

齐翔腾达 (002408.SZ) 化学原料行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

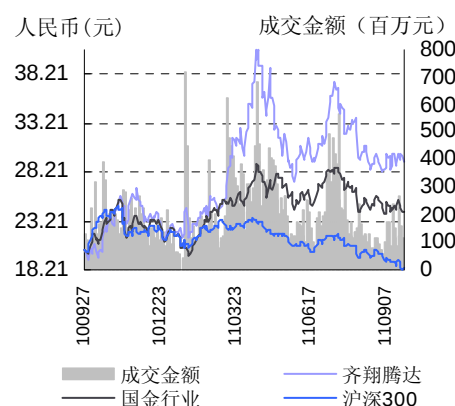
市价(人民币): 29.22 元

丁二烯项目生逢其时, 明年利润爆发性增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	160.20
总市值(百万元)	13,651.82
年内股价最高最低(元)	40.73/19.25
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.371	0.899	1.207	2.088	2.753
每股净资产(元)	2.47	9.95	12.12	15.91	20.86
每股经营性现金流(元)	1.25	1.31	2.70	3.99	5.54
市盈率(倍)	N/A	44.91	24.39	14.10	10.70
行业优化市盈率(倍)	34.77	33.57	36.31	36.31	36.31
净利润增长率(%)	20.81%	142.05%	34.32%	72.96%	31.82%
净资产收益率(%)	36.12%	16.26%	17.93%	23.63%	23.75%
总股本(百万股)	194.56	259.56	467.21	467.21	467.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司未来核心看点在于公司的 10 万吨丁二烯项目, 及获取 C4 的能力。丁二烯项目采用丁烯氧化脱氢工艺, 是国内第一套将投产的大型装置。
- 我们预计丁二烯产品价格与原料 C4 (丁烷、丁烯、丙烷、丙烯等炼厂副产物) 价差会放大。主要基于以下两方面:
 - (一) 国外轮胎行业向国内的大转移正处高潮末端, 对合成橡胶的需求只高不低, 存在惯性需求增长, 去年国内消费 373 万吨合成橡胶, 截至到今年底, 扩建及立项的顺丁橡胶就至少有 30 万吨;
 - (二) 国内合成胶原料主要是丁二烯, 而丁二烯生产主要来源于乙烯联产的 C4 萃取分离, 合成工艺装置极少, 由于目前国内乙烯扩产受环保所限, 导致丁二烯供给有限。
- 我们判断丁二烯项目投产时间可能早于市场预期。市场预期明年 3-4 月份投产。如果投产顺利, 未来可能会再上新项目, 从而实现收入及利润爆发性增长。就公司公告称稀土顺丁橡胶合资方哈尔滨博实退出(传言要拟 IPO)而言, 我们认为不影响公司未来发展格局, 也许明天更美好。
- 公司对 C4 资源的获取能力很强。曾经某上市公司与一大型轮胎厂筹划生产合成橡胶, 后来由于 C4 资源紧缺, 无法拿到配给资源而最后被迫放弃。而进口 C4, 由于丁烯含量低, 处于成本考虑, 并不合适生产合成橡胶。对 C4 资源的掌控, 已经成为丁二烯企业的核心竞争力。
- 甲乙酮是公司长期稳定的利润来源。目前甲乙酮价格小弹后已处于合理价格水平(12000 元/吨左右)。公司老厂甲乙酮国内产能第一, 产量 13 万吨, 市场占有率近 40%, 今年黄岛新增 6 万吨, 开工率始终保持在 100% 以上, 远高于行业 70-80% 的水平, 其核心优势在于 C4 原料足(甲乙酮原料也是丁烯, 直接水合生产)。未来在下游涂料行业增长和环保替代苯溶剂的推动下, 甲乙酮未来仍有小幅提价空间。

投资建议与估值

- 给予“买入”评级。预计 2011-2013 年公司销售收入 2,575、4,397、5,387 百万元, 归属于母公司净利润分别为 564、976、1,286 百万元, 对应 EPS 分别为 1.21、2.09、2.75 元。

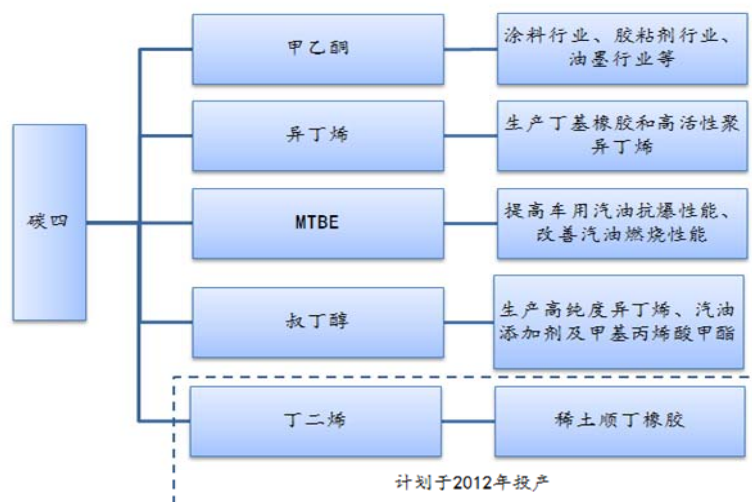
风险

- 宏观经济波动影响甲乙酮的下游需求; 丁二烯新产品投产不顺。

刘波

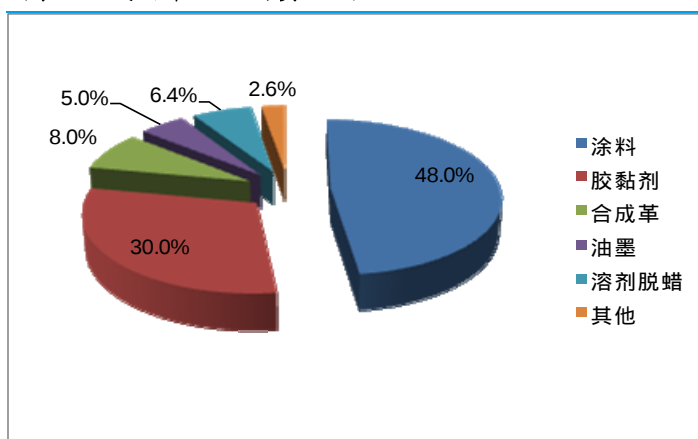
分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

图表1：公司的碳四深加工产业链



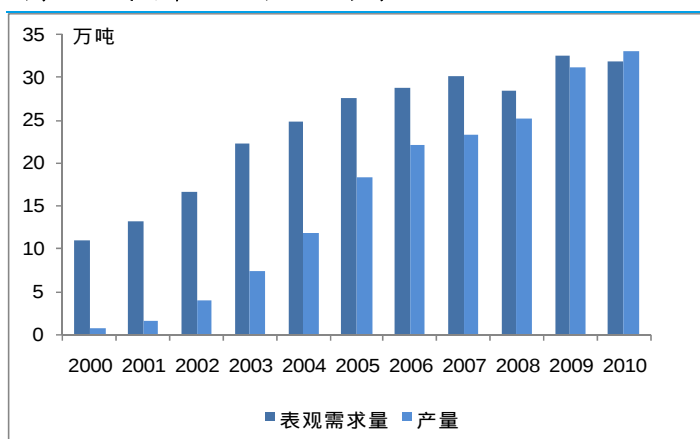
来源：国金证券研究所

图表2：我国甲乙酮消费结构



来源：化工文摘、国金证券研究所

图表3：我国甲乙酮行业供需情况



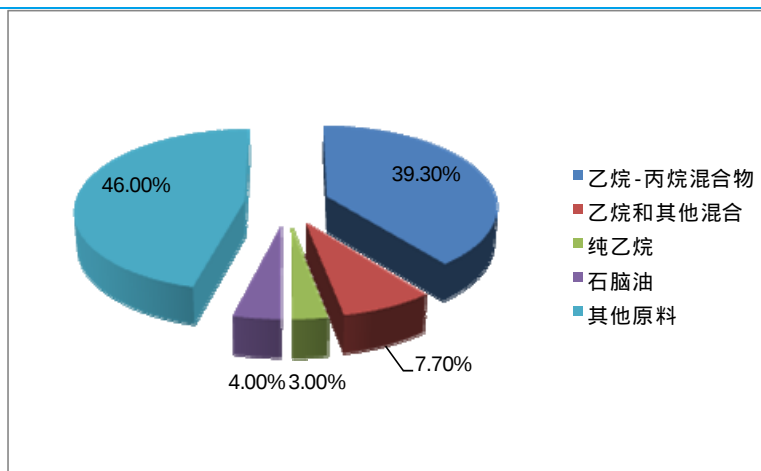
来源：卓创资讯、百川资讯、国金证券研究所

图表4：2010年国内甲乙酮主要生产企业

生产厂家	产能（万吨）	地区
齐翔腾达	12	山东淄博
兰州石化	6	甘肃兰州
抚顺石化	5.5	辽宁抚顺
天利高新	3	新疆克拉玛依
哈尔滨炼化	3	黑龙江哈尔滨
泰州石化	3	江苏泰州
中捷石化	3	河北沧州
黑龙江石化	1.5	黑龙江
2010年合计	37	-

来源：国金证券研究所

图表5：2009 年中东超过50%的乙烯采用乙烷原料



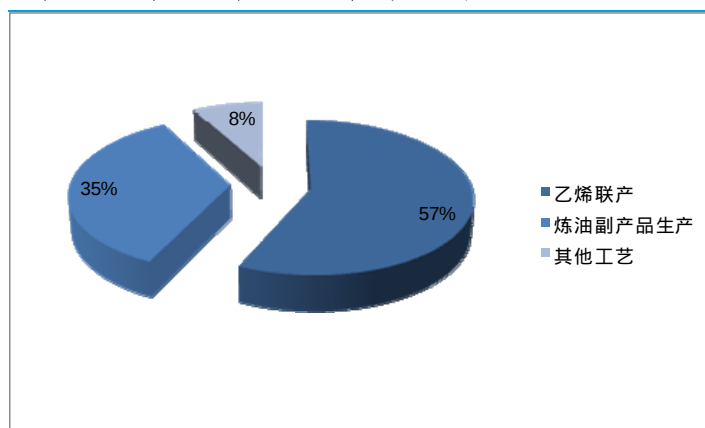
来源：化工在线、国金证券研究所

图表6：乙烷副产的丙烯和丁二烯较少（表中数据为收率）

产品	石脑油	乙烷	丙烷	丁烷	轻柴油
燃料气	17.32%	14.80%	29.09%	32.32%	10.61%
乙烯	32.68%	80%	45.45%	36.36%	26.53%
丙烯	15.36%	2%	15.91%	16.85%	15.92%
丁二烯	4.58%	0.80%	0.91%	1.47%	4.77%
丁烯	4.58%	-	-	-	5.04%
热解汽油	25.49%	2%	7.95%	12.82%	37.14%

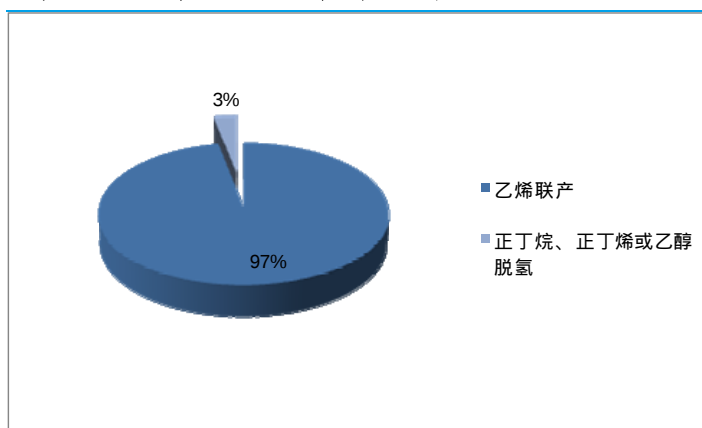
来源：国金证券研究所

图表7：丙烯绝大部分由乙烯联产而得



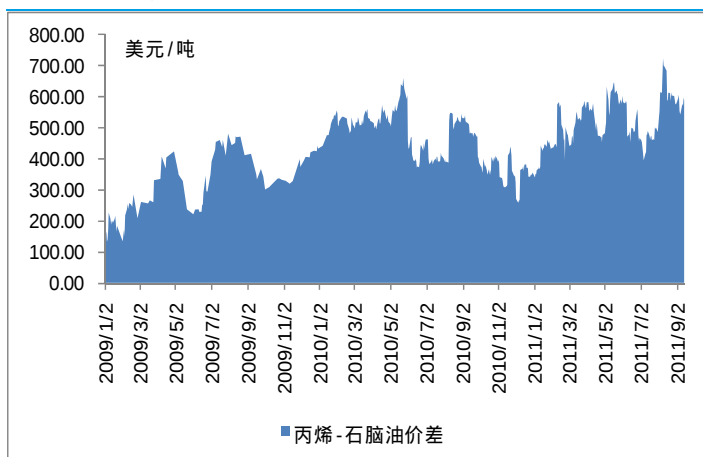
来源：国金证券研究所

图表8：丁二烯主要由乙烯联产而得



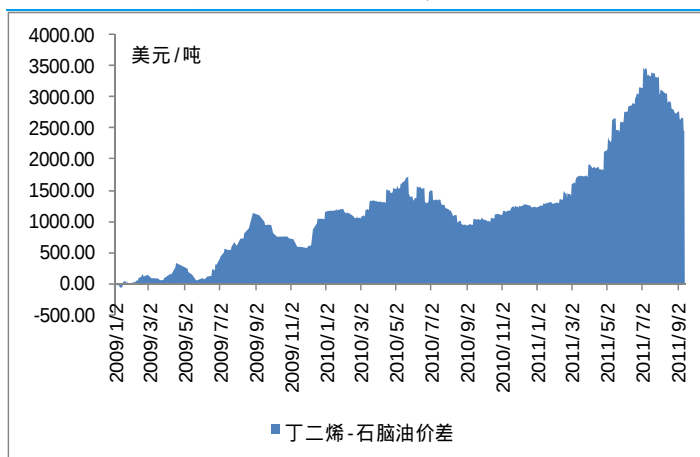
来源：国金证券研究所

图表9：丙烯-石脑油价差上升趋势明显



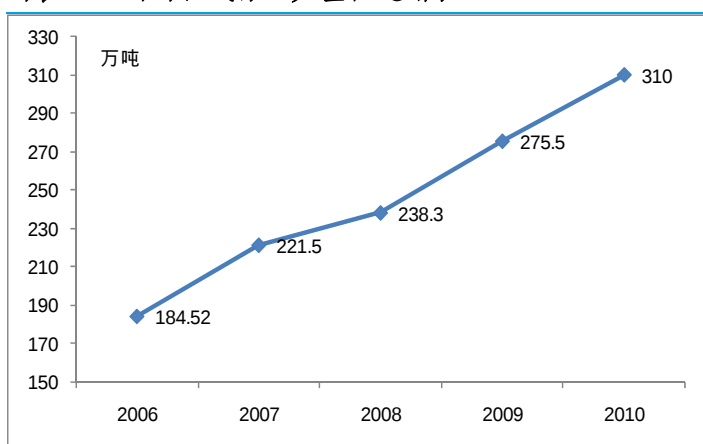
来源：化工在线、国金证券研究所

图表10：丁二烯-石脑油价差一路攀升



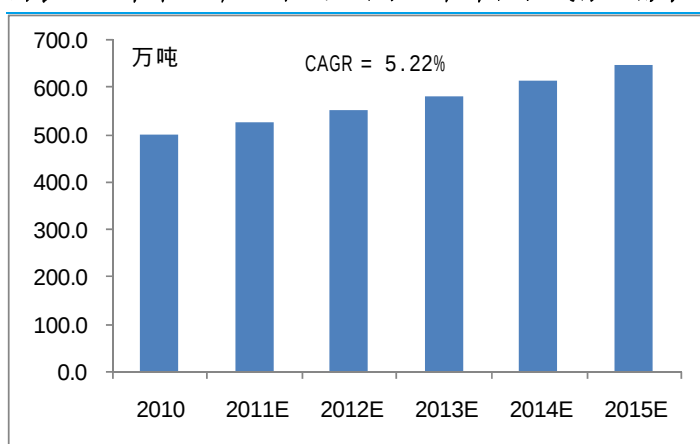
来源：化工在线、国金证券研究所

图表11：国内合成橡胶产量快速增长

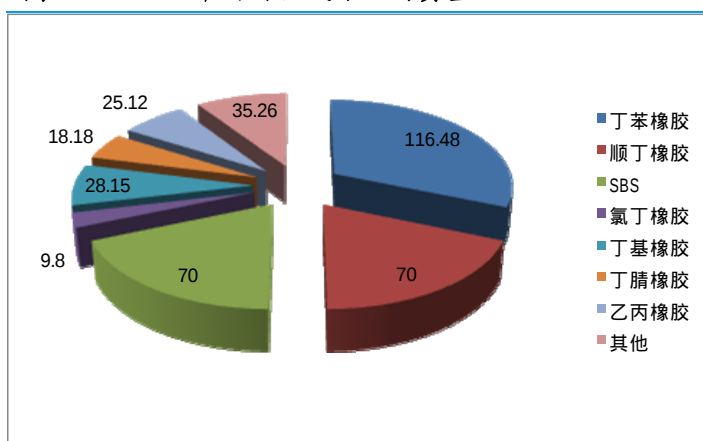


来源：国金证券研究所

图表12：未来五年亚洲地区（除日本外）合成橡胶需求

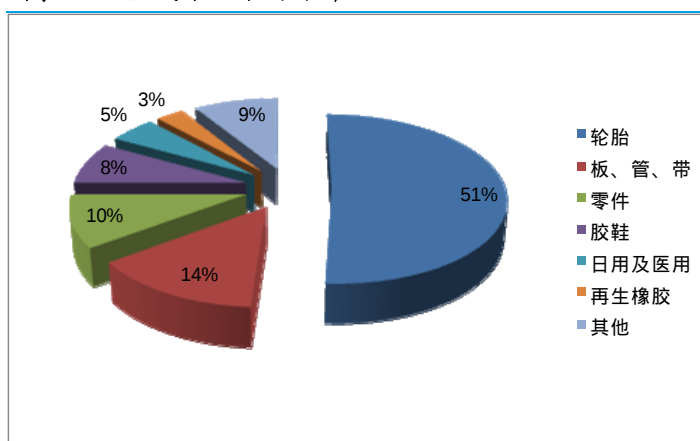


图表13：2010年国内合成橡胶消费量（万吨）



来源：国金证券研究所 注：氯丁橡胶、乙丙橡胶根据需求量09年数据推算

图表14：合成橡胶下游分布



附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,116	1,297	2,360	2,575	4,397	5,387
增长率	16.3%	81.9%	9.1%	70.8%	22.5%	
主营业务成本	-851	-1,001	-1,761	-1,831	-3,100	-3,712
% 销售收入	76.3%	77.2%	74.6%	71.1%	70.5%	68.9%
毛利	265	296	598	744	1,297	1,675
% 销售收入	23.7%	22.8%	25.4%	28.9%	29.5%	31.1%
营业税金及附加	-5	-8	-17	-17	-29	-35
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-24	-28	-38	-41	-66	-75
% 销售收入	2.2%	2.2%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%
管理费用	-22	-17	-41	-44	-70	-81
% 销售收入	2.0%	1.3%	1.7%	1.7%	1.6%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	213	242	501	642	1,132	1,484
% 销售收入	19.1%	18.7%	21.2%	24.9%	25.8%	27.5%
财务费用	-18	-15	7	37	43	66
% 销售收入	1.6%	1.1%	-0.3%	-1.4%	-1.0%	-1.2%
资产减值损失	-3	3	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	193	231	504	680	1,176	1,550
营业利润率	17.3%	17.8%	21.4%	26.4%	26.7%	28.8%
营业外收支	-1	-2	3	0	0	0
税前利润	192	229	508	680	1,176	1,550
利润率	17.2%	17.7%	21.5%	26.4%	26.7%	28.8%
所得税	-48	-56	-88	-116	-200	-263
所得税率	25.2%	24.3%	17.3%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	144	174	420	564	976	1,286
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	144	174	420	564	976	1,286
净利率	12.9%	13.4%	17.8%	21.9%	22.2%	23.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	144	174	420	564	976	1,286
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	32	63	64	107	183	211
非经营收益	17	15	-6	0	0	0
营运资金变动	-58	-8	-138	30	-122	-60
经营活动现金净流	134	244	340	701	1,037	1,437
资本开支	-156	-57	-47	-873	-291	0
投资	0	0	0	0	0	0
其他	1	0	2	0	0	0
投资活动现金净流	-155	-57	-45	-873	-291	0
股权募资	0	0	1,789	0	6	0
债权募资	230	-82	-248	0	0	0
其他	-120	-97	-127	0	0	0
筹资活动现金净流	110	-179	1,413	0	6	0
现金净流量	89	8	1,709	-172	752	1,437

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	166	174	1,883	1,711	2,463	3,900
应收款项	82	52	152	131	224	274
存货	60	88	83	89	150	180
其他流动资产	12	33	134	147	235	277
流动资产	320	347	2,252	2,078	3,072	4,631
% 总资产	37.8%	41.7%	82.7%	62.6%	69.5%	80.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	505	465	454	1,221	1,329	1,119
% 总资产	59.7%	55.9%	16.7%	36.8%	30.1%	19.4%
无形资产	19	18	17	17	16	16
非流动资产	526	484	473	1,239	1,347	1,136
% 总资产	62.2%	58.3%	17.3%	37.4%	30.5%	19.7%
资产总计	845	831	2,724	3,317	4,418	5,767
短期借款	330	248	0	0	0	0
应付款项	121	80	70	92	156	188
其他流动负债	5	22	72	79	134	164
流动负债	457	350	142	170	290	352
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	457	350	142	170	290	352
普通股股东权益	389	480	2,583	3,147	4,129	5,415
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	845	831	2,724	3,317	4,418	5,767

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.307	0.371	0.899	1.207	2.088	2.753
每股净资产	1.997	2.469	9.950	12.123	15.906	20.861
每股经营现金净流	0.690	1.254	1.310	2.702	3.994	5.536
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	36.96%	36.12%	16.26%	17.93%	23.63%	23.75%
总资产收益率	16.99%	20.89%	15.42%	17.01%	22.08%	22.30%
投入资本收益率	22.19%	25.19%	16.05%	16.95%	22.76%	22.74%
增长率						
主营业务收入增长率	23.76%	16.31%	81.86%	9.14%	70.76%	22.51%
EBIT增长率	31.17%	13.71%	106.81%	28.14%	76.25%	31.03%
净利润增长率	2.57%	20.81%	142.05%	34.32%	72.96%	31.82%
总资产增长率	80.19%	-1.71%	227.97%	21.75%	33.20%	30.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.7	10.5	7.9	7.9	7.9	7.9
存货周转天数	19.2	26.9	17.7	17.7	17.7	17.7
应付账款周转天数	24.8	32.1	10.7	10.7	10.7	10.7
固定资产周转天数	165.0	128.9	69.0	154.1	110.2	75.7
偿债能力						
净负债/股东权益	42.27%	15.40%	-72.91%	-54.37%	-59.66%	-72.02%
EBIT利息保障倍数	12.1	16.3	-76.8	-17.3	-26.2	-22.5
资产负债率	54.02%	42.17%	5.21%	5.14%	6.56%	6.11%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	6	9	13	27
买入	0	3	5	6	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.33	1.35	1.33	1.28

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B