

量价齐飞增长稳 超募或有超回报

——齐翔腾达（002408）

2010年6月29日

推荐/首次

齐翔腾达

深度报告

报告摘要:

- **募投产能释放 乙酰酮产量超过国内总产量的 40%，原材料供应和技改保证未来持续增长。**公司 09 年乙酰酮设计产能 10 万吨，实际产量达 12 万吨，占全国总产量 29.36 万吨的 40.9%，公司已经成为乙酰酮行业的国内龙头，世界排名达到第 5 位。公司本部 2 万吨设计产能 09 年实际产量 3.6 万吨，产能利用率接近 180%。子公司 8 万吨设计产能预留较大的技改空间，同时公司与齐鲁石化和青岛炼化签订的长期战略合作协议能保证未来碳四原材料的充足供应，未来乙酰酮产量仍有 50% 的增长空间。
- **原油上涨促产品价格回稳，龙头地位增强行业定价权。**原油价格从 09 年初的 46 美元/桶一路上扬至 80 美元/桶上方，前期因欧债危机短暂回调至 70 美元/桶后又迅速反弹，未来维持在 80 美元/桶的可能性较大，预计未来乙酰酮价格能稳定在 8500 元/吨，比 09 年 6439 元/吨的平均水平高出 32%。同时公司行业龙头地位赋予公司对产品价格的话语权，必要时可以通过增加出口减少国内市场的投放量稳定乙酰酮市场价格。公司 09 年出口乙酰酮 1.56 万吨，占销售量的 12.82%。
- **高纯异丁烯或成未来新增长点。**高纯异丁烯主要用于生产丁基橡胶和聚异丁烯，两者约占我国高纯异丁烯消费比例的 58%。我国目前丁基橡胶的自给率仅为 20%，聚异丁烯产量也还远远不能满足国内需求，预计高纯异丁烯下游至少能保持 20% 以上的增长。公司 09 年高纯异丁烯的产能和产量分别为 2.6 和 3 万吨，09 年底公司已将高纯异丁烯原料 MTBE 产能由 2 万吨扩张至 4.5 万吨，显示了发展高纯异丁烯的决心，资金方面因 IPO 超募完全可以保证，甚至也有继续向异丁烯下游拓展的可能。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.24、1.48 和 1.67 元，对应 PE 分别为 21、18 和 16 倍，我们认为公司作为中小板的化工企业，10-12 年净利润复合增长率能达到 35.8%，可以给予 30 倍市盈率，目前估值明显偏低，给予公司“推荐”评级。

财务指标预测

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入(百万元)	1,116	1,297	1,997	2375	2689
增长率(%)	23.76	16.31	53.88	18.98	13.21
净利润(百万元)	143.6	173.5	320.8	385.3	434.5
增长率(%)	2.57	20.81	84.86	20.11	12.78
每股收益(元)	0.67	0.89	1.24	1.48	1.67
净资产收益率(%)	36.96	36.12	13.40	14.90	15.50
PE	36	30	21	18	15
PB	13.4	10.8	1.5	1.4	1.3

杨若木

基础化工行业分析师

执业证书编号:

010-66557316

yangrm@dxzq.net.cn

范劲松

联系人

执业证书编号:

010-66507339

fanjs@dxzq.net.cn

资产负债表数据

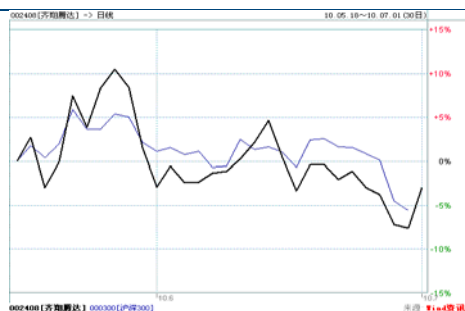
(10.03.31)

总资产(百万元)	873.08
股东权益(百万元)	456.40
每股净资产(元)	2.35
市净率(X)	11
负债率(%)	47.73%

交易数据

52 周股价区间(元)	24.33-30.20
总市值(万元)	672000
流通市值(万元)	134600
总股本/流通 A 股(万股)	25956/5200
流通 B 股/H 股	--
52 周日均换手率	9.76%

52 周股价走势图



资料来源: wind

相关研究报告

目 录

1. 围绕甲乙酮高速成长的碳四深加工专家.....	4
2. 新装置成就行业龙头，原材料保证持续增长.....	5
2.1 甲乙酮产能全球第 5，产量超国内总产量的 40%.....	5
2.2 原材料供应和技术改造保证产量持续增长.....	5
2.3 甲乙酮价格受益于油价上涨、供需关系、优秀质量及行业地位.....	6
2.3.1 原油上涨促产品价格回稳，龙头地位增强行业定价权.....	6
2.3.2 国际产能关闭打开出口空间，国内产能增长有限.....	6
2.3.3 下游涂料高速恢复，胶粘剂稳定增长.....	7
2.3.4 质量和需求保证未来价格稳步上升.....	8
2.3.5 作为环保溶剂未来将逐步替代苯类和丙酮溶剂.....	8
3. 经济回暖促异丁烯、叔丁醇重回发展轨道.....	8
3.1 高纯异丁烯下游需求增长强劲，深加工潜力巨大.....	8
3.2 叔丁醇进口替代空间大，毛利高.....	10
3.3 MTBE 将逐渐作为中间品生产高附加值产品.....	11
4. 原材料供应、销售、管理和技术等综合竞争优势明显.....	12
4.1 依托大型炼化企业，原料碳四供应充足，管道输送成本低廉.....	12
4.2 靠近下游客户，依靠港口优势，控制销售费用.....	13
4.3 技术先进，生产灵活.....	13
5. 盈利预测及估值.....	13
6. 风险提示.....	14

表格目录

表 1: 公司产品结构 (万元).....	4
表 2: 公司近三年主要财务数据 (百万元).....	5
表 3: 国内甲乙酮生产企业及产能 (万吨).....	7
表 4: 甲乙酮与其他溶剂的比较.....	8
表 5: 公司近年三项费用率.....	13

插图目录

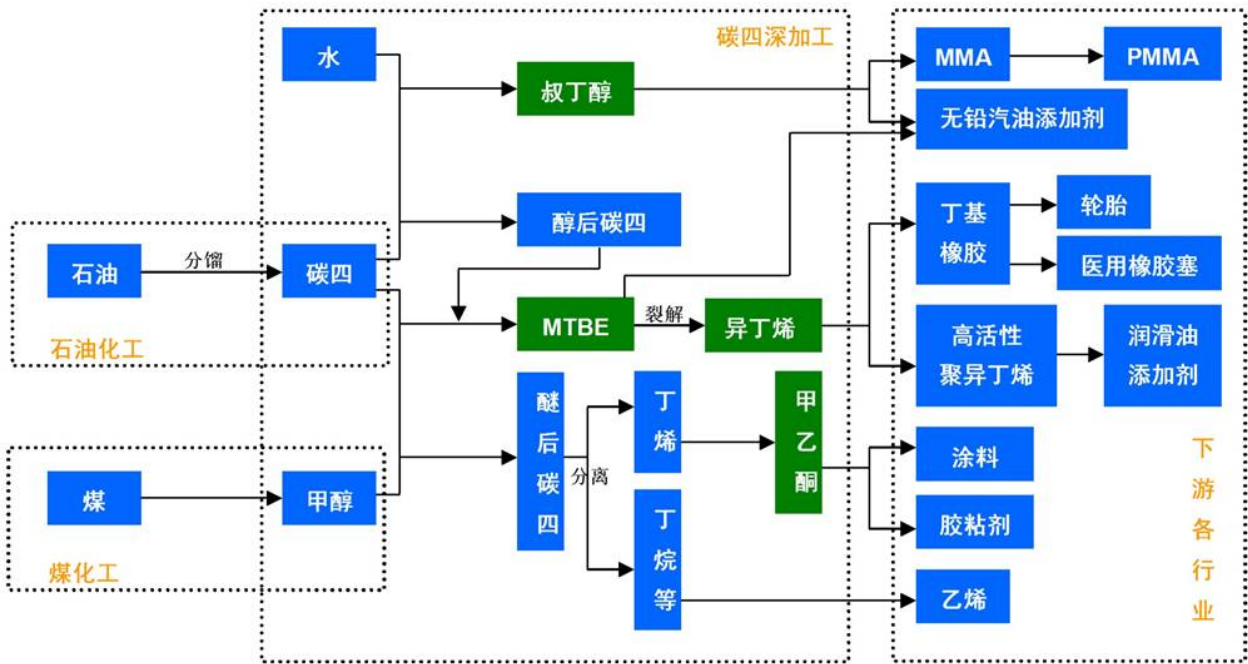
图 1: 碳四精加工产业链.....	4
图 2: 甲乙酮价格走势 (元/吨).....	6

图 3: 齐鲁石化碳四出厂价走势 (元/吨)	6
图 4: 世界甲乙酮消费结构	7
图 5: 国内甲乙酮消费结构	7
图 6: 国内涂料产量及同比 (万吨 按月)	7
图 7: 国内近年胶粘剂产量及同比	7
图 8: 高纯异丁烯下游需求分布	9
图 9: 2001-2009 年我国叔丁醇供需平衡情况 (万吨)	11
图 10: 2001-2016 世界 MTBE 产量及预测 (万吨)	11

1. 围绕甲乙酮高速成长的碳四深加工专家

齐翔腾达自成立以来，一直专注于对原料碳四进行深度加工转化成高附加值精细化工产品的研发、生产和销售，已形成以甲乙酮为主导，甲乙酮、MTBE、异丁烯和叔丁醇等为主要产品组合的产品结构。碳四深加工属于较高端的精细化工子行业，是《“十一五”化学工业科技发展纲要》产业扶持的六大领域之一。

图 1：碳四精加工产业链



资料来源：东兴证券研究所

表 1：公司产品结构（万元）

产品名称	2009		2008		2007	
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
甲乙酮类	94,754	73.14%	64,950	58.23%	47,644	49.80%
异丁烯类	24,366	18.81%	33,425	29.97%	21,761	22.74%
叔丁醇	6,186	4.77%	5,817	5.22%	4,509	4.71%
MTBE	4,245	3.28%	7,345	6.59%	21,761	22.74%
合计	129,551	100.00%	111,537	100.00%	95,675	100.00%

资料来源：wind，东兴证券研究所(甲乙酮类产品包括甲乙酮和甲乙酮副产品，甲乙酮副产品包括混合丁烷、液化气、氢气、丁烯、仲丁醚、仲丁醇和重质物；裂解异丁烯类产品包括裂解异丁烯和裂解异丁烯副产品，裂解异丁烯副产品包括甲醇和重组份。)

近年来公司成长迅速，即使在 2008 年世界金融危机背景下公司营业收入仍然实现了 23.76% 的增长，因危机期间原材料价格降幅低于产品销售价格的降幅，2008 年利润涨幅不高，但是公司 ROE

仍高达 42.48%。2009 年公司营业收入继续增长，涨幅 16.31%，净利润增长 21.36%，ROE 仍维持在 42%以上。

表 2：公司近三年主要财务数据（百万元）

公司	2007	2008	2009
营业收入	901.35	1115.52	1297.48
同比增长		23.76%	16.31%
净利润	140.03	143.63	173.52
同比增长		2.57%	20.81%
净利润（扣除）	141.41	144.08	174.86
同比增长		1.88%	21.36%
ROE（扣除/加权）	53.49%	42.48	42.22

资料来源：东兴证券研究所

2. 新装置成就行业龙头，原材料保证持续增长

2.1 甲乙酮产能全球第 5，产量超国内总产量的 40%

甲乙酮具有溶解性能好，挥发速度快，稳定、低毒等特点，是一种用途广泛的有机溶剂和精细化工原料，主要用于涂料、胶粘剂领域，同时在润滑油脱蜡、油墨、磁带、合成革以及其他化工领域也有一定的消费。我国甲乙酮行业近年发展迅速，产量从 2002 年的 4 万吨上升到 2009 年的 29.36 万吨，年均增长率为 33%。进口依赖度（进口量/消费量）从 2000 年的 93.58%降至 2009 年 14.11%，基本实现了进口替代。

齐翔腾达是国内最早生产甲乙酮的企业之一，在行业中一直处于领先地位。2008 年 9 月全资子公司青岛思远 8 万吨/年甲乙酮项目投产后，公司设计产能达到 10 万吨，2009 年实际产量达到 12 万吨，占 2009 年市场总份额 29.36 万吨已经超过 40%，确立了国内甲乙酮生产的绝对龙头地位。同时，甲乙酮对公司营业收入和毛利的贡献都达到 73%。全球甲乙酮产能达到或超过 10 万吨的企业只有 5 家，齐翔腾达排在第 5 位。

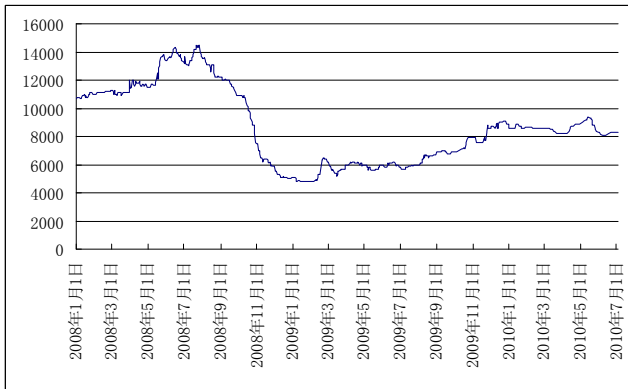
2.2 原材料供应和技术改造保证产量持续增长

甲乙酮行业面临的一个较大问题是原材料碳四较为稀缺，国内甲乙酮行业的大多数公司因为原材料供应不足，产能利用率只有 80%左右，严重影响了装置的使用效率，提高了单位成本。公司本部生产装置与齐鲁石化融为一体，子公司青岛思远紧邻青岛炼化，两家企业分别能提供 20 万吨/年和 60 万吨/年的碳四原料，合计可以保障 30 万吨甲乙酮产能。公司分别与这两家企业签订了永久性战略合作协议，并得到其母公司中石化的支持，保证了碳四原料的供应。公司是业内唯一一家产能利用率超过 100%的企业。

公司本部甲乙酮装置设计产能 2 万吨，08 年实际产量 3.59 万吨，产能利用率接近 180%。子公司青岛思远甲乙酮装置设计产能为 8 万吨，但在设计时已经预留了较大的技改空间，同时公司与齐鲁石化和青岛炼化签订的长期战略协议能保证未来碳四原材料的充足供应，因此公司未来甲乙酮产量仍有 50%的增长空间。公司的目标是打造世界第 1 的甲乙酮龙头。

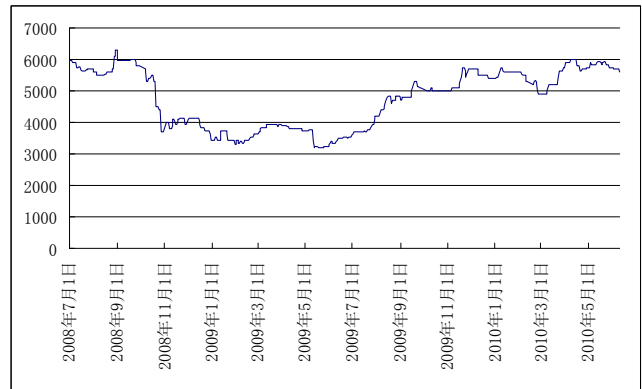
2.3 甲乙酮价格受益于油价上涨、供需关系、优秀质量及行业地位

图 2： 甲乙酮价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线，东兴证券研究所

图 3： 齐鲁石化碳四出厂价走势（元/吨）



资料来源：中华商务网，东兴证券研究所

2.3.1 原油上涨促产品价格回稳，龙头地位增强行业定价权

原油价格从 09 年初的 46 美元/桶一路上扬至 80 美元/桶上方，前期因欧债危机短暂回调至 70 美元/桶后又迅速反弹，未来维持在 80 美元/桶的可能性较大，预计未来甲乙酮价格能稳定在 8500 元/吨，比 09 年 6439 元/吨的平均水平高出 32%。同时公司行业龙头地位赋予公司对产品价格的话语权，必要时可以通过增加出口减少国内市场的投放量稳定甲乙酮市场价格。公司 09 年出口甲乙酮 1.56 万吨，占销售量的 12.82%。

2.3.2 国际产能关闭打开口空间，国内产能增长有限

全球甲乙酮生产商家数较少，生产规模较大的企业一般为大型精细化工公司。2009 年世界甲乙酮产能为 165.8 万吨，国外排名前十位甲乙酮生产企业合计产能为 102.1 万吨，占世界总产能的 61.58%。

2004 年 9 月，美国壳牌（Shell）永久性地关闭了其在路易斯安那州 Norco 的 13.6 万吨/年甲乙酮装置。Shell 原是在美国埃克森美孚化学公司之后的世界第三大甲乙酮制造商，该装置的关闭使北美甲乙酮产能减少了 43%，占世界产能的 8.2%。

2008 年 1 月 10 日 PUWORLD 独家发布，2008 年停止其德克萨斯州 Pampa 甲乙酮装置生产（使用期限已到），这将导致其多数买家更换供应商。国际市场甲乙酮供应量的减少将为我国甲乙酮行业的发展提供一定的空间。

在此背景下，同时也是为了分销国内的新增产能，并为募集资金投资项目作准备，公司从 2004 年 7 月开始着手自营出口业务，理顺了业务流程。目前公司已向韩国、美国、印度、巴基斯坦、台湾等 15 个国家和地区出口甲乙酮等产品，主要出口目标韩国国内没有甲乙酮产能。2009 年公司出口 1.56 万吨，占销售总量 12.82%，未来出口规模还将进一步扩大。

从国内情况来看，目前甲乙酮生产企业一共有 8 家，产能合计 36.7 万吨/年，但是由于原料碳四供应不足，大多数企业产能利用率均不足 80%，2009 年实际产量只有 29.36 万吨。齐翔腾达是业内唯一一家产能利用率超过 100%的企业。

表 3：国内甲乙酮生产企业及产能（万吨）

公司	甲乙酮产能	苯类	丙酮
齐翔腾达	10	江苏泰州陵光石化	4
兰州石化	6	河北中捷	3
抚顺石化	5.5	中石油哈尔滨石化	3
天利高新	4	黑龙江石化	1.2

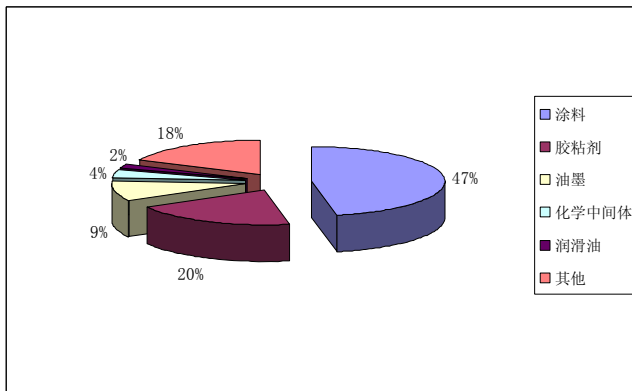
资料来源：东兴证券研究所

国内目前正在新建或扩建甲乙酮装置的企业只有延边龙铁。延边龙铁甲乙酮装置自 2001 年开工建设，至今未建成投产，现已停建。国内其他主要生产厂家因工艺或原料来源等因素产能利用率不足，未来一段时间国内其他企业产能进一步扩张的可能性较小。

2.3.3 下游涂料高速恢复，胶粘剂稳定增长

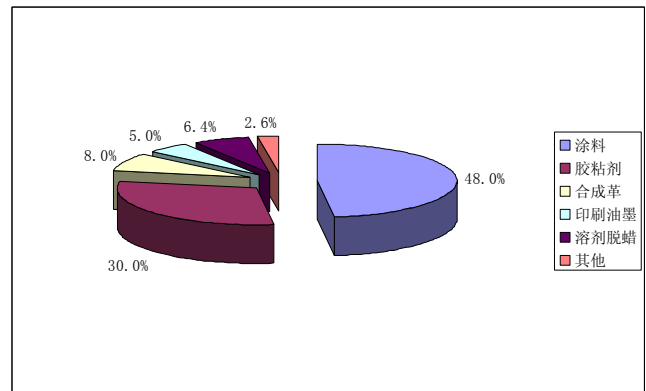
甲乙酮主要用作涂料和胶粘剂的溶剂，这两个行业使用甲乙酮的比例世界范围内是 67%，国内达到 78%。涂料行业在经历了金融危机的影响后从 2009 年二季度开始迅速恢复，并大大超过了危机前的水平，月产量几乎比危机前翻了一番。胶粘剂行业受危机影响相对较小，09 年也已恢复两位数以上的增长。

图 4：世界甲乙酮消费结构



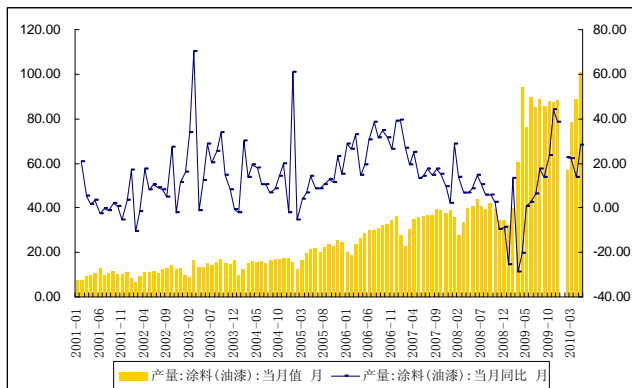
资料来源：SRI 咨询公司，东兴证券研究所

图 5：国内甲乙酮消费结构



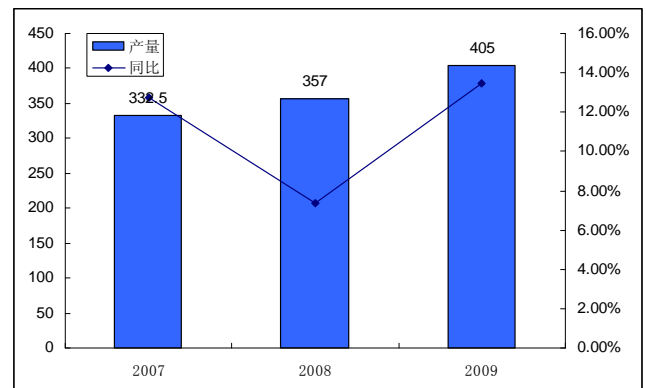
资料来源：《化工文摘》，东兴证券研究所

图 6：国内涂料产量及同比（万吨 按月）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 7：国内近年胶粘剂产量及同比



资料来源：东兴证券研究所

2.3.4 优异质量保障稳定价格

甲乙酮产品质量主要体现在产品的纯度、水含量、不挥发物含量指标等方面。公司通过一系列技术攻关，生产的甲乙酮产品质量居于同行业领先水平，产品纯度大于 99.9%，水含量小于 300×10^{-6} 。与国际知名公司的产品质量相当，在国内外市场享有较高的知名度，多年来产品几乎都供不应求，产品价格高于行业平均价格。

同时，公司制定了严于 ASTM 标准并高于国内行业标准的企业标准，在国内甲乙酮行业树立了良好的品牌形象，产品在行业内始终保持较高的、稳定的市场占有率，特别是在胶粘剂、涂料、电子、胶片等下游行业的高端市场中占有较高的市场份额。尽管中低端产品市场显示竞争压力，但较高的市场集中度使甲乙酮行业竞争相对理性，主要企业的议价能力和成本转嫁能力相对较强。

2.3.5 作为环保溶剂未来将逐步替代苯类溶剂甚至丙酮溶剂

作为一种优良环保型溶剂，甲乙酮是纯苯、甲苯、二甲苯、丙酮等溶剂的最佳替代产品。与苯类溶剂相比，甲乙酮对人体危害程度较小，环保性能突出。国家环保总局发布的行业标准和准则的实施，为甲乙酮对苯类溶剂大面积替代提供了良好的政策环境。与丙酮相比，甲乙酮挥发性适中、溶解性能更强，不会致使空气中挥发性有机化合物（VOC）含量增高，单位溶剂的甲乙酮用量也少于丙酮。

“三苯”溶剂可致使长期接触人群产生致癌、白血病、不育症、呼吸道疾病等严重症状，目前各国对“三苯”溶剂在涂料行业的使用都有严格的标准。2006 年 12 月，美国环保局将甲乙酮从其有害性空气污染物（HAPs）分类中除名，这将有助于甲乙酮在美国的应用增长，促使某些涂料生产商现在使用水性和粉末涂料体系再转向使用甲乙酮。

甲乙酮主要用作高档溶剂型环保涂料，如聚氨酯涂料、环氧树脂涂料、丙烯酸酯涂料以及乙烯基涂料等溶剂，在总有机挥发量以及溶剂的毒性指标等方面符合环保要求，将逐步取代苯类等毒性较高的传统溶剂。

表 4：甲乙酮与其他溶剂的比较

	甲乙酮	苯类	丙酮
溶解性	很好	较好	较好
挥发性	适中	较高	适中
毒性	低	高	低

资料来源：东兴证券研究所

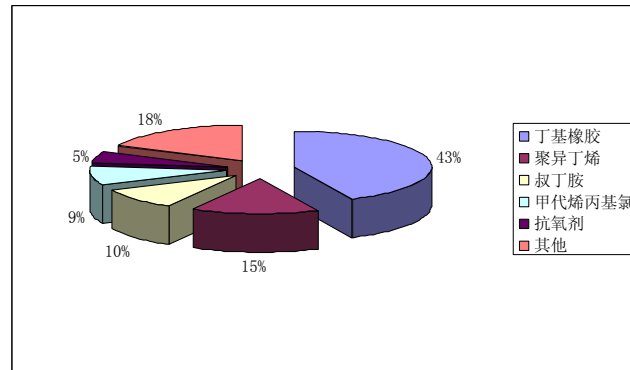
3. 经济回暖促异丁烯、叔丁醇重回发展轨道

3.1 高纯异丁烯下游需求增长强劲，深加工潜力巨大

2007 年，我国 MTBE 裂解制异丁烯总生产能力约为 19.9 万吨/年，生产高纯度异丁烯 15.5 万吨。2009 年 MTBE 裂解制异丁烯生产能力达 21.9 万吨/年，生产高纯度异丁烯 18.2 万吨，分别比 2007 年增长 10.05% 和 14.84%。2009 年，我国高纯度异丁烯消费量达到 18.2 万吨，2004 年—2009 年消费需求年均增长高达 17.87%，增长十分迅速。

高纯度异丁烯下游用途广泛，主要用于生产丁基橡胶、高活性聚异丁烯、叔丁胺、甲代烯丙基氯、抗氧剂等，具有很高的深加工价值。我国高纯度异丁烯主要是用于生产丁基橡胶和生产高活性聚异丁烯，二者约占我国高纯度异丁烯消费比例的 58%。

图 8：高纯异丁烯下游需求分布



资料来源：东兴证券研究所

丁基橡胶是全球第 4 大合成橡胶品种，是异丁烯和少量异戊二烯通过阳离子聚合得到的弹性体，具有优良的气密性、抗老化性、抗腐蚀性、电绝缘性、抗刺扎性等特点，主要用于轮胎内胎、电绝缘材料、防水卷材、密封制品和医药制品等行业。

丁基橡胶的第一大用途为用于生产子午轮胎，占我国丁基橡胶消费量的 85% 左右。子午化轮胎需要卤化丁基橡胶作内衬（气密层）。作为国民经济的支柱产业，我国汽车工业正在迅速发展，逐步向大型化、高速化、专业化发展，轮胎也随国际潮流向子午化、扁平化、无内胎化转化。预计我国到 2010 年子午化率将达到 86% 左右。汽车工业和子午轮胎的发展将会大大促进国内卤化丁基橡胶需求的增长。

医用瓶塞丁基化是我国丁基橡胶的第二大需求市场，占我国丁基橡胶消费的 10%。目前全球 90% 以上的瓶塞生产企业多采用药用级可剥离型丁基橡胶或卤化丁基橡胶作为生产和制造各类药用胶塞的原料。为了保证用药安全，国家医药主管部门发布国药管注[2000]462 号文，规定 2004 年底以后国内所有药用胶塞（包括粉针剂、输液及口服液等各剂型胶塞）一律停止使用普通天然橡胶瓶塞。为适应国内需求，医用胶塞生产厂家开始不断扩大丁基橡胶胶塞的生产能力。

近年来我国丁基橡胶的消费量呈现出跳跃式增长。2003 年我国丁基橡胶的表观消费量只有 10.04 万吨，2007 年增加到 21.42 万吨，2003—2007 年表观消费量的年均增长率达 20.86%，预计到 2010 年丁基橡胶的需求量将达到约 29 万吨，其中卤化丁基橡胶的需求量将达到约 21 万吨。而目前我国国内仅有燕山石化拥有 4.5 万吨/年的产能，远远不能满足国内需求，进口依赖度为 85%。全球第二大丁基橡胶制造商朗盛公司原计划在中国大陆建 10 万吨/年的丁基橡胶产能，结果由于原材料聚合级高纯异丁烯的供应不足而将厂址选在了新加坡。

聚异丁烯方面，目前应用较广的两种产品是低分子量高活性聚异丁烯和中分子量聚异丁烯。预计全球中分子量聚异丁烯 2010 年的需求量为 40000 吨，而目前全球产能仅为 35000 吨。国内中分子量聚异丁烯产能虽增加了 28% 的份额，但没超出国内中分子量聚异丁烯需求量年增 20%-30% 的范畴，中分子量聚异丁烯仍处于健康的发展趋势。

高活性聚异丁烯方面，主要用于生产润滑油添加剂—聚异丁烯无灰分散剂，以及单独用作二冲程内燃机油或润滑油粘度指数改进剂。同时，国内聚异丁烯用量相对较多的下游产品还有汽油清净分散剂、燃烧性能改进剂等。此外，粘合剂、密封胶、电绝缘材料、食品包装等领域对聚异丁烯的需求也在不断增加。2009年全球需求量为23万吨，但产能只有19万吨，还有较大的缺口。国内目前只有3万吨/年的产能，由于高活性聚异丁烯是近几年新推出的产品，生产成本比传统LPIB产品高，用户有一个认识和推广使用的过程，未来还有很大的潜在需求转化成消费，发展空间非常大。

公司目前高纯异丁烯的设计产能是2万吨，实际产量达3万吨，占国内总产能的13.7%，在国内异丁烯生产企业中排名第3。公司在不断扩大异丁烯产能的同时，也在积极开发异丁烯的下游产品，公司正在从事的异丁烯相关研发项目及进展情况包括：

1. 异丁烯两步法制 MMA 项目：MMA（甲基丙烯酸甲酯）又名有机玻璃单体，是一种重要的有机化工原料和化工产品，主要用于生产有机玻璃（聚甲基丙烯酸甲酯），生产聚氯乙烯助剂 ACR、MBS 和用作脲纶生产的第二单体，也可用作树脂、胶粘剂、涂料、离子交换树脂、纸张上光剂、纺织印染助剂、皮革处理剂、润滑油添加剂、原油降凝剂、木材和软木材的浸润剂、电机线圈的浸透剂、绝缘灌注材料和塑料型乳液的增塑剂等，用途十分广泛。目前公司 MMA 中试装置已开始建设，正处于研发攻关阶段，力争于 2010 打通全流程。

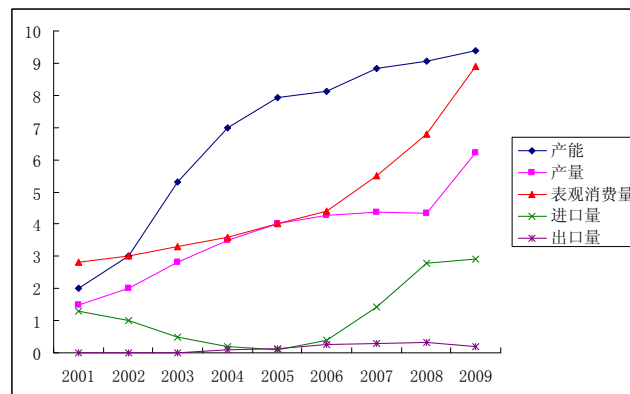
2. 异丁烯直接氨化法制叔丁胺项目：叔丁胺是一种重要的有机合成中间体，在医药上可用于生产利福平、利福霉素 S，合成治疗支气管炎、哮喘的速效药物叔丁喘灵（博利康尼），生产镇静药物氨双氯醇胺等，还可用于合成生产磺酰胺类除草剂、磺酰胺杀虫剂等。目前我国产量约 3 千吨/年，需求量在 8 千吨/年以上，远远不能满足国内实际生产的需求，开发利用前景十分广阔。公司叔丁胺项目正处于小试催化剂评价阶段。

3.2 叔丁醇进口替代空间大，毛利高

叔丁醇，简称 TBA，又称 2-甲基-2-丙醇，无色结晶或液体，溶于水、醇、醚，是一种用途广泛的有机溶剂和精细化工原料。目前国外叔丁醇主要用于制高纯度异丁烯、汽油添加剂及甲基丙烯酸甲酯（MMA），如日本 60%的叔丁醇用于生产甲基丙烯酸甲酯。在我国叔丁醇主要用作汽油添加剂和作为原料生产 MMA，部分用于合成抗氧化剂、香精，以及用作蜡用、油漆、医疗溶剂和用于生产涂料。MMA 是生产有机玻璃（PMMA）的主要原料，近年来，随着我国国民经济的快速发展和人民生活水平的不断改善，MMA 的消费量增长很快。虽然我国 MMA 的产能产量也在不断增长，但是仍满足不了市场需求，国内市场每年都需要进口大量的 MMA 来填补缺口，我国 MMA 市场供不应求。

目前国内约有 15 家企业生产叔丁醇，总生产能力约为 9.4 万吨/年，其中 85%叔丁醇约 6.65 万吨/年，高纯叔丁醇 2.75 万吨/年。由于富含异丁烯的碳四供应有限，受原料供应的制约，我国大部分叔丁醇生产企业不能满负荷生产，2009 年我国叔丁醇产量仅为 6.2 万吨，生产能力不能得到充分利用。

图 9：2001-2009 年我国叔丁醇供需平衡情况（万吨）



资料来源：东兴证券研究所

可以看出，从 2006 年开始叔丁醇产品的需求量高速增长，09 年需求量已达 8.9 万吨，而国内产量仅有 6.2 万吨，还有 30% 需要依靠进口满足。供需关系决定了叔丁醇拥有较高的毛利率，2007-2009 年公司叔丁醇产品的毛利率分别为 34.18%、37.11% 和 44.24%，呈逐年上升趋势。2008 年是叔丁醇涨势最猛的一年，85% 含量的叔丁醇涨到 7,000 元/吨以上，无水叔丁醇涨到 10,000 元/吨以上。受国际金融危机的影响，我国叔丁醇市场价格有一定下滑，截至 2009 年 12 月 85% 含量的叔丁醇市场价格在 6,500 元/吨左右；无水叔丁醇市场价格 9,000 元/吨左右。

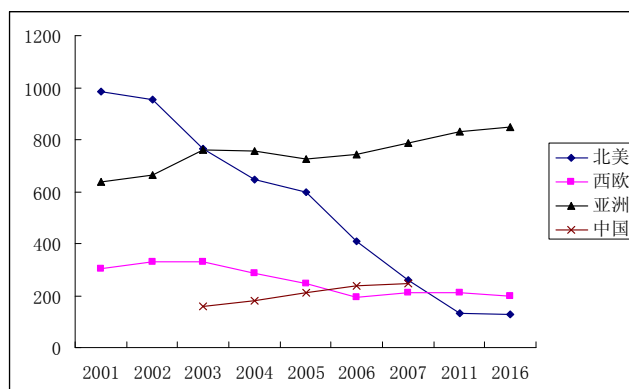
3.3 MTBE 将逐渐作为中间品生产高附加值产品

MTBE 为无色液体，微溶于水，溶于乙醇、乙醚，是生产无铅、高辛烷值、含氧汽油的理想调合组分，还可用于作为反应溶剂、萃取剂等。车用汽油加入 MTBE 后，汽油在气缸中燃烧将更彻底，汽车尾气不含铅，一氧化碳排放量减少 30%，这对净化城市空气、保护人类健康起到积极作用。各国对汽油升级换代的要求促进了 MTBE 产业的发展，其消费量居各种汽油辛烷值改进剂之首。汽油消费量以及汽车保有量的增长速度与 MTBE 的需求增长呈密切的正相关关系。

此外，MTBE 也是制取聚合级异丁烯的重要原料。随着医药中间体、聚异丁烯、丁基橡胶、甲基丙烯酸甲酯（MMA）等对高纯度异丁烯需求的不断增加，以及 MTBE 裂解生产高纯度异丁烯的生产工艺的成熟，带动了 MTBE 需求的增长。

但是美国 20 世纪 90 年代在湖泊、溪流和地下水中检测出 MTBE，美国环保局将其列为可能的致癌物。随后，美国、加拿大、墨西哥相继出台法案禁止使用 MTBE，北美地区 MTBE 产能产量大幅下滑。欧洲 21 世纪初受美国影响也开始限制 MTBE 的使用，许多装置转产 ETBE；但欧盟委员会 2008 年初确认 MTBE 对健康不构成威胁，北美地区剩余的部分产能开始向欧洲出口。亚洲和中东地区暂时没有相关法规出台，产能产量持续扩张，但是未来存在 MTBE 被限制甚至取消生产使用的风险。

图 10：2001-2016 世界 MTBE 产量及预测（万吨）



资料来源: 东兴证券研究所

虽然亚洲地区(包括我国)MTBE产量在不断增长,但是未来政策有一定的不确定性,亚洲地区的泰国已经禁用MTBE,菲律宾则逐渐开始用乙醇替代MTBE。为了降低经营风险,公司越来越多地利用自产的MTBE作为生产附加值更高的高纯异丁烯的原料,2007年至2009年,公司MTBE产品销售收入占同期营业收入的比例分别为18.00%、6.58%和3.28%,呈逐年下降趋势。未来随着公司异丁烯产能的扩大,公司自产的MTBE将全部用于异丁烯的生产而不再外销。由此我们也能看出,公司2009年底将MTBE产能从2万吨扩产到4.5万吨的目的还是为高纯异丁烯的扩产开路。

4. 原材料供应、销售、管理和技术等综合竞争优势明显

4.1 依托大型炼化企业,原料碳四供应充足,管道输送成本低廉

甲乙酮生产的主要原料为石油加工过程中的副产碳四。国内炼油企业一般对碳四副产品并不作进一步深加工,而作为独立产品液化石油气直接对外进行销售。甲乙酮生产企业需要依托大型石化炼油企业,以保障持续稳定的碳四原料供应。例如江苏泰州陵光石化依托于扬子石化,抚顺石油化工有限公司依托于中国石油天然气集团公司,新疆独山子天利高新技术股份有限公司依托于中国石油独山子石化分公司,兰州石油化工有限公司是中国石油天然气集团公司下属的一级企业,本公司依托于中国石化齐鲁分公司、中国石化青岛炼化。

近年来,随着我国基础能源供应的紧缺,碳四原料供应短缺越来越明显,多数大型石化炼油企业在石油加工生产的装置中碳四分离数量有限,致使部分依托其供应原料的甲乙酮生产企业因为原料供应紧缺而不能满负荷生产。

齐翔腾达依托于中国石化齐鲁分公司、中国石化青岛炼化。而中国石化作为中国石油行业三大巨头之一,中国石化齐鲁分公司、中国石化青岛炼化均有1,000万吨/年的炼油装置,为国内同行业产量最大的装置之一,在炼油过程中副产大量的碳四。中国石化齐鲁分公司每年可提供20万吨以上适合作为甲乙酮生产的原料,中国石化青岛炼化达产后每年可提供60万吨以上醚后碳四适合作为甲乙酮生产的原料,本公司及全资子公司青岛思远与中国石化齐鲁分公司、中国石化青岛炼化建立了战略合作关系,能够为公司提供充足的、质量稳定的碳四原料。

公司本部和青岛思远的乙酰酮生产装置分别紧邻中国石化齐鲁分公司和中国石化青岛炼化，根据双方签订的长期战略合作协议，主要原料碳四均通过管道直接输送，供应稳定可靠，消除了运输途耗，节约了运输成本。

4.2 靠近下游客户，依靠港口优势，控制销售费用

国内乙酰酮消费主要集中在华南和华东这两个地区。根据卓创资讯《2009 年丁酮市场年度分析报告》，华南和华东地区乙酰酮消费量约占全国消费总量的 90%，其中华南地区约占 50%，华东地区约占 40%。上述两个地区乙酰酮消费集中，主要是由于上述地区乙酰酮下游应用领域如涂料行业、胶粘剂行业比较发达。

乙酰酮的消费区域主要在华东、华南地区，与同行业其他企业相比，公司在地理位置上相对靠近下游客户，并且公司在青岛思远建成了产品输送管线，产品可以通过敷设的从生产装置到青岛油港码头的专用管道直接装船，通过海运将产品运输至客户。因此，本公司在产品销售过程中具有运输成本优势。

公司近三年的销售费用率分别为：1.65%，2.15%和 2.19%，2010 年一季度为 1.78%。

表 5：公司近年三项费用率

	2007	2008	2009	2010 一季度
销售费用率	1.65%	2.15%	2.19%	1.78%
管理费用率	2.20%	1.99%	1.34%	0.88%
财务费用率	0.06%	1.58%	1.14%	0.58%
合计	3.91%	5.72%	4.67%	3.24%

资料来源：wind，东兴证券研究所

从上表还可以看出，公司管理费用率呈逐年降低趋势，财务成本也将因成功上市而大幅降低。

4.3 技术先进，生产灵活

公司是国内最早开始乙酰酮生产的企业。2002 年，国内首套 2 万吨/年乙酰酮国产化装置在齐翔腾达建成。公司采用联合装置生产乙酰酮、MTBE、异丁烯及叔丁醇，产品工艺路线设计紧凑，科学合理，最大限度地将在碳四原料中的异丁烯、丁烯组分转化成高附加值的精细化工产品。公司对生产装置进行了柔性设计，可根据市场情况灵活调整公司产品结构，具体表现在：公司可根据 MTBE 与叔丁醇市场价格的变化以及各自的盈利能力水平，灵活确定相应的产品产量，实现总体盈利最大化；公司可参照异丁烯的盈利能力综合权衡，确定 MTBE 的外销量与作为生产异丁烯原料的具体比例，以实现总体盈利最大化。

5. 盈利预测及估值

我们对公司未来三年的经营情况假设如下：

1. 国际国内经济形势无重大变化。
2. 国际原油价格维持在 80 美元/桶左右。

预测公司 10-12 年发行摊薄后的每股收益分别为 1.24 元、1.48 元、1.67 元，对应 PE 分别为 21、18 和 16 倍。我们认为公司作为中小板的化工企业，10-12 年净利润复合增长率能达到 35.8%，可以给予 30 倍市盈率，目前估值明显偏低，给予公司“推荐”评级。

6. 风险提示

1. 因公司迅速扩张对管理团队能力要求带来的公司运营风险。
2. 主要原料碳四全部向齐鲁石化和青岛炼化采购带来的供应商过度集中的风险。
3. 因超募资金过多带来的资金使用不当风险

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,115.52	1,297.48	1,812.97	2,133.27	2,383.20
营业成本	850.64	1,001.44	1,390.31	1,644.45	1,837.32
营业费用	24.01	28.38	39.89	49.07	54.81
管理费用	22.25	17.38	27.19	32.00	35.75
财务费用	17.59	14.85	(2.64)	(19.35)	(21.32)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	192.60	231.07	349.15	416.44	464.71
利润总额	192.00	229.30	347.65	414.94	463.21
所得税	48.37	55.78	52.15	62.24	69.48
净利润	143.63	173.52	295.50	352.70	393.73
归属母公司所有者的净利润	143.63	173.52	295.50	352.70	393.73
NOPLAT	157.24	186.09	294.54	337.52	376.89

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	165.74	174.01	1,709.67	1,747.92	1,772.87
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	56.64	17.80	65.64	78.09	88.41
预付款项	12.20	32.81	63.54	100.29	141.94
存货	59.81	87.69	117.86	140.99	159.74
流动资产合计	319.64	346.57	2,005.47	2,125.30	2,228.65
非流动资产	525.54	484.13	559.71	660.71	796.71
资产总计	845.18	830.70	2,565.18	2,786.01	3,025.36
短期借款	330.00	248.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	107.46	68.83	147.33	176.23	199.68
预收款项	12.46	9.76	9.76	9.76	9.76

流动负债合计	456.56	350.28	171.59	200.69	224.44
非流动负债	0.00	0.00	0.25	0.25	0.25
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	388.62	480.42	2,393.34	2,585.07	2,800.67
净营运资本	(136.92)	(3.71)	1,833.88	1,924.61	2,004.21
投入资本 IC	552.88	554.41	683.67	837.16	1,027.80

现金流量表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	143.63	173.52	320.20	383.47	431.20
折旧摊销	29.42	66.78	0.00	99.00	114.00
净营运资金增加	(315.35)	133.21	1,837.59	90.73	79.60
经营活动产生现金流	134.30	244.06	338.96	412.69	472.95
投资活动产生现金流	(155.06)	(56.85)	(150.00)	(200.00)	(250.00)
融资活动产生现金流	109.62	(178.91)	1,346.70	(174.45)	(198.00)
现金净增 (减)	88.86	8.31	1,535.66	38.25	24.96

分析师简介

杨若木

工学硕士，基础化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。