

评级：强烈推荐

化工原材料

公司深度报告

第一创业研究所
巨国贤 S1080209110062
联系人：张伟保
电话：0755-82485029
邮件：zhangweibao@fcsc.cn

齐翔腾达（002408）

—— 甲乙酮量价齐升，让公司业绩飞一会

交易数据

52周内股价区间（元）	24.33-58.95
总市值（百万元）	14,815.68
流通股本（百万股）	65.00
流通股比率（%）	25.0%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益(百万元)	2,415.21
每股净资产	9.31
市净率	6.13
资产负债率	2.6%

相关报告

摘要:

- **日本地震引发我国甲乙酮出口迅速扩大，价格暴涨。**日本地震导致占全球 18%的甲乙酮产能受到严重破坏，东南亚甲乙酮供给告急，中国顺势接管原日商客户，震后一周内国内部分厂商已经向海外交付总计 7000 吨的甲乙酮产品，占到了我国甲乙酮月需求量的 30%左右。受出口拉动和国内需求增加，原本就供需偏紧的国内甲乙酮市场半月内暴涨 47.62%至 15500 元/吨。由于日本甲乙酮厂发生爆炸且该地区核辐射严重超标，短期内无法恢复，且国外厂商受制于 C4 原料供应紧张无新增产能投放，我们判断甲乙酮价格仍有上涨动力，且年内将维持在 11500 元/吨以上的高位。
- **受益甲乙酮涨价，公司甲乙酮量价齐升让公司业绩飞一会，且甲乙酮业绩弹性最大。**公司目前拥有甲乙酮设计产能 10 万吨，产能位居国内第一，全球第五，本部两万吨设计产能利用率最大可达到 180%，青岛思远 8 万吨设计产能通过前段时间磨合之后产能利用率最大可达到 150%，再加上去年新扩产 4 万吨产能在 2011 年中投产后，公司最大年产量可接近 20 万吨，居全球第一。按照公司 14 万吨产能，甲乙酮平均价格 11500 元/吨计算，公司 11 年业绩在 2.4 元左右，而且甲乙酮价格每上涨 1000 元/吨，公司的业绩弹性在 0.5 元左右，未来存在超预期可能。
- **投资+收购，打造完整产业链。**投资 7 万吨/年丁二烯项目，为公司甲乙酮生产解决了一部分原料问题，完善了上游产业链；收购有山化工并增资 6 万吨/年丁烯原料项目，为公司拓展顺丁橡胶解决了原料问题，完善了 C4 深加工中的橡胶支链产业链，这些都为公司未来做大做强 C4 深加工打下了坚实的基础。
- **布局稀土顺丁橡胶，有望提升公司估值。**公司通过与哈尔滨博实公司合作，投资 5 万吨/年稀土顺丁橡胶生产。如果公司稀土顺丁橡胶进展顺利，13 年将为公司贡献利润 10000 万元左右，将成为公司新的利润来源，而且公司作为第一家工业化生产顺丁橡胶企业，其估值也将大大提升。
- **给与“强烈推荐”评级。**预计 2010-2012 年 EPS 分别为 1.61 元、2.43 元、和 2.81 元，按照最新股价 57.08 元，对应的 PE 分别为 35 倍、23 倍和 20 倍，给与“强烈推荐”评级。



目 录

1、公司简介	3
1.1、公司股权结构.....	3
1.2、公司主营业务规模及行业地位.....	4
1.3、 乙酰酮是公司的最主要利润来源.....	4
2、全球乙酰酮供需基本平衡，国内供不应求	5
2.1、全球乙酰酮竞争格局：高集中度、高议价能力，供需基本平衡.....	5
2.2、国内乙酰酮市场——产能扩张困难，下游需求不断放大.....	8
3、日本地震打破供需平衡，让公司业绩飞一会	13
3.1 日本地震打破全球乙酰酮供需平衡.....	13
3.2 公司乙酰酮量价齐升，让业绩飞一会.....	14
4、延伸产业链，打造C4深加工巨头	16
4.1 投资丁二烯+收购有山化工，打造C4产业链.....	16
4.2 稀土顺丁橡胶有望成为公司新的利润增长点并提高公司估值.....	17
5、盈利预测	19
5.1、基本假设.....	19
5.2、公司盈利预测.....	21
6、风险提示	21



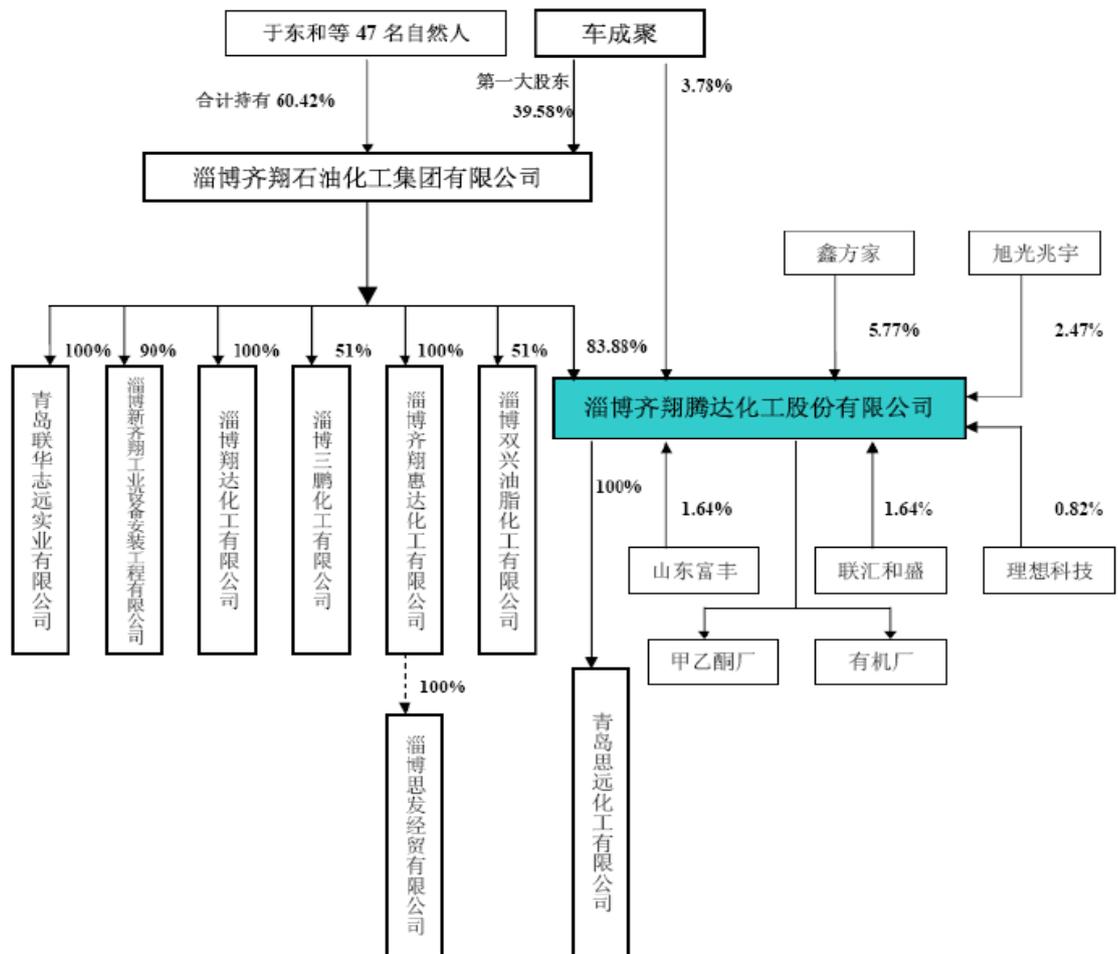
1、公司简介

公司是国内规模最大的甲乙酮生产企业，一直专注于对原料碳四进行深度加工转化成高附加值精细化工产品的研发、生产和销售。公司在生产技术、产品质量、产量以及产品市场占有率等方面均居于同行业前列，是国内唯一一家达到并超过设计能力的产厂家。公司制定了严于 ASTM 标准并高于国内行业标准的企业标准，生产的甲乙酮产品纯度达到 99.9% 以上，产品质量居于国内同行业领先水平。

1.1、公司股权结构

公司的控股股东是淄博齐翔集团，其前身为淄博齐翔工贸有限责任公司，主要生产、销售橡胶及制品和销售民用建材、汽车配件、电气仪表等。齐翔集团发行前持有公司 83.88% 股权，同时拥有惠达公司 100% 股权、翔达公司 100% 股权、联华志远 100% 股权、齐翔工程 90% 股权、青岛思远 75% 股权、双兴油脂 51% 股权、三鹏公司 51% 股权。

图 1：公司股权结构及产能情况



数据来源：公司招股说明书、第一创业研究所



1.2、公司主营业务规模及行业地位

公司具备约 12.5 万吨/年 甲乙酮、4.5 万吨/年 MTBE、2.6 万吨/年 异丁烯、1.2 万吨/年 叔丁醇的生产规模，规模优势明显。已形成以甲乙酮为主导，甲乙酮、MTBE、异丁烯和叔丁醇等为主要产品组合的产品结构。主营产品业务规模及行业地位如下：

(1) 公司拥有 10 万的甲乙酮设计产能，12.5 万吨生产能力，位居国内第一，其国内市场占有率已超过 40%，随着青岛 8 万吨甲乙酮新装置的磨合日趋完善，其最大产能利用率可达到 130% 以上，再加上去年新扩产 4 万吨产能在 2011 年中投产后，公司最大年产量可接近 20 万吨，稳居全球第一；

(2) 目前公司拥有 4.5 万吨 MTBE 产能，位居行业前列，由于 MTBE 产品是碳四深加工初产品，又是下游深加工的原料，因此公司灵活根据 MTBE 和下游深加工产品的盈利能力来决定 MTBE 的销量，09 年公司 MTBE 产量 3.3 万吨，销量为 0.8 万吨；

(3) 公司目前拥有 2 万吨异丁烯设计产能，产能位居国内第三，09 年产销 2.6 万吨，产能利用率达到 130% 以上；

(4) 目前公司拥有 1.2 万吨 85% 叔丁醇产能，位居国内第二，由于国内 85% 叔丁醇只有 9.5 万吨，需求达到 12 万吨，每年仍需大量进口，公司的 85% 叔丁醇毛利率较高，达到 40% 以上，公司 09 年 85% 叔丁醇产量为 1.29 万吨，产能利用率达到 107%；

1.3、甲乙酮是公司的最主要利润来源

公司是 C4 深加工企业龙头，公司的所有产品都是围绕 C4 身缠的，其中甲乙酮的市场需求量最大，也是 C4 深加工的最后一道产品，目前是营业收入和利润的最主要来源，09 年占比分别达到了 73.03% 和 72.70%，其余的 MTBE、异丁烯和叔丁醇都是 C4 深加工的中的副产品，09 年占营业收入的 30% 左右。

图 2：公司主营业务收入构成

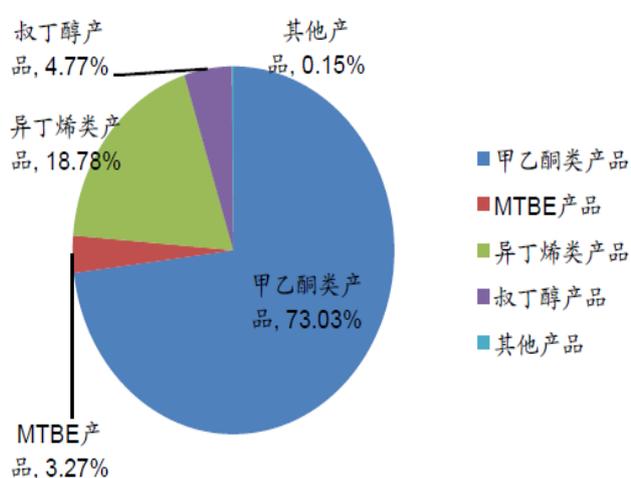
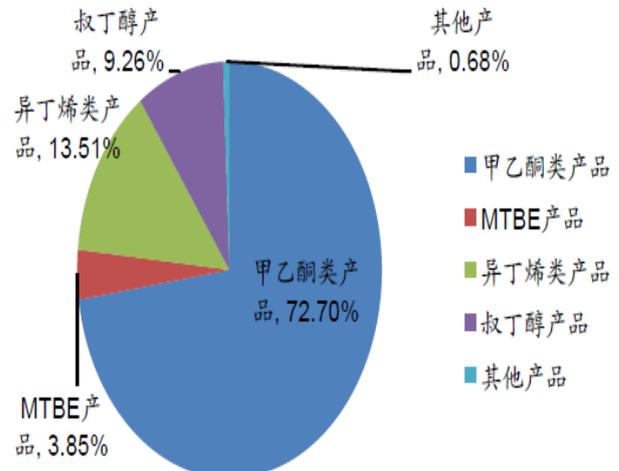


图 3：公司的利润构成

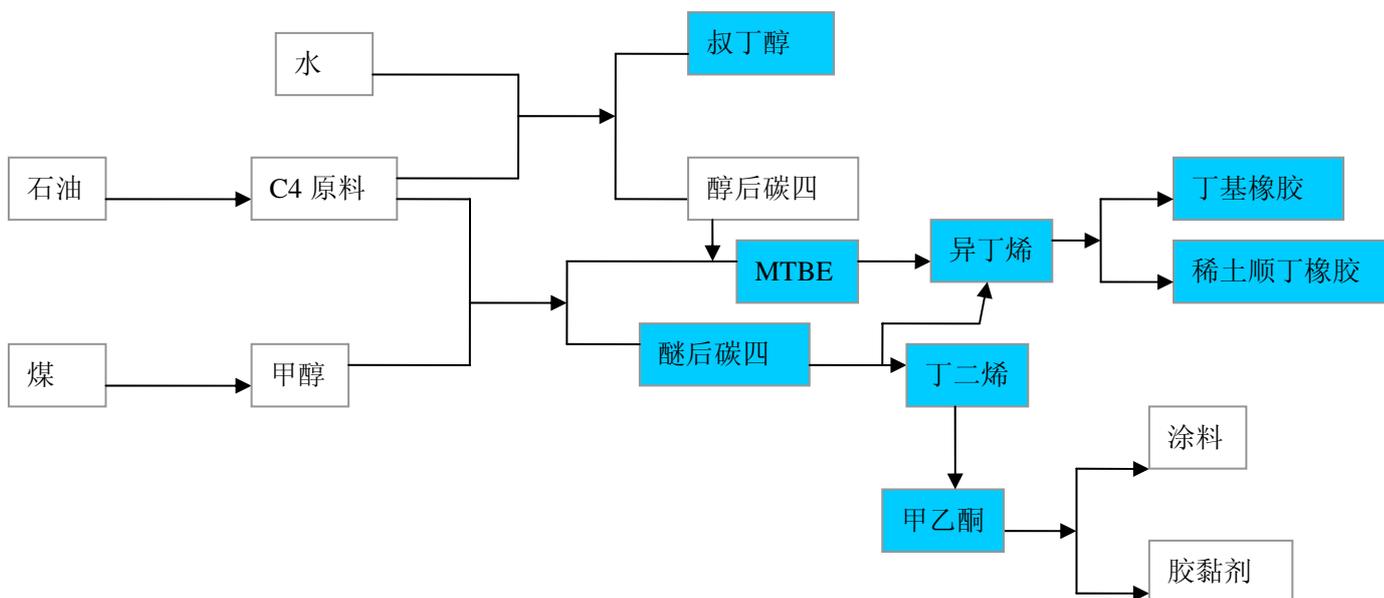


数据来源：wind、第一创业研究所

2、全球甲乙酮供需基本平衡，国内供不应求

碳四中的丁烯和除盐水在耐高温树脂催化剂作用下，进行水合反应生产仲丁醇，水经过精制处理循环使用。丁烯与仲丁醇分离后，丁烯循环使用。补充部分新鲜丁烯、新鲜除盐水，部分采出液化气 and 工艺废水。仲丁醇经过精制后，在高温和催化剂作用下发生脱氢反应，生成甲乙酮，同时甲乙酮副产品，包括液化气、氢气、丁烯、仲丁醚、仲丁醇和重质物。

图 4：碳四深加工产业链示意图



数据来源：第一创业证券研究所整理 注：蓝色为公司现有产品

2.1、全球甲乙酮竞争格局：高集中度、高议价能力，供需基本平衡

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。

全球甲乙酮生产厂家数较少，集中度非常高。全球甲乙酮生产规模较大的企业一般为大型精细化工公司，目前世界主流甲乙酮单线装置设计生产能力均在 5 万吨/年以上，约占世界产能 29% 的前 3 大国外生产商，每家最低产能为 13.5 万吨/年，最高的达 17 万吨/年。据卓创资讯统计，2009 年世界甲乙酮生产能力为 165.8 万吨。2009 年国外排名前十位甲乙酮生产企业合计产能为 102.1 万吨，约占世界总产能的 61.58%。

表 1：2009 年国外甲乙酮生产厂家及产能

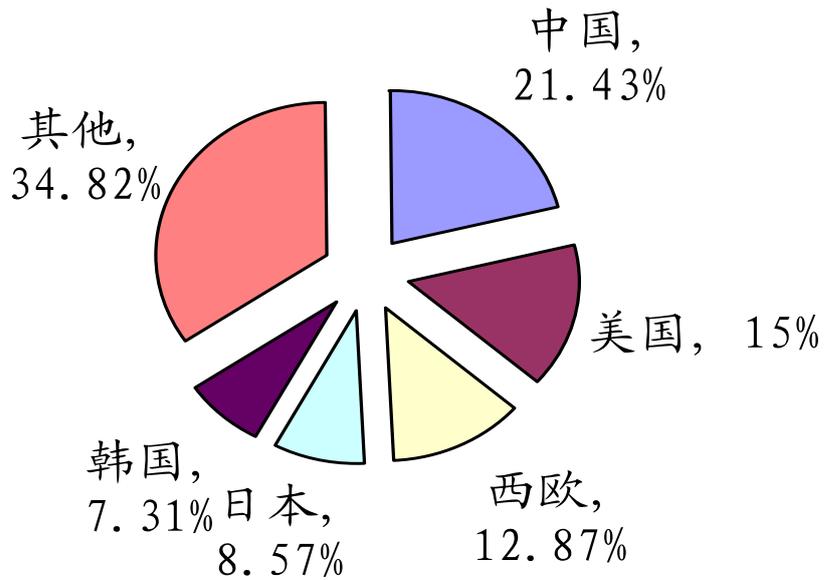


序号	生产厂家	产能 (万吨)	国家或地区
1	丸善石油化工公司	17.0	日本
2	美国塞拉尼斯化工公司	13.6	美国
3	美国埃克森美孚化学公司	13.5	美国
4	英国埃克森美孚化学公司	13.5	英国
5	日本东燃化学	9.5	日本
6	荷兰壳牌化学公司	7.0	荷兰
7	德国萨索尔溶剂公司	7.0	德国
8	德国罗地亚	6.5	德国
9	台湾石化合成公司(6万吨/年) 李长荣化学公司(3万吨/年)	9	中国台湾
10	南非Sasol化学公司	5.5	南非
11	日本出光 Idemitsu	4.0	日本
12	韩国 Yukong	5	韩国
13	美国壳牌	4	美国
14	法国埃尔夫-阿托化学公司	5	法国
15	西 Oxiteno 公司	4	德国
16	罗马尼亚 Petro Brazi	3	罗马尼亚

数据来源：招股说明书、第一创业证券研究所

全球甲乙酮消费领域相对较为集中。从全球范围来看，甲乙酮的主要消费市场是中国、美国、西欧和日本，市场规模分别在30万吨、21万吨、18万吨和12万吨左右，占全球总消费量的50%以上。我国作为全球最大的甲乙酮消费市场，甲乙酮消费增长一直保持较高的速度，远远高于国外甲乙酮2.5%左右的增长速度。

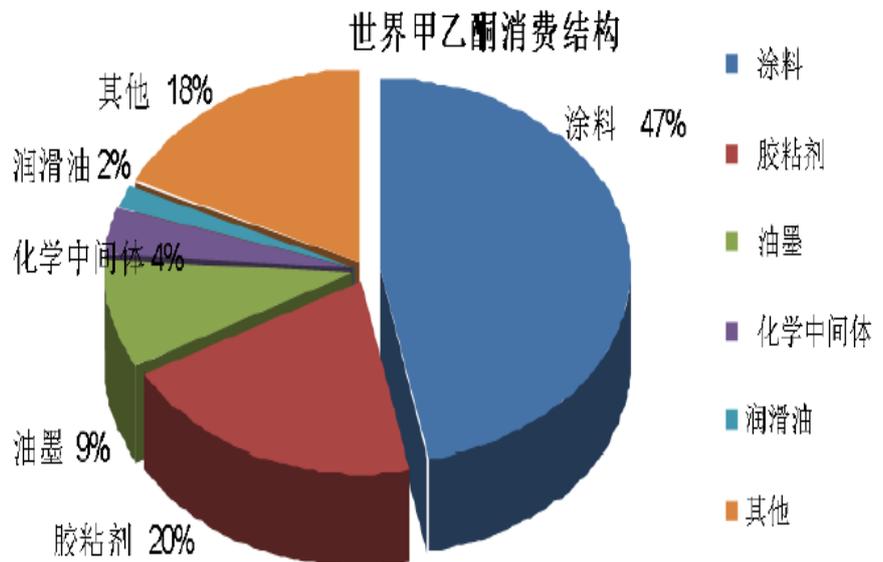
图 5：全球甲乙酮消费区域构成



数据来源：美国 SRI 咨询公司研究报告、第一创业证券研究所

涂料溶剂是全球甲乙酮产品的主要消费领域。世界范围内，涂料溶剂是甲乙酮最大的终端用途，几乎占世界需求量的一半；胶粘剂是其第二大用途，占需求量的近 20%；另外油墨约占 9%、化学中间体约占 4%、润滑油脱蜡约占 2%、其他用途约占 18%。

图 6：全球甲乙酮消费结构图



数据来源：美国 SRI 咨询公司研究报告、第一创业证券研究所

全球甲乙酮供需基本平衡。目前全球甲乙酮产能在 180 万吨左右，10 年全球甲乙酮需求在 168 万吨左右，由于原料 C4 供应偏紧，较多甲乙酮生产厂家存在开工率较低的问题，导致全球甲乙酮实际生产量不足 170 万吨，目前甲乙酮市场基本维持供需平衡状态。更为重要的是，由于原料供应紧张问题，新增产能扩张极为困



难，而且随着国外较多生产装置使用期限已到进行了永久性关闭，全球的甲乙酮供应不容乐观。2004年9月，美国壳牌（Shell）永久性地关闭了其在路易斯安那州 Norco 的 13.6 万吨/年甲乙酮装置。Shell 原是在美国埃克森美孚化学公司之后的世界第三大甲乙酮制造商，该装置的关闭使北美甲乙酮产能减少了 43%，占世界产能的 8.2%。2008年1月10日 PUWORLD 独家发布，2008年停止其德克萨斯州 Pampa 甲乙酮装置生产（使用期限已到），其产能在 7 万吨左右。

表 2：国外甲乙酮厂使用期限到期永久关闭厂家情况

生产厂家	关闭产能	关闭时间	关闭原因
Shell Norco	13.6 万吨	2004	使用期限到期
PUWORLD Pampa	约 7 万吨	2008	使用期限到期

数据来源：第一创业证券研究所整理

中国将成为世界最大生产和消费国。2004年，境外甲乙酮需求量为 105 万吨，到 2007 年增加为 122 万吨。就国际主要甲乙酮消费市场而言，美国、西欧、日本等传统成熟市场的消费量一直保持较为稳定的增长速度。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。

2.2、国内甲乙酮市场——产能扩张困难，下游需求不断放大

我国甲乙酮行业起步较晚，工业化进程缓慢，2001 年生产总量仅为 1.5 万吨，而市场需求 13.07 万吨。最初我国甲乙酮生产技术落后，国内市场一直被国外垄断，直到 2003 年齐翔腾达 2 万吨/年甲乙酮生产装置投产后，我国拥有了具有自主知识产权的大型甲乙酮生产技术，结束了该领域生产技术长期依赖国外引进的历史，该产品的问世打破了进口产品对甲乙酮市场的垄断局面。我国甲乙酮产量从 2002 年的 4 万吨上升到 2009 年的 29.36 万吨，年平均增长率为 33%。

我国甲乙酮生产厂家少，规模小。目前国内甲乙酮生产企业一共有 8 家，产能合计为 36.7 万吨/年。我国在齐翔腾达新建 8 万吨/年甲乙酮生产装置之前，最大的生产装置只有抚顺石化两套合计设计产能为 5.5 万吨/年的生产装置，生产规模不及国外前十家平均产能的一半，其他几家生产规模更小，平均只有 2 万吨多一点，规模效益非常差，且原料供应普遍不足，产能难以发挥，使得我国甲乙酮厂商在国际贸易全球化的大环境下，参与全球竞争很难



取得有利的竞争优势和价格话语权。

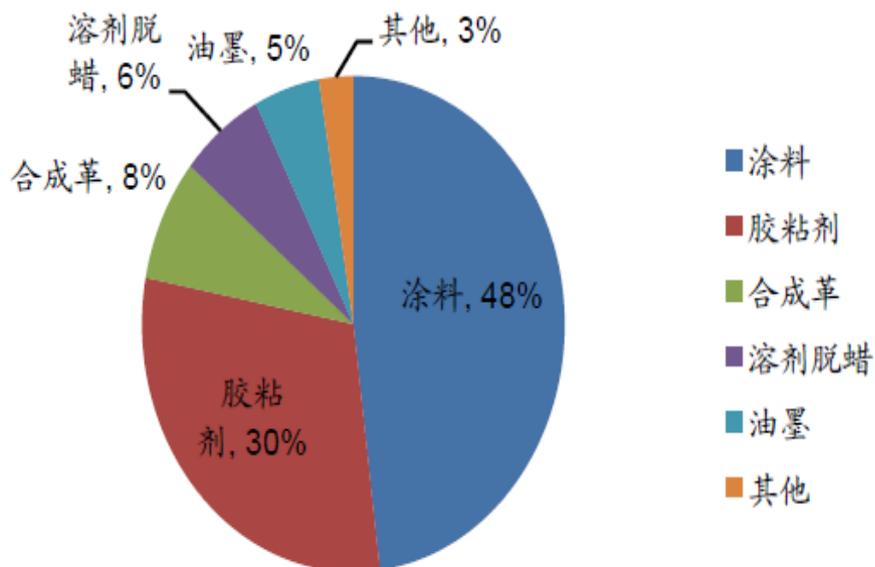
表 3: 2009 年我国甲乙酮生产厂家及产能

生产厂家	设计 产能	产量(万吨)								备注
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
齐翔腾达	10	1.5	2.0	2.2	2.9	3.58	3.36	5.69	12.0	08年新建8万吨
天利高新	4	—	2	2.8	2.6	1.9	2.6	2.6	3	05年扩产1万吨
兰州石化	6	—	—	0.8	2.9	2.6	2.1	2.7	3.54	08年新建3万吨
抚顺石化	5.5	1	2	2.4	2.5	4.2	5.4	5.5	2.85	05年新建3万吨
哈尔滨石化	3	—	—	0.9	3.0	2.9	2.9	2.9	2.55	
泰州石化	4	0.8	0.65	1.7	2.2	2.9	2.9	2.5	2.3	04年新建3万吨
河北中捷	3	—	—	—	1.2	2.9	3.0	3.0	2.5	05年新建3万吨
黑龙江石化	1.2	1	0.9	0.9	0.9	1.1	0.9	0.9	0.58	黑龙江石化
合计	36.7	4.30	7.55	11.7	18.2	22.1	23.2	25.2	29.4	合计

数据来源: 《中国化学工业年鉴》、第一创业证券研究所

涂料和胶黏剂是我国最大的甲乙酮消费市场。我国甲乙酮主要消费在涂料和胶黏剂领域,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%;其次是胶黏剂行业,消费比例约占 30%;在其他应用领域中,合成革消比例约占 8%,印刷油墨约占 5%,溶剂脱蜡约占 6.4%,其他行业约占 2.6%。

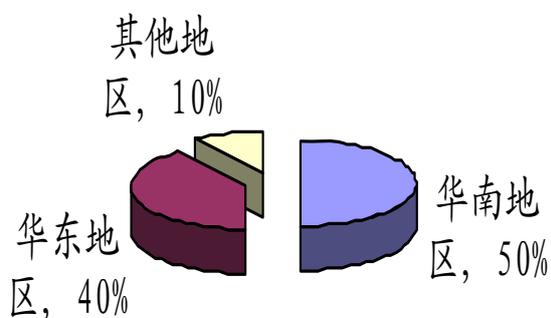
图 7: 2010 年我国甲乙酮消费结构



数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所整理

国内**乙酰酮**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**乙酰酮**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**乙酰酮**消费集中，主要是由于上述地区**乙酰酮**下游应用领域如涂料行业、胶粘剂行业比较发达。

图 8：我国**乙酰酮**消费区域图



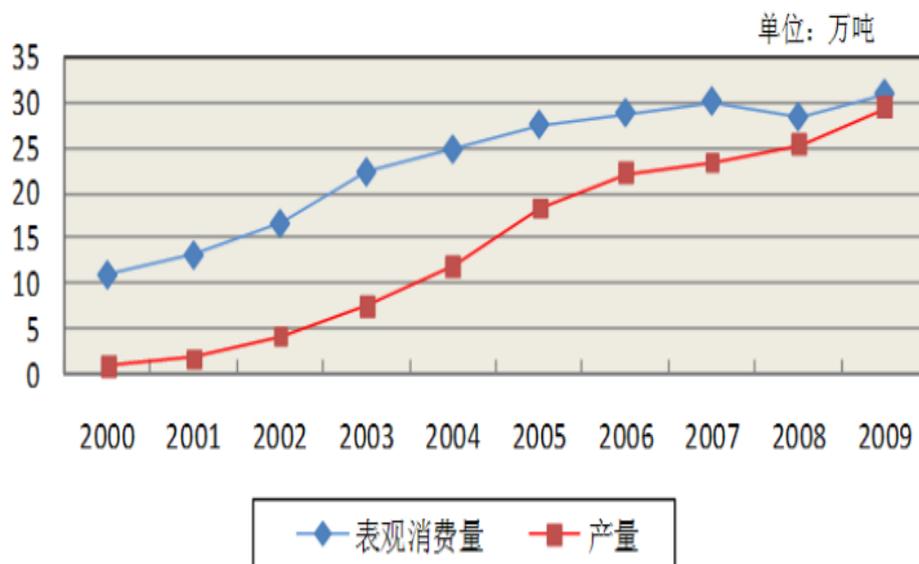
数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所整理

国内**乙酰酮**市场**供不应求**。2000年我国**乙酰酮**产量仅为0.7万吨，表观消费量为10.91万吨，供需缺口达10.21万吨。2003年供需缺口增至14.85万吨。自2004年以来，国内**乙酰酮**表观消费量增速有所减缓，2008年受国际金融危机的影响国内**乙酰酮**表观消费量较2007年有所下降，但国内**乙酰酮**产量仍然无法满足下游市场的需求，09以来，下游需求逐步恢复，但由于**乙酰酮**新增产能较少，目前国内**乙酰酮**市场仍然表现为**供应偏紧**，仍需一部分进口来满足国内需求。

图 9：国内**乙酰酮**市场**供应偏紧**



2000年—2009年国内甲乙酮供需变动趋势图



数据来源：招股说明书、第一创业证券研究所整理

表 4：2000—2009 年国内甲乙酮进口情况

年度	进口数量 (吨)	单价 (美元/吨)	进口依赖度 (%)
2000 年	102,088	744	93.58
2001年	113,689	666	86.99
2002年	124,129	528	71.81
2003年	151,160	617	64.39
2004年	143,198	900	56.28
2005年	121,045	921	45.44
2006年	95,008	891	33.10
2007年	87,602	1,017	29.23
2008年	49,867	1,220	17.65
2009年	43,434	953	14.11

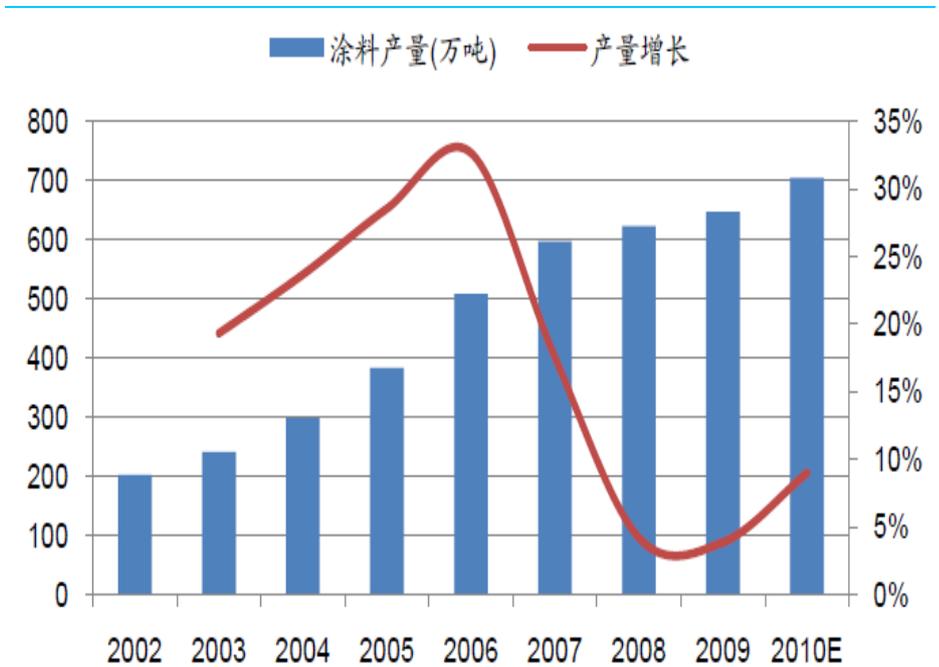
数据来源：国家统计局、第一创业证券研究所整理

甲乙酮下游需求继续保持 10%以上的增速。随着我国经济持续高速增长和城市化进程逐步加快，加大了建筑、房地产、汽车、油墨、交通、制鞋、包装、印刷、玻璃钢等行业的发展空间，加速推动了其上游涂料、胶粘剂、润滑油脱蜡等行业对甲乙酮市场持续旺盛的需求，甲乙酮市场需求连续多年以两位数的速度在增长。2000 年甲乙酮表观消费量为 10.91 万吨，至 2008 年已达到 30.79 万吨，是 2000 年消费量的 2.82 倍。其中，2003 年增速为历年之最，达 34.22%。纵观近十年甲乙酮需求增速，尽管受



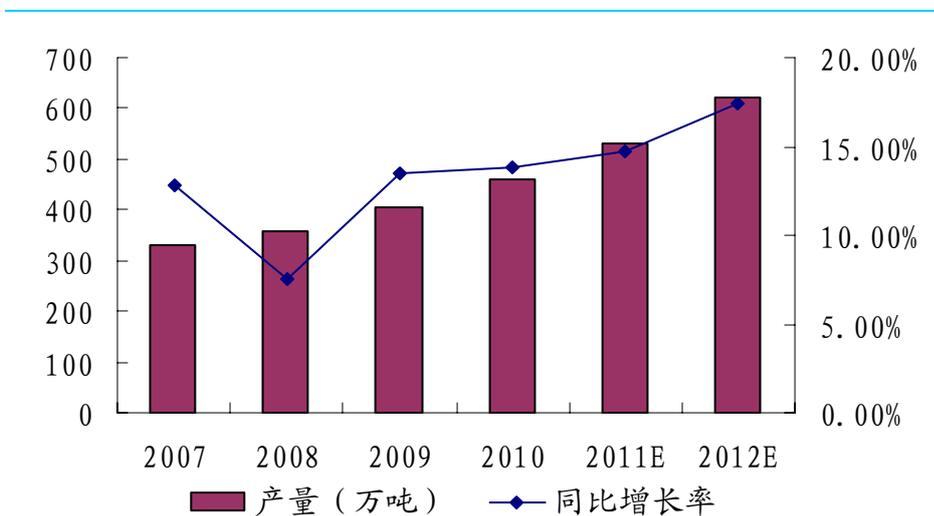
08年经济危机影响，需求有所下滑，但平均起来近十年增速仍维持在11%上。随着我国涂料、胶黏剂等化工行业的逐步复苏，国内甲乙酮市场需求快速增长。

图 10: 涂料行业逐步复苏



数据来源：招股说明书、第一创业研究所

图 11: 粘胶剂行业未来增长率将维持在 13%以上



数据来源：百川资讯、第一创业研究所

受制于原料供应不足，甲乙酮生产和产能扩张困难，产能增长极为有限。由于适合作为甲乙酮生产原料的富含丁烯的碳四供应量有限，国内碳四市场一直以来供应不足，且不同供应商的产品质量参差不齐，致使部分甲乙酮生产企业因为原料供应紧缺而不能满负荷生产，原料供应问题已经成为制约我国甲乙酮行业发展的一大瓶颈。除齐翔腾达外，大多数甲乙酮生产企业平均产能



利用率不足 80%。也正是由于我国石油炼化扩张极为有限，原料 C4 供应不足，在产能利用率严重不足的情况下，更不可能进行产能扩张。近三年来我国甲乙酮产能仅增长了 8% 左右，产能增速严重低于需求增速，其中 2011 年只有齐翔腾达有 4 万吨产能释放，其他基本无新增产能。

3、日本地震打破供需平衡，让公司业绩飞一会

3.1 日本地震打破全球甲乙酮供需平衡

全球甲乙酮供需基本平衡。目前全球甲乙酮产能在 178 万吨左右，10 年全球甲乙酮需求在 168 万吨左右，由于原料 C4 供应偏紧，较多甲乙酮生产厂家存在开工率不足的问题，导致全球甲乙酮实际生产量不足 170 万吨，11 年之前甲乙酮市场基本维持供需平衡状态。

日本地震打破全球甲乙酮供需平衡，供需缺口将不断扩大。日本地震导致日本丸善石化、东燃化学和出光公司三家全球重要甲乙酮生产企业全面停产。此次停产的三家企业，其甲乙酮产能分别为 17 万吨、9.5 万吨和 4 万吨，合计占全球总产能的 18.4%。其中日本丸善石化是目前全球最大的甲乙酮生产企业，在地震中发生爆炸，导致生产装置严重破坏。日本地震导致全球 18.4% 甲乙酮产能受损，其中 12.6% 的产能装置受到致命性打击，短期内无法恢复，全球甲乙酮供应平衡被打破，而且随着下游需求快速增长，新增产能极为有限的情况下，全球供应缺口将不断扩大，预计 2011 年由日本地震引起的东亚地区甲乙酮缺口在 8 万吨左右。

表 5：日本地震导致甲乙酮生产受到重创

公司	产能	所在位置	地震后状态	预计停产时间
丸善化学	17.5 万吨	丸善重灾区	爆炸后停产	4-6 个月
出光化学	4 万吨	千叶重灾区	停产，此地带辐射较严重	2-3 个月
东燃化学	9.5 万吨	灾区	受限电影响，开工率不稳	--

数据来源：第一创业研究所整理

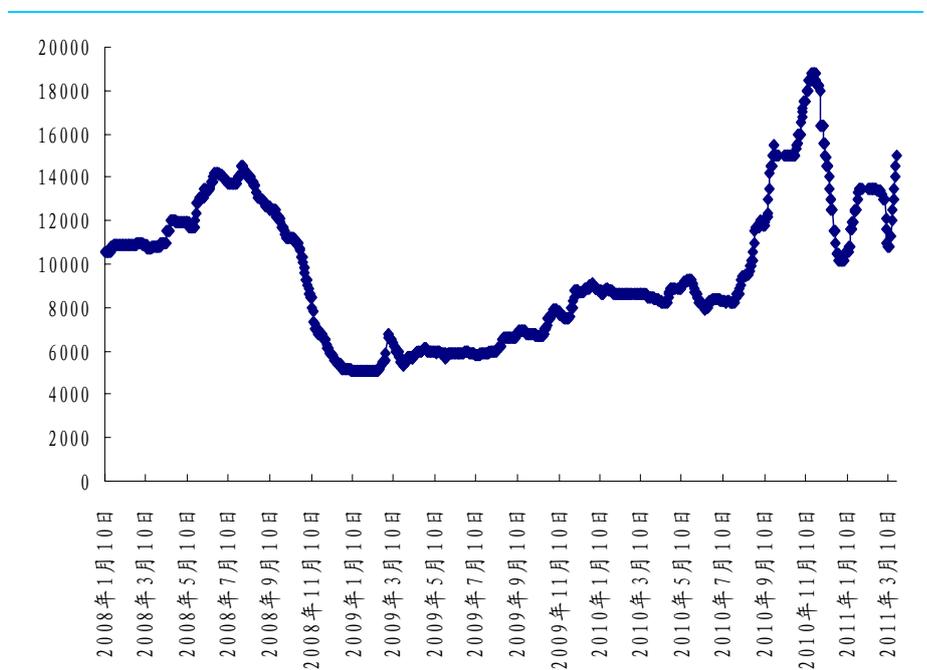
日本地震引发我国甲乙酮出口迅速扩大。由于日本地震导致该国 80% 以上的产能受到影响，真正的影响其实不仅仅限于日本地区，由于日本每年甲乙酮出口量为 13 万吨，基本都是销往韩国和东南亚国家，占到东亚地区贸易量的 70% 以上，因此，对整个东南亚各国的影响更为严重。日本地震后丸善和日出的停产，无法给国际市场提供货源，而国际市场亦会因货源量减少价格开始上涨，随后我国国内部分甲乙酮厂家必会考虑出口，地震后一周内国内部分厂商已经向海外交付总计 7000 吨的甲乙酮产品，占到了我国甲乙酮月需求量的 30% 左右。



3.2 公司甲乙酮量价齐升，让业绩飞一会

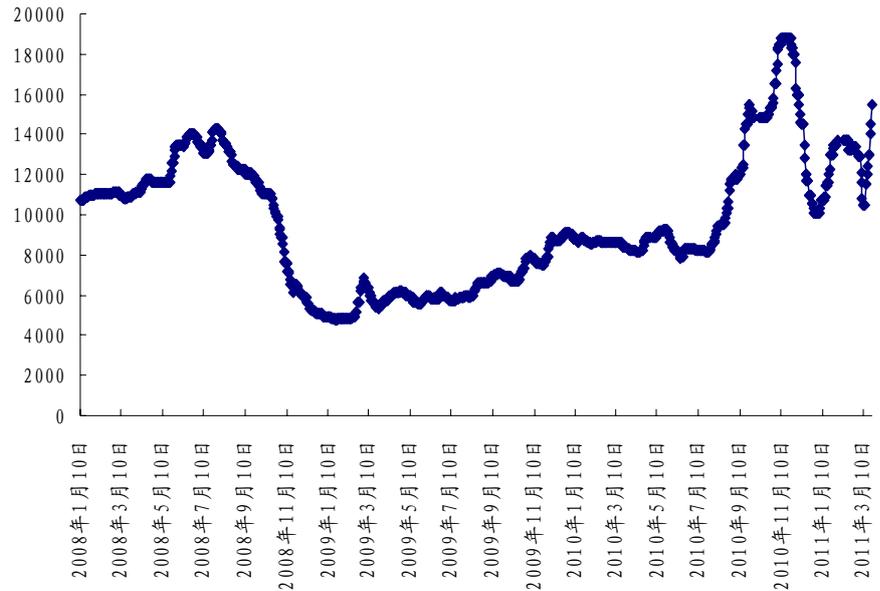
国内甲乙酮受日本地震影响价格暴涨。日本地震发生之后，日本九善 17 万吨丁酮装置，出光 4 万吨装置均已处于停车状态，出口货源中断，原本从日本进口甲乙酮的国家转向中国进口，导致中国甲乙酮出口急剧增加，地震发生后的一周内国内部分厂商已经向海外交付总计 7000 吨的甲乙酮产品，占到了我国甲乙酮月需求量的 30%左右。本身就已经供应偏紧的中国市场，受出口拉动以及国内需求增加影响，甲乙酮价格从地震发生前的 10400 元/吨暴涨至目前的 15500 元/吨，半月内暴涨了将近 50%。我们判断，随着日本短期内甲乙酮厂无法恢复，而国内外需求又在不断增加，供需缺口将逐渐显现并不断扩大，短期内甲乙酮价格有可能突破年前 18000 元/吨的高点，本年度内有望维持在 11500 元/吨以上。

图 12: 华北地区甲乙酮价格暴涨



数据来源：隆众石化、第一创业研究所整理

图 13: 华东地区甲乙酮价格暴涨



数据来源：隆众石化、第一创业研究所整理

公司**乙二醇**业绩弹性最大，**乙二醇**价格大涨和新增产能投放让公司业绩飞一会。公司目前拥有**乙二醇**设计产能 10 万吨，产能位居国内第一，全球第五，本部两万吨设计产能利用率最大可达到 180%，青岛思远 8 万吨设计产能通过前段时间磨合之后产能利用率最大可达到 150%，再加上去年新扩产 4 万吨产能在 2011 年中投产后，公司最大年产量可接近 20 万吨，居全球第一。我按照公司 14 万吨产能，**乙二醇**基准价格 11000 元/吨计算，**乙二醇**价格每上涨 1000 元/吨，公司的业绩弹性在 0.5 元左右。而且由于近两年国内基本无新增产能，而公司的新增产能又都在今年盈利最强的时候投放，恰逢其时，为公司业绩飞一会提供了强大动力。

表 6: **乙二醇**价格对公司业绩敏感度分析

EPS	8000	9000	10000	11000	12000	13000	14000	15000	16000	17000	18000
4000	0.65	1.08	1.62	2.12	2.62	3.12	3.62	4.12	4.62	5.12	5.62
4500	0.47	0.73	1.18	1.78	2.20	2.70	3.05	3.55	4.05	4.55	5.05
5000	0.32	0.65	1.08	1.45	1.87	2.33	2.65	3.05	3.55	4.05	4.55
5500	0.27	0.47	0.73	1.22	1.62	2.12	2.62	3.07	3.47	3.97	4.47
6000	0.22	0.32	0.54	0.86	1.26	1.66	2.08	2.53	2.93	3.43	3.93
6500	0.16	0.27	0.38	0.58	0.88	1.20	1.58	1.98	2.43	2.93	3.43
7000	0.10	0.22	0.40	0.52	0.70	1.00	1.36	1.72	2.12	2.57	3.07
7500	0.04	0.08	0.13	0.39	0.53	0.81	1.13	1.47	1.83	2.23	2.73
8000	0.00	0.05	0.11	0.29	0.48	0.68	0.96	1.28	1.64	2.06	2.56

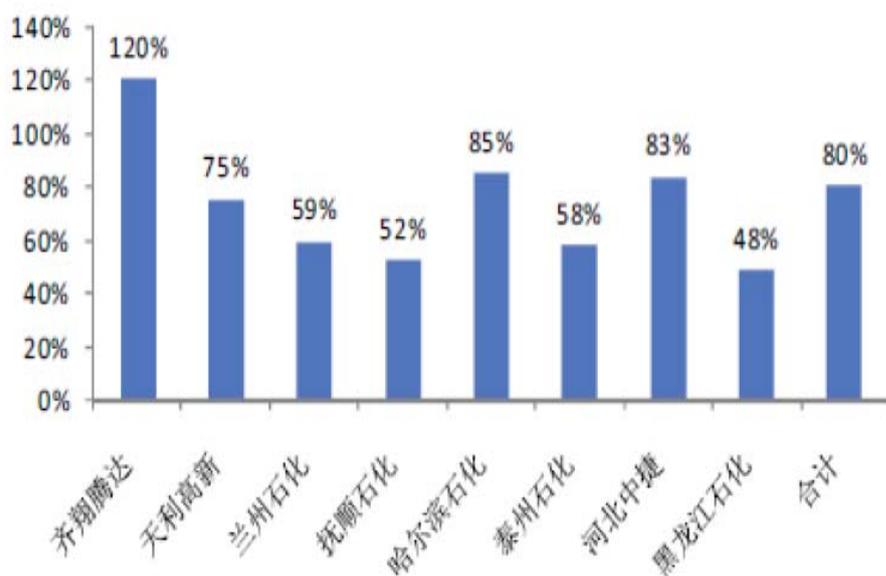
数据来源：第一创业研究所整理

注：横轴为**乙二醇**价格（元/吨），纵轴为原料价格（元/吨）。



充足的原料供应为公司业绩爆发提供坚强后盾，也是公司的最大优势所在。公司本部生产装置与齐鲁石化融为一体，子公司青岛思远紧邻青岛炼化，两家企业分别能提供 20 万吨/年和 60 万吨/年的碳四原料，合计可以保障 30 万吨/年甲乙酮产能。公司分别与这两家企业签订了永久性战略协议，并得到其母公司中石化的支持，保证了碳四原料的供应，为公司在 11 年这个千载难逢的好时候加大火力占领国内外市场提供了坚强后盾。由于原料碳四的供应问题，成为制约各个甲乙酮生产厂家加大甲乙酮生产的瓶颈，而公司是业内唯一一家产能利用率超过 100% 的企业，这也是公司除具有业内第一的规模优势之外的又一大竞争优势所在。

图 14：公司是国内唯一开工率超过 100% 的甲乙酮厂家



数据来源：招股说明书、第一创业研究所

未来替代需求将为甲乙酮打开更为广阔的市场空间。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。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。而且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。

4、延伸产业链，打造 C4 深加工巨头

4.1 投资丁二烯+收购有山化工，打造 C4 产业链

投资丁二烯解决了顺丁橡胶问题，完善了 C4 深加工支链。公司于 2010 年 11 月发布公告，使用超募资金 29,315 万元建设年产



7 万吨丁二烯项目，项目建设期一年。丁二烯既是公司的产品，又是一种重要的聚合物单体，能与多种化合物共聚制造各种合成橡胶和合成树脂，是合成丁苯橡胶和顺丁橡胶的重要原料。公司投资该项目，为公司后来投资建设稀土顺丁橡胶，拓展橡胶产业链解决了上游原料问题，完善了公司碳四深加工的橡胶支链产业链。丁二烯完全作为商品销售的话，预计 12 年能为公司新增销售收入 90000 万元左右，贡献利润 7000 万元左右。

收购有山化工继续完善上游原料供给。公司于 2010 年 12 月底发布公告，使用 3220 万元超募资金收购天津有山化工 70% 的股权，并使用不超过 5120 万元的超募资金向有山化工增资建设碳四综合利用工程改扩建 6 万吨/年的丁烯项目。此次收购将增加公司 MTBE 权益产能 2.1 万吨，更为重要的是有山化工每年副产 13.8 万吨醚后碳四原料扩建后将为公司提供 6 万吨/年的丁烯原料，延伸了甲乙酮上游原料产业链，为公司未来降低甲乙酮生产成本打下了基础。我们按照目前丁烯的价格，6 万吨丁烯能为公司节省成本 42000 万左右。

收购翔达，拓展丁苯乳胶业务。公司于 2010 年 12 月底发布公告，使用超募资金 5194 万元收购母公司旗下翔达公司 100% 的股权，公司新增 2 万吨/年丁苯乳胶，且产能仍有扩大计划，拓展了公司在丁苯乳胶方面的生产和销售，丁苯乳胶将成为公司一个新的利润增长点。按照公司公告的 09 年净利润 811.82 万元估算，增厚公司业绩 0.024 元。公司收购翔达之后，完善了丁二烯下游产业链，同时也降低了丁苯乳胶的生产成本，其盈利能力将大大增强。

表 7: 公司收购项目情况

项目	投资额-万元	建设周期	备注
收购天津有山化工有限公司 70% 股权	3220		
增资有山化工建设 C4 综合利用工程扩建 6 万吨/年丁烯分离装置	5120	1 年	有山化工有 3 万吨 MTBE 产能，每年副产 13.8 万吨醚后碳四。预计未来定位为公司的原料供应来源
收购淄博翔达化工有限公司 100% 股权	5194.33		主要生产及销售定本胶乳，2009 年净利润 811.82 万元
投资成立控股子公司建设 5 万吨/吨稀土顺丁橡胶，占 51% 股权	14280	2 年	
收购淄博齐翔惠达化工有限公司部分资产	11310.38		锅炉及灌区

数据来源：公司公告、第一创业研究所整理

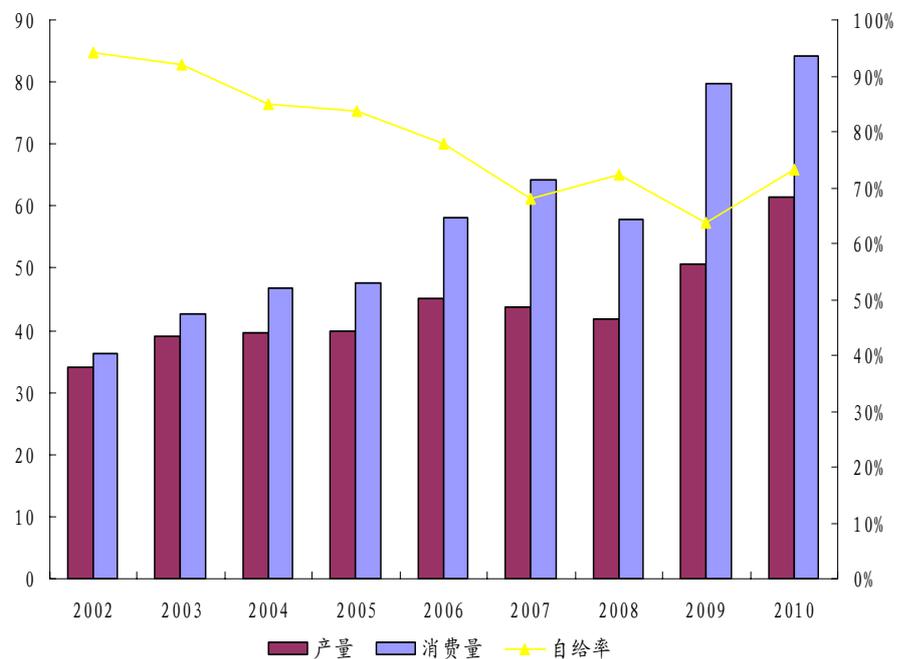
4.2 稀土顺丁橡胶有望成为公司新的利润增长点并提高公司估值



公司于2010年12月底发布公告,公司使用超募资金1.4亿元与哈尔滨博实合资(公司51%股权)建设5万吨/年稀土顺丁橡胶项目,建设期为2年。

顺丁橡胶一般分为镍系顺丁橡胶、钴系顺丁橡胶、钛系顺丁橡胶和稀土系顺丁橡胶,顺丁橡胶最主要的消费领域是轮胎行业,占顺丁橡胶总需求量的64.9%。从我国的顺丁橡胶产能来看,截止09年为62.9万吨,考虑到未来三年的扩产规划,至2013年总产能将达到87.9万吨,如以85%的行业开工率计算,则总产量为75万吨,供需缺口为35万吨,自给率为68%,进口替代的空间依然广阔。

图5: 我国顺丁橡胶供不应求



数据来源: 中国统计年鉴、第一创业研究所整理

稀土顺丁橡胶工业化生产尚属国内空白。稀土顺丁橡胶是顺丁橡胶中链结构规整度最高,性能最好的胶种,具有比普通顺丁橡胶抗湿滑能力强,轮胎安全性能高;滚动阻力小轮胎省油;耐磨耗、抗疲劳、耐老化轮胎寿命长等优点。我国于1962年就开始进行开发稀土顺丁橡胶,是世界上最早开发顺丁橡胶的国家之一,我国并于1983年进行了千吨级工业化试验,但受制于汽车工业和高速公路的发展,一直未能实现工业化生产。

国内稀土顺丁橡胶需求旺盛,基本全靠进口满足需求。据Lanxess预测,未来五年,稀土顺丁橡胶的全球增长率将达到10%以上,至2014年全球稀土顺丁橡胶的需求量将达到55万吨。而我国的稀土橡胶需求未来五年的复合增长率更是高达24%,至2014年,我国的需求量将达到6.5万吨,由于目前国内尚无工业化生产企业,如果未来公司也不能突破该技术,将只有通过进



口来满足需求。

稀土顺丁橡胶有望成为公司新的利润增长点并提高公司估值。
稀土顺丁橡胶生产在国内尚处于工业化起步阶段，从工艺包到施工建设经验并不丰富，再加上以前国外对稀土顺丁橡胶生产实行技术封锁，国内除公司外并无其他公司投资建设该项目。公司通过与哈尔滨博实公司合作，引进国外工艺数据包，如果公司能够挖到经验丰富的技术人员参与项目建设，有望突破该技术成为国内第一家工业化生产顺丁橡胶企业。如果公司稀土顺丁橡胶进展顺利，13年将为公司贡献利润10000万元左右，将成为公司新的利润来源，而且公司作为第一家工业化生产顺丁橡胶企业，其估值也将大大提升。

5、盈利预测

5.1、基本假设

- (1) 甲乙酮受日本地震影响，价格上涨短期内趋势难改，11年甲乙酮价格维持在高位，假设11年甲乙酮平均价格在11500元/吨、12年和13年甲乙酮平均价格为10500元/吨；
- (2) 假设公司4万吨甲乙酮扩家项目进展顺利，二季度顺利开工，11年为公司贡献2万吨甲乙酮；
- (3) 假设公司C4原料供应充足，本部和青岛项目产能利用率都能达到100%以上；

表8：公司分产品销售收入和毛利率预测



	2009	2010	2011	2012
甲乙酮				
产量 (万吨)	12.17	12.5	15	20
单价 (元/吨)	7785	10000	11500	10500
收入 (百万元)	947.43	1250	1725	2100
成本 (百万元)	776.11	981.96	1127.68	1437.84
毛利率	22.72%	25.89%	29%	27%
MTBE				
产量 (万吨)	0.8	2.9	3	3.5
单价 (元/吨)	5300	5800	5900	6000
收入 (百万元)	42.4	168.2	177	210
成本 (百万元)	32.79	118.03	129.64	152.46
毛利率	27.04%	28.19%	28%	27%
异丁烯				
产量 (万吨)	2.61	2.8	3	3.2
单价 (元/吨)	9337	10000	11000	11000
收入 (百万元)	243.70	280	330	352
成本 (百万元)	215.95	214.86	238.45	264.81
毛利率	16.40%	17.50%	17%	17%
叔丁醇				
产量 (万吨)	1.26	1.3	1.5	1.8
单价 (元/吨)	4900	5200	5600	5700
收入 (百万元)	61.74	67.6	84	102.6
成本 (百万元)	36.49	39.32	48.97	59.82
毛利率	44.24%	45.12%	45%	45%
丁苯乳胶				
产量 (万吨)		2	2	2.5
单价 (元/吨)		16000	15000	14000
收入 (百万元)		320	300	350
成本 (百万元)		234.75	200.50	250.64
毛利率		19%	18%	17%
其他				
收入 (百万元)	2.2	273.8	314.6	337.1
成本 (百万元)	1.8	191.97	223.6	241.6
毛利率	21.52%	41.93%	40.00%	38.83%
合计				
收入 (百万元)	1297.47	2359.60	2930.60	3451.70
成本 (百万元)	1001.40	1780.89	2078.80	2458.60
综合毛利率	23.57%	26.72%	29.87%	26.51%

数据来源：第一创业研究所



5.2、公司盈利预测

表 9: 齐翔腾达主要财务指标预测

单位: 万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	111,552	129,748	235,957	293,058	345,166
同比 (%)	23.8%	16.3%	81.9%	24.2%	17.8%
营业毛利	26,488	29,604	57,866	85,178	99,309
同比 (%)	30.6%	11.8%	95.5%	47.2%	16.6%
归属母公司净利润	14,363	17,352	41,696	63,189	73,023
同比 (%)	2.6%	20.8%	140.3%	51.5%	15.6%
总股本 (万股)	25,956.0	25,956.0	25,956.0	25,956.0	25,956.0
每股收益 (元)	0.55	0.67	1.61	2.43	2.81
ROE	37.0%	36.1%	16.2%	19.7%	18.6%
P/E (倍)	103.1	85.4	35.5	23.4	20.3

数据来源: 第一创业研究所

6、风险提示

- 1、C4 原材料供应不足风险;
- 2、青岛思远项目磨合出现问题, 产能利用率不能达到 100%风险;
- 3、公司 4 万吨甲乙酮扩建项目进展低于预期风险;
- 4、甲乙酮价格出现大幅下跌风险;
- 5、宏观经济环境发生变化导致下游需求下降风险。



表 10: 齐翔腾达盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	346.6	2,299.1	2,995.2	3,776.3	一、营业收入	1,297.5	2,359.6	2,930.6	3,451.7
货币资金	174.0	1,775.9	2,373.3	3,029.0	减: 营业成本	1,001.4	1,780.9	2,078.8	2,458.6
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	7.8	15.6	23.1	26.7
应收款项	48.8	293.4	380.0	453.4	销售费用	28.4	44.8	56.8	66.9
预付款项	32.8	73.6	59.5	78.4	管理费用	17.4	21.4	34.3	49.1
存货	87.7	155.9	182.1	215.3	财务费用	14.9	1.5	-7.0	-9.5
其他流动资产	3.3	0.3	0.3	0.3	资产减值损失	-3.5	7.8	1.9	1.6
非流动资产	484.1	425.3	372.4	319.5	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	458.3	405.0	352.1	299.2	二、营业利润	231.1	487.7	742.6	858.3
在建工程	6.3	0.0	0.0	0.0	加: 营业外收入	0.1	1.4	1.4	1.4
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	1.9	0.5	0.6	0.6
无形及递延性资产	18.3	17.4	17.4	17.4	三、利润总额	229.3	488.5	743.4	859.1
其它非流动资产	1.3	2.9	2.9	2.9	减: 所得税费用	55.8	71.5	111.5	128.9
资产总计	830.7	2,724.4	3,367.6	4,095.8	四、净利润	173.5	417.0	631.9	730.2
流动负债	350.3	159.0	170.3	168.3	归属母公司净利润	173.5	417.0	631.9	730.2
短期借款	248.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	68.8	83.8	56.9	71.1	五、总股本(百万股)	259.6	259.6	259.6	259.6
预收帐款	9.8	27.7	33.9	40.1	EPS(元)	0.67	1.61	2.43	2.81
其它流动负债	23.7	47.5	79.5	57.1					
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	16.3%	81.9%	24.2%	17.8%
负债合计	350.3	159.0	170.3	168.3	营业毛利	11.8%	95.5%	47.2%	16.6%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利	13.7%	105.0%	48.4%	15.3%
股本	194.6	259.6	259.6	259.6	母公司净利	20.8%	140.3%	51.5%	15.6%
资本公积与其它	111.4	1,818.9	1,818.9	1,818.9	获利能力				
留存收益	174.4	494.1	1,126.0	1,856.2	毛利率	22.8%	24.5%	29.1%	28.8%
股东权益合计	480.4	2,572.6	3,204.4	3,934.7	主业盈利/收入	18.7%	21.1%	25.2%	24.6%
负债和股东权益	830.7	2,724.4	3,367.6	4,095.8	ROS	13.4%	17.7%	21.6%	21.2%
					ROE	36.1%	16.2%	19.7%	18.6%
					ROIC	23.8%	16.2%	19.7%	18.6%
现金流量表	单位:百万元				偿债能力				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	42.2%	5.8%	5.1%	4.1%
经营活动现金流	244.1	244.9	590.4	646.2	利息保障倍数	11.7	286.2	-90.9	-76.9
净利润	173.5	417.0	631.9	730.2	速动比率	0.73	13.48	16.51	21.16
折旧摊销	63.3	71.3	54.8	54.6	经营现金净额/当期债务	0.98	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
财务费用	14.9	1.5	-7.0	-9.5	营运能力				
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0					

数据来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120