82亿元，同比下降37.6%。

图 1、2012.H1 公司分产品收入构成



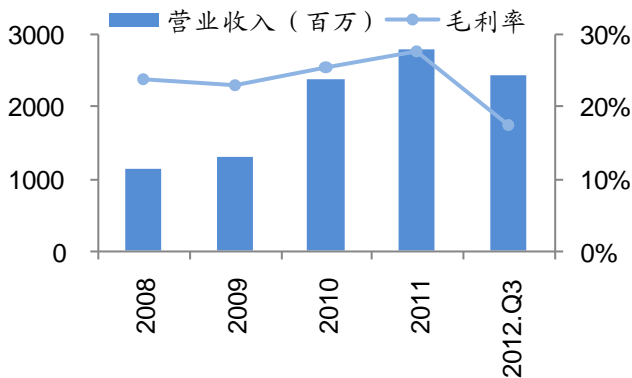
资料来源：WIND，国海证券研究所

图 2、2012.H2 公司分产品营业利润构成



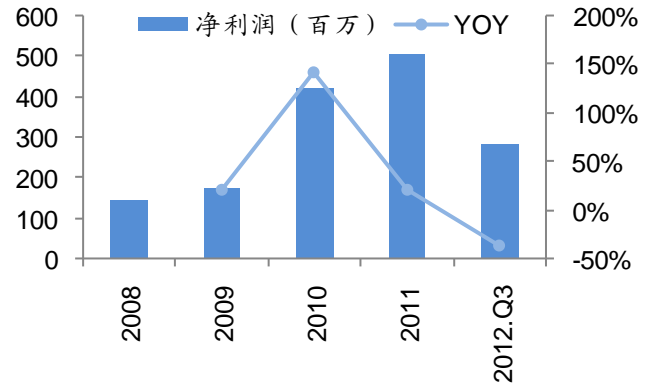
资料来源：WIND，国海证券研究所

图 3、2008-2012.Q1-3 营业收入及毛利率



资料来源：WIND，国海证券研究所

图 4、2008-2012.Q1-3 净利润及增速



资料来源：WIND，国海证券研究所

2、原料碳四来源充足

- 公司采购自齐鲁石化、青岛炼化和天津炼化的碳四大约各占 1/3，其中每年消耗齐鲁石化 17 万吨，青岛炼化 20 万吨。齐鲁石化和青岛炼化每年最多分别可提供 20 万吨以上和 60 万吨以上适合用作甲乙酮生产的碳四原料，直接通过管道输送。当地的 6000 多万吨的地炼也寻求与齐翔腾达合作，但是公司暂时还不考虑。总体来看，公司碳四来源充足。
- 公司与齐鲁石化签订了长期战略合作协议：合同化管理、市场化运作、长期有效、保量不保价，以保证碳四供应的稳定可靠。目前齐鲁石化的炼油和乙烯装置都在扩产，未来将分别从 1000 吨扩大到 1500 吨、从 80 吨扩大到 120 吨，届时将为公司带来更丰富的原料供应。
- 公司从齐鲁石化和青岛炼化均为市场价采购。从天津采购时每吨需加运费 200-300 元。此外，因品质不同碳四价格也有差异，比如齐鲁的碳四丁烯含量高达 40%，则价格较高。总体看来，目前碳四平均采购价格 6800-6900 元/吨左右。

3、甲乙酮处于低点，量增价跌

- 去年甲乙酮价格高位的时候，国内厂商意欲扩产的很多，但实际扩产的很少。日本丸善现在不但没有电力供应，也没有原料供应，后续复产遥遥无期，正在寻求和包括齐翔腾达在内的亚洲其他地区的厂商合作，未来也许会收购东南亚当地企业。
- 2011 年甲乙酮过高的价格致使下游许多客户转向使用丙酮等。目前甲乙酮价格 8900 元/吨左右，虽然和丙酮价差已相当小，但由于转换成本以及对甲乙酮价格低位持续性的疑虑，下游客户再转而使用甲乙酮的不多。
- 为了配合青岛炼化的检修，2011 年青岛子公司检修了 50 多天，全年公司内销甲乙酮 14 万吨，占国内市场 40%，预计今年产量为 19 万吨，毛利率 20% 左右。一般来讲炼化厂 2-3 年检修一次，因此明年或许也将有检修计划，影响甲乙酮产量。

4、丁二烯已然起航

- 10万吨装置（4条生产线）今年6月投产，7月开始装置稳定下来；5万吨装置（2条生产线）预计明年3月底投产。6月装置非常不稳定，开工不到20天，销量2000吨左右。7月开始丁二烯装置可保持80%开工率，
- 目前公司丁二烯生产成本13000元/吨左右，抽提法成本11000元/吨左右，故此时丁烯氧化脱氢法和抽提法相比并没有优势。公司正在对生产工艺等进行改进（包括将空气氧化改为氧气氧化等），预计明年5万吨产能投放时可以完成，届时可将成本降至抽提法基本相当的水平。
- 目前丁二烯客户包括齐鲁石化、日科化学、瑞丰高材等。和齐鲁石化之间按月结算，和其他客户结算时间更短一些，价格则随行就市。

5、稀土顺丁橡胶蓄势待发

- 稀土顺丁橡胶预计明年7月投产，考虑到市场目前的状况，届时公司将在稀土顺丁橡胶、普通镍系顺丁橡胶和丁苯橡胶之间柔性调整比例。

6、异丁烯、叔丁醇、MTBE 柔性调整比例

- MTBE、异丁烯、叔丁醇的比例均可调，今年有超过60%异丁烯外销，剩下不到40%做叔丁醇。往年有外购MTBE做异丁烯，而今年异丁烯毛利率更高，因此MTBE全部用来做异丁烯，没有外销。

7、PBS项目分步推进

- 公司计划先使用自有资金以及银行贷款等方式做一期（现已定了一批设备），预计明年10月份投产。届时将择机重启增发以做二期，但目前还难以确定增发具体时间表。

8、投资评级：增持

给予公司“增持”评级。基于明年丁二烯和稀土顺丁橡胶新产能投放，后年PBS等醚后碳四深加工项目取得重大进展的预期，我们预计公司2012~2013年EPS分别为0.64元和0.90元，对应PE分别为19.9倍和14.2倍，公司所处特种化工行业平均估值为22.7倍；考虑到公司在碳四深加工领域精耕细作的广阔空间，给予其“增持”评级。

【石油和化工研究团队】

代鹏举: 分析师, 上海交通大学管理科学与工程硕士, 三年化工行业工作经历, 四年证券行业化工研究经历, 2011年新财富分析师入围。

翟卢琼: 分析师, 化学工艺硕士, 两年证券行业化工研究经历, 主要负责基础化工行业及相关上市公司的研究。

周成娟: 分析师, 四川大学高分子材料本科, 四川大学高分子材料与工程硕士, 蓝星新材1年工作经历, 证券行业1年工作经历, 目前主要负责新材料行业及相关上市公司的研究。

朱玮琳: 研究助理, 中山大学应用化学本科, 中山大学金融硕士。

梁冰: 研究助理, 天津大学生物化工本科, 南开大学财务管理硕士。

【分析师承诺】

代鹏举, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐: 行业基本面向好, 行业指数领先沪深 300 指数;

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随沪深 300 指数;

回避: 行业基本面向淡, 行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13811639168	linl@ghzq.com.cn
白丹	010-88576898-832	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn