

# 甲乙酮业务长期向好，股价明显低估

## 买入维持

目标价格：37.8元

### 投资要点：

- 📖 亚太地区甲乙酮供需偏紧，价格坚挺态势不变
- 📖 高纯异丁烯以及叔丁醇业务投资需求广阔，回报稳定
- 📖 公司甲乙酮业务存在高回报细分市场

### 报告摘要：

- **亚太地区的甲乙酮供需偏紧，价格坚挺态势短期内不会变化。**近期看，日本甲乙酮企业步入检修高峰，影响全球20%的产能，美国经济走强以及对甲乙酮态度的转变导致美国甲乙酮进口大幅增加，带动亚太地区甲乙酮价格坚挺；远期看，中国政府对“三苯”溶剂予以限制，一批硫酸法甲乙酮装置陆续退役且欧美地区短期内不存在扩建计划。甲乙酮价格长期向好态势不变。
- **高纯异丁烯和叔丁醇需求广阔，回报稳定。**受制于场地和原料，公司的高纯异丁烯和叔丁醇产量扩张有限，但是丁基橡胶市场的快速发展和醇醚燃料的兴起能够为异丁烯产业链的长期健康发展提供有力保障。
- **公司的甲乙酮业务存在高回报细分市场。**公司的甲乙酮产品品质和国际先进水平基本相当，但产品主要应用于涂料和鞋底胶等中、低端领域，竞争激烈，毛利偏薄。如能和跨国企业开展合作，拓展到风机叶片业务，可以大幅度提升产品毛利和业务空间。
- **当前股价偏低，给予买入评级。**预计公司2010~2012年的EPS分别为1.08、1.49和1.65元，当前股价29.8元，估值偏低，维持“买入”评级。

**柴沁虎**

电话：010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

**康铁牛**

电话：010-88085991

kangtieniu@hysec.com

**祖广平**

电话：010-88085610

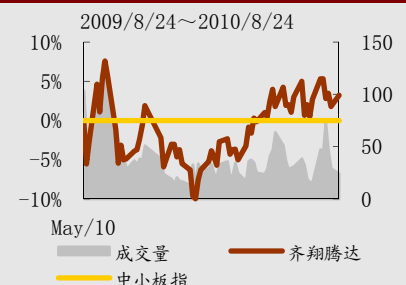
zuguangping@hysec.com

**张延明**

电话：010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100630	1054	
20100517	0	

数据来源：港澳资讯

### 相关研究

1 《宏源证券\*公司研究\*齐翔腾达(002408):业绩快速增长,股价处于洼地\*石化行业\*柴沁虎》, 2010.8

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1115.52	1297.48	1951.25	2192.25	2328.43
增长率(%)	23.76%	16.31%	50.39%	12.35%	6.21%
净利润(百万元)	143.63	173.52	278.80	385.83	428.36
增长率(%)	2.57%	20.81%	60.68%	38.39%	11.02%
每股收益(EPS)	0.553	0.669	1.074	1.486	1.650

## 目录

一、公司概况 .....	4
(一) 控股股东 .....	4
(二) 主营业务 .....	4
二、公司在役项目投资市场广阔、回报稳定 .....	5
(一) 项目原料供应有可靠保障 .....	5
(二) 甲乙酮供需偏紧，价格坚挺的态势不会变化 .....	6
(三) 高纯异丁烯以及叔丁醇市场广阔，回报稳定 .....	7
三、财务预测和投资建议 .....	8
(一) 不确定因素的补充说明 .....	9
1、需要密切关注公司的募投项目情况 .....	9
2、公司的甲乙酮业务存在高回报细分市场 .....	9
3、公司的溶剂油募投项目特色不明显，仍需调整方案 .....	10

## 插图

图 1: 齐翔腾达股权结构图.....	4
图 2: 齐翔腾达主要业务产品链.....	5
图 3: 主要年份中国 LPG 的表观消费量以及对外依存度.....	5
图 4: 全球甲乙酮消费结构.....	6
图 5: 国内甲乙酮消费结构.....	6
图 6: 国内主要甲乙酮企业的开工率.....	6
图 7: 国内甲乙酮产量及其公司产量占比.....	7
图 8: 国内主要溶剂价格 (元/吨) .....	7
图 9: 异丁烯的下游消费领域构成.....	8
图 10: 异丁烯丁基橡胶的扩能计划.....	8

## 表格

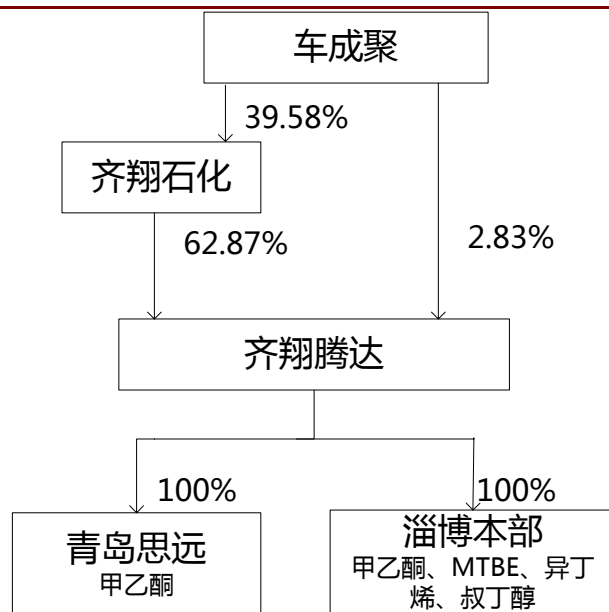
表 1: 利润表.....	9
---------------	---

## 一、公司概况

### （一）控股股东

齐翔腾达（002408）位于山东淄博，公司由淄博齐翔腾达化工有限公司经过多次增资整体变更而来。淄博齐翔腾达化工有限公司是齐鲁石化下属三产企业，后整体转制为民营企业，主要从事C4馏分烯烃组分深加工。

图 1：齐翔腾达股权结构图

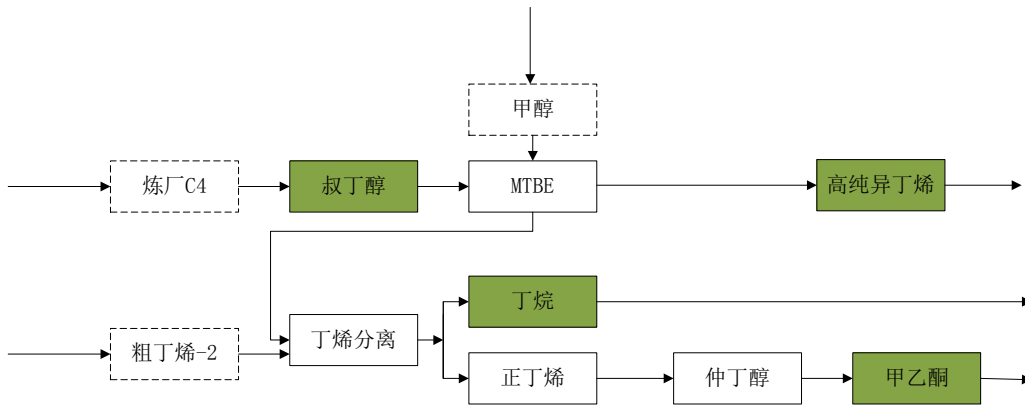


资料来源：公司公告、宏源证券

### （二）主营业务

公司现有两处生产基地，淄博基地主要以齐鲁石化催化裂化装置的混合C4馏分为原料，混合C4首先进入叔丁醇装置，其中部分异丁烯会与水发生水合反应，生成叔丁醇。醇后C4进入MTBE（methyl tert-butyl ether，甲叔基丁基醚）装置，其中异丁烯组份与甲醇反应生成MTBE产品，MTBE产品根据市场情况可以进一步裂解为高纯异丁烯或者直接外销。醚后C4与外来粗丁烯-2原料进入丁烯分离装置，分离成正丁烯以及以含丁烷、顺-2丁烯以及反-2丁烯等组分的液化气，正丁烯进入甲乙酮装置与水发生水合反应生成仲丁醇，仲丁醇经过精致、脱氢可以得到甲乙酮和氢气。青岛基地主要以青岛炼化的醚后C4馏分为原料，生产甲乙酮。

图 2：齐翔腾达主要业务产品链



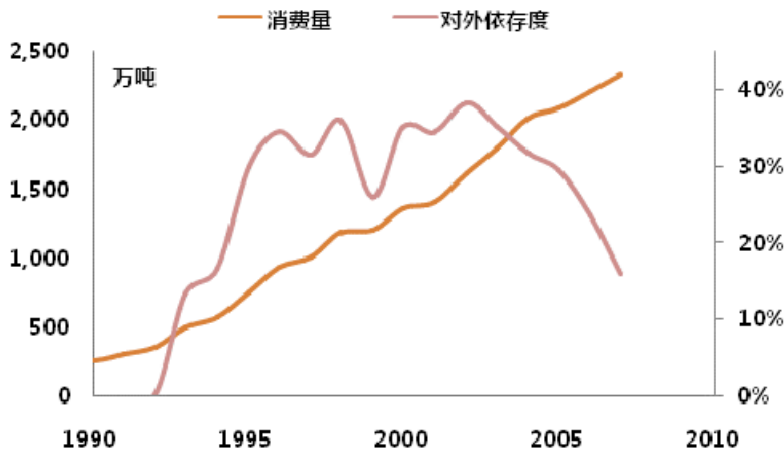
资料来源：公司公告、宏源证券

## 二、公司在役项目投资市场广阔、回报稳定

### （一）项目原料供应有可靠保障

齐翔腾达前身属于齐鲁石化三产单位，公司高管和齐鲁石化以及青岛炼化关系密切，齐鲁石化和青岛炼化均和齐翔腾达签署了长期合作和非竞争协议。

图 3：主要年份中国 LPG 的表观消费量以及对外依存度



资料来源：宏源证券

C4馏分主要源自炼厂气和裂解气，其中炼厂气C4馏分的收率大致为进料的9~12%，裂解C4馏分的收率大约为乙烯产量的40%-50%。C4馏分。

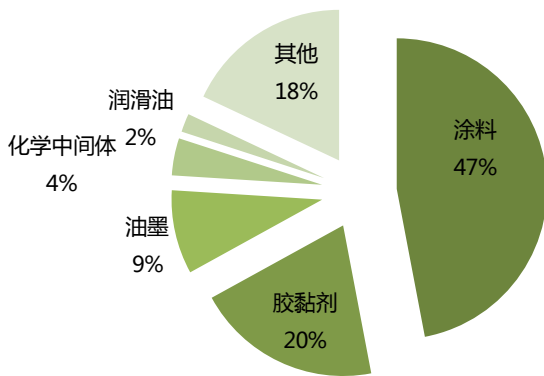
由于中国的能源结构以煤为主，从改善环境、改进民生的角度，国家一直优先安排C4馏分用于民用燃料，并且每年均需要进口大量的LPG以满足生产、生活需求。因此，长期以来，C4馏分中只有丁二烯得到充分利用，其余的C4馏分大多直接用于燃料。进入21世纪以来，随着天然气产业的兴起以及原油加工量的增加，民用LPG的供需矛盾有所缓解，目前LPG的对外依存已经从高峰时期的40%左右下降到目前的15%左右，相应，C4馏分深加工问题开始提上日程。

虽然如此，需要提醒消费者注意的是，不同来源的C4馏分组份差异很大，因此，尽管公司周边存在大量的地炼企业，国内LPG市场供需矛盾也日趋缓解，这并不意味着公司的原料可以任意选择。公司如果继续拓展C4深加工，齐鲁石化和青岛炼化是首选，其次是中东地区的丁烷资源。

## (二) 甲乙酮供需偏紧，价格坚挺的态势不会变化

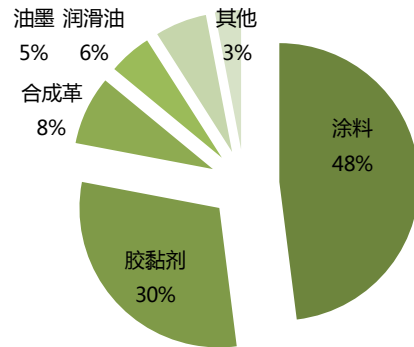
甲乙酮，又名甲基乙基酮、2-丁酮，是仅次于丙酮的最重要的有机溶剂，主要用于涂料、胶粘剂领域（涂料主要应用于聚氨酯涂料、环氧树脂涂料、丙烯酸酯涂料以及乙烯基涂料等领域，胶粘剂主要应用于制鞋业），同时在润滑油脱蜡、油墨、合成革以及其他化工中间体领域也有一定的消费。

图 4：全球甲乙酮消费结构



资料来源：宏源证券

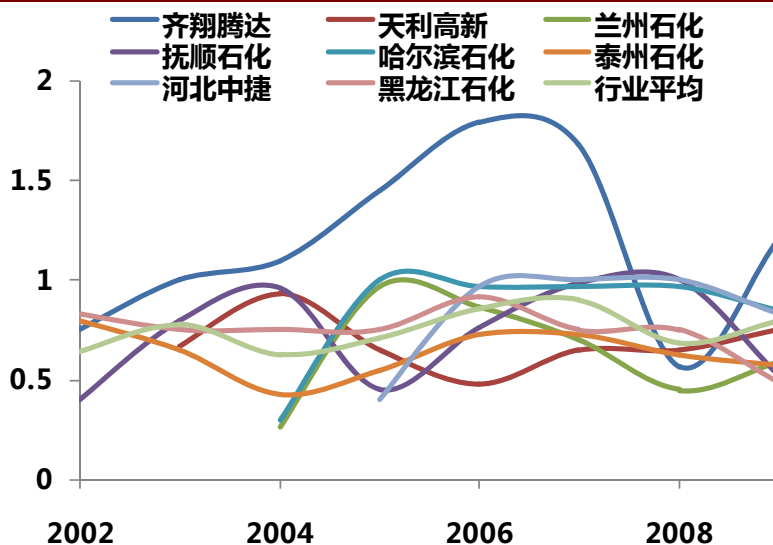
图 5：国内甲乙酮消费结构



资料来源：宏源证券

公司的甲乙酮生产工艺属于正丁烯水合气相脱氢法，虽然和国际先进工艺相比技术上略显不足，装置规模也略逊一筹，但是公司的装置规模、运行水平在国内遥遥领先其他企业。公司产品的纯度大于99.9%，水含量小于 $300 \times 10^{-6}$ ，基本接近国际先进水平，同时公司的装置利用率一直遥遥领先于其他企业，预计2010年的甲乙酮产量能够接近13万吨，11年产量能够接近15万吨左右，12年稳定在16万吨左右。

图 6：国内主要甲乙酮企业的开工率



备注：2008年9月青岛思远项目试运行

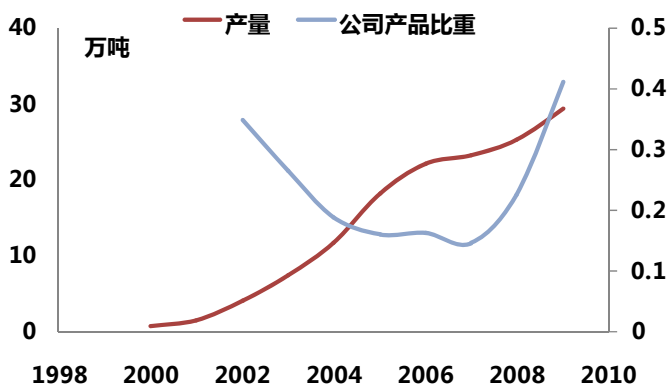
资料来源：宏源证券

我国甲乙酮产业起步较晚，但是发展迅速，产业发展迅速的原因主要在于甲乙酮生产技术的国产化和国家环

环境保护部门对三苯溶剂使用的限制。目前全球甲乙酮的产能144.2万吨/年，实际需求大约为120万吨/年，供需大致平衡。但是有如下理由支撑甲乙酮的中远期价格走强：首先，从供给角度看，欧美、日本地区的甲乙酮大厂均无改、扩建计划，并且，由于这些地区的甲乙酮技术路线多为硫酸法技术路线，竞争力不高，关停并转只是时间问题；其次，虽然欧美地区致力于发展低溶剂高固含量涂料、辐射固化涂料、水基涂料和粉末涂料等环保涂料，但是相关产品的强度指标、使用的安全性等环节还有一些不足；再次，今年下半年甲乙酮装置步入集中检修高峰期，今年5月日本丸善石化17万吨甲乙酮装置，8月份日本东燃石化10万吨甲乙酮装置开始检修，9月份出光4万吨甲乙酮装置开始检修，这些装置的检修周期大多在2个月左右，对供需平衡的甲乙酮市场产生冲击；最后，美国经济的复苏、美国国内对甲乙酮认识的变化导致美国国内甲乙酮需求大增，亚太地区的甲乙酮供需相对紧张。综合上述因素，我们认为，下半年亚太地区的甲乙酮市场仍将维持供求偏紧的局面。质量、产能以及装置利用水平均遥遥领先国内其他单位的齐翔腾达可望获得超额回报。

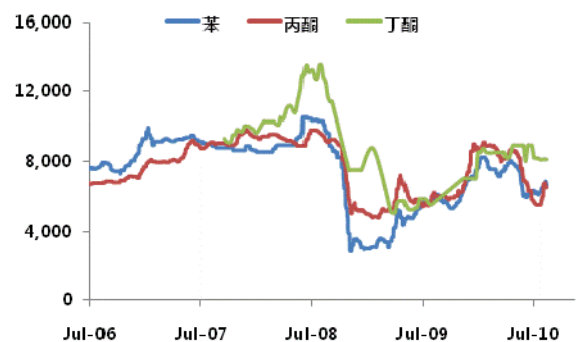
从全球范围看，甲乙酮需求增速缓慢，SRI咨询公司认为2009~2014年世界甲乙酮需求年增长率1.9%，预计到2014年甲乙酮的需求将达到150万吨，但是由于“三苯”溶剂的淘汰，亚太地区的需求增速会远远高于世界平均水平，预计年均增速可能会达到5%。

图 7：国内甲乙酮产量及其公司产品占比



资料来源：宏源证券

图 8：国内主要溶剂价格（元/吨）



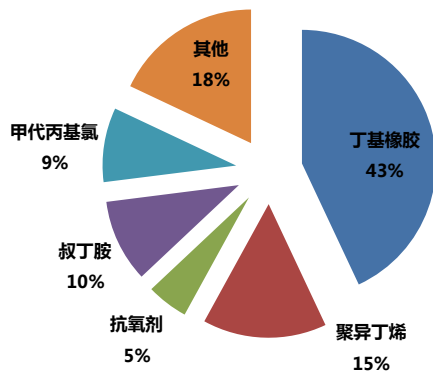
资料来源：宏源证券

### （三）高纯异丁烯以及叔丁醇市场广阔，回报稳定

异丁烯和正丁烯的沸点相差只有0.6℃，采用通常的分离方法，比如低温结晶分离，往往难以保证产品纯度。公司的异丁烯深加工技术路线更多是作为甲乙酮深加工的前处理工序。公司的异丁烯产品链覆盖叔丁醇、MTBE和高纯异丁烯三条产品链，视相关产品的市场需求可以灵活切换。由于高纯异丁烯产业链较长，产品附加值较高，因此目前公司的生产方案优先排产高纯异丁烯，叔丁醇只是维持一个基本负荷。由于青岛基地使用醚后碳4，除非大规模发展丁烷脱氢，该基地不可能发展高纯异丁烯等相关业务，我们假定高纯异丁烯等业务主要集中在淄博基地，产量基本维持现状。

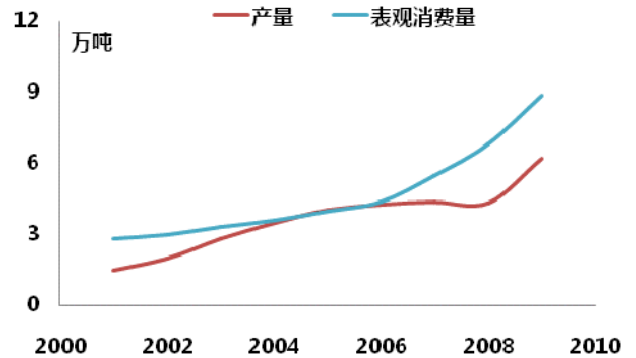


图 9：异丁烯的下游消费领域构成



资料来源：宏源证券

图 10：异丁烯丁基橡胶的扩能计划



资料来源：宏源证券

高纯异丁烯目前主要用于生产丁基橡胶以及高活性聚异丁烯、叔丁胺等，由于对于异丁烯产业，主要的问题在有两个，首先，哈康共氧化联产法、异构法和树脂水合法都会对MTBE裂解法构成一定的挑战，其次，于国内丁基橡胶以及医用瓶塞产能盲目扩张的现象严重，存在产能过剩的潜在威胁。

公司的叔丁醇产品属于工业级叔丁醇，目前主要用于中间体领域。国内目前每年有几百万吨的甲醇被非法掺混到汽油中，乙醇汽油也已经在10个省份得到推广，叔丁醇对于抑制甲醇汽油的油水分层具有非常好的效果，是一个值得开拓的新市场。如果叔丁醇的品质能够得到进一步改进到高纯叔丁醇，甲基丙烯酸甲酯（MMA）领域是一个非常值得关注的领域。

高辛烷值汽油添加剂是国内MTBE最主要的适用领域，大约90%的MTBE被用作抗爆剂，但是，一来MTBE的毛利率较高，目前的成品油生产主要集中在中石油中石化等企业，这些企业大多建有自己的配套MTBE生产装置；再者，MTBE的主要原料是富含异丁烯的混合C4，这种原料主要集中在中石油、中石化等企业手中。公司的MTBE主要用于生产高纯异丁烯。

### 三、财务预测和投资建议

按照我们的保守推算，不考虑溶剂油募投项目的投运等因素，公司2010~2012年的EPS分别为1.08、1.49和1.65元。当前公司股价29.8元，对应市盈率27.6，考虑到公司属于中小板以及公司的行业龙头地位，当前估值明显偏低。



**表 1：利润表**

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	901.35	1115.52	1297.48	1951.25	2192.25	2328.43
减：营业成本	698.47	850.64	1001.44	1511.45	1686.74	1776.83
营业税金及附加	5.66	5.42	7.84	11.18	12.56	13.34
营业费用	14.88	24.01	28.38	38.96	43.77	46.49
管理费用	19.79	22.25	17.38	35.97	40.41	42.92
财务费用	0.55	17.59	14.85	-18.04	-45.15	-55.11
资产减值损失	-1.51	3.01	-3.48	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	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	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	163.50	192.60	231.07	371.74	453.91	503.95
加：其他非经营损益	-1.60	-0.60	-1.77	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	161.90	192.00	229.30	371.74	453.91	503.95
减：所得税	21.87	48.37	55.78	92.93	68.09	75.59
<b>净利润</b>	140.03	143.63	173.52	278.80	385.83	428.36
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	140.03	143.63	173.52	278.80	385.83	428.36
<b>每股收益 (EPS)</b>	0.539	0.553	0.669	1.074	1.486	1.650

资料来源：宏源证券

## （一）不确定因素的补充说明

### 1、需要密切关注公司的募投项目情况

公司现金流和经营情况都非常稳定，盈利能力很强。公司经营活动产生的现金流每年有 2 亿多，短期借款也就 3 亿，没有长期负债；主要的募投项目—8 万吨的乙酰酮装置实际上早已投资并且达产。如果合理安排 17 亿的募投资金是公司未来业绩能否持续增长的关键。市场需要密切关注公司未来的投资计划并分析计划对公司业绩和价值的贡献。

### 2、公司的乙酰酮业务存在高回报细分市场

乙酰酮业务是齐翔腾达最重要的业务，约占公司主营收入的 70% 左右。受益于国家对三苯溶剂的限制、整体经营环境的改善以及公司的产品质量、装置利用率较高等因素，公司的乙酰酮业务整体表现良好。但是公司的乙酰酮业务仍有一定的挑战。从近期看，公司乙酰酮业务的挑战源自对产品下游市场的把握和认识。就其本质而言，溶剂领域始终是乙酰酮最重要的领域，公司的产品目前主要应用于胶黏剂市场和涂料市场，该市场受丙酮、三苯等溶剂价格影响有一定的波动。一些颇具价值的新兴市场，比如风机叶片用环氧树脂胶等领域是乙酰酮潜在的新的增长点，但是这需要公司主动开拓，甚至需要公司就配方，比如比例、添加环节，应用工艺等领域开展研发活动。从长期看，丙酮对乙酰酮中长期市场构成制约，作为苯酚的副产物，丙酮的价格和数量都会对乙酰酮构成挑战，尤其是原油价格高位运行时，情形更是如此。目前乙酰酮仍存在一定的环境风险，欧美地区致力于发展低溶剂高固含量涂料、辐射固化涂料、水基涂料和粉末涂料等环保涂料，传统的涂料、胶黏剂基本上是日薄西山，如果这一态势在国内得到蔓延，势必需要开拓出乙酰酮的新战场，乃至正丁烯的新市场；

虽然如此，必须承认，公司的乙酰酮产品市场价值尚未充分挖掘，存在较大幅度的提升空间。目前公司乙酰酮产品主要集中在涂料、鞋底胶等中低端领域，一些乙酰酮的潜在市场尚未得到充分挖掘，其中最引人瞩目的当

属环氧树脂领域。风力发电是可再生电力中发展速度最为迅猛的领域之一，目前累计装机约4000万千瓦，年均需求叶片1万套，按照能源局规划，到2020年这一数字要达到1.5~1.8亿KW，预计今后每年风机叶片需求可以稳定在1.1万套左右。一套叶片一般重达几十吨，除特殊工况地区，大多选用环氧树脂作为胶黏剂，胶黏剂用量约占叶片重量的5~10%。目前国内风电叶片用环氧树脂大多是进口材料，国产产品尚不能完全胜任。环氧树脂缩聚反应复杂，无论是醚化阶段还是脱氯化氢成环阶段，都存在着主反应和副反应，导致形成称作“非水解氯”、“脂肪氯”或“结合氯”化合物的存在。同时由于反应体系粘度大，存在中间相，很难使反应趋于完全，导致“水解氯”或“皂化氯”化合物等氯醇醚残留在成品树脂中。无法保证绝缘等级和电气性能的可靠性。采用甲乙酮代替传统的三苯溶剂、丙酮等惰性稀释剂，辅以一定的技术手段，可以有效提高环氧树脂的纯度和降低其中的有机氯含量，是公司甲乙酮下游最值得关注的新的应用领域。

### 3、公司的溶剂油募投项目特色不明显，可能需要调整方案

公司计划上马的溶剂油募投项目计划利用中石化青岛炼化炼油工程的15~17万吨/年重整抽余油副产品经过加氢精制，制取溶剂油。产品方案如下：6.5万吨/年6#普通溶剂油以及高档环保型溶剂油、6.5万吨/年120#普通溶剂油以及高档环保型溶剂油、1万吨/年轻馏分油、1万吨/年重馏分油。但是该方案缺乏特色，产品市场和甲乙酮市场有一定程度的重叠。

**分析师简介:**

**柴沁虎:** 宏源证券研究所石化行业研究员, 清华大学管理学博士, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究领域: 石油化工、煤化工。

**康铁牛:** 宏源证券研究所化工行业研究员, 化工组组长, 农药学博士, 5 年农药行业工作经验, 2008 年加盟宏源证券研究所。

**祖广平:** 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3 年化工行业工作经验, 3 年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业: 化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

**张廷明:** 宏源宏源证券研究所化工行业研究员, 三年证券行业从业经验。

**机构销售团队**

华北区域	华东区域	华南区域
<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>刘爽</b> 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	<b>孙利群</b> 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。