

分析师：顾敏豪

执业证书编号：S0730512100001

联系方式：021-50588666-8012

gumh00@ccnew.com

## 传统业务提供业绩支撑，新项目保障未来增长

— 齐翔腾达 (002408) 调研报告

### 证券研究报告-公司研究

买入 (维持)

发布日期：2013年12月13日

#### 市场数据

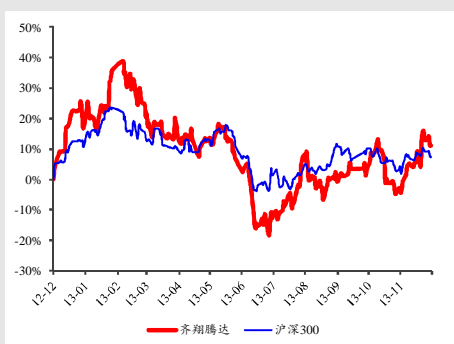
收盘价(元)	15.02
一年内最高最低(元)	19.04/10.79
沪深300指数	2410.01
市净率(倍)	2.63
流通市值(亿元)	82.41

注：股价为2013年12月12日收盘价

#### 基础数据 (2013年9月30日)

每股净资产(元)	5.72
每股经营现金流(元)	0.12
毛利率(%)	15.40
净资产收益率(%)	9.36
资产负债率(%)	33.01
总股本/流通股(万股)	56065/54865
B股/H股(万股)	/

#### 个股相对沪深300指数表现



联系人：张杨

电话：021-50588666-8137

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编：200122

#### 报告关键要素：

公司是我国碳四深加工领域的龙头，随着正丁烷制顺酐与低碳烷烃综合利用两大项目的投产，公司将打造完整的碳四产业链，提升业内的竞争力。未来甲乙酮与丁二烯业务有望为公司提供业绩保障。顺酐、MTBE与异辛烷等产品则具有较好的盈利保障，成为公司未来成长的主要动力。

#### 投资要点：

- **打造完整碳四产业链：**公司深耕碳四深加工领域，传统产品甲乙酮与丁二烯利用了碳四中的烯烃资源。随着顺酐、MTBE、异辛烷等产品的投产，剩余的烷烃资源将得到充分利用。届时公司将实现碳四资源的充分利用，提升公司的综合竞争力。
- **传统业务提供业绩支撑：**目前甲乙酮与丁二烯价格仍底部运行，未来景气上行的概率较大。公司甲乙酮具有成本优势，为公司带来业绩支撑。丁二烯业务短期仍处于底部，长期具备较大的发展潜力，随着景气度的上行，该业务具备较大的业绩弹性。
- **成本优势保障顺酐项目盈利：**正丁烷法制顺酐较传统的苯氧化法具有较大的成本优势。我国顺酐产能大多为苯氧化法工艺，其成本对顺酐价格形成支撑。公司的顺酐项目将于2014年贡献业绩，有望凭借成本优势，保障该项目的盈利能力。
- **异辛烷与MTBE是高增长主力：**我国的油品升级将对高辛烷值的油品组分带来巨大需求，为公司异辛烷与MTBE产品提供了需求保障。公司产品的低硫属性也提升了产品的竞争力和盈利能力，未来该产品将是公司高成长的主力。
- **盈利预测和投资建议：**预计公司2013-2015年的EPS分别为0.67元、0.98元和1.52元。对应12月12日的市盈率为22.42、15.33倍和9.88倍，维持“买入”的评级。
- **风险提示：**1) 新项目进展低于预期 2) 行业景气度下滑

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3422.03	3784.38	5906.26	8801.50
增长比率(%)	22.76	10.59	56.07	49.02
净利润(百万元)	316.97	376.73	548.38	850.16
增长比率(%)	-37.41	18.85	45.56	55.03
每股收益(元)	0.57	0.67	0.98	1.52
市盈率(倍)	27.07	22.42	15.33	9.88

## 目 录

1. 碳四深加工领域龙头.....	4
1.1 公司业务简介.....	4
1.2 碳四资源供应稳定，打造完整碳四产业链.....	4
2. 传统业务提供业绩保障.....	5
2.1 甲乙酮业务安全边际较高.....	5
2.2 丁二烯仍处于底部，长期增长潜力大.....	7
3 成本优势保障顺酐项目盈利.....	8
4. MTBE 与异辛烷将是高增长主力.....	10
4.1 油品升级拉动 MTBE 与异辛烷需求.....	10
4.2 低硫属性提升产品竞争力.....	11
5. 盈利预测与投资建议.....	12
风险提示:.....	14
重要声明.....	15
免责条款.....	15
转载条款.....	15

图 1: 催化裂化装置碳四组分构成.....	4
图 2: 蒸汽裂解装置碳四组分构成.....	4
图 1: 公司打造完整碳四产业链 .....	5
图 4: 我国甲乙酮需求构成.....	5
图 5: 甲乙酮、丙酮价格及价差走势.....	5
图 6: 我国汽车产量增速.....	6
图 7: 我国皮鞋产量增速.....	6
图 8: 甲乙酮与液化气价差.....	7
图 9: 公司甲乙酮毛利率.....	7
图 10: 丁二烯消费结构.....	7
图 11: 丁二烯、合成橡胶产量 .....	7
图 12: 丁二烯、顺丁橡胶价格及价差.....	8
图 13: 我国合成橡胶产量.....	8
图 14: 我国顺酐消费结构.....	9
图 15: 顺酐与苯价格、价差 .....	9
图 16: 正丁烷法顺酐价差走势.....	10
图 17: 油品升级过程中锰和烯烃含量变化 .....	11
图 18: 燕山石化国IV97#汽油成分.....	11
表 1: 公司现有产品及应用领域 .....	4
表 2: 我国主要甲乙酮企业产能 .....	6
表 3: 不同原料的烯烃产出率 .....	8
表 4: 我国顺酐产能统计.....	9
表 5: 正丁烷法和苯氧化法顺酐成本对比 .....	10
表 6: 汽油高辛烷值添加剂对比 .....	11
表 7: 45 万吨低碳烷烃脱氢制烯烃及综合利用项目概况.....	11
表 8: 汽油国标的主要指标变化 .....	12
表 9: 公司主营业务预测.....	13
表 10: 公司财务预测(百万元).....	13

## 1. 碳四深加工领域龙头

### 1.1 公司业务简介

公司是我国碳四深加工领域的龙头企业，目前的产品包括甲乙酮、丁二烯以及MTBE、高纯度异丁烯、叔丁醇、顺丁橡胶等。甲乙酮是公司近年来主要的收入和利润来源，丁二烯业务由于行业景气低迷，对业绩贡献较小。未来传统业务有望景气回升，业绩弹性较大，而10万吨顺酐项目和45万吨低碳烷烃脱氢制烯烃及综合利用项目将保障公司的高增长。

表1：公司现有产品及应用领域

产品	产能	应用领域
甲乙酮	19万吨/年	涂料、胶粘剂、合成革、油脱蜡
丁二烯	15万吨/年	合成橡胶
MTBE/高纯度异丁烯	6万吨/年	汽油调和、化学溶剂/丁基橡胶
叔丁醇	1.8万吨/年	合成农药、除草剂、有机涂料
顺丁橡胶	5万吨/年	轮胎等橡胶制品
顺酐	10万吨/年	UPR（不饱和聚酯树脂）、食品添加量、涂料、BDO

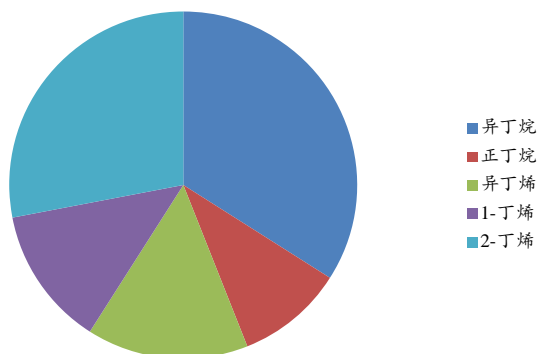
资料来源：中原证券、公司公告

### 1.2 碳四资源供应稳定，打造完整碳四产业链

混合碳四是重要的化工原料，成分包括正丁烯、异丁烯、正丁烷和异丁烷。混合碳四主要作为副产品来自于炼油工业的催化裂化装置以及乙烯工业的蒸汽裂解装置，两种来源的组分构成有所不同。由于碳四资源的供应依赖于炼厂，原材料的稳定供应对碳四加工企业具有重要的影响。

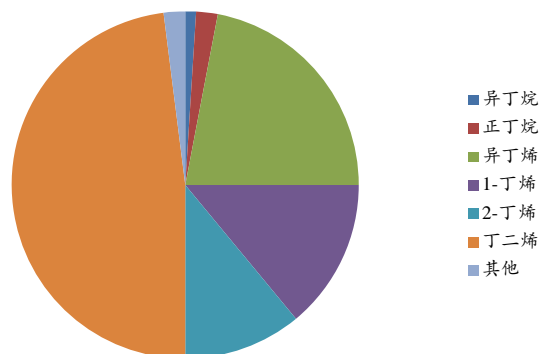
公司由齐鲁石化橡胶厂下属企业改制而来，碳四资源大部分来自于齐鲁石化和青岛炼化，小部分由天津、山东等地外购。公司及子公司青岛思远毗邻齐鲁石化和青岛炼化，分别签订了长期供应碳四的战略合作框架协议，原材料供应稳定、可靠，且采用管道输送，运输成本较低。

图1：催化裂化装置碳四组分构成



资料来源：中原证券、cnki

图2：蒸汽裂解装置碳四组分构成

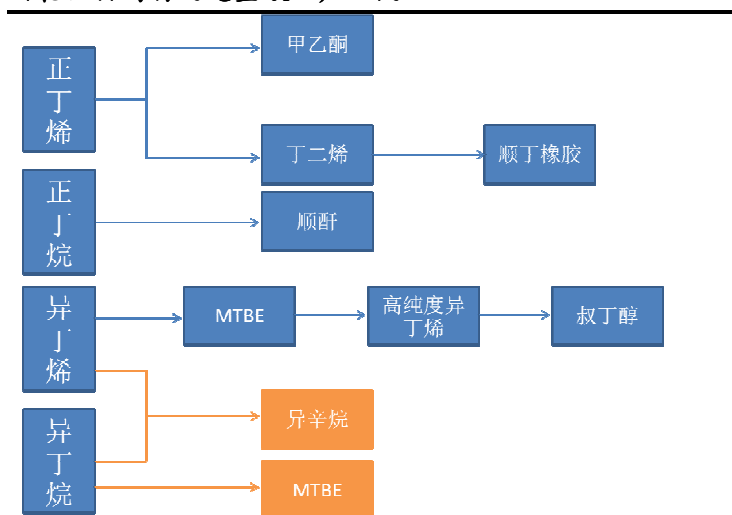


资料来源：中原证券、cnki

公司现有的甲乙酮、丁二烯以及MTBE等产品利用了碳四组分中的正丁

烯和异丁烯，约占碳四总量的40%，大量无法利用的烷烃则被当做液化气低价出售。为提升碳四资源的附加值，公司近年来的新建项目主要以尚未利用的烷烃为原材料。目前10万吨正丁烷法制顺酐项目已经投产，20万吨异辛烷和35万吨MTBE项目也将在明后年投产，对剩余的烷烃资源进行了充分利用。届时公司将打造出完整的碳四产业链，实现碳四资源各组分的充分利用。这有助于降低各产品的成本，提升公司在产业中的竞争力。

图3：公司打造完整碳四产业链



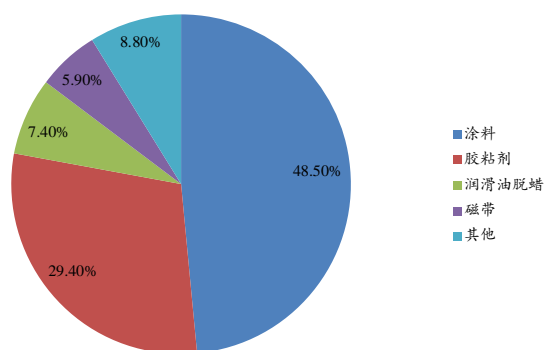
资料来源：中原证券、公司公告（黄色部分为在建项目）

## 2. 传统业务提供业绩保障

### 2.1 甲乙酮业务安全边际较高

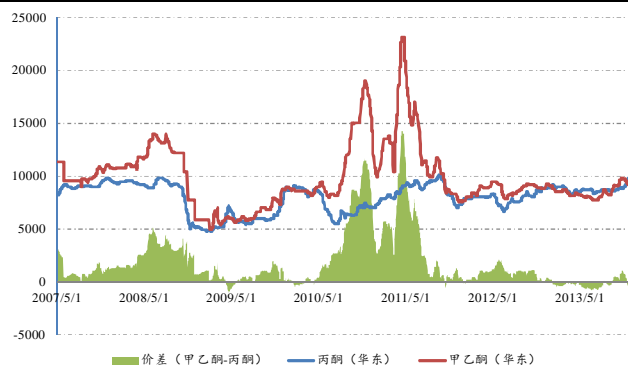
甲乙酮又称丁酮（MEK），具有优异的溶解性和干燥性，是一种优良的有机溶剂，主要应用于涂料、合成革、胶黏剂等领域。与传统的三苯溶剂相比，甲乙酮对人体危害较小，与同类的丙酮相比，甲乙酮挥发性适中，有助于降低VOC，在产品中的用量相对较少。因此甲乙酮是三苯溶剂的优良替代品，也可在多数领域替代丙酮。目前已在汽车涂料等高端领域得到大量使用。2012年我国甲乙酮产量约为35万吨，消费量25万吨。

图4：我国甲乙酮需求构成



资料来源：中原证券、cnki

图5：甲乙酮、丙酮价格及价差走势



资料来源：中原证券、百川资讯

作为三苯溶剂和丙酮的优良替代品，甲乙酮的价格通常略高。从历史价格来看，扣除2011年3-7月日本地震导致价格暴涨的因素，甲乙酮与丙酮的价差平均约为1500元/吨。由于2011年甲乙酮价格暴涨，部分下游需求被丙酮替代，导致甲乙酮需求萎缩。2012年以来甲乙酮价格长期低迷，2013年以来甚至长期与丙酮价格倒挂。在性价比优势的推动下，部分下游企业有望转换产品配方，提高甲乙酮使用比例，从而推动需求的恢复性增长。

涂料与胶粘剂的需求占约甲乙酮需求总量的78%，从终端需求来看，汽车、制鞋、合成革是最主要的终端用户。未来汽车产量仍有望稳步增长，制鞋、合成革以出口为主，受欧美经济影响较大。根据欧盟预计，2014年欧洲经济有望进入复苏，从而带动我国鞋革类产品的出口。总体上看未来甲乙酮需求有望实现平稳增长，长期看需求增速能够维持在5%以上。

图6：我国汽车产量及增速



资料来源：中原证券、wind

图7：我国皮鞋产量及增速



资料来源：中原证券、wind

甲乙酮的生产较为集中，除公司外均为中石油、中石化下属企业。我国甲乙酮产能近年来基本稳定，2012年总产能约47万吨，开工率75%。2013年以来黑龙江石化和泰州石化共5.5万吨产能永久关停，供需形势进一步好转。2014年后的新增产能预计有三家企业共12万吨，但实际投产时点具有一定的不确定性。考虑到甲乙酮需求的逐步复苏，预计行业供需形势有望维持。

表2：我国主要甲乙酮企业产能

序号	公司	产能 (万吨)
1	齐翔腾达	19
2	黑龙江石化	1.5
3	泰州石化	4
4	抚顺石化	5.5
5	天利高新	4
6	兰州石化	6
7	哈尔滨石化	4
8	河北中捷石化	3
	合计	47

资料来源：中原证券、百川资讯

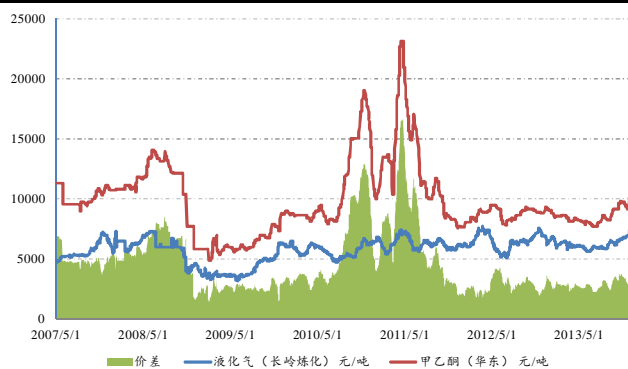
公司拥有甲乙酮产能19万吨，规模全球第一。与国内其他甲乙酮企业相



比，公司在成本上具有较大的优势。主要体现在三方面：一是公司的技术领先，原材料消耗低，每吨甲乙酮消耗正丁烯0.83-0.85吨，业内基本在0.92左右。二是公司的运输成本较低，大部分产能在青岛并通过海运运输，每吨运输成本节省约120元/吨。三是产品品质较好，甲乙酮含水量较低，每吨价格比市场价高100-200元。因此公司每吨甲乙酮的盈利高出行业约1000元/吨。尽管近年来甲乙酮行业低迷，公司甲乙酮毛利率仍保持在20%左右。

目前甲乙酮与液化气的价差处于较低位置，大部分企业的盈利较低，行业继续下行的空间较小，为公司甲乙酮业务提供了较高的安全边际。未来甲乙酮供需格局的改善有望带动价格上行，为公司带来较大的业绩弹性。

图8：甲乙酮与液化气价差



资料来源：中原证券、百川资讯

图9：公司甲乙酮毛利率

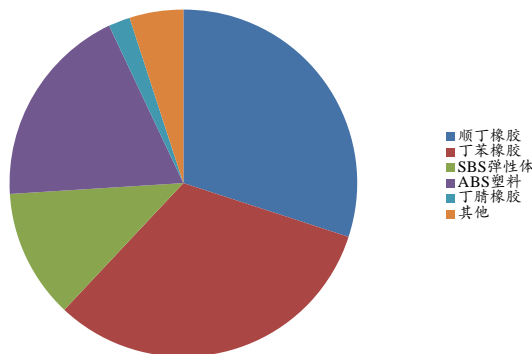


资料来源：中原证券、wind

## 2.2 丁二烯仍处于底部，长期增长潜力大

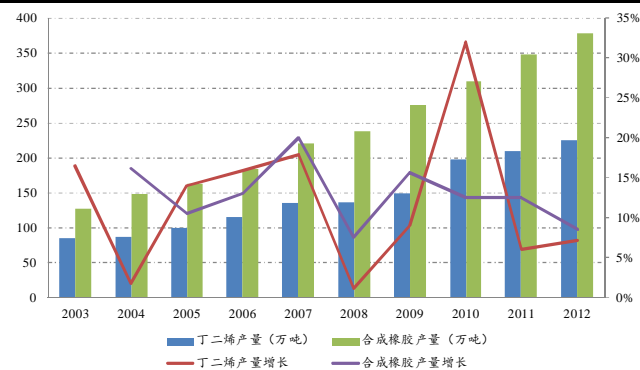
丁二烯的需求集中在合成橡胶领域，顺丁橡胶和丁苯橡胶占总需求量的60%以上。在合成橡胶需求的带动下，2002-2012年我国丁二烯的产量、消费量的复合增长率约为12%，实现了较快增长。

图10：丁二烯消费结构



资料来源：中原证券、cnki

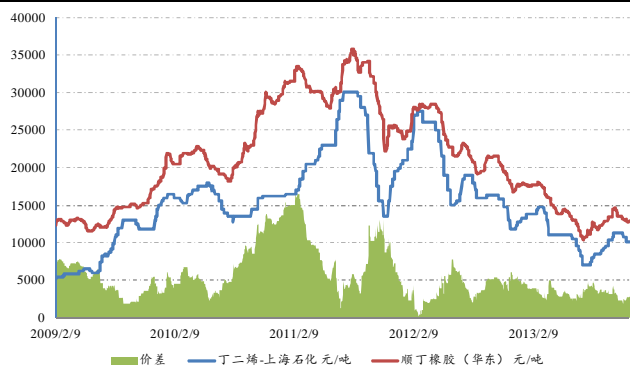
图11：丁二烯、合成橡胶产量



资料来源：中原证券、wind

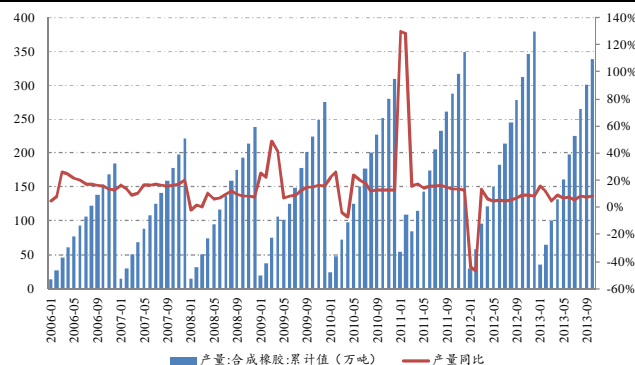
近年来橡胶需求下滑，橡胶价格持续低迷，丁二烯价格也处于下跌态势。今年1-10月我国合成橡胶产量增速8.55%，增速底部回升。但从顺丁橡胶与丁二烯的价差来看，两者价差2800元/吨，位于历史较低水平。受制于此，短期内丁二烯价格仍难有较大的上涨空间，行业景气度仍处于底部。

图12: 丁二烯、顺丁橡胶价格及价差



资料来源: 中原证券、百川资讯

图13: 我国合成橡胶产量



资料来源: 中原证券、wind

丁二烯是公司第二大产品, 目前拥有15万吨产能。受丁二烯价格低迷影响, 上半年丁二烯业务毛利率4.22%, 处于盈亏边缘。下半年公司丁二烯装置进行了停车技改, 对氧化脱氢工艺进行了改进, 主要体现在能耗方面。技改完成后公司丁二烯的成本降低500-600元/吨。此外顺酐项目和顺丁橡胶项目的投产, 原先由丁二烯单独承担的公用工程折旧将得到分摊, 预计两因素共降低丁二烯成本800-1000元/吨。届时丁二烯业务的盈利能力有望提升。

在页岩气革命以及中东天然气乙烯的冲击下, 全球乙烯原料正趋于轻质化。由于97%的丁二烯来自于石脑油裂解乙烯装置的副产, 从而限制了丁二烯供给的增长。因此从长期看丁二烯将处于供需偏紧的局面, 从而推动价格的上涨。未来丁二烯业务具有巨大的上升空间。

表3: 不同原料的烯烃产出率

产出率 (%)	原料				
	乙烷	丙烷	丁烷	石脑油	柴油
H2+C4	13	28	24	26	18
乙烯	80	45	37	30	25
丙烯	2.4	15	18	13	14
丁二烯	1.4	2	2	4.5	5

资料来源: 中原证券、cnki

### 3 成本优势保障顺酐项目盈利

10万吨顺酐项目已经于2013年11月成功投产并产出合格产品。该项目采用正丁烷作为原材料, 与传统的苯氧化法工艺相比, 具有较大的成本优势。因此该项目的盈利能力具有较好的保障, 预计将成为公司2014年的主要利润增长点。

顺酐的生产工艺主要有苯氧化法和正丁烷法两种。正丁烷法工艺原料价格低廉, 污染小, 是国外企业采用的主流工艺。我国由于焦化苯资源丰富, 加上正丁烷资源供应不足, 因此以苯氧化法为主。目前我国顺酐总产能约150多万吨, 其中110万吨为苯氧化法, 占比73%, 而正丁烷法产能仅40万吨。



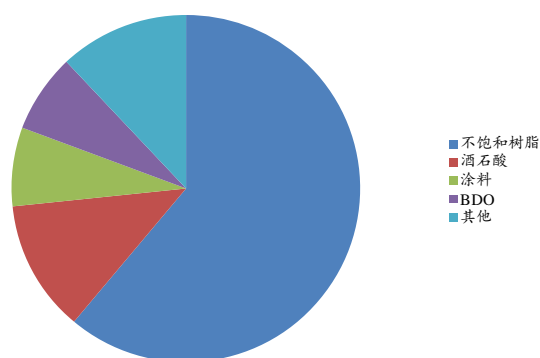
表4: 我国顺酐产能统计

企业	产能(万吨)	工艺
常州亚邦	12	苯氧化法
山西侨友	10	苯氧化法
天津渤海精细化工	10	苯氧化法
仪征化纤	12	正丁烷法
齐翔腾达	10	正丁烷法
江山化工	8	正丁烷法
其他正丁烷法	10.5	正丁烷法
其他	78	苯氧化法
合计	150.5	

资料来源: 中原证券、百川资讯

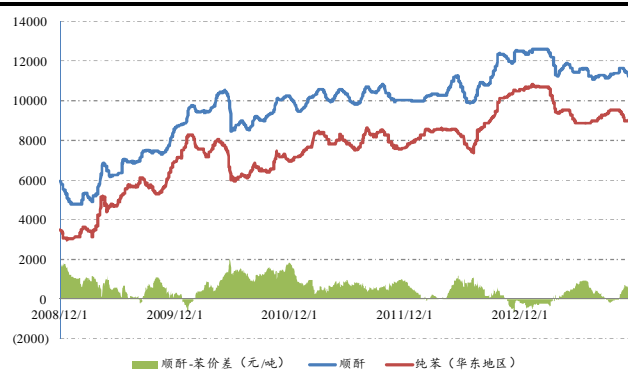
我国顺酐主要用于不饱和树脂、酒石酸、涂料以及BDO领域, 2012年产量约80万吨, 开工率不到60%, 其中2-5万吨的装置由于成本较高, 基本属于无效产能。近年来产能过剩加上需求不足, 顺酐价格长期低迷, 苯氧化法工艺处于微利状态。我国大部分顺酐产能为苯氧化法工艺, 其成本对顺酐价格具有支撑作用。近年来顺酐价格基本由苯氧化法工艺的成本决定。

图14: 我国顺酐消费结构



资料来源: 中原证券、百川资讯

图15: 顺酐与苯价格、价差



资料来源: 中原证券、百川资讯

相比苯氧化法顺酐工艺, 正丁烷法工艺的优势明显。苯氧化法单耗苯1.2吨, 正丁烷法单耗正丁烷1.1吨, 两者原材料成本相差大约2500元/吨。不考虑副产物的价值, 正丁烷法工艺成本低2000元/吨左右。此外正丁烷工艺每吨产品副产10吨蒸汽, 而苯氧化法副产3吨蒸汽。产品品质方面, 苯氧化法使用的焦化苯含有较多杂质, 产品质量不高, 因此得不到国际市场的接受; 正丁烷法的原料来自于石油工业, 所含杂质较少, 产品纯度高, 属于高端产品。在目前产品价格和原材料成本下, 保守估计每吨正丁烷法顺酐的毛利约为2000元/吨。

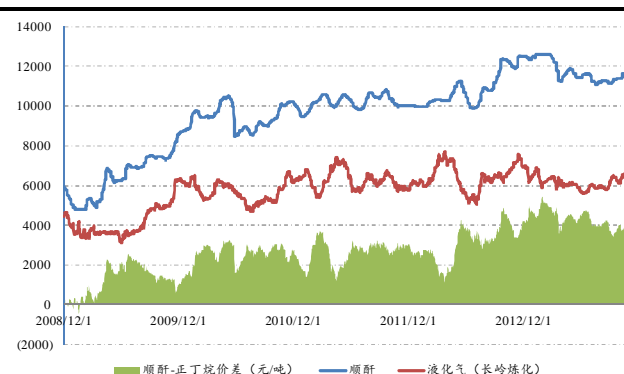
表5: 正丁烷法和苯氧化法顺酐成本对比

	正丁烷	苯氧化
原材料价格(含税)	7000	9100
单耗	1.1	1.2
原材料成本	8400	10920
加工成本	1600	1000
折旧成本	570	500
副产物价值	10570	12420
合计	8170	11170

资料来源: 中原证券、cnki

近年来顺酐价格随着油价上涨而走高, 正丁烷价格(以液化气价格加抽提成本计算)上涨幅度较小, 提升了正丁烷法顺酐项目的盈利能力。受国内天然气普及的影响, 液化气在民用领域的需求将不断缩减, 未来价格将长期走弱, 而纯苯则受乙烯轻质化影响, 未来供给受到压缩, 预计价格将不断走高。未来正丁烷法工艺将长期保持对苯氧化法工艺的成本优势, 为公司的顺酐项目具有较好的盈利保障。公司10万吨顺酐项目将于2014年完全贡献产能, 有望为公司贡献1.3-1.5亿元的净利润。

图16: 正丁烷法顺酐价差走势



资料来源: 中原证券、百川资讯

## 4. MTBE与异辛烷将是高增长主力

### 4.1 油品升级拉动MTBE与异辛烷需求

我国汽油国IV标准将于2014年全面实施, 油品升级即将全面启动。油品升级的过程伴随着汽油辛烷值的损失。这一方面来自于汽油的脱硫工艺, 加氢脱硫过程中高辛烷值的烯烃饱和变成烷烃, 从而导致辛烷值的损失; 另一方面新国标降低了锰含量的限值, 限制了传统抗爆剂MMT的使用。两项因素合计导致辛烷值损失4-5个牌号, 为弥补油品升级过程中辛烷值的损失, 需要添加高辛烷值的汽油组分, 高辛烷值的汽油组分需求有望大幅提升。

目前油品调和所用的高辛烷值组分主要有MMT(甲基环戊二烯三羰基锰)、MTBE(甲基叔丁基醚)、乙醇以及异辛烷。MMT由于毒性较强, 未

来将被禁用。乙醇对粮食消耗较大，不符合我国国情，难以大面积推广。因此我国未来将以MTBE和异辛烷作为主要的高辛烷值添加组分。其中MTBE辛烷值较高，用作油品调和时的性价比较高，预计将率先迎来需求的快速增长。而异辛烷的优势在于热值高，能够降低汽油的芳烃、烯烃含量，从长期看具有较大的发展空间。

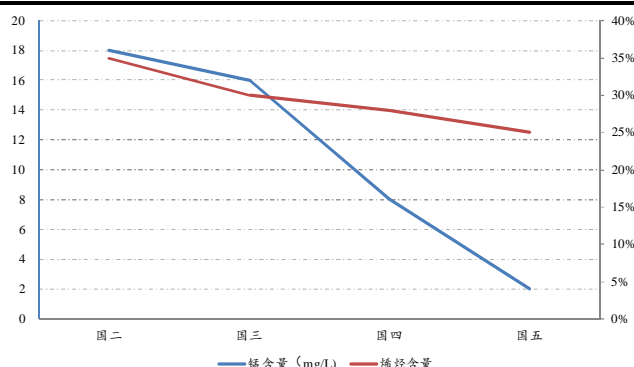
**表6：汽油高辛烷值添加剂对比**

	抗爆性	应用情况
MMT	万分之一提高辛烷值2-3	已被部分国家禁用，我国也将逐步限制使用
MTBE	马达法辛烷值101	在美国禁用，我国仍未限制使用
乙醇	马达法辛烷值92	使用局限性较大，在我国难以大面积推广
异辛烷	辛烷值100	环保性较好，美国及欧洲广泛使用

资料来源：中原证券

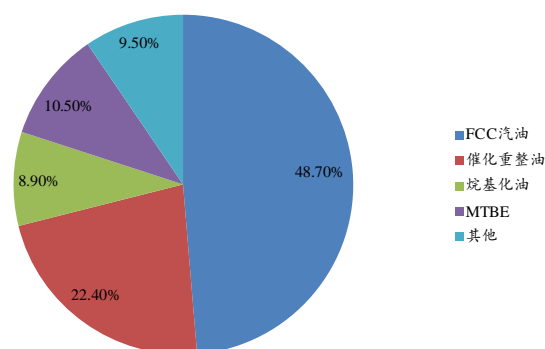
2012年我国MTBE需求量为529万吨，其中90%用于成品油调和，在汽油中的总体添加比例约为5.3%。基于汽油标准中氧含量2.7%的上限，含氧量18.2%的MTBE最大添加比例可达14.8%，以汽油需求量9000万吨估算，未来市场空间可达1300万吨。

**图17：油品升级过程中锰和烯烃含量变化**



资料来源：中原证券、国家汽油质量标准

**图18：燕山石化国IV97#汽油成分**



资料来源：中原证券、cnki

## 4.2 低硫属性提升产品竞争力

45万吨低碳烷烃脱氢制烯烃及综合利用项目是公司未来的增长主力，该项目包含20万吨异辛烷、35万吨低硫MTBE、5万吨叔丁醇和10万吨丙烯。其中20万吨异辛烷预计将于2014年上半年投产，其余产品将于2015年上半年投产。该项目投产后，公司碳四资源中尚未利用的异丁烷及少量丙烷将得以充分利用，真正实现对碳四资源的“吃干榨尽”。该项目符合了我国油品升级的发展方向，油品调和领域巨大的需求有望保障异辛烷和MTBE的销售。

**表7：45万吨低碳烷烃脱氢制烯烃及综合利用项目概况**

产品	工艺路线	产能	用途
异辛烷	异丁烷+异丁烯→异辛烷	20万吨	油品调和
MTBE	异丁烷→异丁烯→异辛烷	35万吨	油品调和
叔丁醇	MTBE→叔丁醇	5万吨	有机溶剂、药物、香料
丙烯	丙烷→丙烯	10万吨	聚丙烯、丙烯酸及酯

资料来源：中原证券、公司公告

公司产品的低硫属性也大幅提升了产品的竞争力。在原油的加工过程中，硫含量富集在密度较高的烯烃之中，密度较低的烷烃基本不含硫。目前国内MTBE主要由硫含量较高的异丁烯生产而来，导致MTBE硫含量较高，多数炼厂的硫含量在200-400ppm。由于国IV国V汽油分别要求硫含量低于50ppm和10ppm，因此高硫的MTBE无法满足油品调和的需求。未来低硫的MTBE将具有显著的优势，而异辛烷的硫含量较低，同样有望得以应用。

表8：汽油国标的主要指标变化

	国II标准	国III标准	国IV标准	国V标准
硫含量 (ppm, ≤)	500	150	50	10
苯含量 (% , ≤)	2.5	1.0	1.0	1.0
芳烃含量 (% , ≤)	40	40	40	40
烯烃含量 (% , ≤)	35	30	28	25
氧含量 (% , ≤)	2.7	2.7	2.7	2.7
锰含量 (mg/L, ≤)	18	16	8	2

资料来源：中原证券、国家质检总局

公司的MTBE装置采用异丁烷脱氢制异丁烯，再由异丁烯合成MTBE的工艺路线。异辛烷由异丁烷和异丁烯炔化加工而来。异丁烷基本不含硫，因此该工艺路线下MTBE和异辛烷的硫含量较低。公司产品的硫含量低于5ppm，远低于国五标准，预计将具备很好的市场接受度，在价格上也具有较大的优势。

按照93#汽油价格估算异辛烷价格，在目前原材料成本下，每吨异辛烷的毛利约1000元/吨。MTBE参考往年盈利能力，考虑到新产品在硫含量上的优势略作上浮，预计毛利率在20%以上，毛利约2000元/吨。未来MTBE投产后，异辛烷装置可以改造为MTBE装置，公司可根据市场情况调节产品产能，实现利润的最大化。

## 5. 盈利预测与投资建议

预计2014-2015年甲乙酮、丁二烯景气将小幅回升，产品价格略有上涨。公司甲乙酮盈利能力基本稳定，受益技改后成本下降以及价格上涨，预计丁二烯毛利率将提升至10%。

顺酐项目预计于2014年开始满负荷运行，全年产销量达到10万吨。顺酐价格分别为10000/吨和10500/吨，保守估计顺酐的毛利率稳定在20%。

异辛烷与MTBE分别于2014和2015年投产，预计当年开工率达到50%。产品价格按照93号汽油估算，保守估计毛利率分别为15%和20%。

**表 9：公司主营业务预测**

产品	项目	2012A	2013E	2014E	2015E
甲乙酮类	营业收入(万元)	179733.19	170138	191625	205150
	营业成本(万元)	144790.36	134311	150334	160881
	毛利率	20.05%	21.06%	21.55%	21.58%
	毛利(万元)	34942.83	35826	41291	44270
丁二烯类	营业收入(万元)	84910.35	107800	110000	165000
	营业成本(万元)	75730.95	102949	99000	148500
	毛利率	10.81%	4.50%	10%	10%
	毛利(万元)	9179.39	4851	11000	16500
顺酐	营业收入(万元)		-	10000	105000
	营业成本(万元)			80000	84000
	毛利率			20%	20%
	毛利(万元)			20000	21000
异辛烷及 MTBE	营业收入(万元)			93000	279000
	营业成本(万元)			79050	227850
	毛利率			15%	18.3%
	毛利(万元)			13950	51150
其他	营业收入(万元)	77559.57	96000	96000	126000
	营业成本(万元)	68884.64	82680	82680	107680
	毛利率	11.2%	13.88%	13.88%	14.54%
	毛利(万元)	8674.93	13320	13320	18320
总销售收入(万元)		342203.11	378438	590625	880150
总毛利(万元)		52797.15	56022	99561	151240

资料来源：中原证券

预计公司2013-2015年的EPS分别为0.67元、0.98元和1.52元。对应12月12日的市盈率为22.42倍、15.33倍和9.88倍。未来两年传统业务对公司业绩具有较好的支撑，新项目的盈利能力具有保障，业绩增长确定性较高。传统业务若景气上行则有望为公司带来较大的业绩弹性。因此维持公司“买入”的投资评级。

**表 10：公司财务预测(百万元)**

	2012A	2013A	2014E	2015E
<b>营业总收入</b>	3422.03	3784.38	5906.26	8801.50
<b>营业总成本</b>	3052.41	3440.15	5239.63	7766.62
营业成本	2894.06	3224.15	4910.64	7289.10
营业税金及附加	11.06	12.49	19.49	29.05
销售费用	45.22	48.06	76.78	114.42
管理费用	119.90	132.45	206.72	308.05
财务费用	-24.35	25.00	25.00	25.00
资产减值损失	6.52	-2.00	1.00	1.00
投资收益	6.05	6.20	6.50	6.50
<b>营业利润</b>	375.67	350.42	673.12	1041.38

加：营业外收入	13.15	113.00	2.00	2.00
减：营业外支出	0.58	0.50	0.50	0.50
<b>利润总额</b>	<b>388.25</b>	<b>464.92</b>	<b>674.62</b>	<b>1042.88</b>
减：所得税	71.28	83.69	121.43	187.72
<b>净利润</b>	<b>316.97</b>	<b>381.23</b>	<b>553.19</b>	<b>855.16</b>
减：少数股东损益		4.5	5	5
归属于母公司的净利润	316.97	376.73	548.38	850.16
<b>每股收益：</b>	<b>0.57</b>	<b>0.67</b>	<b>0.98</b>	<b>1.52</b>

资料来源：中原证券(注：2012 年利润表为追溯调整之前数值)

### 风险提示：

- 1) 新项目进展低于预期风险
- 2) 行业景气度大幅下滑



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。  
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。