



2018-05-02

公司深度报告

买入/维持

齐翔腾达 (002408)

目标价: 18.6

昨收盘: 13.92

材料 材料 II

C4 产业链龙头，内生外延齐发展，再造个齐翔腾达

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,775/1,676
总市值/流通(百万元)	24,711/23,330
12 个月最高/最低(元)	14.94/9.55

相关研究报告:

齐翔腾达 (002408) 《【太平洋化工】齐翔腾达 2018 一季报点评: 业绩平稳增长, 未来三年再造个齐翔》--2018/04/20

齐翔腾达 (002408) 《【太平洋化工】齐翔腾达跟踪点评: 收购 Granite Capital SA 股权, 强化供应链管理业务》--2018/04/17

齐翔腾达 (002408) 《【太平洋化工】齐翔腾达业绩快报点评: C4 产业链龙头, 业绩增长近 70%符合预期》--2018/02/26

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

联系人: 柳强

电话: 010-88321949

报告摘要

前言: 公司自 2016 年 11 月变更实际控制人以来, 依然深耕 C4 产业链, 发展成为全球顺酐、丁酮龙头企业, 并以山东“新旧动能转换”为契机, 提出三年内再造个齐翔目标。同时供应链业务迅速崛起, 2017 年成立即实现营收 127 亿元, 2018 年通过收购进军国际化工供应链领域。我们认为公司业绩靓丽, 大股东实力雄厚, 内生外延齐发展, 未来成长空间巨大。

1. C4 产业链龙头地位稳固, 业绩靓丽

公司自成立以来, 专注于 C4 产业链, 拥有年化 18 万吨丁酮 (实际 20 万以上, 全球第一, 国内占比 25%)、20 万吨顺酐 (全球第一, 国内占比 26%)、35 万吨 MTBE、20 万吨异辛烷、15 万吨丁二烯、10 万吨丙烯、5 万吨顺丁橡胶、5 万吨叔丁醇产能。由于原料供应、一体化及规模优势, 公司竞争力强。2017 年和 2018Q1 分别实现归母净利润 8.52 亿元和 2.51 亿元, 同比+69.58%和+26.55%。

2. 主营产品行业格局改善, 公司竞争力强

顺酐: 主要用于合成不饱和树脂和作为化工原料。2017 年我国顺酐名义产能 182 万吨, 有效产能约 140 万吨, 产量 75.9 万吨, 同比+13.9%; 名义开工率 41.7%, 同比提升 4 pct; 表观消费量 75.1 万吨, 同比+15.9%。受益下游需求稳定, 苯氧化法 (有效产能占比 50%) 落后产能淘汰, 而未来丁烷氧化法新增产能有限, 我们预计行业竞争依然激烈, 但持续改善, 利润向具有成本优势的龙头企业集中。2017 年和 2018Q1 顺酐均价分别为 8897.70 元/吨和 8712.64 元/吨, 同比+40.37%和+4.83%。

丁酮: 主要用作溶剂, 应用广泛。2017 年我国丁酮产能 71.5 万吨, 产量 46.1 万吨, 开工率 64.5%, 同比下降 12.4 pct, 主要由于 2017 年湖南中创和瑞源投产 (总计 15 万吨), 产能跳增; 表观消费量 36.8 万吨, 同比+7.7%; 出口量 11.5 万吨, 同比+18.6%。未来随着国内新增产能逐渐消化, 国外需求提升, 我们预计行业改善。2017 年和 2018Q1 丁酮均价分别为 8120.94 元/吨和 9686.67 元/吨, 同比+39.38%和+36.39%。

顺酐和丁酮每上涨 1000 元/吨, 分别增厚公司 EPS 0.08 元、0.08 元。

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117120012

3. 供应链管理崛起，实现良好开局

公司实际控制人雪松集团实力雄厚，2016 年营收 1570 亿元，位列中国名企 500 强第 16 位，其旗下供通云成立于 2002 年，深耕大宗商品供应链。2017 年公司开始供应链业务，实现营收 127 亿元；2018 年 4 月 17 日，公司拟以 3600 万美元收购 Granite Capital SA 公司 51% 股权，全面进入国际化工供应链领域。我们认为供应链业务前景广阔，且可与公司现有业务形成协同与互补。

4. 转型再升级，再造个齐翔腾达

借山东率先提出“新旧动能转换”东风，公司迈出了第四次跨越式发展关键步伐，计划未来发展一系列高精尖重大项目，用三年时间再造个齐翔腾达，利润翻翻。以此推算 2018-2020 年归母净利润 CAGR 达 26%。

5. 员工持股计划促进公司长远发展

公司完成第一期员工持股计划，受益员工广泛，总计 7.29 亿元，均价 12.81 元/股，锁定期自 2018 年 3 月 1 日至 2019 年 2 月 28 日。利益共享及捆绑，有利于公司持续健康稳定发展，特别对于收购型企业。

6. 盈利预测与评级

暂不考虑未来引进项目，我们预计公司 2018-2020 年归母净利分别为 11.02 亿元、12.00 亿元、13.59 亿元，对应 EPS 0.62 元、0.68 元、0.77 元，PE 22X、21X、18X，考虑公司为 C4 产业链龙头，内生外延齐发展，再造个齐翔腾达，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格大幅波动、内生外延进度不及预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	22,226	32,107	36,811	42,403
(+/-%)	278.3%	44.5%	14.7%	15.2%
净利润(百万元)	850	1,102	1,200	1,359
(+/-%)	69.1%	29.7%	8.9%	13.2%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.62	0.68	0.77
市盈率(PE)	29.1	22.4	20.6	18.2

资料来源: Wind, 太平洋证券

目录

一、 C4 产业链龙头，业绩靓丽	5
(一) C4 全产业链发展，龙头地位稳固	5
(二) 依托大股东，切入供应链管理业务	6
(三) 业绩靓丽	7
二、 主营产品行业格局持续改善，公司竞争力强	9
(一) 顺酐：落后产能淘汰，龙头受益	9
1、公司行业龙头，凸显规模效益	9
2、公司生产工艺先进环保，盈利能力强	12
3、行业持续改善，产品价格反弹	12
(二) 丁酮：新增产能逐步消化，行业改善	13
1、占据国际国内龙头地位	13
2、公司丁酮生产工艺先进，产品质量好	15
3、事件驱动，价格中枢上移	16
三、 供应链管理崛起，实现良好开局	17
(一) 什么是供应链管理	17
(二) 供应链管理，空间巨大	17
(三) 依托大股东资源，公司加速布局供应链管理业务	19
四、 转型再升级，再造个齐翔腾达	21
(一) 山东新旧动能转换	21
(二) 未来三年，再造个齐翔	21
五、 员工持股，利益共享	22
六、 盈利预测及评级	22
七、 风险提示	23

图表目录

图表 1: 典型混合 C4 原料组成	5
图表 2: 公司 C4 全产业链	6
图表 3: 公司主营产品列表	6
图表 4: 公司股权结构图及下属公司	7
图表 5: 2012-2018Q1 公司营业收入走势图	8
图表 6: 2012-2018Q1 公司归母净利润走势图	8
图表 7: 2012-2018Q1 公司毛利率及净利率	9
图表 8: 2012-2018Q1 公司资产负债率及权益收益率	9
图表 9: 2017 年公司各业务板块营业收入占比	9
图表 10: 2017 年公司各业务板块毛利占比	9
图表 11: 国外主要顺酐生产企业及生产能力 (产能>4 万吨/年)	10
图表 12: 国内主要顺酐生产企业及产能 (单位: 万吨)	11
图表 13: 2009-2017 年中国顺酐产能产量	11
图表 14: 2009-2017 年中国顺酐进出口数据	11
图表 15: 2017 年中国顺酐消费结构	12
图表 16: 顺酐原料及产品价格	13
图表 17: 顺酐毛利	13
图表 18: 全球丁酮主要生产企业及产能	14
图表 19: 国内丁酮主要生产企业及产能	15
图表 20: 2009-2016 年国内丁酮产能产量	15
图表 21: 2009-2017 中国丁酮进出口数据	15
图表 22: 丁酮消费结构	15
图表 23: 公司丁酮产品质量标准高	16
图表 24: C4 原料及丁酮价格	16
图表 25: 丁酮毛利	17
图表 26: 2017 年中国石油和化工行业贸易情况	18
图表 27: 供通云供应链生态圈	19
图表 28: 各公司 2017 年供应链管理业务营收及毛利情况	20
图表 29: 公司内生外延齐发展	22
图表 30: 公司第一期员工持股计划	22

一、C4 产业链龙头，业绩靓丽

(一) C4 全产业链发展，龙头地位稳固

淄博齐翔腾达化工股份有限公司（以下简称“齐翔腾达”或“公司”）自1998年经历改制，成立于2002年，于2010年上市，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，高速发展。目前公司已形成碳四丁烯、异丁烯、丁烷和异丁烷组分综合利用四条产品线，主要产品有甲乙酮、丁二烯、顺丁橡胶、顺酐、异辛烷、甲基叔丁基醚（简称“MTBE”）、丙烯等，实现了碳四各组分的充分利用。

2017年公司各类化工产品产量达到147万吨，其中丁酮和顺酐两大产品产量和销量均位列全球首位，成为各自行业龙头。随着2017年公司5万吨/年顺酐装置的扩建投产，顺酐规模达到20万吨/年，跃居全球第一。同时，随着45万吨/年低碳烷烃脱氢制烯烃项目的建成投产，公司目前已拥有20万吨/年丁酮、20万吨/年顺酐、20万吨/年异辛烷、15万吨/年丁二烯、35万吨/年MTBE、5万吨/年顺丁橡胶（BR）、6.2万吨/年叔丁醇、2.6万吨/年高纯异丁烯、10万吨/年丙烯等产能，规模效益逐步凸显，C4综合利用率达到世界先进水平，进一步巩固了公司国内C4产业链龙头地位。

什么是C4：混合C4原料主要来自于炼厂催化裂化装置和乙烯蒸汽裂解装置，其组分主要包括正丁烷、异丁烷、1-丁烯、2-丁烯、异丁烯、丁二烯等。传统催化裂化过程中，副产混合C4约为新鲜进料的10%，主要用作燃料。催化裂化区别于热裂化的一个显著特征反应遵循正碳离子机理，所以产物中不含有丁二烯，而且伴随着异构化反应的发生，副产C4中，异构烃多于正构烃。轻油蒸汽裂解制乙烯过程中，随着原料碳数增加，副产混合C4产率逐渐增高，约占裂解产物总量的3~12%，其中以烯烃为主，特别是丁二烯，其含量约占混合C4总量的50%。几种典型混合C4原料组成如下表所示。

图表1：典型混合C4原料组成

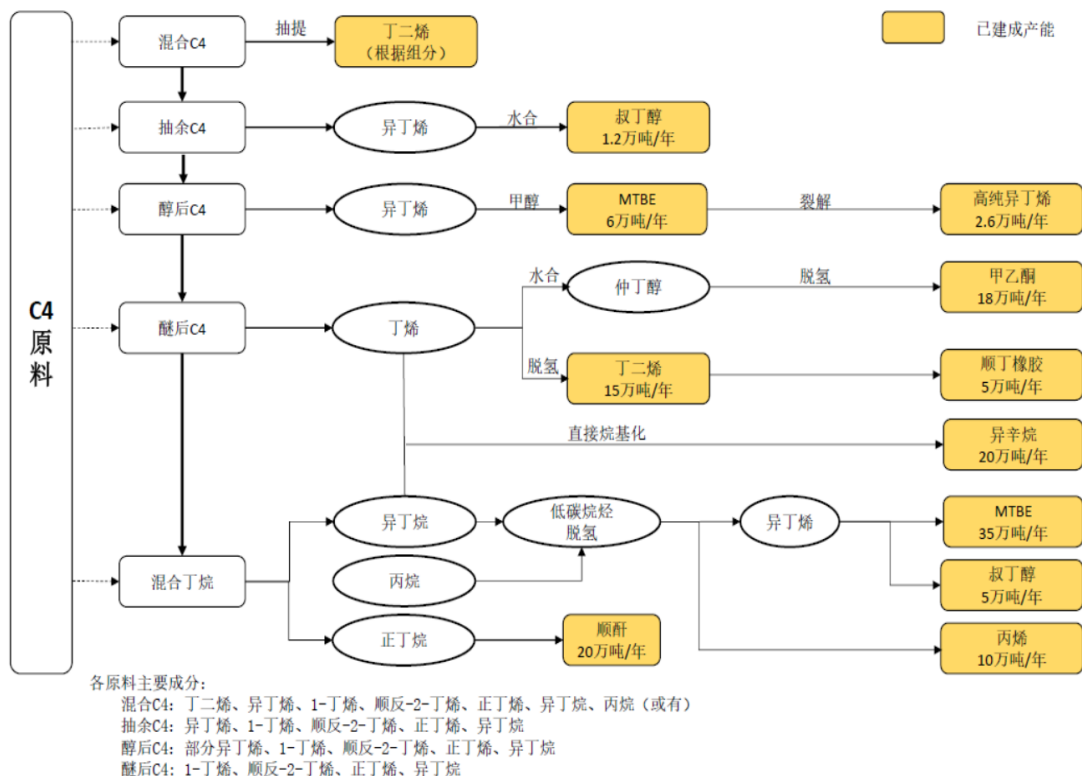
组分	催化裂化 混合 C4 原料 1	催化裂化 混合 C4 原料 2	乙烯蒸汽裂解 混合 C4 原料 1	乙烯蒸汽裂解 混合 C4 原料 2
正丁烷	12	10	6	2
异丁烷	34	34	2	1
1-丁烯	22	13	12	14
2-丁烯	15	28	11	11
异丁烯	17	15	26	22
丁二烯	N. A	N. A	43	50

资料来源：CNKI，太平洋证券整理

C4 产业链龙头，内生外延齐发展，再造个齐翔腾达

国内各大炼油企业一般不对副产C4进行深加工，而作为独立产品液化石油气对外销售。中国石化齐鲁分公司和中国石化青岛炼化每年可提供80万吨以上的碳四原料满足公司生产需要。根据双方签订的长期战略合作协议，原料碳四直接通过管道输送，供应稳定可靠，节约运输成本。

图表 2：公司 C4 全产业链



资料来源：公司年报，CNKI，太平洋证券整理

图表 3：公司主营产品列表

主营产品	产能	EPS 弹性(价格上涨 1000 元/吨)	主要用途
甲乙酮	18 (实际 20 以上)	0.08	有机溶剂、精细化工原料；用于生产过氧化甲乙酮、甲基烯丙基酮、甲基假紫罗兰酮、甲乙酮肟等
顺酐	20	0.08	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
异辛烷	20	0.08	用于测定汽油辛烷值的标准燃料，还用作车用汽油、航空汽油的添加剂
MTBE	35	0.14	高辛烷值汽油调和组合、高纯异丁烯原料
丁二烯	15	0.06	主要用于合成橡胶原料；还用于 BDO、ENB、THF 等精细化学品的合成
顺丁橡胶	5	0.02	橡胶制品
丙烯	10	0.04	用于制丙烯腈、环氧丙烷、丙酮等，还可用于生产多种重要有机化工原料、生成合成树脂、合成橡胶及多种精细化学品等
叔丁醇	5	0.02	溶剂、有机合成中间体

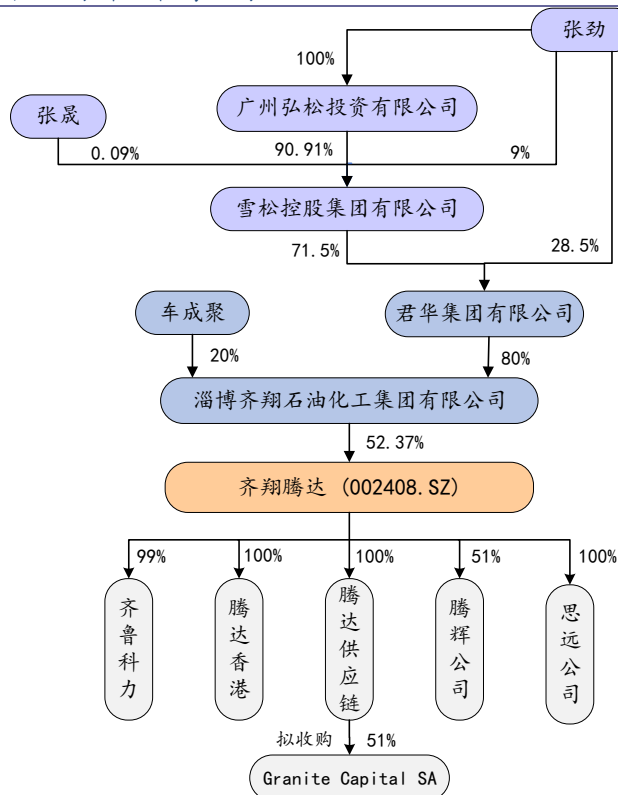
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

(二) 依托大股东，切入供应链管理业务

2016年11月11日，雪松集团旗下的君华集团以总价48.18亿元，折6.4781元/股，获得齐翔集团80%股权（剩余车成聚20%股权），间接获得齐翔腾达已发行股份的41.90%，实现对上市公司控制。君华集团是一家大型综合性企业集团，实力雄厚。在“多元化发展，专业化运作”的战略下，君华集团深耕房地产、大宗商品供应链管理及供应链金融、金融投资、汽车销售与服务、社区运营等行业，致力于挖掘产业深度，扩张优势业务，目前已在各领域确立了相对领先的行业地位。其母公司雪松控股集团，2016年销售收入1570亿元，位列中国名企500强第16位，广东省民企第6位，广州市民企第1位。雪松控股核心成员企业供通云成立于2002年，深耕大宗商品供应链。

依托大股东资源，2017年2月和8月，公司分别设立全资子公司供应链公司和孙公司供应链香港有限公司。2018年4月17日，公司发布公告拟以3600万美元收购Granite Capital SA公司51%股权实现第一步股权收购，后续在2020-2023年1月1日实现第二步股权收购剩余49%股权。本次收购使公司全面进入国际化工供应链领域，可利用标的公司全球客户、原料、物流资源、成熟的贸易、运营、物流、融资及风控团队。同时可与公司现有业务形成协同与互补，包括供应链和原有C4业务。

图表4：公司股权结构图及下属公司



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

(三) 业绩靓丽

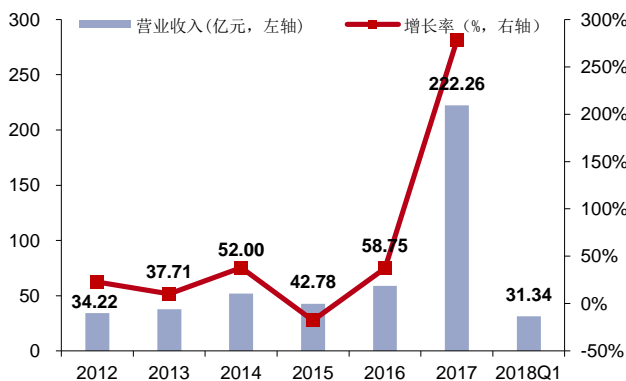
2017年，公司整体产能有了很大提升，各类化工产品产量达到147万吨，相比较于2016年的100万吨，同比增长47%。销售量达到146万吨，相比较于2016年的103万吨，同比增长42.43%。

2015年，由于原油价格暴跌，化工市场行情低迷，主要产品顺酐和丁酮价格都低位徘徊，公司业绩也跌至谷底，营业收入和净利润双双创近年最低值。2016-2017年，随着主要化工产品价格回升，以及逐步淘汰落后产能，叠加新增产能逐渐投产，公司业绩大幅提升，盈利水平重拾增势。

2017年，公司实现营业收入222.26亿元，比上年增长163.59亿元，同比+278.30%。主要是本年新增了供应链管理业务收入127.13亿元，占比达到57%；除此之外，由于产能扩张，产品价格上涨双重助力，主营化工品业务收入大幅增加，其中，顺酐化工业务实现业务收入50.58亿元，占比23%，同比增长64.58%，丁酮类业务实现营业收入26.15亿元，占比12%，同比增长58.12%。2017年，公司实现净利润8.47亿元，同比增长67%，归母净利润8.5亿元，同比增长69%。刚刚布局起步的供应链管理业务贡献了127亿的营业收入，占比达到57%，但由于处于起步阶段，毛利较少，为4000万，占比2%，毛利率0.32%。受此影响，公司整体毛利率大幅下降，但总盈利水平提升。

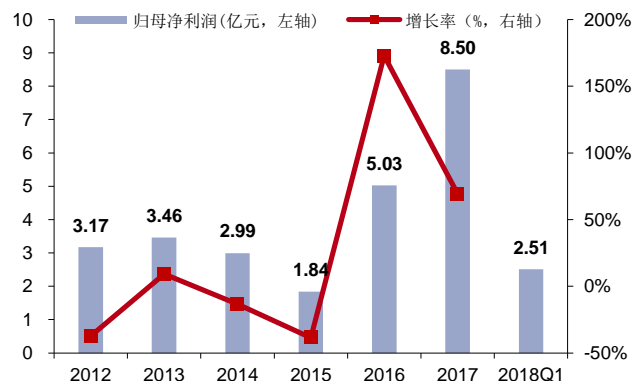
2018年一季度，公司实现营业收入31.34亿元，同比+46.43%；归母净利润2.51亿元，同比+26.55%。预计1-6月份归母净利润为35,558至51,721万元，同比增长10%至60%。

图表 5: 2012-2018Q1 公司营业收入走势图



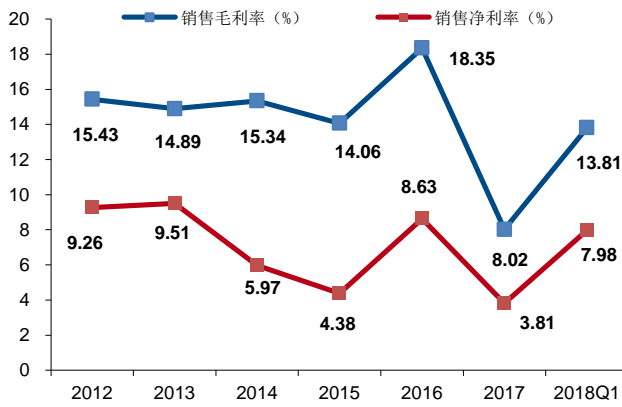
资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 6: 2012-2018Q1 公司归母净利润走势图



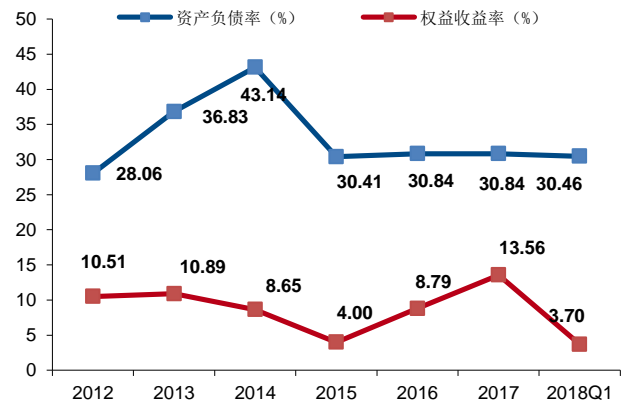
资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 7：2012-2018Q1 公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，太平洋证券整理

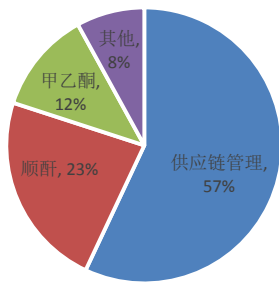
图表 8：2012-2018Q1 公司资产负债率及权益收益



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 9：2017 年公司各业务板块营业收入占比

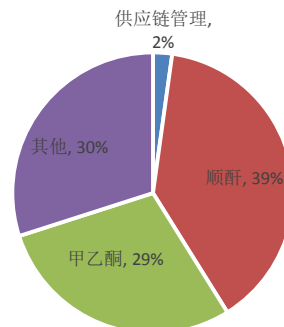
■ 供应链管理 ■ 顺酐 ■ 甲乙酮 ■ 其他



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 10：2017 年公司各业务板块毛利占比

■ 供应链管理 ■ 顺酐 ■ 甲乙酮 ■ 其他



资料来源：Wind，太平洋证券整理

二、主营产品行业格局持续改善，公司竞争力强

(一) 顺酐：落后产能淘汰，龙头受益

顺丁烯二酸酐，简称顺酐，是一种基础的有机化工类原料，包括合成不饱和聚酯树脂 (UPR)，加氢类产品中的 1, 4-丁二醇 (BDO) 和四氢呋喃 (THF)，同时也是非常重要的中间体，可以生产涂料、润滑油添加剂及农药等。

1、公司行业龙头，凸显规模效益

2017 年，公司 5 万吨/年顺酐装置扩建项目投产，顺酐产能规模增加至 20 万吨/年，超过美国 Huntsman 公司，跃居全球第一。在同行业普遍开工率不足的情况下，公司顺酐生产装置满负荷运行，产品产量和销量均位列全球首位。

2014 年之前，我国顺酐产能增长迅速，从 2009 年的 88 万吨迅速增长到 2014 年的 180.2 万吨，导致产能严重过剩，随后国内顺酐产能维持在 180 万吨/年左右，市场

整体供大于求，行业平均开工率仅为 40% 左右。2017 年我国顺酐有效产能 139.7 万吨/年，其中苯氧化法 69.7 万吨/年，正丁烷氧化法 70 万吨/年，各占比约 50%。若考虑长期闲置产能 42 万吨，其中苯氧化 38 万吨，我国顺酐名义产能约 182 万吨/年。产量 75.9 万吨，同比+13.9%；开工率 41.7%，同比提升 4 pcts；表观消费量 75.1 万吨，同比+15.9%。尽管行业开工率水平较低，公司顺酐装置仍旧满负荷运行，2017 年市占率达 26%，行业竞争力强，龙头地位稳固。

图表 11：国外主要顺酐生产企业及生产能力（产能>4 万吨/年）

企业	地点	生产能力，万吨/年	工艺路线
Huntsman	美国	18.1	正丁烷氧化法
BSAF	比利时	17	正丁烷氧化法
Petronas	马来西亚	16	正丁烷氧化法
Lonza	意大利	5	正丁烷氧化法
		5	苯氧化法
海湾先进化学工业	沙特	10	正丁烷氧化法
Lanxess	美国	8.2	正丁烷氧化法
Dupont	西班牙	7	正丁烷氧化法
Sasol-Huntsman	德国	6.0	正丁烷氧化法
Bayer	美国	5.4	正丁烷氧化法
Flint Hills	美国	5.0	正丁烷氧化法
Ashland	美国	4.8	正丁烷氧化法
BPAmoco	美国	4.5	正丁烷氧化法
DSM	奥地利	4.2	正丁烷氧化法

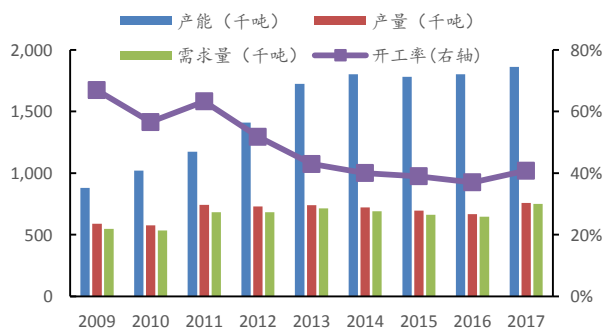
资料来源：太平洋证券整理

图表 12：国内主要顺酐生产企业及产能（单位：万吨）

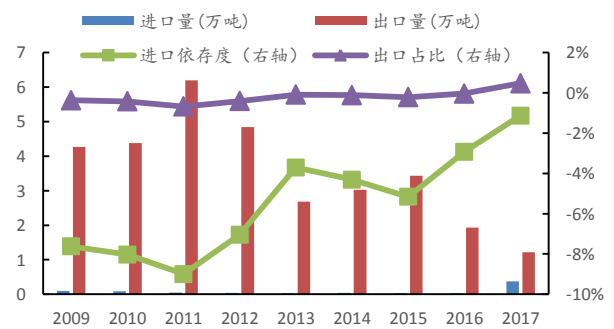
工艺路线	企业	产能	开工率	地区
正丁烷氧化法	齐翔腾达	20	100%	山东
	仪征化纤	12	100%	江苏
	江宁化工	8	100%	浙江
	濮阳盛源	5	100%	河南
	山东汇丰	5	0%	山东
	新疆金源	4	100%	新疆
	永顺达化工	3	0%	山东
	中山联成	3	100%	广东
	齐发化工	3	0%	山东
	科德化工	3	100%	山东
	凯连捷石化	2	100%	新疆
	新疆吐哈	2	0%	新疆
	小计	70	81.43%	
苯氧化法	常州亚邦	10	80%	江苏
	天津中河	10	40%	河北
	山西侨友	7	0%	山西
	唐山宝铁	6	33%	河北
	超越化学	5	0%	江苏
	恒远化工	5	100%	云南
	山西太明	4.6	25%	山西
	河北白龙	4	50%	河北
	山西恒强	4	75%	山西
	常州曙光	3	50%	江苏
	江苏钟腾	2.5	0%	江苏
	顺飞化工	2.5	0%	江苏
	龙腾达化工	2	0%	山西
	苏州优合	1.6	0%	江苏
小计	67.2	39.63%		
总计	137.2	60.95%		

资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表 13：2009-2017 年中国顺酐产能产量



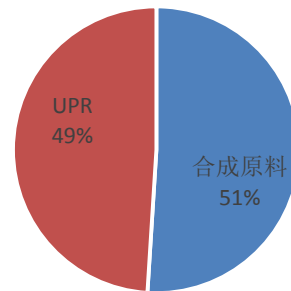
图表 14：2009-2017 年中国顺酐进出口数据



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表 15：2017 年中国顺酐消费结构



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

2、公司生产工艺先进环保，盈利能力强

目前国内顺酐的生产工艺中，苯氧化法和正丁烷氧化法有效产能占比均为 50% 左右，名义产能占比分别为 59.3% 和 40.7%。与传统苯氧化法相比，正丁烷氧化法具有原料价格低廉、毒性小、生产过程对环境污染小等优点，随着环保趋严，正丁烷氧化法在发展前景及满足环保要求方面均比苯氧化法更具有生命力，从技术发展来看，从苯氧化法转变为正丁烷氧化法是大势所趋。

公司所采用的正丁烷氧化法制顺酐生产工艺不仅先进环保，而且具有很大的成本优势。原料成本方面，相比较于纯苯价格，正丁烷每吨平均低 2000 元；加工成本方面，正丁烷氧化法高于苯氧化法 600 元，总成本仍低 1400 元，保持较大的优势，也就具有了更大的盈利空间和更强的抗风险能力。

3、行业持续改善，产品价格反弹

2015 年初至 2016 年中期，化工行业整体萎靡，顺酐价格维持低位徘徊，生产利润微薄，公司业绩下滑较多。自 2016 年下半年开始，随着环保高压常态化，供给收缩，叠加国际油价回升及化工市场回暖，顺酐价格逐步攀升，同时混合 C4 原料成本上涨幅度低于产品价格，公司盈利提升。2017 年底，顺酐价格更是达到 13000 元/吨的高位，毛利达到 4000 元/吨。2018 年顺酐价格逐渐下滑，3 月份由于春节等因素，顺酐市场社会库存较高，伴随纯苯市场震荡下行，顺酐价格一度跌到 7700 元/吨，进入 4 月份，顺酐市场开始有所反弹。展望未来，我们认为随着国内顺酐行业苯氧化法落后产能淘汰，而下游需求平稳增长，行业持续改善。公司为老牌知名企业，规模效益凸显，竞争力强，顺酐业务有望受益。

图表 16: 顺酐原料及产品价格



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 17: 顺酐毛利



资料来源: 卓创资讯, 太平洋证券整理

(二) 丁酮: 新增产能逐步消化, 行业改善

丁酮, 又名甲乙酮, 是一种性能优良、用途广泛的有机溶剂, 具有优异的溶解性和干燥特性, 广泛应用于 PU 浆料、涂料、胶粘剂等领域, 此外还可以用于制备油墨、香料、农药等的化工中间体。

1、占据国际国内龙头地位

2000 年以来, 中国丁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丁酮, 国内丁酮产能爆发。2010 年期间, 中国丁酮从进口依赖型逆袭成为出口获利型。自 2010 年至今, 丁酮的出口量从 4.16 万吨迅速增长到 2017

年的 11.51 万吨，丁酮年度出口量已经达到当年国内产量的 25~30%。随着中国丁酮地位的不断稳固，国内企业的影响力不断增强，中国将逐渐掌握丁酮价格的话语权。

2017 年，国内丁酮产能新增岳阳中创 10 万吨/年和湖南瑞源 5 万吨/年两家生产企业，国内丁酮产能达到 71.5 万吨/年，同期世界丁酮产能为 215.3 万吨，中国丁酮约占世界产能的 33%。公司从 2008 年的 8 万吨/年产能起步，经过 10 年的努力，目前设计产能为 18 万吨/年的装置，实际产能已经达到 23 万吨/年，龙头地位稳固。目前，公司产能及产量分别占中国丁酮的 32% 和 49%，居国内丁酮龙头地位。

2018 年至今，国内丁酮装置整体运行平稳，开工率约 66%。随着 4 月份中捷石化 3 万吨/年装置检修后开车，以及岳阳中创和泰州石化短暂检修，产量整体稳定。考虑国内市场需求增长逐渐放缓，出口仍将是消化过剩产能的有效手段。随着周边国家制造业的兴起，下游胶黏剂、涂料等的需求将逐年增加，丁酮出口预计继续扩大将有利于国内丁酮产能输出。

图表 18：全球丁酮主要生产企业及产能

区域	企业	产能 (万吨/年)	生产工艺
北美	埃克森	13.6	硫酸仲丁醇气相脱氢
	塞纳尼斯	4.5	正丁烷液相氧化
	壳牌	13.5	硫酸仲丁醇气相脱氢
南美	巴西： Oxiteno Nordeste	3.5	正丁烯二步法
欧洲	法国：阿科玛	5	正丁烯二步法
	德国：沙索	6.5	树脂法仲丁醇气相脱氢
	荷兰：壳牌	8.5	正丁烯二步法
	英国：埃克森	13.5	正丁烯二步法
	罗马尼亚： Petro Brazi	3	正丁烯二步法
中东/非洲	南非：沙索	6.5	正丁烯二步法
亚太地区	日本：丸善石化	17	正丁烯二步法
	东燃化学	9.7	正丁烯二步法
	出光石油化工公司	4	正丁烯二步法
	出光兴产石化	4	杂多酸法仲丁醇脱氢
	韩国：SK 公司	5	树脂法仲丁醇气相脱氢
	泰国： Bangkok 合成化学	2	正丁烯二步法
	台湾合成化学 TASCO	12	正丁烯二步法
	中国	71.5	
其它		12	
总计		215.3	

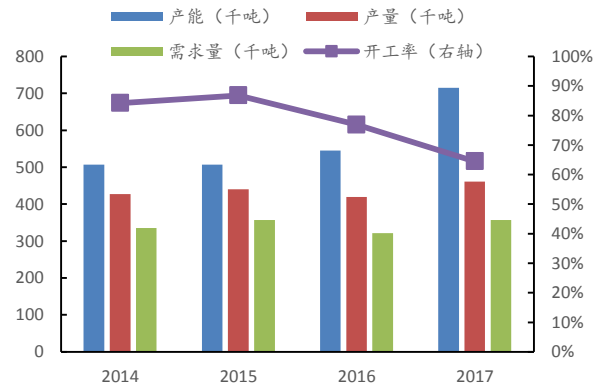
资料来源：太平洋证券整理

图表 19：国内丁酮主要生产企业及产能

隶属	企业	产能 (万吨)
中石油	兰州石化	6
	抚顺石化	5.5
	哈尔滨炼厂	4
中石化	泰州石化	8
	岳阳中创	10
中海油	中捷石化	3
其他	齐翔腾达	18(设计产能)
	宁波海越	4
	天利高新	4
	东明梨树	4
	湖南瑞源	5
总计		71.5

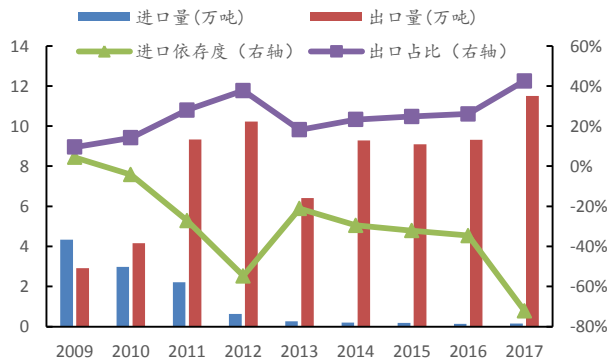
资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表 20：2009-2016 年国内丁酮产能产量



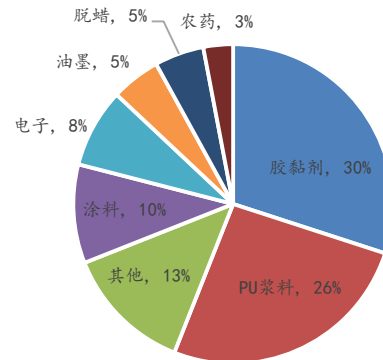
资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表 21：2009-2017 中国丁酮进出口数据



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表 22：丁酮消费结构



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

2、公司丁酮生产工艺先进，产品质量好

工业上丁烯两步法制丁酮的生产过程单耗普遍为 0.92 左右，即 0.92 吨丁烯可以生产 1 吨丁酮，而公司所采用的丁烯水合然后脱氢的技术路线，经过多年技术创新、工艺优化，以及规模效应的凸显，单耗降至 0.85，居国内外领先水平，成本优势显著。

丁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。公司高标准打造高质量产品，制定了严于 ASTM 标准并高于国内行业标准的企业标准。同时坚持技术创新，保证研发投入，通过一系列技术攻关，生产的丁酮产品质量居于同行业领先水平，纯度>99.9%，与国际知名公司的产品质量相当。在国内外市场享有很高的知名度，多年来产品供不应求。

图表 23：公司丁酮产品质量标准高

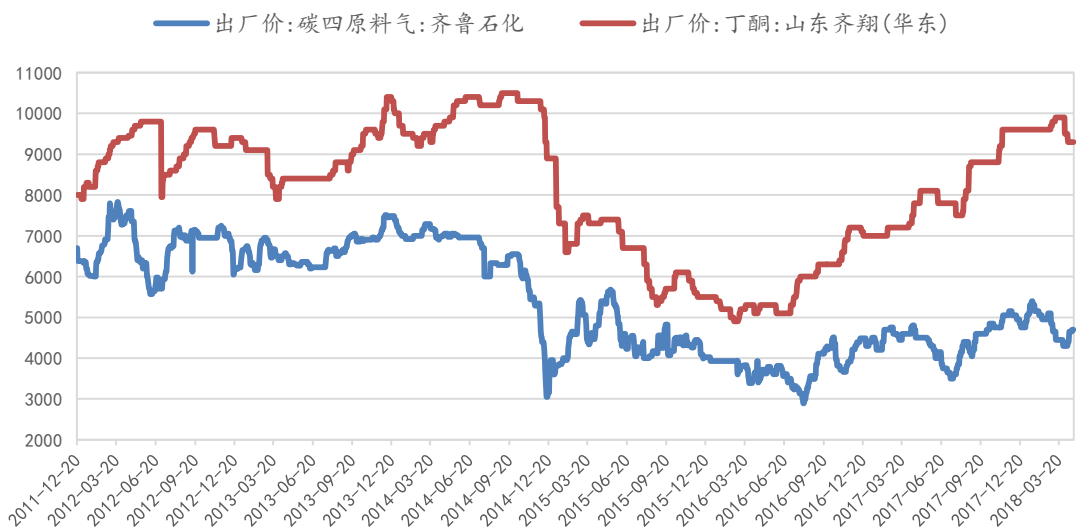
项目	ASTM 标准		行业标准		齐翔腾达企业标准	
	氨酯级	通用级	氨酯级	通用级	优质级	通用级
纯度% (mm) ≥	99.5	99.5	99.5	99.7	99.9	99.7
水含量×10-6 (mm) ≤	500	2,000	500	1,000	300	800
不挥发物含量 mg/100ml ≤	5	5	2			

资料来源：公司资料，太平洋证券整理

3、事件驱动，价格中枢上移

2015 年下半年及 2016 年上半年，受化工行业大环境低迷影响，丁酮价格一度跌破 5000 元/吨，生产亏损，业绩惨淡。自 2016 年下半年开始，随着国际油价回升及化工市场回暖，丁酮价格逐步回升。特别是 2017 年 7 月底，欧洲最大炼厂壳牌佩尔尼斯炼厂因失火关停，导致其 9 万吨/年丁酮装置被动停车，本就供应紧张的欧洲丁酮市场供不应求。出口量暴增的同时，由于第三、四季度丁酮装置检修较多，短期供需不平衡，造成丁酮价格暴涨。丁酮价格一路上涨至 9900 元/吨，刷新近三年多新高。2017 年和 2018Q1 丁酮均价分别为 8120.94 元/吨和 9686.67 元/吨，同比+39.38%和+36.39%。2018 年以来，丁酮价格下滑，但价格中枢同比仍位于上方。展望未来，我们认为随着国内新增产能逐渐消化，国外需求提升，丁酮行业持续改善。

图表 24：C4 原料及丁酮价格



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表25：丁酮毛利



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

三、供应链管理崛起，实现良好开局

(一) 什么是供应链管理

供应链管理是通过对供应链中的物流、信息流和资金流进行设计、规划、控制与优化，以寻求建立供、产、销企业以及客户间的战略合作伙伴关系，实现供应链整体效率的最优化来满足顾客需求的管理过程。

目前，齐翔腾达的供应链管理业务主要是作为连接上下游的中间服务商，为客户提供合适的上游原材料厂商，及在下游寻找优质客户以实现快速销售商品。此外，供应链金融还可为客户提供资金，以保证日常经营正常运行，避免违约情况。其他供应链延伸服务，如货物管理、仓储等业务量目前相对较小。总体而言，公司供应链业务板块目前尚属市场拓展阶段，相信未来潜力巨大。

供应链管理的实现，不仅可以降低成本，减少社会库存，使社会资源得到优化配置，更重要的是可以通过信息网络、组织网络实现生产与销售的有效联接和物流、信息流、资金流的合理流动。

(二) 供应链管理，空间巨大

21世纪，随着科学技术尤其是互联网技术的进步，全球一体化趋势越来越明显。作为轻资产高技术含量的现代服务产业，供应链管理能减少成本，优化资源配置，建立成员企业间战略合作伙伴关系，创造竞争的整体优势。

2017年10月1日起，最新《国民经济行业分类》(GB/T4754-2017)正式实施，其中明确了供应链管理服务单列统计类别：商务服务业-7224-供应链管理服务。这将对供应链管理服务业持续、健康、有序发展发挥重要作用，具体到企业层面或者行业层面，

将会推动专业化的供应链服务企业发展，改变原来产业分散，没有协同，交易成本过高的问题。

据统计，2017年我国石油和化工行业贸易额高达5834亿美元，其中进口3904亿美元，出口1930亿美元。

2018年4月17日，公司发布公告拟收购Granite Capital SA公司。该标的公司系成立于1989年的石化类大宗商品贸易商，在化工行业细分产品市场中的贸易规模和市场占有率具有较高地位，其中丁烯-1产品在美国市场排名首位，裂解汽油在亚洲市场位列前两名，丙烯在欧洲和亚洲市场位列前三名。2017年标的公司实现营收12.28亿美元，净利润0.1亿美元。此次收购使公司全面进入国际化工供应链领域，未来行业发展空间巨大。

图表 26：2017 年中国石油和化工行业贸易情况

行业	行业整体 (亿美元)		
	出口额	进口额	差额 (出-进)
石油和天然气	32	1841	-1809
原油加工和石油制品	275	286	-11
化工产品	1552	1737	-185
其中：			
无机化学品	149	107	42
有机化学品	409	556	-147
化肥	61	23	38
农药	48	7	41
合成树脂	116	470	-354
合成橡胶	7	103	-96
合成纤维单体	4	87	-83
合成纤维聚合物	34	30	4
涂料、油墨、颜料	71	46	25
化学矿	10	15	-5
橡胶制品	465	84	381
专用化学品	177	209	-32
其他化学制品	1.5	0.2	2.3
专用设备	70	39	31
石油和化学工业合计	1930	3904	-1974

资料来源：石化联合会、太平洋证券整理

供应链管理在我国尚处于初级阶段，行业供应商单一，增值服务薄弱。在当前的国内外化工市场，企业之间的竞争正在成为供应链与供应链之间的竞争。因此，充分运用供应链管理，对我国化工行业完成结构转型、产业升级也具有重要意义。目前公司的供应链管理业务尚属前期拓展阶段，故毛利率较低，随着行业进一步发展，相信未来市场潜力巨大。

(三) 依托大股东资源，公司加速布局供应链管理业务

公司大股东君华集团是一家大型综合性企业集团，实力雄厚。在“多元化发展，专业化运作”的战略下，君华集团深耕房地产、大宗商品供应链管理及供应链金融、金融投资、汽车销售与服务、社区运营等行业，致力于挖掘产业深度，扩张优势业务，目前已在各领域确立了相对领先的行业地位。

供通云供应链有限公司是雪松控股旗下专门从事供应链管理的集团公司，成立于2002年，致力成为中国最大的大宗商品供应链管理企业。供通云主营业务是为产业链上下游企业提供一体化、全链条式的采购、销售、仓储、物流、价格风险管理、存货管理和金融等供应链管理服务。公司是华南地区最大的有色金属供应链服务及供应链金融提供商，2016年获评第八届“新财富最佳商业模式”。

据公开资料，供通云深耕铜产业链，在铝、锌等其他有色金属产业链亦有一定的拓展。其铜产品业务约占华南区域流通市场规模的40%，服务于华南市场80%的终端客户，是华南地区最大的铜产品提供商。经多年逐步发展，供通云从成立初期的大宗商品贸易商转型为产业链中的核心交易商，搭建起其供应链生态圈，覆盖平台、交易、服务和金融四大板块，衍生出相关的供应链增值服务。凭借控股股东雪松控股与君华集团在金融领域的资源，供通云平台以物联网、互联网、大数据构筑的立体闭环风控体系，分享15万亿元的供应链金融市场。

图表 27：供通云供应链生态圈

生态板块	板块内容
平台	价值创造的主体和保障
交易	满足大宗商品回收企业、采选企业、冶炼厂、加工厂、应用终端的正常采购、销售、加工，亦为平台引流
服务	基于大宗商品的行业经验、规模、资源整合而衍生出来
金融	帮助产业链企业发展解决资金问题

资料来源：网络资料，太平洋证券整理

目前，在我国A股市场上市的大宗类供应链管理企业主要有上海钢联（300226）、生意宝（002095）等。

上海钢联2000年成立，开始从事资讯类业务，2008年切入钢铁电商，2014年起逐步整合物流及供应链服务环节。是国内领先的立足黑色、有色、能源化工、农产品等大宗商品提供商业资讯服务、数据研究服务、电子商务服务及其增值服务的互联网平台综合运营商。公司围绕建设大宗商品电子商务生态体系的发展战略，逐步打造了以

大数据为基础包含供应链服务在内的互联网大宗商品闭环生态圈，并形成了以黑色金属为龙头，覆盖有色金属，能源化工，农产品等多领域的大宗商品产业链。2017年，上海钢联实现营业收入737 亿元，同比增长78%；归母净利润4818 万元，同比增长118%。其中电商业务（持股42.66%）实现营业收入734.50亿元，同比+78.73%；净利润4148.44万元，同比增长127%。其中供应链服务收入达136.08亿元，较上年同期增长145.00%。平台成交量4,797.31万吨，日均成交量19.19万吨（250个交易日计算），其中钢银平台寄售交易量达2,219.11万吨（同比+23.29%）。

生意宝作为国内领先的B2B运营商，以化工、纺织等专业网站起家，逐步发展成为集信息流、物流、资金流为一体的综合服务商，并已基本打造了全球领先的“大宗商品供应链综合服务生态圈”，形成了全行业、全产业链上下游的“闭环”服务体系。旗下包括电商平台（生意宝）、交易平台（网盛大宗）、数据平台（生意社）、支付平台（生意通）、仓储物流平台（网盛运泽物流网络）、融资平台（网盛融资）、风控平台、征信平台、消费金融平台（杭银消费金融）、跨境电商供应链平台（万事通）。2017年，生意宝实现营业收入3.62亿元，同比+11.63%；归母净利润0.19亿元，同比+51.90%。

依托大股东资源，齐翔腾达加速布局供应链管理业务。2017年公司投资设立了鄂尔多斯供应链、广州供应链、供应链香港、大连联商4家孙公司。随着业务的不断开展，供应链管理成为公司第二大业务板块。供应链板块设立当年完成营业收入127.03亿元，占公司营业总收入的57.15%。虽然目前毛利率很低，但由于起步阶段，未来具有较大提升空间。

2018年，对Granite Capital SA公司的收购将使公司全面进入国际化工供应链领域。在国内布局供应链业务基础上，借助标的公司国际化的经营团队、货源、渠道优势及低廉的融资成本，进一步拓展国际市场的供应链业务，实现供应链业务板块和生产经营业务板块的协同互补，形成齐翔腾达多业态的综合平衡产业布局。

图表 28：各公司 2017 年供应链管理业务营收及毛利情况

上市公司	营业收入(亿元)	营业成本(亿元)	净利润(万元)	净/毛利润率(%)
上海钢联	734.50		4148.44	0.0565 (净)
生意宝	2.09	2.07		1.12 (毛)
齐翔腾达	127.03	126.63		0.32 (毛)

资料来源：公司公告、太平洋证券整理

四、转型再升级，再造个齐翔腾达

(一) 山东新旧动能转换

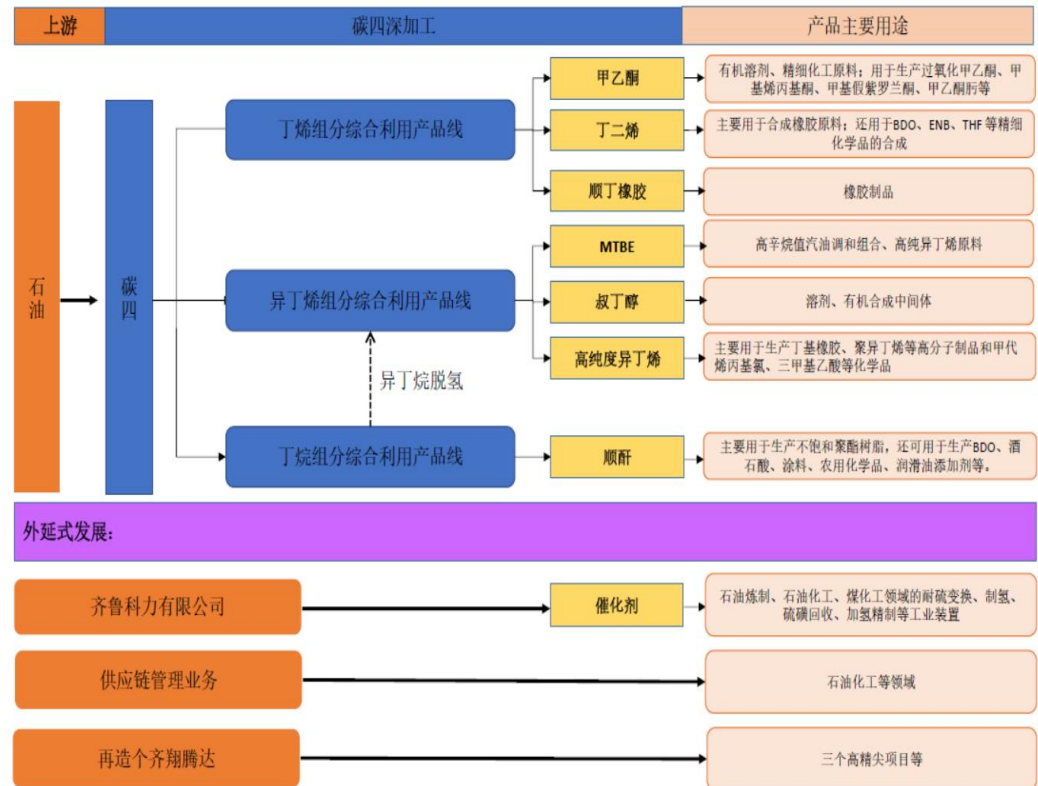
2015年10月，李克强总理在政府会议中提出“我国经济正处在新旧动能转换的艰难进程中”，2018年1月3日，国务院批复《山东新旧动能转换综合试验区建设总体方案》。这是十九大之后国务院批复的首个区域性国家发展战略，是我国第一个以新旧动能转换为主题的区域发展战略，由此可见山东“担当”及“重任”，成为新旧动能转换“试验田”、“主攻手”、“先行者”。方案提出，到2022年，基本形成新动能主导经济发展的新格局；到2028年，基本完成这一轮新旧动能转换。

山东省一直是我国化工大省，三次产业结构为6.7：45.3：48.0，传统产业占工业比重约70%，重化工业占传统产业比重约70%，转型升级压力大。本次方案明确提出“化解过剩产能置换形成新动能”，坚决遏制过剩产能扩张，严格执行环保、能耗、质量、安全、技术等法律法规和产业政策，加快淘汰落后产能。完善化工园区产业升级与退出机制，全面推动散、乱、危、小化工企业进园入区，力争到2022年进园入区比例达到40%左右。同时做优做强做大“十强”产业，其中新一代信息技术、高端装备、新能源新材料、智慧海洋、医养健康等五个产业属于新兴产业，高端化工、现代高效农业、文化创意、精品旅游、现代金融等五个产业属于传统改造升级形成的产业。到2022年，新能源新材料和高端化工产业增加值分别力争达到4400亿元(4.4%)和5100亿元(5.1%)。

(二) 未来三年，再造个齐翔

据报道，为培育新动能，公司主动出击，瞄准国内最先进水平、对标世界第一流标准，引进符合新旧动能转换的三个高精尖重大项目。目前公司已专门成立小组，进行攻关。力争用三年时间，再造一个齐翔。

图表 29：公司内生外延齐发展



资料来源：太平洋证券整理

五、员工持股，利益共享

2018年2月28日，公司完成第一期员工持股计划，参加本员工持股计划的公司员工总人数不超过407人，总计7.29亿元，均价12.81元/股，锁定期自2018年3月1日至2019年2月28日。本次员工持股，利益共享，有利于公司持续健康稳定发展，特别对于收购型企业。我们预计公司未来还会推出第二期、第三期员工持股计划或激励计划。

图表30：公司第一期员工持股计划

员工持股计划	总额 (亿元)	股数 (万股)	均价 (元/股)	锁定期
长安信托单一资金信托	0.39	305.47	12.78	12 个月
长安信托集合资金信托	6.89	5384.73	12.81	12 个月
合计	7.29	5690.20	12.81	12 个月

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

六、盈利预测及评级

根据公司发展规划，2020年再造个齐翔腾达，盈利翻番。假设以2017年归母净利润8.5亿元作为基础，2020年归母净利润为17亿元，2018-2020年CAGR为26%。

暂不考虑未来引进项目，我们预计公司2018-2020年归母净利润分别为11.02亿元、12.00亿元、13.59亿元，对应EPS 0.62元、0.68元、0.77元，PE 22X、21X、18X，考虑公司为C4产业链龙头，内生外延齐发展，再造个齐翔腾达，维持“买入”评级。

七、风险提示

产品价格大幅波动、内生外延进度不及预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,033	1,047	1,330	1,702	营业收入	22,226	32,107	36,811	42,403
应收票据	1,100	1,100	1,100	1,100	营业成本	20,443	29,792	34,243	39,504
应收账款	415	599	687	791	营业税金及附加	103	128	147	170
预付账款	362	527	606	699	销售费用	157	193	221	254
存货	742	1,081	1,242	1,433	管理费用	501	642	736	848
其他流动资产	63	63	63	63	财务费用	60	63	66	48
流动资产合计	3,715	4,417	5,028	5,788	资产减值损失	7	5	5	5
其他长期投资	86	86	86	86	公允价值变动收益	-7	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	4	10	15	20
固定资产	3,654	4,348	5,065	5,814	营业利润	992	1,293	1,408	1,594
在建工程	580	638	702	772	营业外收入	1	1	1	1
无形资产	745	745	745	745	营业外支出	2	2	2	2
其他非流动资产	865	865	865	865	利润总额	991	1,292	1,407	1,593
非流动资产合计	5,931	6,682	7,463	8,282	所得税	144	194	211	239
资产合计	9,645	11,099	12,491	14,070	净利润	847	1,099	1,196	1,354
短期借款	1,647	1,697	1,748	1,800	少数股东损益	-3	-4	-4	-4
应付票据	60	60	60	60	归属母公司净利润	850	1,102	1,200	1,359
应付账款	447	651	748	863	NOPLAT	869	1,149	1,245	1,383
预收款项	228	329	377	434	EPS (摊薄)	0.48	0.62	0.68	0.77
其他应付款	177	177	177	177					
一年内到期的非流动	0	0	0	0					
其他流动负债	230	230	230	230	主要财务比率				
流动负债合计	2,789	3,144	3,340	3,565	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	278.3%	44.5%	14.7%	15.2%
其他非流动负债	179	179	179	179	EBIT增长率	75.6%	32.3%	8.3%	11.1%
非流动负债合计	179	179	179	179	归母公司净利润增长率	69.1%	29.7%	8.9%	13.2%
负债合计	2,968	3,323	3,519	3,744	获利能力				
归属母公司所有者权益	6,646	7,749	8,949	10,308	毛利率	8.0%	7.2%	7.0%	6.8%
少数股东权益	24	20	16	12	净利率	3.8%	3.4%	3.2%	3.2%
所有者权益合计	6,670	7,769	8,965	10,319	ROE	12.8%	14.2%	13.4%	13.2%
负债和股东权益	9,638	11,092	12,484	14,064	ROIC	12.0%	13.8%	13.1%	12.8%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	30.8%	30.0%	28.2%	26.6%
单位:百万元					债务权益比	27.4%	24.1%	21.5%	19.2%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	流动比率	133.2%	140.5%	150.5%	162.4%
经营活动现金流	425	1,281	1,674	1,876	速动比率	106.6%	106.1%	113.3%	122.2%
现金收益	1,398	1,670	1,863	2,098	营运能力				
存货影响	-58	-339	-161	-191	总资产周转率	2.3	2.9	2.9	3.0
经营性应收影响	-800	-355	-171	-202	应收账款周转天数	7	7	7	7
经营性应付影响	-189	306	145	172	应付账款周转天数	8	8	8	8
其他影响	74	-1	-1	-1	存货周转天数	13	13	13	13
投资活动现金流	-413	-1,254	-1,375	-1,509	每股指标 (元)				
资本支出	-543	-1,264	-1,390	-1,529	每股收益	0.48	0.62	0.68	0.77
股权投资	4	10	15	20	每股经营现金流	0.24	0.72	0.94	1.06
其他长期资产变化	126	0	0	0	每股净资产	3.74	4.36	5.04	5.81
融资活动现金流	272	-14	-15	5	估值比率				
借款增加	451	49	51	52	P/E	29.1	22.4	20.6	18.2
财务费用	-60	-63	-66	-48	P/B	3.7	3.2	2.8	2.4
股东融资	-90	0	0	0	EV/EBITDA	17.2	14.2	12.8	11.4
其他长期负债变化	-28	0	0	0					

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。