

产品涨价业绩增

推荐 首次评级

分析师: 李国洪 邮箱: liguohong@chinastock.com.cn 电话: 010-66568876 执业证书编号: S0130207091551

1. 事件

据隆众石化数据, 齐翔腾达甲乙酮出厂价从2010年6月初的8100元/吨上涨至目前的9600元/吨, 涨幅达到18.5%。

2. 我们的分析与判断

(一)、短期产品价格上涨因日本老装置集中检修, 因需求向好甲乙酮长期趋势看好

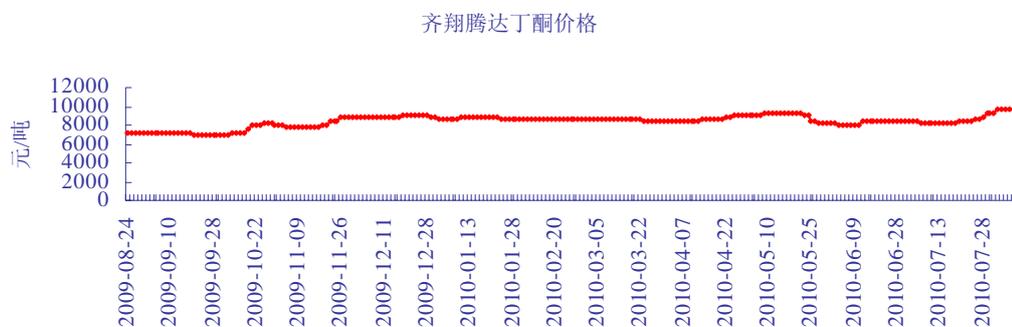
因启动费用较高, 甲乙酮装置一般需要保持连续长周期生产才能创造出较高的经济效益, 因此, 甲乙酮新装置一般5-6年检修一次, 老装置一般3-4年检修一次, 国外很多甲乙酮装置比较老旧特别是日本, 近期出现了集中检修的情况。日本近期有30万吨甲乙酮装置停车检修, 包括全球最大的17万吨装置日本Maruzen Petrochemical于今年5月开始检修, 持续时间两个月左右; TonenGeneral Sekiyu K.K. 9万吨产能, 8月开始检修, 持续时间40天左右; Idemitsu Kosan 4万吨产能于今年9月开始检修, 持续时间两个月左右。三个公司合计30万吨占全球总产能的18.1%, 将导致今年下半年国际甲乙酮供应紧张, 故国际、国内甲乙酮价格出现了18.5%的涨幅, 我们预计, 随着下游涂料行业恢复, 需求向好, 甲乙酮价格仍将持续上涨至12000-13000元左右。

表 1: 近期国际甲乙酮产能检修计划

国家	公司	产能 (万吨)	占全球产能比 (%)	检修及开始时间
日本	Maruzen Petrochemical	17	10.3%	从 5 月开始两个月
日本	TonenGeneral Sekiyu K.K.	9	5.4%	从 8 月开始 40 天
日本	Idemitsu Kosan	4	2.4%	从 9 月开始两个月
合计		30	18.1%	

资料来源: 中国化工信息网

图 1: 国内甲乙酮(丁酮)价格图

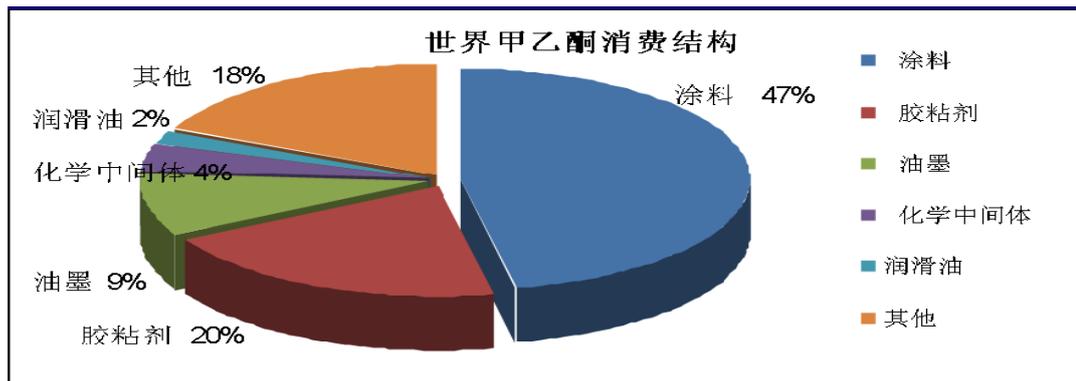


资料来源: 隆众石化

(二) 环保标准促进甲乙酮需求增长

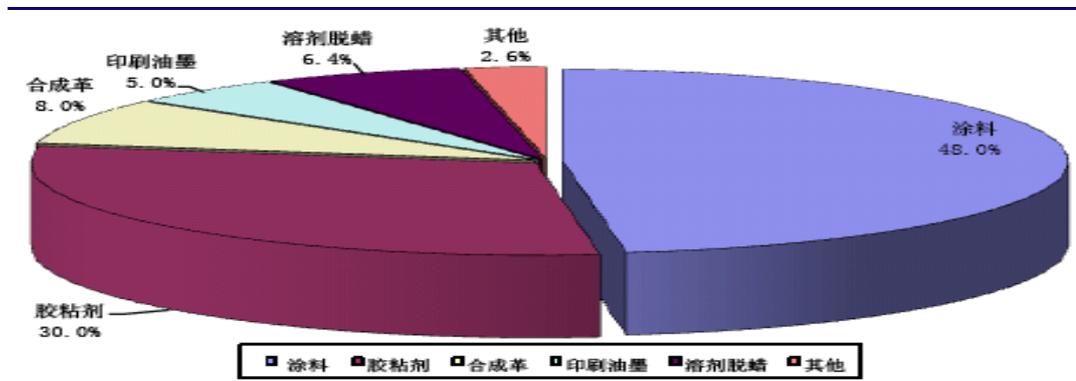
甲乙酮是一种重要的低沸点有机溶剂和精细化工原料，以优异的溶解能力和干燥性著称，广泛应用于涂料、胶粘剂、人造革、润滑油脱蜡、磁带、油墨、萃取合成等众多领域。作为一种优良环保型溶剂，甲乙酮是纯苯、甲苯、二甲苯、丙酮等溶剂的最佳替代产品。与苯类溶剂相比，甲乙酮对人体危害程度较小，环保性能突出。国家环保总局发布的行业标准和准则的实施，为甲乙酮对苯类溶剂大面积替代提供了良好的政策环境。与丙酮相比，甲乙酮挥发性适中、溶解性能更强，不会致使空气中挥发性有机化合物（VOC）含量增高，单位溶剂的甲乙酮用量也少于丙酮。

图 2: 世界甲乙酮（丁酮）消费结构



资料来源: 美国 SRI 咨询公司

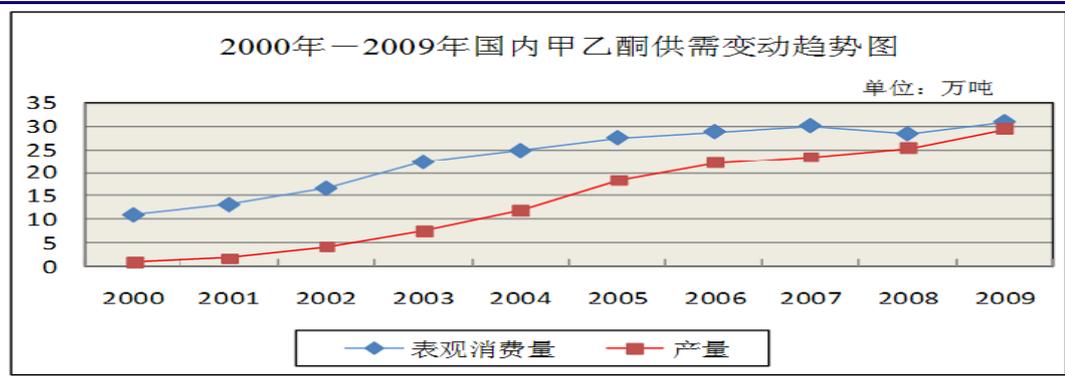
图 3: 国内甲乙酮（丁酮）消费结构



资料来源: 《化工文摘》

美国SRI咨询公司认为，今后5年内世界甲乙酮需求的年增长率为3.5%，预计到2010年将达到178万吨，需求增长将主要来自于最大的消费国中国。因需求快速增长，中国甲乙酮生产能力近年骤增，预计到2010年将超过40万吨/年，成为世界最大的甲乙酮生产国。国内甲乙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》，华南和华东地区甲乙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%。上述两个地区甲乙酮消费集中，主要是由于上述地区甲乙酮下游应用领域如涂料行业、胶粘剂行业比较发达。

图 4: 国内甲乙酮（丁酮）供需变动趋势



(三)、公司生产装置一直保持超负荷运行

公司原设计能力2万吨/年甲乙酮的生产装置于2007、2008年、2009年实际产量分别达到了3.36万吨、3.59万吨和3.06万吨（2009年上半年停车检修45天），新建设计能力8万吨/年甲乙酮生产装置2009年实际产量达到8.98万吨，生产装置一直保持超负荷运行。经过多年的技术积累，公司形成了专有的甲乙酮生产技术，所生产的甲乙酮纯度高、水分含量低，减少了甲乙酮副产品的数量，提高了产品的附加值。同时，公司还对MTBE、异丁烯、叔丁醇装置共进行了90余项技术革新和核心技术的开发与应用，达到了单位产能固定资产投资低、原料利用率高、主产品收率高、低附加值的副产品产量少、能耗物耗低、废水排放量少的效果。

(四)、公司原料优势明显

公司生产原料为碳四，通过对原料碳四进行深加工，生产甲乙酮、MTBE、异丁烯、叔丁醇等精细化工产品，提高了碳四的附加值。国内炼油企业一般对副产品碳四不作进一步深加工，而作为独立产品液化石油气直接对外进行销售。公司本部2万吨/年甲乙酮生产装置及全资子公司青岛思远8万吨/年甲乙酮生产装置分别紧邻中国石化齐鲁分公司、中国石化青岛炼化。甲乙酮属于精细化工产品，与炼油企业相比规模较小，行业跨度较大，目前中国石化齐鲁分公司和中国石化青岛炼化尚无下属公司对碳四副产品进行深加工，且近期内其下属企业也无围绕碳四进行深加工的在建或拟建项目，副产碳四大部分作为液化石油气直接外销。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碳四原料，中国石化青岛炼化每年可提供60万吨以上适合作为甲乙酮生产的醚后碳四原料。根据双方签订的长期战略合作协议，原料碳四直接通过管道输送，供应稳定可靠，并节约了运输成本。

3. 投资建议

因环保促进甲乙酮需求增长，公司生产装置一直保持超负荷运行且原料优势明显，因日本老装置集中检修短期产品价格上涨是良好的催化剂，因需求向好甲乙酮长期趋势看好。我们预计公司10-12年业绩为1.05元、1.28元和1.37元。对目前股价PE为26.7倍、21.8倍和20.5倍，给予推荐的投资评级。

表 2: 齐翔腾达 (002408) 财务报表预测

资产负债表						利润表					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	161.96	153.19	19.85	297.65	296.45	营业收入	1115.52	1297.48	1985.14	2243.21	2512.39
应收和预付款项	94.09	84.86	352.64	140.54	413.66	营业成本	850.64	1001.44	1625.23	1820.14	2063.68
存货	59.81	87.69	71.79	106.82	95.68	营业税金及附加	5.42	7.84	11.99	13.55	15.18
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	24.01	28.38	43.42	49.07	54.96
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	22.25	17.38	26.59	30.05	33.66
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	17.59	14.85	9.04	0.83	-6.36
固定资产和在建工程	504.91	464.55	403.50	342.46	281.41	资产减值损失	3.01	-3.48	-3.48	-3.48	-3.48
无形资产和开发支出	19.20	18.26	15.73	13.19	10.65	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	839.96	808.55	863.51	900.65	1097.85	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						营业利润	192.60	231.07	272.34	333.05	354.76
短期借款	330.00	248.00	153.47	0.00	0.00	其他非经营损益	-0.60	-1.77	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	121.34	80.13	85.53	99.94	109.45	利润总额	192.00	229.30	272.34	333.05	354.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	48.37	55.78	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	143.63	173.52	272.34	333.05	354.76
负债合计	451.34	328.13	239.00	99.94	109.45	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	194.56	194.56	194.56	194.56	194.56	归属母公司股东净利润	143.63	173.52	272.34	333.05	354.76
资本公积	82.52	82.52	82.52	82.52	82.52	每股收益 (EPS)	0.553	0.669	1.049	1.283	1.367
留存收益	111.54	203.35	347.43	523.64	711.33						
归属母公司股东权益	388.62	480.42	624.51	800.71	988.40	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	23.75%	22.82%	18.13%	18.86%	17.86%
股东权益合计	388.62	480.42	624.51	800.71	988.40	销售净利率	12.88%	13.37%	13.71%	14.84%	14.11%
负债和股东权益合计	839.96	808.55	863.51	900.65	1097.85	ROE	36.96%	36.12%	43.59%	41.58%	35.88%
						ROA	24.91%	30.16%	32.38%	37.04%	31.71%
						ROIC	44.03%	32.24%	47.78%	42.63%	65.18%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售收入增长率	23.76%	16.31%	53.00%	13.00%	12.00%
净利润	143.63	173.52	272.34	333.05	354.76	EBIT 增长率	29.13%	16.52%	15.27%	18.68%	4.35%
折旧与摊销	6354	6678	6706	6821	6869	净利润增长率	2.57%	20.81%	56.88%	22.27%	6.52%
经营性现金净流量	134.64	244.39	98.66	589.62	160.68	估值倍数					
投资性现金净流量	-155.06	-56.85	-5.00	-5.00	-5.00	EPS(X)	0.553	0.669	1.049	1.283	1.367
筹资性现金净流量	109.62	-178.91	-226.99	-315.50	-160.51	PE(X)	50.54	41.84	26.67	21.81	20.48
现金流量净额	89.16	8.59	-133.33	269.12	-4.83	PB(X)	18.68	15.11	11.63	9.07	7.35
EBITDA	238.68	310.61	348.62	401.62	416.64	PS(X)	6.51	5.60	3.66	3.24	2.89
NOPLAT	157.02	185.74	281.05	333.55	348.08	EV/EBITDA(X)	23.55	17.87	16.06	12.89	12.44

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

石油化工行业分析师，覆盖股票范围：

港股： 中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股： 中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话: 010-66568888

传真: 010-66568641

网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区联系: 010-66568849

上海地区联系: 010-66568281

深圳广州地区联系: 010-66568908