

齐翔腾达 股票代码：002408.SZ

## 打造国内 C4 产业链龙头，“内生外延”齐发展，新产能预计年内释放

### 独到见解：

作为国内 C4 深加工产业链龙头企业，公司规模效益明显，竞争力强，在行业开工率普遍偏低的情况下，主要产品依然满负荷生产，且 2016H1 实现归母净利润 1.3 亿元，同比+5.15%。近期甲乙酮价格月涨幅 23.7%，丁二烯价格月涨幅 15%，利好公司业绩持续增长。在建 45 万吨低碳烷烃制烯烃及综合利用项目二期有望 2016Q3 投产，将成为公司新的业绩增长点，预计 2016-2018 年归母净利润实现大幅增长，推荐评级。

### 投资要点

#### 1.深耕 C4 产业链，规模效益明显，竞争力强

公司作为国内 C4 深加工产业链龙头企业，拥有年化 20 万吨甲乙酮、15 万吨顺酐、20 万吨异辛烷、15 万吨丁二烯、5 万吨顺丁橡胶产能，原料采购及产品规模优势明显，在行业开工率普遍偏低的情况下，主要产品依然满负荷生产，2016H1 实现归母净利润 1.3 亿元，同比+5.15%，竞争力强。

#### 2.新产能预计年内释放，有望成为公司新的业绩增长点

公司在建 45 万吨/年低碳烷烃制烯烃及综合利用项目二期工程（即 35 万吨/年 MTBE、10 万吨/年丙烯、5 万吨/年叔丁醇）和配套建设的 8 万立方/小时煤制气项目（含 4.48 万立方/小时制氢），预计 2016 年 Q3 投产，有望成为公司新的业绩增长点。至此，公司完成对碳四所有主要组分正丁烯、异丁烯、正丁烷、异丁烷的全面利用，提高了产品附加值。

#### 3.甲乙酮、丁二烯价格上涨以及成品油质量升级，利好公司业绩持续提升

近期甲乙酮价格月涨幅达 23.7%，丁二烯价格月涨幅达 15%；甲乙酮、丁二烯价格每上涨 1000 元/吨，公司年化 EPS 相应增加 0.08 元和 0.06 元。同时，山东地炼一次炼油能力高达 1.36 亿吨/年，当地仅 43% 的炼油产能满足国 V 标准车用汽油，随着成品油质量升级的持续进行，面临压力较大，利好公司异辛烷及 MTBE 产品。

#### 4.坚持“走外延式发展的并购方向”，值得期待

公司 2015 年完成收购山东齐鲁科力化工研究院有限公司 99% 股权，延伸新增催化剂产品线，当年实现净利 8044 万，超预期，抗风险能力得到增强。公司未来继续坚持“走外延式发展的并购方向”，值得期待。

#### 5.投资建议：

考虑到公司新产能释放，我们预计公司 2016-2018 年公司 EPS 分别为 0.16 元、0.23 元、0.27 元，对应 PE 35X、24X、21X，归母净利润 CAGR 预计+36.95%，维持“推荐”评级。

#### 6.风险提示：

产品价格大幅波动、新产能投放时间延后。

目标价：- RMB

当前股价：5.62RMB

投资评级 推荐

评级变动 首次评级

### 证券分析师



证券分析师：曹令

执业编号：S0360513040001  
电话：010-66500885  
邮箱：caoling@hcyjs.com



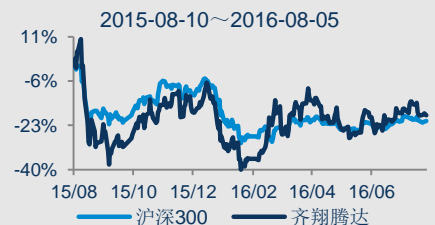
联系人：柳强

电话：010-63214658  
邮箱：liuqiang@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	177,521
流通 A 股/B 股(万股)	163,930/-
资产负债率(%)	29.4
每股净资产(元)	3.1
市盈率(倍)	62.11
市净率(倍)	1.8
12 个月内最高/最低价	7.82/4.1

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

**主要财务指标**

	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万)	4,278	4,816	6,381	7,173
同比增速(%)	-17.7%	12.6%	32.5%	12.4%
净利润(百万)	184	280	413	473
同比增速(%)	-38.5%	52.2%	47.2%	14.6%
每股盈利(元)	0.10	0.16	0.23	0.27
市盈率(倍)	54	35.5	24.1	21.1

资料来源：公司报表、华创证券

# 目录

一、深耕 C4 产业链，打造国内 C4 产业链龙头.....	5
二、新产能释放，业绩弹性大 .....	7
三、公司竞争优势明显，受益 甲乙酮、丁二烯价格上涨.....	8
（一）原料供给优势.....	8
（二）甲乙酮龙头企业，产品质量好，规模效益明显.....	9
1. 公司居甲乙酮龙头地位 .....	9
2. 公司甲乙酮产品质量好 .....	9
3. 甲乙酮价格大幅上涨，后续有支撑 .....	9
（三）丁烷氧化法顺酐成本优势明显 .....	11
（四）丁二烯及顺丁橡胶价格回升，公司开工负荷稳步提升.....	14
四、异辛烷及 MTBE 产品有望受益成品油质量升级.....	16
五、外延发展，布局未来 .....	17
六、盈利预测及评级.....	19
七、风险提示.....	19

# 图表目录

图表 1	混合 C4 典型组分 (wt%) .....	5
图表 2	公司 C4 全产业链布局 .....	6
图表 3	公司股权结构及下属公司 .....	6
图表 4	营业收入走势图 .....	7
图表 5	归母净利润走势图 .....	7
图表 6	2015 年主营业务收入分布图 .....	7
图表 7	利润率走势图 .....	7
图表 8	公司新产能有望年内投产, 成为新的业绩增长点 .....	8
图表 9	全面达产后产品涨价对 EPS 的影响 .....	8
图表 10	世界主要甲乙酮生产企业 .....	9
图表 11	国内主要甲乙酮生产企业 .....	10
图表 12	2011-2015 年中国甲乙酮生产情况 .....	10
图表 13	2015 年国内甲乙酮消费结构 .....	10
图表 14	2011-2015 年中国甲乙酮进出口情况 .....	11
图表 15	2015 年甲乙酮出口海关分布 .....	11
图表 16	公司甲乙酮产品质量标准高 .....	11
图表 17	2015-2016 年碳四原料、甲乙酮价格走势图 .....	11
图表 18	2015 国内主要顺酐生产企业 .....	12
图表 19	2011-2015 年中国顺酐生产情况 .....	13
图表 20	2011-2015 年中国顺酐进出口情况 .....	13
图表 21	2015 年国内顺酐消费结构 .....	13
图表 22	2015 年国内顺酐生产工艺产能占比分布 .....	13
图表 23	2015-2016 年顺酐价格走势图 .....	13
图表 24	顺酐生产原料价格走势图 .....	14
图表 25	2015 国内主要丁二烯生产企业 .....	14
图表 26	2011-2015 年中国丁二烯生产情况 .....	15
图表 27	2011-2015 年中国丁二烯进出口情况 .....	15
图表 28	2015-2016 年丁二烯价格走势图 .....	16
图表 29	2015-2016 年顺丁橡胶价格走势图 .....	16
图表 30	2011-2015 年中国 MBTE 生产情况 .....	17
图表 31	2011-2015 年中国 MBTE 进出口情况 .....	17
图表 32	2015-2016 年 MTBE 价格走势图 .....	17
图表 33	公司内生外延产业链布局 .....	18
图表 34	齐鲁科力主要产品及市场地位 .....	18

## 一、深耕 C4 产业链，打造国内 C4 产业链龙头

C4 资源主要来自炼厂催化裂化装置和乙烯蒸汽裂解装置，其组分主要包括丁二烯、异丁烯、1-丁烯、顺反-2-丁烯、正丁烯、正丁烷、异丁烷等。一般催化裂化与乙烯蒸汽裂解混合 C4 馏分中的丁烯含量相近，但催化裂化混合 C4 馏分中丁烷含量较高，丁二烯含量较少（一般小于 0.5%），不经分离可直接使用；蒸汽裂解混合 C4 中则含有较多丁二烯（一般在 45%），是良好的丁二烯抽提原料。

自成立以来，公司一直专注于 C4 深加工，经过多年的深耕经营，已形成碳四丁烯组分综合利用产品线、异丁烯组分综合利用产品线和丁烷组分综合利用产品线。另外在建 45 万吨低碳烷烃综合利用项目二期工程，构建异丁烷组分综合利用产品线，打造 C4 全产业链。目前已拥有 20 万吨/年甲乙酮（设计产能 18 万吨/年，实际负荷 110%）、15 万吨/年顺酐、20 万吨/年异辛烷，15 万吨/年丁二烯、6 万吨/年 MTBE、5 万吨/年顺丁橡胶、2.6 万吨/年高纯异丁烯，1.2 万吨/年叔丁醇产能，规模效益明显，进一步巩固了公司国内 C4 产业链龙头地位。

公司主营收入主要来自顺酐类及甲乙酮类产品。2015 年，由于原油价格暴跌，化工市场行情低迷，主要产品价格下滑严重，公司实现营业收入 42.78 亿元，同比下降 17.73%；归母净利 1.84 亿元，同比下降 38.48%；基本每股收益 EPS 为 0.25 元，业绩下滑。2016Q1，公司实现营业收入 10.13 亿元，同比增加 11.34%；实现归属母公司净利润 0.40 亿元，同比下降 37.17%；基本每股收益 EPS 为 0.05 元。

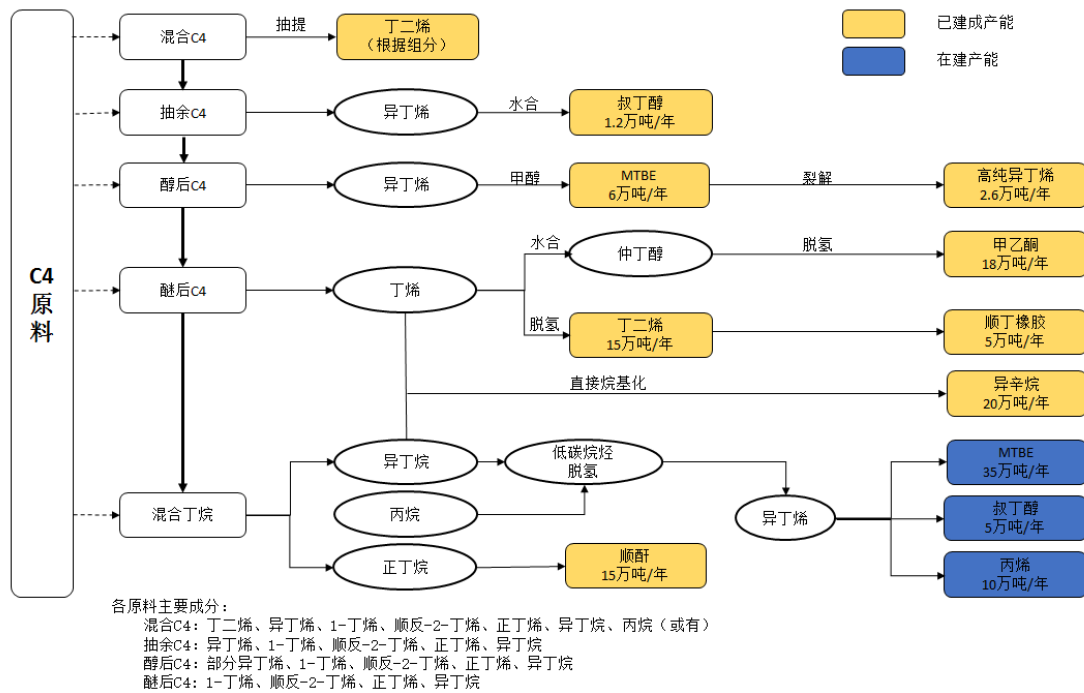
随着二季度主要产品价格回升，同行业落后及缺乏竞争力产能的陆续淘汰，公司盈利水平大幅改善。根据 2016 年中期业绩预告，公司实现归属母公司净利润 1.34 亿元，同比增加 5.15%，EPS 为 0.08 元；测算 2016Q2，归母净利环比大幅提高 135%。

图表 1 混合 C4 典型组分 (wt%)

组分	催化裂化混合 C4	乙烯裂解混合 C4
正丁烷	12.61	6
异丁烷	33.96	2
异丁烯	16.77	26
丁二烯	N.A	43
1-丁烯	21.79	12
2-丁烯	14.87	11

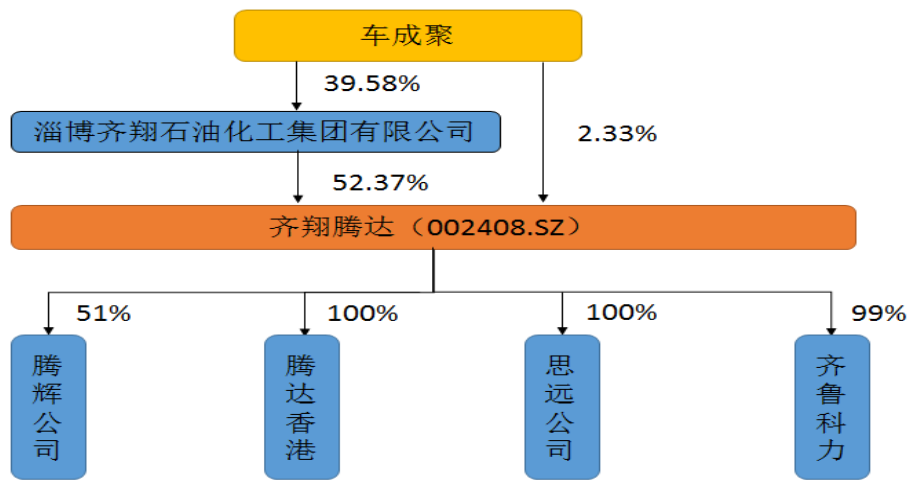
资料来源：《国内混合 C4 分离技术及利用》、华创证券

图表 2 公司 C4 全产业链布局

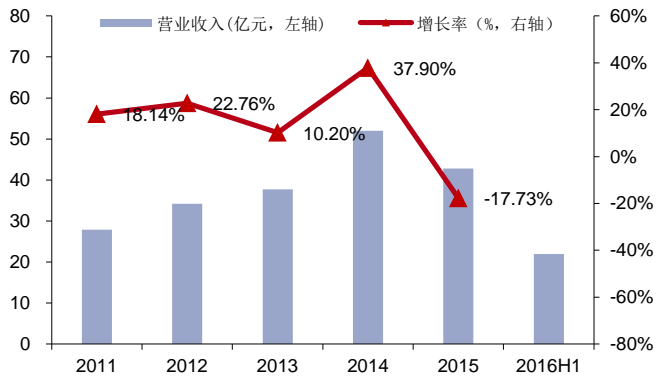


资料来源：华创证券

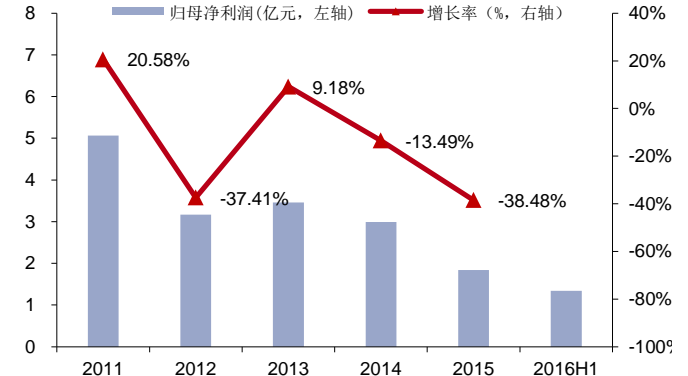
图表 3 公司股权结构及下属公司



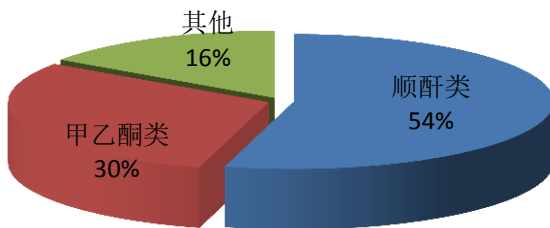
资料来源：公司资料、华创证券

**图表 4 营业收入走势图**


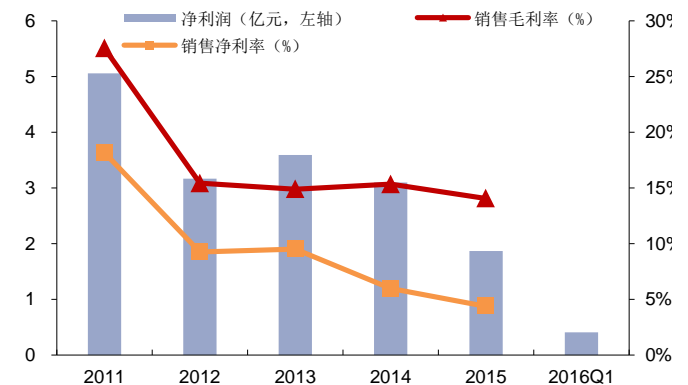
资料来源: Wind、华创证券

**图表 5 归母净利润走势图**


资料来源: Wind、华创证券

**图表 6 2015 年主营业务收入分布图**


资料来源: Wind、华创证券

**图表 7 利润率走势图**


资料来源: Wind、华创证券

## 二、新产能释放，业绩弹性大

根据炼厂原油组分的不同以及乙烯蒸汽裂解料的不同，其得到的混合 C4 组分也不一样。由于利用困难，异丁烷（含量约 30%，wt%）大多作为液化气燃料卖掉，附加值低。据悉，公司每年大约有超过 45 万吨的低碳烷烃“下脚料”（异丁烷和丙烷）作为燃料气出售。2014 年 4 月 18 日，公司公开发行可转换公司债券，募集资金 12.4 亿元，扣除相关费用后剩余约 12.2 亿元全部用于投资建设“45 万吨/年低碳烷烃脱氢制烯烃及综合利用项目”。该项目充分利用碳四原料中的烷烃资源，完善碳四深加工异丁烷产业链，提高产品的附加值。

该项目一期工程主要为 20 万吨/年异辛烷，于 2014 年 8 月建成投产。二期工程主要包括 35 万吨/年 MTBE、10 万吨/年丙烯、5 万吨/年叔丁醇，前期受 UOP 设备订制周期和天气等因素影响，催化剂、吸附剂填装还在进行中，项目有所延误。截止目前项目建设已经完成，部分装置已经中交，各模块进料也已经陆续开始，有望 2016Q3 投产。

二期工程全面达产后，公司总产品规模将超过 135 万吨/年，单位股本对应产能增加，业绩弹性大。若甲乙酮、顺酐、异辛烷、MTBE、丁二烯、顺丁橡胶、丙烯等主要产品价格上涨 1000 元/吨，公司 EPS 相应增加 0.08 元、0.06 元、0.08 元、0.17 元、0.06 元、0.02 元、0.04 元。

另外，为替代天然气燃料，节省成本，该项目配套建设 8 万立方/小时煤制气项目，作为清洁燃气实现自给自足，富

余燃气作为清洁燃料和原料可向周边用户供应，同时副产 4.48 万方/小时氢气（约 3.2 万吨/年），对外销售。公司预计项目投产后，可实现年销售收入 5.6 亿元，实现年利润总额约 0.8 亿元，进一步提高公司盈利水平。

**图表 8 公司新产能有望年内投产，成为新的业绩增长点**

产品	年产能	备注
<b>45 万吨/年低碳烷烃脱氢制烯烃及综合利用项目（总投资：19 亿元）</b>		
异辛烷	20 万吨	已投产，外售
MTBE	35 万吨	外售
丙烯	10 万吨	外售
叔丁醇	5 万吨	外售
<b>煤制气项目（总投资：3.12 亿元）</b>		
煤制燃料气	8 万立方/小时	自用，富余外售
氢气	4.48 万立方/小时	外售

资料来源：公司公告、华创证券

**图表 9 全面达产后产品涨价对 EPS 的影响**

产品	涨价幅度（元/吨）	单位产能（吨/万股）	EPS 增加额（元）
甲乙酮	1000	1.13	0.08
顺酐	1000	0.84	0.06
异辛烷	1000	1.13	0.08
MTBE	1000	2.31	0.17
丁二烯	1000	0.84	0.06
顺丁橡胶	1000	0.28	0.02
丙烯	1000	0.56	0.04
叔丁醇	1000	0.35	0.03
氢气	1000	0.18	0.01

资料来源：华创证券

### 三、公司竞争优势明显，受益甲乙酮、丁二烯价格上涨

#### （一）原料供给优势

公司淄博厂区 C4 原料主要来自齐鲁石化，不足部分对外采购，依托山东地炼丰富的 C4 资源。齐鲁石化炼油能力 1200 万吨/年，可为公司提供大量 C4 原料，其 C4 原料烯烃含量一般在 40-50%左右，非常适合做甲乙酮。据统计，2015 年山东地炼占我国地炼能力的 70%，炼油能力达 1.36 亿吨/年，其 C4 主要作为燃料外售，公司 C4 资源来源有保障。公司青岛思远厂区原料主要来自中石化青岛炼化，其炼油产能 1000 万吨/年，可为公司提供充足 C4 原料，超出思远厂区需求。而且经过技术升级和原料综合利用，公司原料采购标准大大降低，原料适用性大幅提高。

综上，公司厂区紧邻 C4 原料供应商，原料供给有保障，且大部分通过管道运输，无仓储和远距离运输费用，进一步降低了生产成本。

## （二） 甲乙酮龙头企业，产品质量好，规模效益明显

### 1. 公司居甲乙酮龙头地位

2000 年以来，中国甲乙酮建设步入高速发展阶段，中石化泰州石化公司、中石油抚顺石化、兰州石化、哈尔滨炼厂、天利高新、齐翔腾达、中捷石化、东明梨树化学、宁波海越股份相继投资甲乙酮，国内甲乙酮产能爆发，迅速由 2002 时对外依存度高达 78% 的进口国转变为出口国，2015 年进口量仅为 0.18 万吨，出口 9.09 万吨。公司更是一枝独秀，成长为世界规模最大甲乙酮生产企业。

2015 年世界甲乙酮产能为 183.6 万吨，中国甲乙酮产能为 56.5 万吨，占世界产能的 30.77%，其中公司甲乙酮实际产能 20 万吨/年，产能及生产分别占中国甲乙酮的 35.40% 和 54.59%，出口占比约 70%，主要经由青岛海关出口，居国内甲乙酮龙头地位。作为性能优良的有机溶剂，2015 年中国甲乙酮 39% 主要用于胶黏剂，28% 用于 PU 浆料，12% 用于涂料。

### 2. 公司甲乙酮产品质量好

甲乙酮产品质量主要体现在产品的纯度、水含量、不挥发物含量指标等方面。公司通过一系列技术攻关，生产的甲乙酮产品质量居于同行业领先水平，与国际知名公司的产品质量相当。公司还制定了严于 ASTM 标准并高于国内行业标准的企业标准。在国内外市场享有较高的知名度，多年来产品供不应求。

### 3. 甲乙酮价格大幅上涨，后续有支撑

近期，甲乙酮价格 6125 元/吨，月涨幅达 23.7%，公司将直接受益。去年以来，甲乙酮价格下滑严重，部分企业落后产能淘汰，低负荷或停止生产。据统计，随着 8-9 月份检修期的到来，兰州石化、哈尔滨炼厂、天利高新等相继停产检修，国内甲乙酮生产负荷进一步下降，受影响的甲乙酮产能达 22 万吨，占国内总产能 38.93%，预计市场后续供应面继续收紧，而 8 月中旬后丁酮下游市场开始由淡季转向旺季，将对甲乙酮价格形成支撑。

图表 10 世界主要甲乙酮生产企业

区域	企业	生产工艺	产能（万吨/年）
北美	埃克森	硫酸仲丁醇气相脱氢	13.6
	塞纳尼斯	正丁烷液相氧化	4.5
	壳牌	硫酸仲丁醇气相脱氢	13.5
南美	巴西:Oxiteno Nordeste	正丁烯二步法	3.5
欧洲	法国:阿科玛	正丁烯二步法	5
	德国:沙索	树脂法仲丁醇气相脱氢	6.5
	荷兰:壳牌	正丁烯二步法	8.5
	英国:埃克森	正丁烯二步法	13.5
	罗马尼亚: Petro Brazi	正丁烯二步法	3
中东/非洲	南非:沙索	正丁烯二步法	6.5
亚太地区	日本:丸善石化	正丁烯二步法	17
	东燃化学	正丁烯二步法	9
	出光兴产石化	杂多酸法仲丁醇脱氢	4
	韩国:SK 公司	树脂法仲丁醇气相脱氢	5
	泰国: Bangkok 合成化学	正丁烯二步法	2

区域	企业	生产工艺	产能（万吨/年）
	中国		56.5
其它		12	
总计		183.6	

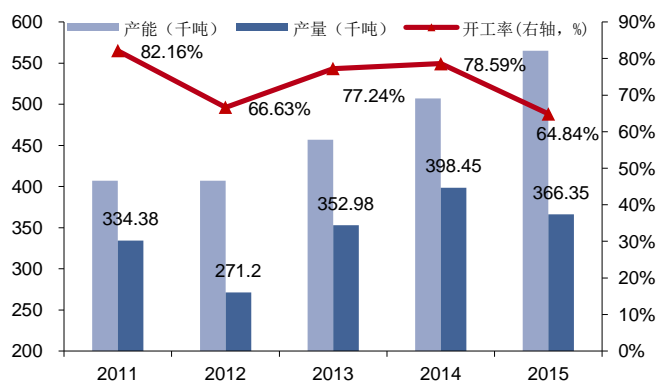
资料来源：CNKI、卓创资讯、华创证券

图表 11 国内主要甲乙酮生产企业

隶属	企业	地点	产能（万吨/年）	装置状态
中石化	泰州石化	江苏	8	
中石油	兰州石化	兰州	6	其中 3 万吨/年 7 月 18 日降负荷停产，另外 3 万吨/年 8 月份停车检修至 10 月份
	抚顺石化	辽宁	5.5	其中 2.5 停车
	哈尔滨炼厂	哈尔滨	4	8 月 20 日起停车检修，为期 1 个月
中海油	中捷石化	沧州	3	降负荷至 50%
其他	齐翔腾达	齐翔	18	
	东明梨树	东明	4	
	宁波海越	宁波	4	低负荷
	天利高新	独山子	4	7 月初停车检修
总计			56.5	

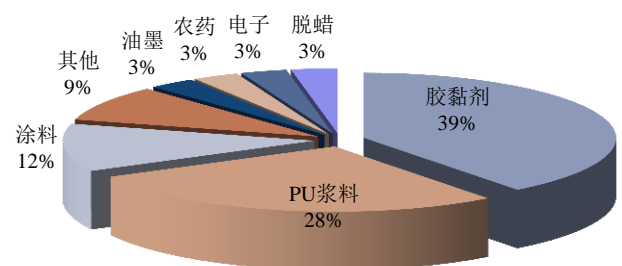
资料来源：CNKI、卓创资讯、华创证券

图表 12 2011-2015 年中国甲乙酮生产情况



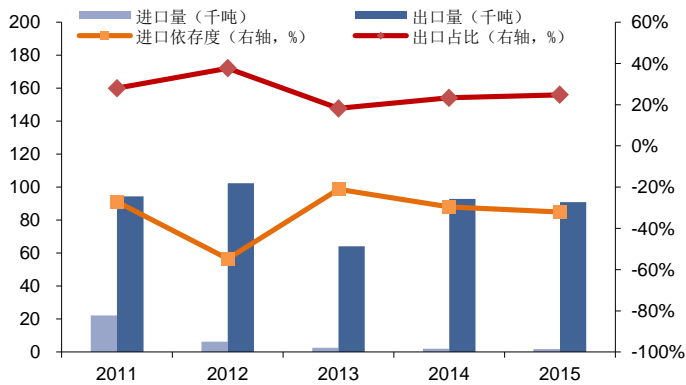
资料来源：卓创资讯、华创证券

图表 13 2015 年国内甲乙酮消费结构



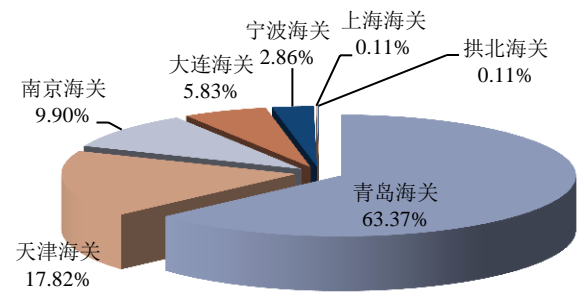
资料来源：卓创资讯、华创证券

图表 14 2011-2015 年中国 1,4-丁二醇进出口情况



资料来源: 卓创资讯、华创证券

图表 15 2015 年 1,4-丁二醇出口海关分布



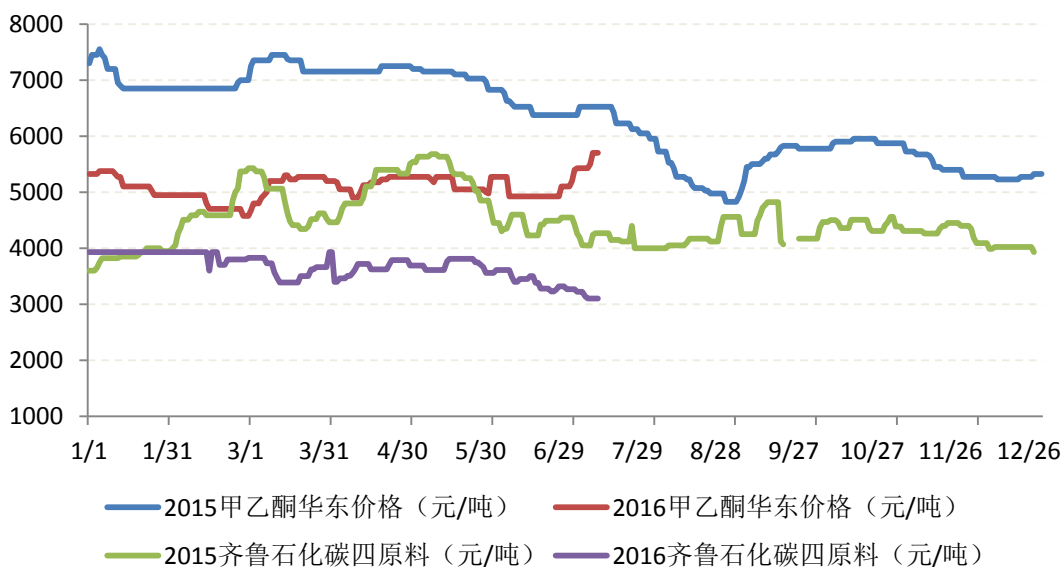
资料来源: 卓创资讯、华创证券

图表 16 公司 1,4-丁二醇产品质量标准高

项目	ASTM 标准		行业标准		齐翔腾达企业标准	
	聚酯级	通用级	聚酯级	通用级	优质级	通用级
纯度% (mm) ≥	99.5	99.5	99.5	99.7	99.9	99.7
水含量×10 <sup>-6</sup> (mm) ≤	500	2,000	500	1,000	300	800
不挥发物含量 mg/ 100ml≤	5	5	2			

资料来源: 公司公告、华创证券

图表 17 2015-2016 年碳四原料、1,4-丁二醇价格走势



资料来源: Wind、华创证券

### (三) 丁烷氧化法顺酐成本优势明显

顺酐主要用于生产不饱和聚酯树脂, 还可用于生产 BDO、酒石酸、涂料、农用化学品、润滑油添加剂等。近五年来我国顺酐产能不断提升, 2015 年产能达 180.7 万吨, 总体呈供大于求, 行业平均开工率约 40%。国内顺酐生产工

艺主要包括苯氧化法和正丁烷氧化法，其中苯氧化法 1.16 吨加氢纯苯生产 1 吨顺酐，而丁烷氧化法 1.15 吨正丁烷就可以生产 1 吨顺酐。由于纯苯的价格一直高于丁烷价格，2016 年平均价差达 2000 元以上，且近期有扩大趋势，即使考虑到苯氧化法加工费用约 1000 元比正丁烷氧化法加工费用 1600 元低，苯氧化法总成本还是比丁烷氧化法高出 1400 元/吨以上。2015 年苯氧化法生产顺酐产能进一步萎缩，从原来占总产能的 70% 下降至 60%。预计未来苯氧化法产能将进一步淘汰，顺酐行业盈利情况有望改善。

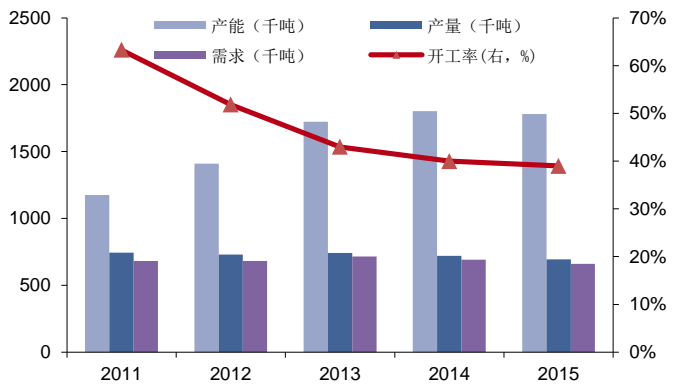
公司采用丁烷氧化法生产顺酐具有成本优势，且 2016 年 5 月公司新建 5 万吨/年顺酐投产，规模效益进一步提高，同时对原 10 万吨/年顺酐装置进行技改，将进一步降低生产成本。在同行业开工率不足 40% 的情况下，公司依然保持满负荷生产，并保持盈利，充分证明了公司的成本优势。

图表 18 2015 国内主要顺酐生产企业

企业	产能 (万吨/年)	装置状态	企业	产能 (万吨/年)	装置状态
<b>苯氧化法</b>			江苏长三角	2.5	停车
天津中河化工	10	老厂 6 万装置停工, 40%	江西新余前卫	2	停车
石家庄白龙化工	4.5	停工	曲靖恒远 (云维集团)	5	40%
河北唐山宝铁	6	20%	蓝星石化	1.5	停车
黄骅鸿承集团化工	4	停车	小计:	112.2	
山西龙腾达化工	2	开工	<b>正丁烷氧化法</b>		
山西恒强化工	4	开工	濮阳盛源	5	开工
山西太明化工	4.6	开工 50%	中山联成	3	开工
山西豪信	6	停工	山东齐翔腾达	15	100%
山西新绛县恒裕化工	4.5	停车	东营齐发化工	3	停工检修
太原市侨友化工	10	80%	东营科德化工	3	开工
山西高义	5	停车	山东汇丰石化	5	停工
山东宏信化工	6	停工	山东临邑永顺达	2	停车
潍坊元利科技	5	停车	江山化工	8	100%
苏州优合科技	1.6	开工	浙江华辰	4.5	停工
超跃化学 (丹阳中超)	5+2.5	停工	江苏仪征化纤	12	60%
常州亚邦化学	14.5	60%	新疆吐哈化工	2	停车
江阴顺飞化工	5	30%	新疆克拉玛依金源	4	停工
常州曙光化工	3	50%	新疆凯涟捷	2	重启
杭州乐佳化工	1	停车	小计:	68.5	
江苏钟腾化工	4.5	开工			
总计:	180.7				

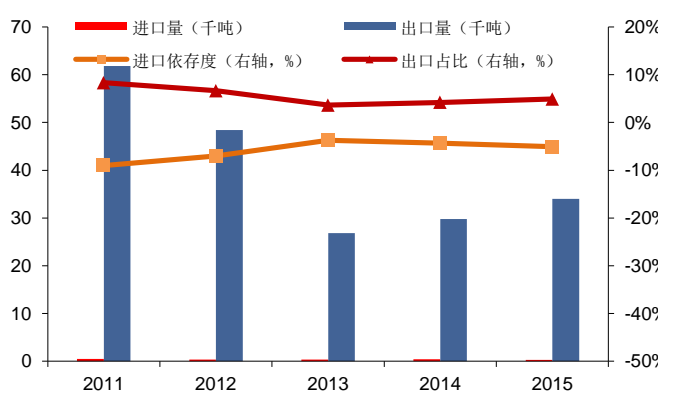
资料来源: CNKI、卓创资讯、华创证券

图表 19 2011-2015 年中国顺酐生产情况



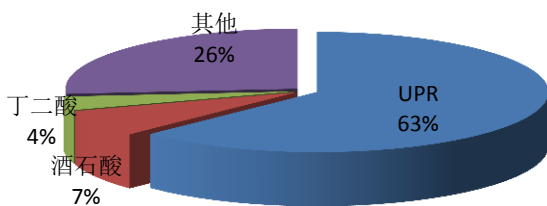
资料来源: 卓创资讯、华创证券

图表 20 2011-2015 年中国顺酐进出口情况



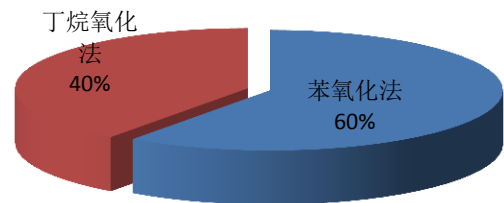
资料来源: 卓创资讯、华创证券

图表 21 2015 年国内顺酐消费结构



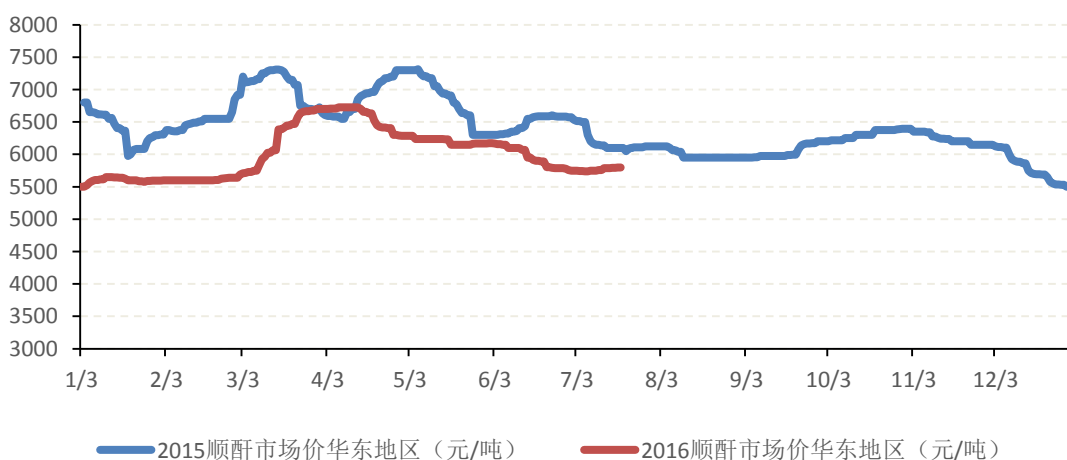
资料来源: 卓创资讯、华创证券

图表 22 2015 年国内顺酐生产工艺产能占比分布

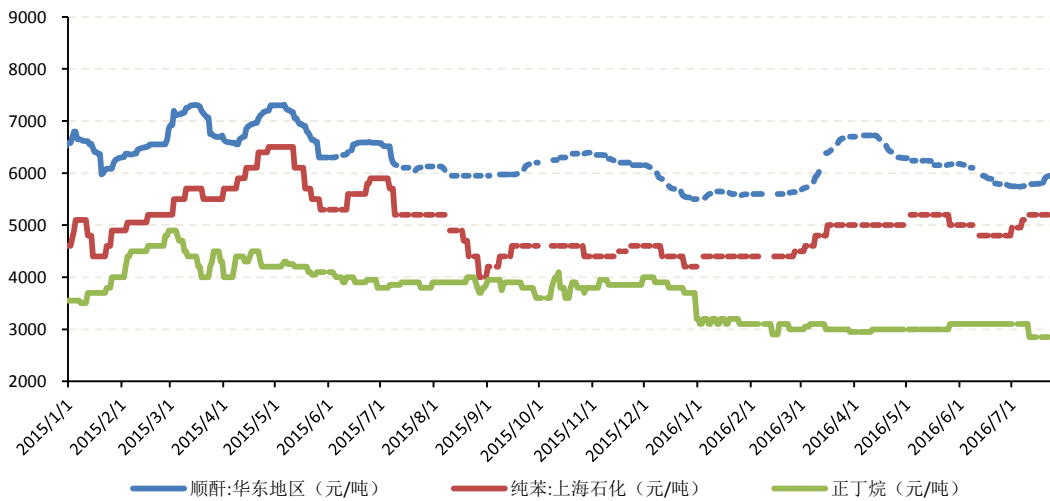


资料来源: 卓创资讯、华创证券

图表 23 2015-2016 年顺酐价格走势



资料来源: Wind、华创证券

**图表 24 顺酐生产原料价格走势**


资料来源: Wind、华创证券

#### (四) 丁二烯及顺丁橡胶价格回升, 公司开工负荷稳步提升

2015 年世界丁二烯产能 1632 万吨/年, 产量 1365 万吨, 装置平均开工率 84%。据统计, 2015 年我国丁二烯产能约 383 万吨, 产量 255 万吨, 表观消费量 282 万吨, 自给率约 90%, 主要由三桶油提供, 其产能占总产能的 84%。丁二烯主要应用于合成橡胶生产, 包括丁二烯橡胶、丁苯橡胶、丁苯胶乳、丁腈橡胶等。

目前国内丁二烯生产工艺主要包括 C4 抽提法和丁烯氧化脱氢法, 由于丁烯氧化脱氢法成本相对较高, 国内以 C4 抽提法为主, 但其受富含丁二烯原料来源的限制。2016 年上半年, 我国丁二烯和顺丁橡胶总体呈温和上涨趋势。近期, 受益于下游需求带动, 丁二烯月涨幅达 15%, 顺丁橡胶价格上涨 10.8%, 公司拥有 15 万吨/年丁二烯、5 万吨/年顺丁橡胶产能, 正逐步提高开工负荷, 提高收益。

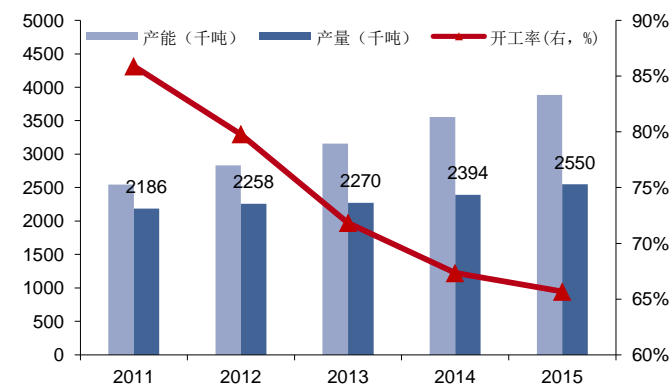
**图表 25 2015 国内主要丁二烯生产企业**

隶属	厂家	地点	产能 (万吨/年)	工艺路线	备注
中石化	扬子石化	南京	22	C4 抽提	正常, 主供扬子金浦、巴陵石化
	燕山石化	北京	13.5		正常 (按计划检修)
	上海石化	宁波	12		正常, 主供高桥和齐鲁石化, 无外销
	齐鲁石化	淄博	17		
	茂名石化	茂名	15		正常
	广州石化	广州	3.5		正常
	高桥石化	上海	4.5		
	东方石化	北京	3		自 12 年 9 月 11 停车检修, 重启时间不详
	上海赛科	上海	18		正常
	福建联合	福州	18		正常
	中沙天津石化	天津	20		8 月中旬开始检修至 9 月下旬
	扬子巴斯夫	南京	13		
	镇海炼化	镇海	16.5		正常

隶属	厂家	地点	产能 (万吨/年)	工艺路线	备注
中石油	武汉石化	武汉	12		正常, 产品主供巴陵石化, 少量外销
	吉林石化	吉林	23		8月10号前后开始检修至9月底
	兰州石化	兰州	13.5		
	大庆石化	大庆	23.1		装置运行正常
	独山子石化	独山子	20		装置正常运行, 部分外销
	抚顺石化	抚顺	16		
	锦州股份	锦州	3		
	四川石化	彭州	15		
	辽阳石化	辽阳	3.5		停车, 装置7月14号停车检修, 为期40余天
中海油	中海壳牌	惠州	16.5		
蓝星集团	蓝星天津	天津	3		
兵工集团	华锦股份	盘锦	10		正常, 运行负荷80%
山东	齐翔化工	淄博	15	丁烯氧化脱氢	正常
	山东玉皇	菏泽	18		一套10万吨/年丁烯氧化脱氢制丁二烯装置改造为碳四抽提工艺, 该装置5月26日停车, 重启时间待定
	山东万达化工	东营	15		检修
	山东垦利	东营	10		未投产
	山东华懋	东营	10		未投产

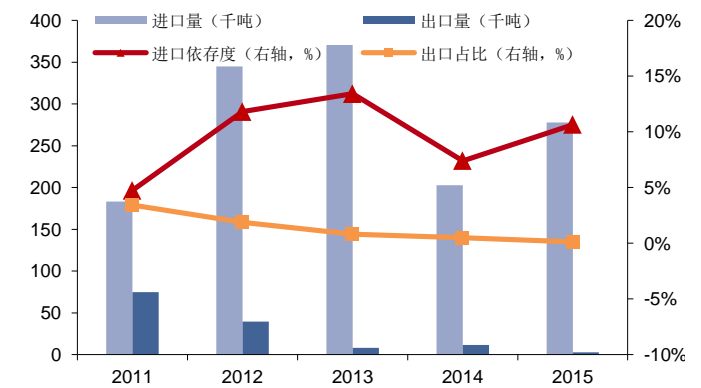
资料来源: EDRI、CNKI、卓创资讯、华创证券

图表 26 2011-2015 年中国丁二烯生产情况

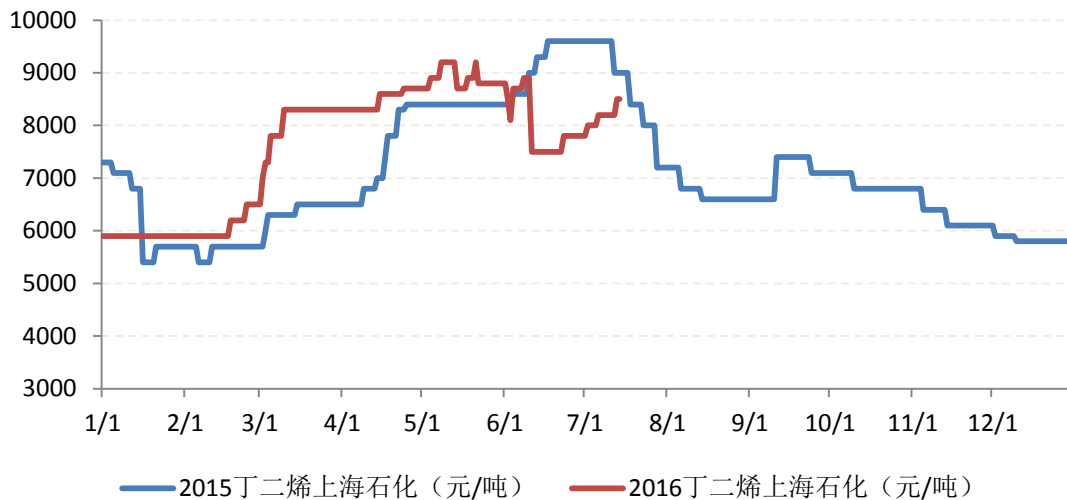


资料来源: 卓创资讯、华创证券

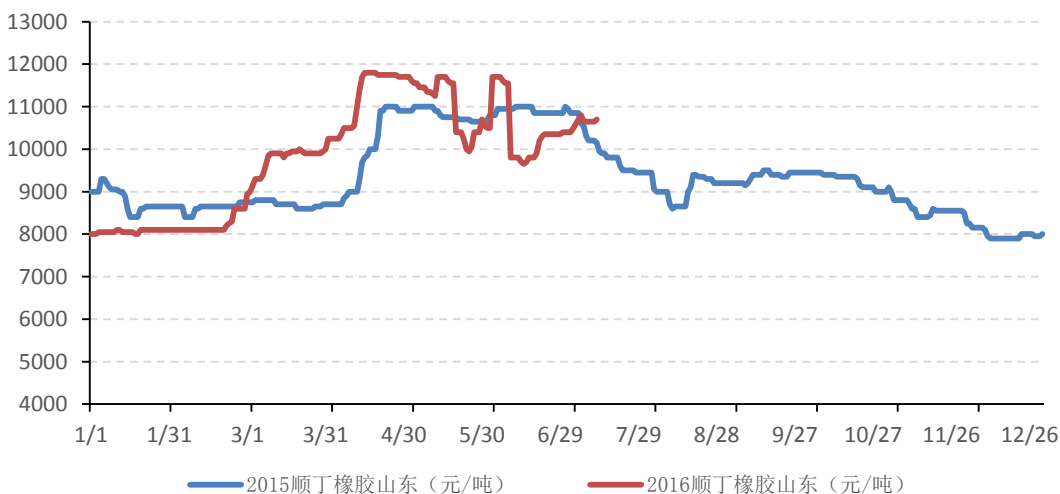
图表 27 2011-2015 年中国丁二烯进出口情况



资料来源: 卓创资讯、华创证券

**图表 28 2015-2016 年丁二烯价格走势**


资料来源: Wind、华创证券

**图表 29 2015-2016 年顺丁橡胶价格走势**


资料来源: Wind、华创证券

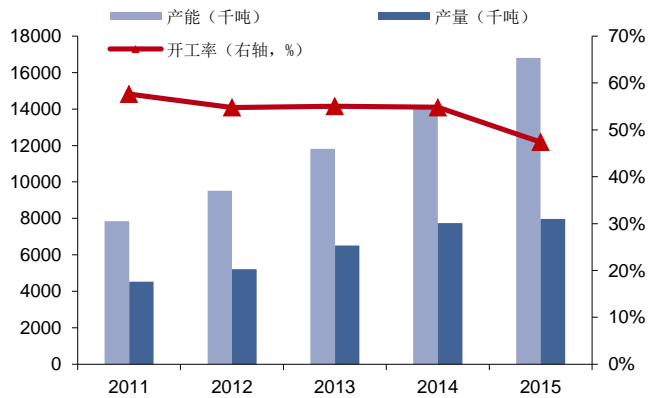
#### 四、异辛烷及 MTBE 产品有望受益成品油质量升级

根据国家发展改革委等七部门联合印发《加快成品油质量升级工作方案》，2017 年 1 月 1 日将在全面实施车用汽油、柴油国 V 标准。而且 2016 年 6 月 23 日，国家能源局发布第六阶段《车用汽油》和《车用柴油》两项国家强制性标准的征求意见稿，进一步提高了成品油质量标准。而山东地炼面临压力较大，据统计，当地仅 43% 的炼油产能满足国 V 标准车用汽油，仅 10% 的炼油产能满足国 V 标准车用柴油。详见我们 2016 年 6 月 24 日行业分析报告报告《油品质量升级持续推进:国 V 一路小跑，国 VI 在路上》。

而异辛烷是良好的油品添加剂，其用途包括：1) 提高汽油辛烷值,填补了由于不加铅所造成的辛烷值空缺；2) 稀释了 FCC 汽油（催化裂化汽油）组分中的烯烃和 S、N 等有害杂质，使其含量达标；3) 对重整汽油组分中的芳烃包括苯含量也有稀释作用。MTBE 辛烷值高达 115，是一种高辛烷值汽油添加剂，虽然具有一定毒性，但目前还未全面禁止使用，普遍用于汽油添加剂，但通过氧含量控制其添加上限，一般为 14.8% 以下。

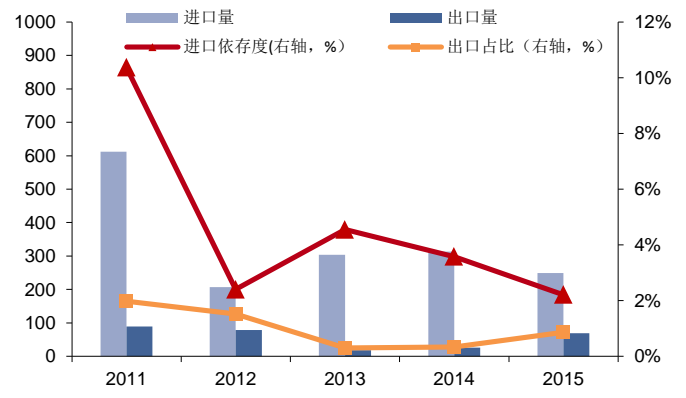
油品质量升级将极大带动油品添加剂异辛烷和 MTBE 的需求，粗略估算仅山东，将新增 100 万吨/年 MTBE 和 150 万吨/年异辛烷需求。公司生产的 MTBE 硫含量小于 5ppm，硫含量完全符合国 V、国 VI 标准。公司 20 万吨/年异辛烷及 35 万吨/年 MTBE 将受益于成品油质量升级。

图表 30 2011-2015 年中国 MBTE 生产情况



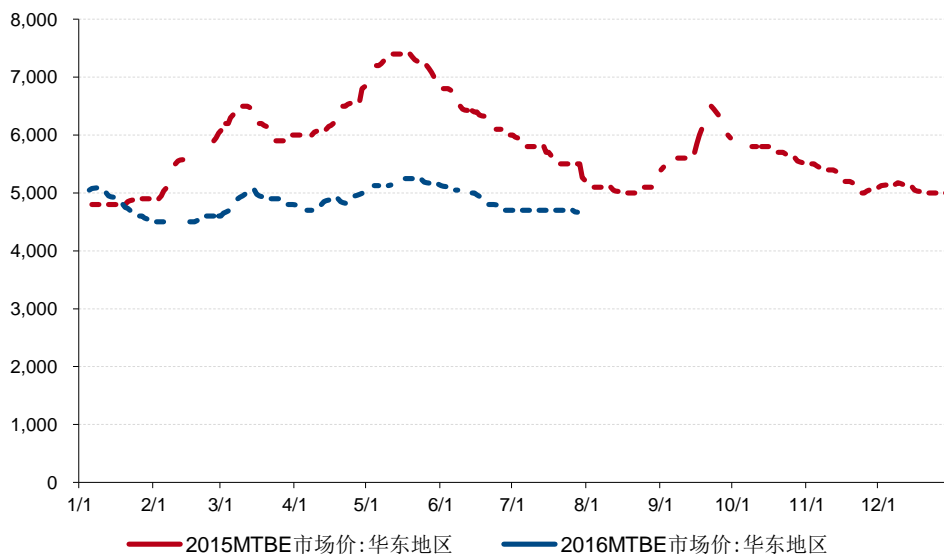
资料来源：卓创资讯、华创证券

图表 31 2011-2015 年中国 MBTE 进出口情况



资料来源：卓创资讯、华创证券

图表 32 2015-2016 年 MTBE 价格走势



资料来源：Wind、华创证券

## 五、外延发展，布局未来

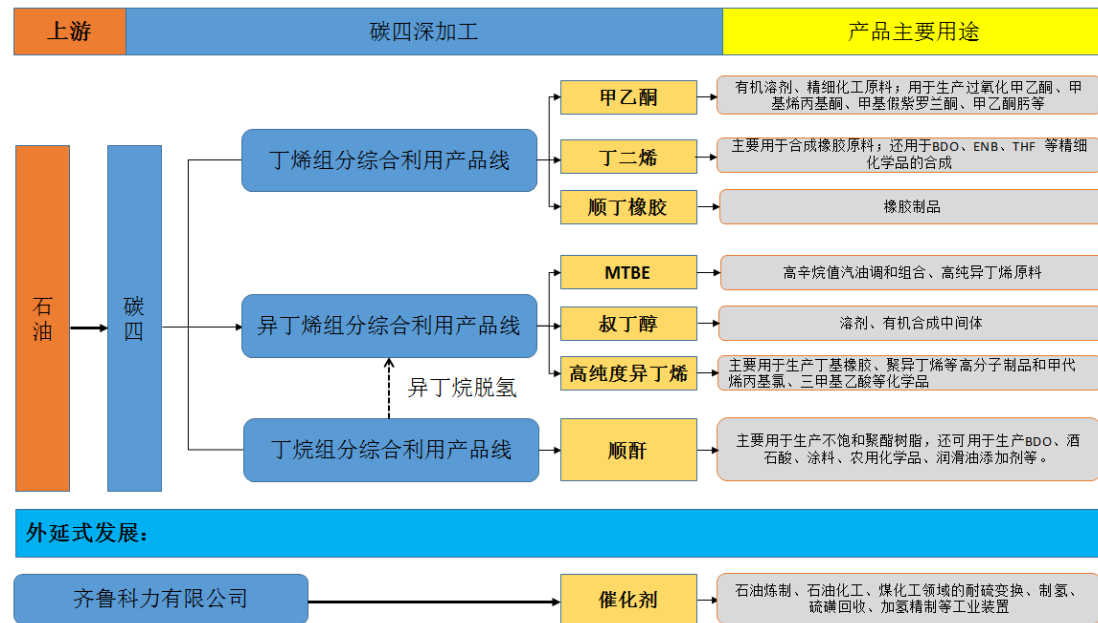
除了内生式生长，公司还积极布局“外延式发展”，于 2015 年发行股份及现金支付方式完成收购山东齐鲁科力化工研究院有限公司（以下称“齐鲁科力”）99% 股权，收购价格 8.76 亿元，延伸新增了催化剂产品线，增强公司抗风险能力。

齐鲁科力专注于石油和化工催化剂的研发、生产和销售，主要产品包括烃类蒸汽转化催化剂、耐硫变换催化剂、硫磺回收催化剂和加氢催化剂四大类，广泛应用于石油炼制、石油化工、煤化工领域的耐硫变换、制氢、硫磺回收、加氢精制等工业装置，是国内具有重要影响力的制造商和销售商。客户遍布国内，包括中国石油、中国石化、中国海洋石油、中国化工集团、其他央企及地方炼化企业等等。

齐鲁科力承诺 2015 年、2016 年、2017 年经审计的扣非后归属于母公司股东净利润分别不低于 7500 万元、8700 万元和 9850 万元。2015 年，齐鲁科力实现净利 8044 万元，超额完成任务。随着国内环保标准的趋严执行，成品油质量升级，山东地炼装置升级改造、我们预计公司催化剂业务持续增长。

同时，公司坚持走外延式发展，向上下游延伸，向新技术、新材料、新能源等绿色环保，符合国家政策导向的行业，走双主业或者多主业道路，值得期待。

图表 33 公司内生外延产业链布局



资料来源：华创证券

图表 34 齐鲁科力主要产品及市场地位

产品	市场地位
烃类蒸汽转化催化剂	开发并生产的 3 个系列十几个牌号的烃类蒸汽转化催化剂，在国内 96 套制氢、合成氨及甲醇装置上成功应用。在国内制氢市场占有率 95% 以上。获 3 项中国发明专利，两项获国家科技进步奖。
耐硫变换催化剂	广泛应用于 40 余套以煤、渣油等为原料制取合成气、城市煤气或氢气的工业装置，获得了国家科技进步奖等多项成果。QCS 系列变换催化剂对气化工艺适应性广，对压力等级使用范围宽。
硫磺回收催化剂	在石油化工、煤化工、天然气净化等领域六十余套装置广泛应用，主要用户里中石化硫回收装置 21 套、中石油硫回收装置 9 套、煤化工领域硫回收装置 8 套、山东地炼硫回收装置 3 套、国外用户硫回收装置 2 套。
加氢催化剂	烷基化原料选择加氢催化剂占据国内主导市场。制氢原料加氢精制催化剂、馏分油加氢催化剂等在工业装置上应用取得良好效果。

资料来源：公司网站、华创证券

## 六、盈利预测及评级

假设“45万吨/年低碳烷烃脱氢制烯烃及综合利用项目”二期工程于2016Q3投产，2017Q1满负荷生产，我们预计公司2016-2018年公司EPS分别为0.16元、0.23元、0.27元，对应PE 35X、24X、21X，推荐评级。

## 七、风险提示

产品价格大幅波动、新产能投放时间延后。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	838	1,145	1,343	1,698
应收票据	333	333	333	333
应收账款	281	317	420	472
预付账款	141	155	211	237
存货	701	772	1,049	1,178
其他流动资产	217	217	217	217
流动资产合计	2,510	2,938	3,572	4,134
其他长期投资	68	68	68	68
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,558	2,357	2,191	2,057
在建工程	1,450	1,595	1,754	1,930
无形资产	329	329	329	329
其他非流动资产	1,133	1,133	1,133	1,133
非流动资产合计	5,539	5,482	5,475	5,517
<b>资产合计</b>	<b>8,048</b>	<b>8,420</b>	<b>9,048</b>	<b>9,651</b>
短期借款	1,380	1,421	1,464	1,508
应付票据	113	113	113	113
应付账款	337	371	504	566
预收款项	87	98	130	146
其他应付款	253	253	253	253
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	62	62	62	62
流动负债合计	2,232	2,319	2,526	2,648
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	215	215	215	215
非流动负债合计	215	215	215	215
<b>负债合计</b>	<b>2,447</b>	<b>2,534</b>	<b>2,742</b>	<b>2,864</b>
归属母公司所有者权益	5,545	5,825	6,238	6,711
少数股东权益	57	61	68	76
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,601</b>	<b>5,886</b>	<b>6,306</b>	<b>6,787</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,048</b>	<b>8,420</b>	<b>9,048</b>	<b>9,651</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>675</b>	<b>520</b>	<b>427</b>	<b>602</b>
现金收益	498	582	683	717
存货影响	-218	-72	-277	-129
经营性应收影响	46	-55	-164	-83
经营性应付影响	274	45	165	78
其他影响	74	19	19	19
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,691</b>	<b>-243</b>	<b>-263</b>	<b>-286</b>
资本支出	-947	-253	-278	-306
股权投资	15	10	15	20
其他长期资产变化	-759	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,044</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>39</b>
借款增加	-594	41	43	44
财务费用	-21	-11	-7	-5
股东融资	1,695	0	0	0
其他长期负债变化	-36	0	0	0

资料来源：公司报表、华创证券

**利润表**

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>4,278</b>	<b>4,816</b>	<b>6,381</b>	<b>7,173</b>
营业成本	3,677	4,053	5,507	6,184
营业税金及附加	15	17	23	26
销售费用	86	97	128	144
管理费用	293	330	255	287
财务费用	21	11	7	5
资产减值损失	1	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	15	10	15	20
<b>营业利润</b>	<b>200</b>	<b>314</b>	<b>471</b>	<b>542</b>
营业外收入	18	20	20	20
营业外支出	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>218</b>	<b>333</b>	<b>490</b>	<b>561</b>
所得税	31	47	70	80
<b>净利润</b>	<b>187</b>	<b>285</b>	<b>420</b>	<b>481</b>
少数股东损益	3	5	7	8
<b>归属母公司净利润</b>	<b>184</b>	<b>280</b>	<b>413</b>	<b>473</b>
NOPLAT	178	274	401	456
EPS(摊薄)(元)	0.10	0.16	0.23	0.27

**主要财务比率**

	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-17.7%	12.6%	32.5%	12.4%
EBIT 增长率	-51.5%	54.1%	46.3%	13.7%
归母净利润增长率	-38.5%	52.2%	47.2%	14.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	14.1%	15.9%	13.7%	13.8%
净利率	4.4%	5.9%	6.6%	6.7%
ROE	3.3%	4.8%	6.6%	7.0%
ROIC	3.5%	5.2%	7.2%	7.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.4%	30.1%	30.3%	29.7%
债务权益比	28.5%	27.8%	26.6%	25.4%
流动比率	112.5%	126.7%	141.4%	156.1%
速动比率	81.1%	93.4%	99.9%	111.6%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
应收帐款周转天数	24	24	24	24
应付帐款周转天数	33	33	33	33
存货周转天数	69	69	69	69
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.10	0.16	0.23	0.27
每股经营现金流	0.38	0.29	0.24	0.34
每股净资产	3.12	3.28	3.51	3.78
<b>估值比率</b>				
P/E	54	35.5	24.1	21.1
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	21.8	18.4	15.3	14.5

## 化工组分析师介绍

### 华创证券组长、首席分析师：曹令

理学硕士。2011 年加入华创证券研究所。2013 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

### 华创证券高级分析师：柳强

清华大学工学硕士。曾任职于中国寰球工程公司。2016 年加入华创证券研究所。

### 华创证券分析师：蔡春根

复旦大学经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。

### 华创证券分析师：刘和勇

复旦大学经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。

### 华创证券助理分析师：冯自力

中国科学院管理科学与工程硕士。2015 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	郭赛赛	销售助理	010-63214683	guosaisai@hcyjs.com
	杜飞	销售助理		dufei@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	陈艺珺	销售助理	0755-83024576	chenyijun@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
上海机构销售部	简佳	销售副总监	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-20572583	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-20572587	fanjie@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
非公募业务发展部	石露	副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	陈红宇	销售经理	021-20572593	chenhongyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500