募投项目调整符合预期，调整方向仍可商榷

中性调低

目标价格：45 元

投资要点:

- 取消 15 万吨溶剂油募投项目在情理之中
- 新建 4 万吨甲乙酮项目符合公司做大做强主业的意愿
- 新建 7 万吨丁二烯项目技术难度较大，有一定的不确定性

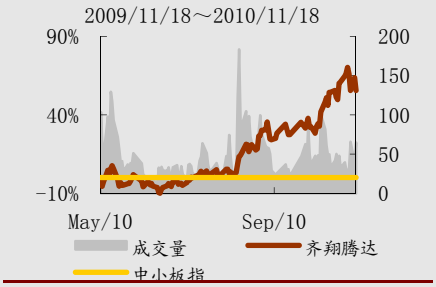
报告摘要:

- **取消 15 万吨溶剂油募投项目。**公司发展溶剂油的项目的初衷在于公司存在大量的副产氢气，但是溶剂油项目竞争激烈，毛利较薄。取消该项目在清理之中，符合我们 8 月份深度分析中的结论。
- **新建 4 万吨甲乙酮项目符合公司做大做强主业的意愿，风险较小。**在淄博基地建设 4 万吨甲乙酮项目，符合公司做大做强主业的考虑，能够发挥公司在甲乙酮生产方面的技术优势、规模优势以及市场优势。
- **新建 7 万吨丁烷脱氢制取丁二烯项目技术难度较大，有一定的不确定性。**丁烷脱氢制取丁二烯对催化剂的活性，反应的控制精度均要求较高。从技术路线上看，不是国际、国内主流工艺。从成本上看，不具备成本优势。从下游产品看，丁二烯主要用于生产合成橡胶，切入的难度较大。
- **给予“中性”评级。**保守起见，暂不考虑丁二烯项目的可能受益，公司 2010~2012 年的 EPS 分别为 1.42、1.75 和 2.43 元。当前公司股价 42.44 元，对应 2011 年市盈率 24 倍，基本合理。考虑到公司甲乙酮产品价格回调的可能性较大，给予中性评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1115.52	1297.48	1887.00	1902.60	2413.98
增长率(%)		16.3%	45.4%	0.8%	26.9%
净利润（百万元）	143.63	173.52	367.75	453.06	631.55
增长率(%)		20.8%	111.9%	23.2%	39.4%
每股收益 (EPS)	0.55	0.67	1.42	1.75	2.43

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
20100930	3011	
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：甲乙酮业务长期向好，股价明显低估*002408*石化行业*柴沁虎》，2010.8

2《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

目录

一、事件描述 4
二、事件评论 4
（一）取消溶剂油募投项目和我们前期的深度分析观点一致 4
（二）4 万吨甲乙酮项目体现公司做大、做强的意愿 4
（三）7 万吨丁二烯项目技术难度较大，需要进一步观察 4
（四）项目调整反映出公司对 C4 深加工的认识仍有改进的空间 5
三、财务预测和投资建议 5

表格

表 1：利润表.....5

一、事件描述

2010 年 11 月 18 日，齐翔腾达发布公告，因为市场需求严重不足，公司决定停建年产 15 万吨溶剂油募投项目，该项目募集资金 7545 万元投入年产 4 万吨甲乙酮改扩建项目，不足部分使用超募资金 1.24 亿元。

同日，公司公告，公司计划使用超募资金建设年产 7 万吨丁二烯项目，项目投资 2.93 亿元，建成后年税后利润 6839 万元。

二、事件评论

（一）取消溶剂油募投项目和我们前期的深度分析观点一致

公司原计划在青岛基地建设年产 15 万吨溶剂油项目，项目计划总投资 7,545 万元，达产后形成年产 6.5 万吨 6＃普通溶剂油以及高档环保型溶剂油、年产 6.5 万吨 120＃普通溶剂油以及高档环保型溶剂油、年产 1 万吨轻馏分油、年产 1 万吨重馏分油。

公司认为受金融危机影响，下游豆粕市场榨油厂开工率不足，溶剂油需求不足，价格低迷，不少石化厂因为亏损不得不减产或者计划停产，溶剂油项目不具备发展前景。

公司发展溶剂油的项目的初衷在于公司存在大量的副产氢气，但是溶剂油项目竞争激烈，毛利较薄。即使没有金融危机，可能也予以需要调整。基于如上理由，我们在 8 月 24 日的深度报告《齐翔腾达：甲乙酮业务长期向好，股价明显低估》率先提出“公司的溶剂油募投项目特色不明显，可能需要调整方案”，现在公司的决定和我们的判断一致。

（二）4 万吨甲乙酮项目体现公司做大、做强主业的意愿

根据现行经济环境和项目实际状况，公司决定将 15 万吨溶剂油项目的募集资金转用于投资建设年产 4 万吨甲乙酮改扩建项目。

项目总投资 19,960 万元，其中建设投资 19,122 万元，铺底流动资金 838 万元。达产后平均销售收入 82,435 万元，税后利润为 5,195 万元，投资利润率 31.61%，项目建设地点为淄博基地。

公司的正丁烯直接水合生产甲乙酮技术工艺先进，规模较大，产品质量优于国内兄弟公司，产品位于市场中心，物流成本优势明显。

综上分析，该项目符合公司做大做强主业的意愿，风险较小。

（三）7 万吨丁二烯项目技术难度较大，需要进一步观察

公司计划利用部分超额募集资金建设年产 7 万吨丁二烯项目。

丁二烯项目原料为公司的精制丁烷，丁烷脱氢后抽提丁二烯。项目总投资 29,315 万元。其中建设投资 27,136 万元，铺底流动资金 2,197 万元，建成后新增年销售收入 90,280 万元，年税后利润 6,839 万元，投资利润率 28%，项目建设期一年，建设地点淄博张店东部化学工业区。

丁烷脱氢制取丁二烯能耗较高，对催化剂的活性，反应的控制精度均要求较高。从技术路线上看，不是国际、国内主流工艺。从成本上看，不具备成本优势。从下游产品看，丁二烯主要用于生产合成橡胶，相关产业为中石油、中石化垄断，切入的难度较大。

（四）项目调整反映出公司对 C4 深加工的认识仍可深化

募投项目的调整只是时势所逼，调整后的项目，尤其是丁二烯项目，前景难言。

从这次募投项目调整可以看出公司对于 C4 深加工的理解仍有不足。

我们认为青岛基地是公司的希望所在，未来需要进一步关注青岛基地的发展情况。

三、财务预测和投资建议

按照我们的保守推算，暂不考虑丁二烯项目的可能受益，公司2010~2012年的EPS分别为1.42、1.75和2.43元。当前公司股价42.44元，对应2011年市盈率24倍，基本合理。考虑到公司甲乙酮产品高位徘徊，2011年回调的可能性较大，给予中性评级。

表 1：利润表

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	901.35	1115.52	1297.48	1887.00	1902.60	2413.98
减：营业成本	698.47	850.64	1001.44	1332.70	1334.26	1625.40
营业税金及附加	5.66	5.42	7.84	10.81	10.90	13.83
营业费用	14.88	24.01	28.38	37.68	37.99	48.20
管理费用	19.79	22.25	17.38	34.79	35.07	44.50
财务费用	0.55	17.59	14.85	-19.30	-48.63	-60.95
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	490.33	533.01	743.00
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	490.33	533.01	743.00
减：所得税	21.87	48.37	55.78	122.58	79.95	111.45
净利润	140.03	143.63	173.52	367.75	453.06	631.55
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	367.75	453.06	631.55
每股收益(EPS)	0.539	0.553	0.669	1.417	1.745	2.433

资料来源：宏源证券

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。

张延明：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**
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	**曾利洁** 010-88085790 zenglijie@hysec.com	**雷增明** 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 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。