齐翔腾达（002408）：甲乙酮价格上涨的最大受益者

行业分类：化工　　2010.09.10

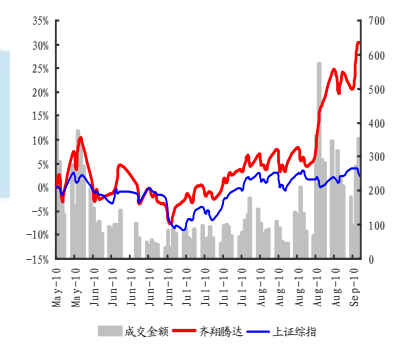
研究员：卢全治
(执业证书编号：S0640207100071)
电话：0755-83689065
Email：luquanzhi@hotmail.com

联系人：刁志学、毛艳琼
电话：0755-83520492
Email：diaozhixue@163.com

6－12 个月目标价	46.78 元
当前股价	34.80 元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2656.35
总股本（百万）	259.56
流通 A 股（百万股）	65.00
流通 B 股（百万股）	0
流通 A 股市值（百万）	2262.00
总市值（百万）	9032.69
每股净资产（元）	8.82
ROE（TTM）	15.35%
资产负债率	3.96%
动态市盈率	25.71
动态市净率	3.95

近一年股价表现



投资要点：

- **近期甲乙酮价格大幅上涨。**10 年初至 7 月份，我国甲乙酮价格走势保持稳中略升的态势，随后在八月份甲乙酮价格出现了大幅飙升，价格从 8000 元/吨左右涨到了 11500 元/吨，涨幅超过了 40%，进入 9 月份，甲乙酮的价格依然维持了上涨的态势，目前市场主流价格在 12000 元/吨。

- **多重因素驱动甲乙酮价格上涨。**近期甲乙酮产品价格大幅上涨，主要是由于下游行业发展势头良好，从而拉动了甲乙酮需求量的快增长，而目前国内甲乙酮供给量仍不能满足市场需求，产品的供不应求推动了价格的上涨。其次，我国对甲乙酮产品进口征收反倾销税，再加上国内一些生产企业进行停产检修，进一步刺激了价格的上涨。再者，近期原材料供应紧张，价格呈上升趋势，从而推动了甲乙酮价格的上涨。在以上因素的共同刺激下，甲乙酮价格在近两个月内出现了大幅上涨，且未来价格仍有进一步上涨的可能性。

- **齐翔腾达产能国内居首，将是甲乙酮价格上涨的最大受益者。**经过多年的发展与扩张，目前公司已经具有甲乙酮产能 11.5 万吨/年，是国内规模最大的甲乙酮生产企业。在公司的收入构成中，甲乙酮产品的占比超过 60%以上，是公司的主要利润来源，甲乙酮产品价格的上涨，公司将是最大的受益者。

- **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 10-12 年的每股收益分别为 1.354 元，1.871 元和 2.134 元，对应的市盈率分别为 25.71 倍，18.60 倍和 16.31 倍。给予公司 11 年 25 倍的 PE，6-12 个月内公司股票的目标价为 46.78 元，我们给予“买入”的投资评级。

- **财务数据与估值**

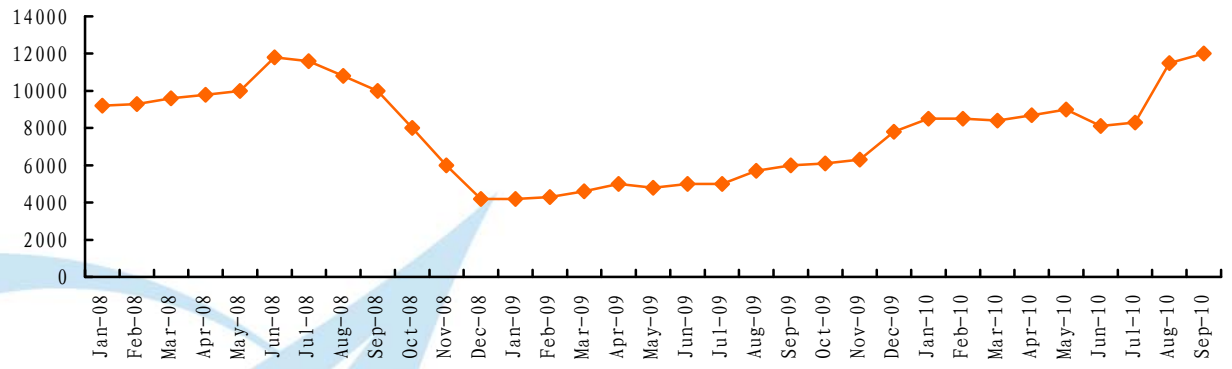
主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1297.48	2038.00	2326.00	2570.65
收入同比(%)	16.31	57.07	14.13	10.52
归属母公司净利润	173.52	351.37	485.62	553.83
净利润同比(%)	20.81	102.50	38.21	14.05
毛利率(%)	22.82	23.87	28.03	28.49
ROE(%)	36.12	15.35	18.47	18.36
每股收益(元)	0.669	1.354	1.871	2.134
P/E	52.06	25.71	18.60	16.31
P/B	18.80	3.95	3.44	2.99
EV/EBITDA	22.15	13.80	9.84	8.35

资料来源：中航证券金融研究所

一、甲乙酮价格近期大幅上涨

08 年受金融危机的冲击，我国甲乙酮价格出现了快速大幅的下跌，随后在国家宏观经济刺激政策推出后，我国经济逐步触底回升，甲乙酮的价格也随着经济的好转好逐步回升。10 年初至 7 月份，我国甲乙酮价格走势保持稳中略升的态势，随后在八月份甲乙酮价格出现了大幅飙升，价格从 8000 元/吨左右涨到了 11500 元/吨，涨幅超过了 40%，进入 9 月份，甲乙酮的价格依然维持了上涨的态势，目前市场主流价格在 12000 元/吨。近期甲乙酮的价格出现了如此大幅的上涨，是受到了多重因素的推动和刺激，以下我们重点分析推动甲乙酮价格上涨的主要影响因素并对甲乙酮价格未来的走势做出判断。

图表 1：我国甲乙酮价格（元/吨）



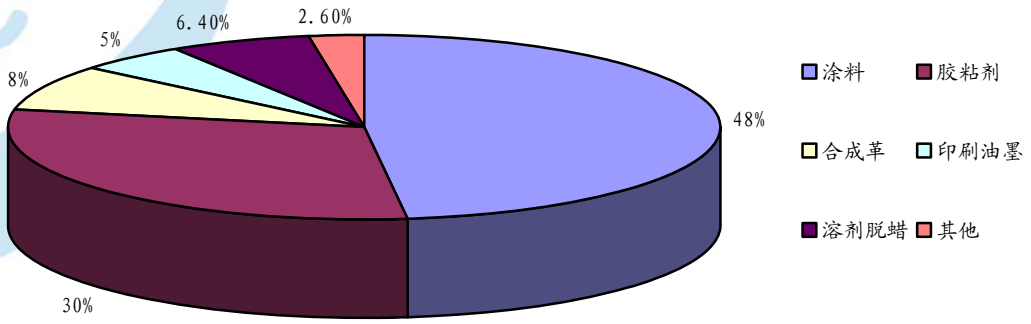
资料来源：中航证券金融研究所

二、多重因素驱动甲乙酮价格上涨

2.1 甲乙酮行业景气度持续攀升，需求旺盛拉动了价格上涨

我国甲乙酮主要消费在涂料和胶粘剂领域，同时在润滑油脱蜡、磁带、油墨、合成革以及其他化工领域的生产方面也有一定的消费。涂料行业是我国甲乙酮最大的应用领域，消费比例约为48%；其次是胶粘剂行业，消费比例约占30%；在剩余的其他应用领域合计只占到消费量的22%。

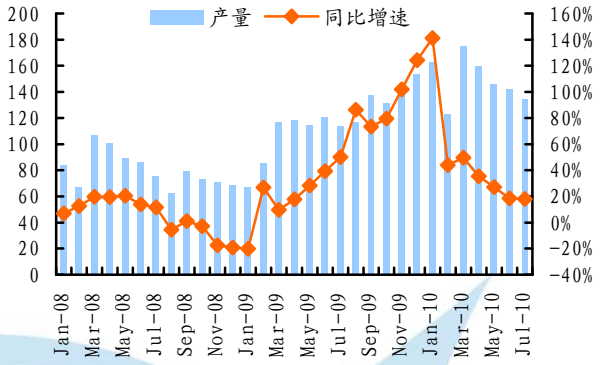
图表 2：国内甲乙酮消费构成



资料来源：齐翔腾达招股书

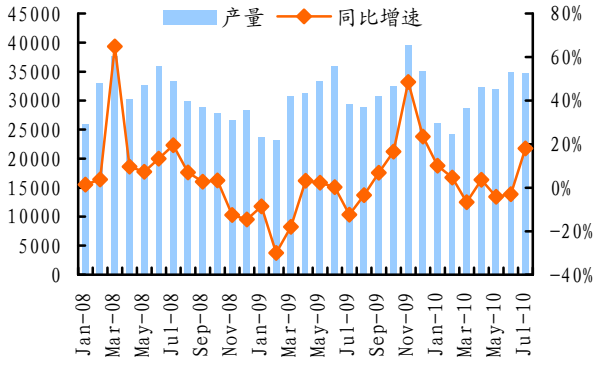
甲乙酮产品主要应用于涂料和胶粘剂行业，涂料主要应用于聚氨脂和汽车行业，胶粘剂主要应用于制鞋业。因此，甲乙酮行业的发展与我国汽车行业和制鞋业的发展密不可分。上半年我国制鞋产量增速虽然下滑，但仍维持在20%以上，未来鞋类产品的产量依然会保持稳定快速的增长。我国汽车产量在七月份的同比增速已经呈现上升势头，增速也达到了20%。随着人们收入水平的不断提升，对生活品质的要求也会不断提升，汽车已经逐渐成为人们生活中必不可少的交通工具了，对汽车的需求也会逐步提升，带动汽车行业的增长。下游行业的快速发展拉动了对甲乙酮需求的快速增长。

图表 3：我国皮革鞋靴产量（万吨）



资料来源：Wind

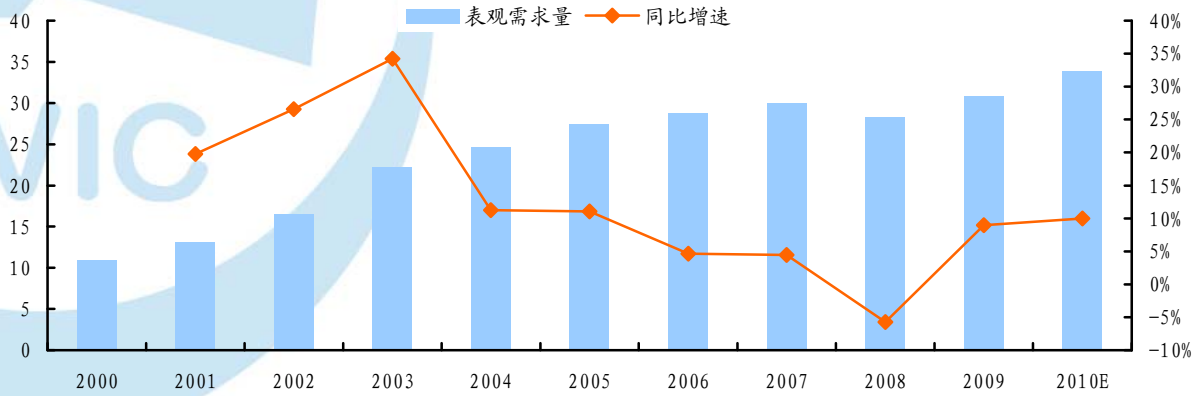
图表 4：我国汽车产量（万辆）



资料来源：Wind

我国甲乙酮的消费量在 2000 年的时候仅有 10.91 万吨，到了 09 年已经增长到了 30.79 万吨，年平均复合增长率为 6.9%。08 年受金融危机的影响，表观需求量同比出现了下滑，随后的 09 年消费量就恢复了正常，随着我国化工行业的逐步复苏，国内甲乙酮市场需求表现出了良好的发展势头，长期来看甲乙酮需求量未来数年内将继续保持增长，特别是在甲乙酮需求量最大的涂料、胶粘剂行业，随着人类环保意识的加强，甲乙酮将逐步取代苯类等毒性较高的传统溶剂，未来的需求量仍将保持约 10%左右的增速。

图表 5：我国甲乙酮表观需求量（万吨）

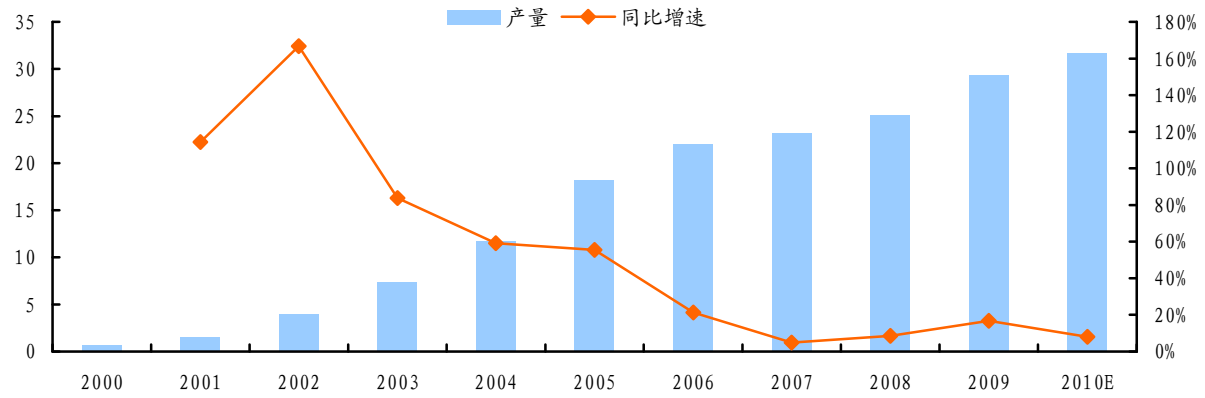


资料来源：中航证券金融研究所

虽然我国甲乙酮产量从2000年的不足1吨增长到了现在09年的29.36万吨，但在此期间，我国的甲乙酮的供给仍不能满足国内的需求，供给的缺口需要通过进口来满足。09年甲乙酮的产量的快增加主要是由于齐翔腾达新增了8万吨/年的产能，受制于上游原料碳四产品的供应紧张，10年基本没有新增产能，在需求

持续向好的情况下，企业开工率的提高和通过技改提高产量，预计10年的产量将达到31.7万吨。10年甲乙酮行业将呈现供不应求的局面，在需求的拉动下产品价格持续上涨的可能行较大。

图表 6：我国甲乙酮产量（万吨）



资料来源：中航证券金融研究所

2.2 反倾销，企业检修进一步刺激了甲乙酮价格的上涨

2006年10月抚顺石化、中石油哈尔滨石化分公司、天利高新、泰州石化代表国内甲乙酮产业向商务部提交了反倾销调查申请，申请人请求对原产于日本、台湾地区和新加坡的进口甲乙酮进行反倾销调查。2007年11月21日商务部公布终裁结果，裁决来自日本、新加坡和台湾等国家或地区的甲乙酮构成反倾销并征收反倾销税。

对国外企业征收反倾销税，降低了其产品在国内的竞争力，保护了我国国内企业的发展，为我国企业提高自身竞争力，提高市场定价能力创造了有利的时机。凭借对国外产品征收反倾销税，降低了国内产品对国内市场的冲击，从而刺激了国内甲乙酮市场价格逐步上升。

图表 7：我国甲乙酮产品反倾销税率

公司	反倾销税税率
日本公司	
东燃化学株式会社（Tonen Chemical Corporation）	27.3%
丸善石油化学株式会社（Maruzen Petrochemical Co.,Ltd.）	9.6%
其他日本公司	66.4%
台湾地区公司	25%
新加坡公司	17%

资料来源：齐翔腾达招股书

上半年我国不少企业对生产设备进行了检修，导致市场供应不足，一些需求无法满足，从而进一步刺激了甲乙酮价格的上涨。随着下半年检修企业恢复生产，市场供不应求的局面会有所缓解。

图表 8：我国厂商检修时间表

检修厂商	检修时间
哈尔滨石化	4.15-5.15
黑龙江石化	5.15-6.15
天利高新	8.15-9.20

资料来源：中航证券金融研究所

2.3 原材料供应紧张，推动了甲乙酮价格的上涨

甲乙酮生产的原料主要为石油加工过程中的副产碳四。在我国，炼油企业一般对碳四产品并不做进一步的深加工，而是作为独立产品液化石油气直接对外销售。今年来，随着我国基础能源供应的持续紧缺，碳四原料的供应短缺也越发明显，很多石化炼油企业在石油加工生产中所产的碳四分离数量有限，致使很多甲乙酮生产企业因为原料供应不足而不能满负荷生产，导致甲乙酮产品供不应求，推动价格上涨。随着冬季的逐渐临近，市场对液化石油气的需求量也会越来越大，从而可能进一步导致甲乙酮生产企业原料供应不足，产能无法充分利用，市场供应不足的局面进一步加剧，甲乙酮价格有进一步上升的可能。

通过以上的分析，我们认为未来影响甲乙酮价格的因素将会持续存在，并有可能在未来的一段时期内进一步推动甲乙酮价格上涨。

三、齐翔腾达产能国内居首，将是甲乙酮价格上涨的最大受益者

目前，齐翔腾达已具备约11.5万吨/年甲乙酮、4.5万吨/年MTBE（甲基叔丁基醚）、2.6万吨/年异丁烯、1.2万吨/年叔丁醇的生产规模，是国内规模最大的甲乙酮生产企业，其甲乙酮的市场占有率已经超过40%，规模优势突出。产品价格的上涨，对于国内最大的甲乙酮企业来说，无疑将是最大的受益者。

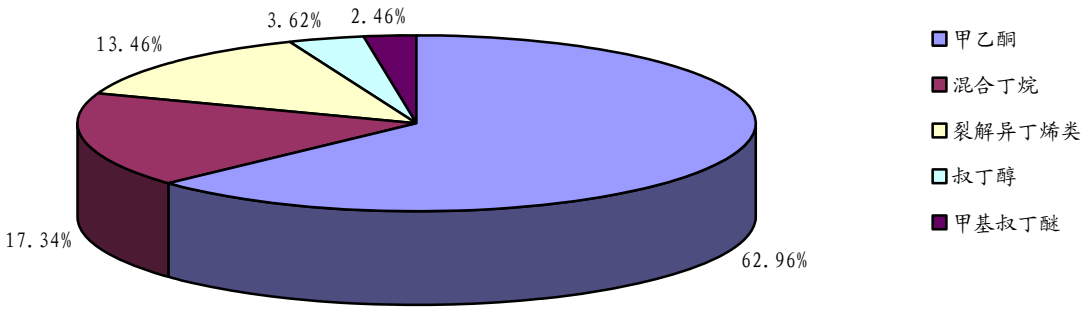
图表 9：我国甲乙酮各生产企业产能（万吨/年）

公司	甲乙酮产能	公司	甲乙酮产能
齐翔腾达	11.5	河北中捷石化	3
兰州石化	6	抚顺石化	3
黑龙江石化	1.2	哈尔滨石化	3
天利高新	4	泰州陵光石化	4

资料来源：中航证券金融研究所

目前齐翔腾达的收入构成中，甲乙酮产品占有的比例最高，超过了总收入的 60%，因此甲乙酮产品价格的快速上涨，也将推动公司收入的快速增长，同时推动公司快速提升。从公司自身的收入构成看，甲乙酮价格的上涨也将为公司带来最大的收益。

图表 10：齐翔腾达收入构成



资料来源：Wind

四、盈利预测与投资评级

公司新增甲乙酮 8 万吨/年的 IPO 项目完成后，暂时没有新建甲乙酮产能的计划，未来甲乙酮每年产能将维持在 12 万吨，而根据以上的分析，甲乙酮价格有可能呈逐年增长的态势，我们预测 10 年-12 年甲乙酮产品的销售价格分别为 9500 元/吨，12000 元/吨，13000 元/吨。

根据以上的判断和假设，我们预测公司 10 年-12 年的每股收益分别 1.354 元，1.871 元和 2.134 元，对应的市盈率分别 25.71 倍，18.60 倍和 16.31 倍，我们给予公司 11 年 25 倍的 PE，6-12 个月内公司股票的目标价为 46.78 元，我们给予“买入”的投资评级。

报表预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	901.35	1115.52	1297.48	2038.00	2326.00	2570.65
减: 营业成本	698.47	850.64	1001.44	1551.60	1674.00	1838.40
营业税金及附加	5.66	5.42	7.84	11.67	13.32	14.72
营业费用	14.88	24.01	28.38	38.72	51.17	56.55
管理费用	19.79	22.25	17.38	18.34	23.26	25.71
财务费用	0.55	17.59	14.85	4.29	-7.07	-16.30
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
营业利润	163.50	192.60	231.07	413.37	571.32	651.56
加: 其他非经营损益	-1.60	-0.60	-1.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	161.90	192.00	229.30	413.37	571.32	651.56
减: 所得税	21.87	48.37	55.78	62.01	85.70	97.73
净利润	140.03	143.63	173.52	351.37	485.62	553.83
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	140.03	143.63	173.52	351.37	485.62	553.83
资产负债表	**2007A**	**2008A**	**2009A**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
货币资金	66.64	161.96	153.19	110.51	586.47	937.45
应收和预付款项	228.61	94.09	84.86	294.33	132.45	338.50
存货	29.76	59.81	87.69	102.85	102.72	123.04
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	113.06	504.91	464.55	400.02	335.50	270.97
无形资产和开发支出	20.19	19.20	18.26	15.73	13.19	10.65
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	458.26	839.96	808.55	923.44	1170.33	1680.60
短期借款	100.00	330.00	248.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	46.06	121.34	80.13	197.06	104.01	226.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	146.06	451.34	328.13	197.06	104.01	226.61
股本	121.60	194.56	194.56	194.56	194.56	194.56
资本公积	155.48	82.52	82.52	82.52	82.52	82.52
留存收益	35.12	111.54	203.35	449.30	789.24	1176.92
归属母公司股东权益	312.20	388.62	480.42	726.38	1066.31	1453.99
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	312.20	388.62	480.42	726.38	1066.31	1453.99
负债和股东权益合计	458.26	839.96	808.55	923.44	1170.33	1680.60
现金流量表	**2007A**	**2008A**	**2009A**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
经营性现金净流量	28.60	134.64	244.39	314.35	613.80	499.98
投资性现金净流量	-109.82	-155.06	-56.85	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	62.65	109.62	-178.91	-357.03	-137.85	-149.00
现金流量净额	-18.71	89.16	8.59	-42.68	475.96	350.98

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

买入　：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有　：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出　：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

增持　：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性　：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持　：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

卢全治，SAC 执业证书号：S0640208090089，中国科学技术大学经济学硕士，2007 年 8 月加入中航证券金融研究所，从事化工行业的研究。

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，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）　　公司网址：www.avicsec.com
联系电话：0755-83689524　　传真：0755-83688539

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。