

石油化工

署名人: 芮定坤

执业证书编号: S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

芮定坤

执业证书编号: S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

6-12个月目标价: 65.00元

当前股价: 47.22元

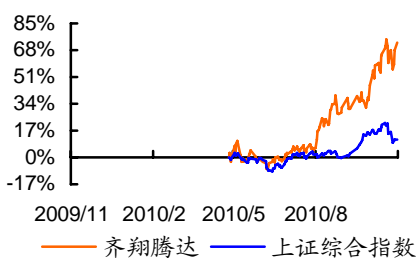
评级调整: 上调

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 2828.28 |
| 总股本(百万) | 260 |
| 流通股本(百万) | 65 |
| 流通市值(亿) | 31 |
| EPS (TTM) | |
| 每股净资产(元) | 1.85 |
| 资产负债率 | 42.2% |

股价表现

| | | | |
|--------|-------|-------|-------|
| (%) | 1M | 3M | 6M |
| 齐翔腾达 | 21.59 | 67.14 | 77.22 |
| 上证综合指数 | -4.93 | 7.16 | 9.47 |



相关报告

- 《齐翔腾达-超募资金新建2个项目, 关注剩余6亿资金》2010-11-18
- 《齐翔腾达-装置检修导致甲乙酮价格上涨15%以上》2010-8-10
- 《齐翔腾达-产量会超预期, 超募资金未来增厚业绩》2010-7-27

齐翔腾达

002408

强烈推荐

上调2010年业绩预测, 超募项目很快会落实

投资要点:

- 10月以后甲乙酮价格继续上涨到18000元/吨左右, 公司盈利超预期, 单月盈利约1亿, 我们上调10年EPS到1.82元。
- 我们分析了今年甲乙酮价格大幅上涨的4个原因: **第1、供应问题:** 10.1之前主要是日本公司检修, 同时国内郑州大水等等都影响了有效产能, 10.1后是交通问题和原料C4供应问题。**第2、中间商抬价和市场情绪。****第3、出口增加:** 6月开始, 国内价格低于国外价格, 所以6月开始出口增加很多, 更加大了国内供应减少。**第4、需求增加:** 这1点是市场之前没有注意的, 由于提高了环保要求, 有些之前用三苯有毒溶剂的企业转用甲乙酮, 造成了需求的增加。根据我们的调研, 华南地区历史上需求一般是7000吨/月, 但今年基本上有12000吨。
- 我们认为目前的价格非常高, 一直持续的可能性不大。对于2011和2012年, 虽然产品属于大宗品技术壁垒不高, 但原料限制的问题决定了进入有一定壁垒, 供给增加较慢, 而需求随着更多企业替换三苯溶剂增加, 我们预测10000元/吨的均价是可能性比较大的。
- 对于公司的成长性, 我们认为相比新材料行业成长性肯定是差的, 但比传统大宗品要好, 1是刚才说的三苯溶剂替代, 2是公司本身也在做新的项目, 刚公告的扩建4万吨甲乙酮, 新建7万吨丁二烯, 还有6亿超募资金, 我们预计会有新的项目陆续投产公告。其中参照淄博市相关政府新闻, 稀土改性顺丁橡胶是可能性比较大的, 增加了成长性。
- 投资建议: 预测10-12年EPS分别为1.82、1.56和2.14, 对应10年的估值低, 对应12年的估值也不高, 但有11年业绩下降的问题, 考虑到超募资金的股价刺激因素, 和公司2012年的业绩增长幅度, 我们仍然给与强烈推荐的评级。中期6个月目标价65-70元。

风险提示: 新增产能大幅增加。

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1297 | 1867 | 2209 | 3750 |
| 同比(%) | 16% | 44% | 18% | 70% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 174 | 471 | 405 | 557 |
| 同比(%) | 21% | 172% | -14% | 37% |
| 毛利率(%) | 22.8% | 33.4% | 23.7% | 20.0% |
| ROE(%) | 36.1% | 17.2% | 12.9% | 15.1% |
| 每股收益(元) | 0.89 | 1.82 | 1.56 | 2.14 |
| P/E | 50.31 | 24.72 | 28.74 | 20.92 |
| P/B | 18.17 | 4.26 | 3.71 | 3.15 |
| EV/EBITDA | 37 | 20 | 24 | 17 |

资料来源: 中投证券研究所

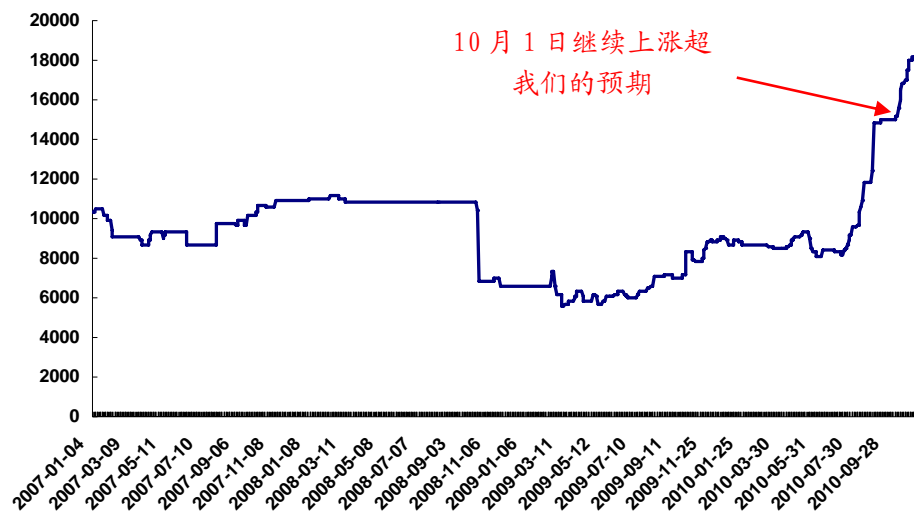
一、月盈利约 1 亿，上调 10 年 EPS 预测

我们预计 10 月以后由于检修和交通问题结束，乙酰酮价格应该开始下跌，但后来由于有新的影响（我们后面分析），乙酰酮价格继续上涨到 18000 元/吨左右，现在企业的盈利超预期，我们上调 10 年 EPS 到 1.82 元。

根据我们的预测，10 月公司利润接近 1 亿，单月的 EPS 约 0.3。

图 1: 乙酰酮产品价格

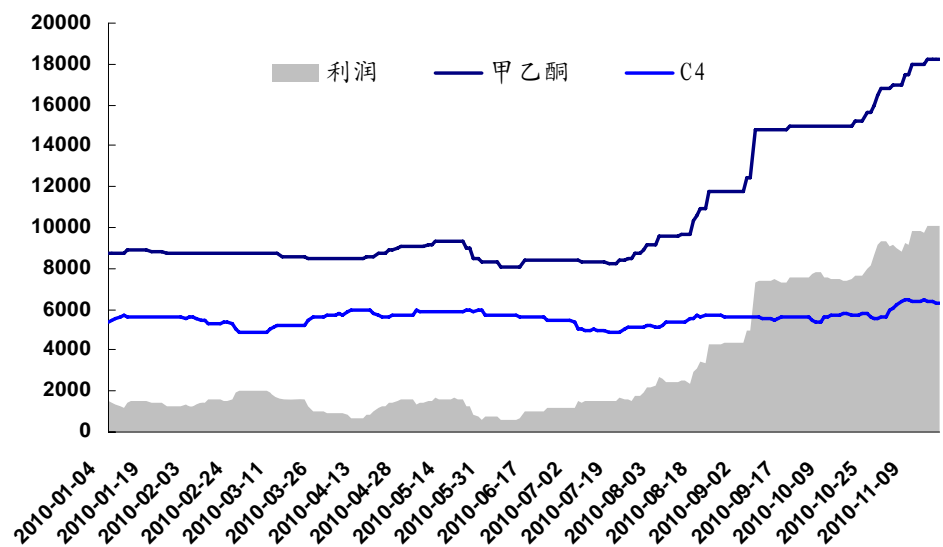
单位: 元/吨



资料来源: 中投证券研究所

图 1: 乙酰酮价格和生利润 (扣除了原料、人工、物耗成本)

单位: 元/吨



资料来源: 中投证券研究所

上图可以看到，主要原材料 C4 上涨幅度小于甲乙酮，所以 10.1 之后毛利空间继续增加。公司的单月利润应该非常好。

我们分析一下甲乙酮今年涨价的原因：

第 1、供应问题：10.1 之前主要是日本 3 大公司检修，而日本是主要的出口地，同时国内郑州大水等等都影响了有效产能。

表 1 甲乙酮装置 3 季度检修情况 单位：万吨/年

| 公司 | 产能（万吨） | 占全球产能比 | 开始检修时间 | 持续时间 | 地点 |
|------|--------|--------|----------|------|-------|
| 东燃 | 9 | 5.4% | 8 月 14 日 | 45 天 | |
| 出光兴产 | 4 | 2.4% | 9 月 | 2 个月 | 日本川崎 |
| 天利高新 | 4 | 2.4% | 8 月底 | 1 个月 | 新疆独山子 |
| 合计 | 17 | 7.8% | | | |

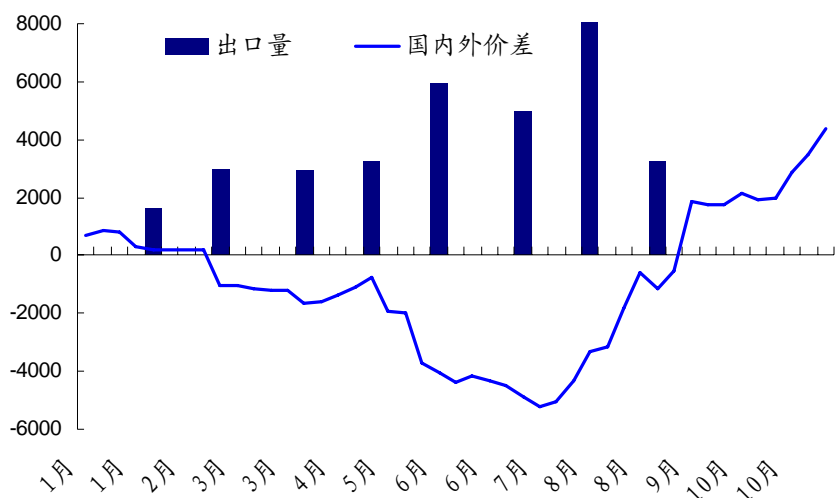
资料来源：百川资讯、石化协会网站、中投证券研究所

10.1 之后，供给受 C4 供应紧张影响，企业因为原料采购问题开工率低，天利高新检修后货由于运输问题迟迟不能到市场。

第 2、中间商抬价和市场情绪：甲乙酮销售有中间商分销环节，和所有有中间商销售的产品一样，中间环节容易助涨助跌产品价格，另外进入 9 月，很多化工产品由于节能限电的原因价格上涨，在这种市场情绪下，更容易涨价。

第 3：净出口增加：这一点市场在前期没有关注，我们分析了国内外甲乙酮价格的差和出口，如下图：

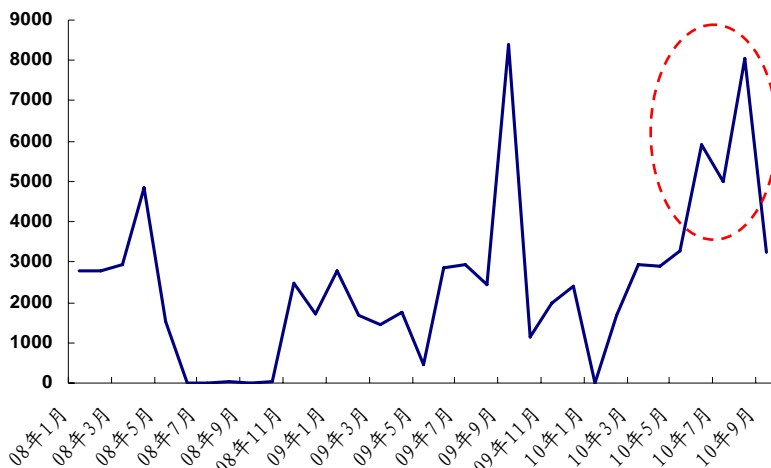
图 1：甲乙酮国内外价格差和出口量一致 单位：元/吨



资料来源：中投证券研究所

6月开始，国内价格低于国外价格，所以出口更划算，可以看到，6月开始出口增加很多，6月接近6000吨，8月到8000多吨，这个比历史比2000吨左右的历史平价水平高很多，出口增加更加大了国内供应减少，所以价格上涨也合理了。

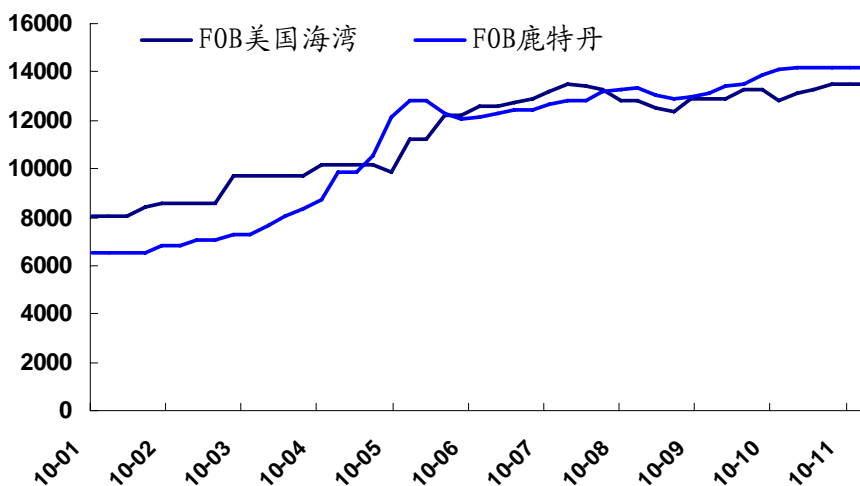
图 1: 08年开始的国内甲乙酮出口量 单位: 吨



资料来源: 中投证券研究所

对于国外价格为什么上涨，我们认为分析很困难，但我们得到的数据可以说有 2 个：第 1 还是日本的检修，第 2 是国外这几年在陆续关闭产能，比如 Shell 在 04 年 Q3 关闭一个产能，塞拉尼斯 09 年 1 月关 41 万吨，法国 arkema 09 年底关 50 万吨，而今年下半年国外的需求因为经济的恢复也在增加，所以造成了价格的上涨。另外我们认为国外可能同样存在 C4 紧张的问题。

图 1: 今年国外的甲乙酮价格也在上涨 单位: 人民币/吨



资料来源: 中投证券研究所、美元汇率 6.8

第4、需求增加：这1点也是市场之前没有注意的1点，之前我们的报告提到乙酰酮挥发性相对小，未来可能会替代有毒的三苯溶剂，但这个替代的时点不好判断，但今年以来我们发现：

由于南方很多城市（乙酰酮的下游用户胶粘剂、涂料在福建广州等地）确实提高了环保的要求，而且很多出口的产品国外企业要求不能采用三苯溶剂，比如阿迪达斯、耐克鞋等，所以南方有些之前用其他溶剂的企业转用乙酰酮，这造成了需求的增加。今年的价格上涨如果只从供给的角度，是不能完全解释的，这里我们也有数据可以说明：根据我们的调研，华南地区历史上需求一般是7000-10000吨/月，但今年基本上有10000-13000吨，这个增量应该和替换三苯溶剂有一定关系。

所以需求的增速是超我们预期的。

二、对未来价格和公司成长性的讨论

现在来看，我们预计未来价格持续的时间不会太长，因为第1、现在的毛利率太高了，本身很难持续，第2、国内的价格已经高于国外，根据我们的调研，现在超过15000元/吨出口的话很困难，甚至可能出现进口增加。

对于2011和2012年乙酰酮价格，我们做了调研，很多企业和贸易商认为12000元/吨的均价是可能性比较大的。我们认为：虽然乙酰酮属于大宗品，从合成的角度技术壁垒不高，但原料限制的问题决定了进入有一定壁垒，供给增加较慢，而需求随着更多企业替换三苯溶剂（当然这个替换有多快看不清）会增加，中国国内的胶粘剂年均增速12.6%，而且国外的发展趋势是氯丁橡胶胶粘剂被聚氨酯胶粘剂取代（欧美80—90%的鞋用胶是聚氨酯胶粘剂），未来国内如果更多的企业使用聚氨酯胶粘剂，会增加乙酰酮的需求，**因为聚氨酯胶粘剂更多的使用乙酰酮作为溶剂。**我们认为2011和2012年如果新增产能不多，价格保持在10000元/吨以上问题不大。

对于公司的成长性，我们还是维持之前报告的观点：比新材料行业成长性肯定是差的，但比传统大宗品要好，1是刚才说的三苯溶剂替代，第2公司本身也在做新的项目，刚公告扩建4万吨乙酰酮，建7万吨丁二烯，这2个项目2012年能投产贡献EPS约0.46，所以即使按10000元/吨乙酰酮计算，2012年的EPS接近2块，对应现在的股价并不贵。

另外，我们认为公司还有6亿超募资金，我们认为管理层还是会继续投资新的项目，这里我们以C4下游1个我们认为比较好的项目稀土改性顺丁橡胶为例，情景假设一下分析公司可能的盈利增长：

稀土顺丁橡胶是稀土(钕)催化剂催化丁二烯聚合合成的顺-1,4 链节含量高于 97%的聚丁二烯橡胶,具有链结构规整度高、自粘性好等特点。其加工和物理机械性能好,应用于轮胎,在耐磨耗、抗疲劳、生热、耐老化和滚动阻力等性能方面明显优于锂、钛、钴和镍系等传统顺丁橡胶,符合对高速、安全、节能、环保等有更高要求的现代子午线轮胎的用胶要求。

主要的工业化的企业有德国 bayer,意大利的 enichem 等。国内只有中国石油锦州石化拥有稀土顺丁橡胶技术。燕山石化生产的顺丁橡胶为镍系顺丁。相对镍系顺丁橡胶,稀土顺丁的性能更好。

我们认为这个项目的毛利率高,公司如果在超募资金上新建类似的项目,会增加公司的成长性。

三、投资建议: 强烈推荐

预测 10-12 年 EPS 分别为 1.82、1.56 和 2.14,给与强烈推荐的评级。从中小板来看,对应 10 年的估值很低,即时考虑 11 年业绩下降,但 2012 年预计重新有较大的增长,所以中期来看,6 个月内具有投资价值,6 个月目标价 65-70 元。

弹性: 静态计算(成本不变) 乙酰酮平均实现价格每上涨 100 元, EPS 增加约 0.05 元。

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券, 获得 2009 年证券市场周刊评选的最佳石化行业分析师水晶球奖第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、辽通化工、沈阳化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、黑猫股份、煤化工行业等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434