

化工行业研究小组

分析师：李琳琳 Lilll2345@sina.com

执业证书编号：S0730511010010

联系人：顾敏豪 gumh00@ccnew.com

甲乙酮推动业绩增长，丁二烯提供未来希望

——齐翔腾达（002408）年报点评

证券研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期：2012年4月18日

报告关键要素：

甲乙酮上半年价格暴涨和产能的扩张带动公司业绩增长。随着下游需求的逐步恢复，甲乙酮价格有望回升，保障公司未来业绩。丁二烯项目和稀土顺丁橡胶项目是公司未来增长的主要动力。预计公司2012年、2013年EPS分别为1.27元和1.86元，以4月17日收盘价21.86元计算，对应市盈率分别为17倍和12倍。考虑到公司业绩的成长性，给予“增持”的投资评级。

事件：

- **齐翔腾达（002408）公布2011年年报。**2011年，公司实现营业收入27.88亿元，同比增长13.37%；营业利润6.32亿元，同比增长23.03%；归属于上市公司股东的净利润5.06亿元，同比增长18.60%；基本每股收益1.08元。公司同时公布了利润分配方案，拟每10股派发现金红利3元，并以资本公积金每10股转增2股。

点评：

- **甲乙酮量价齐升推动业绩增长。**公司主要产品有甲乙酮、异丁烯、MTBE、叔丁醇等。甲乙酮是公司收入和利润的主要来源，2011年占收入和利润的比重分别为65.55%和85.29%。2011年上半年以来，日本地震导致全球最大的甲乙酮装置停产，甲乙酮价格出现暴涨。价格暴涨导致大量下游厂家选择其他产品进行替代，加上下半年下游涂料、胶粘剂行业景气度下滑，需求低迷导致甲乙酮价格出现了大幅下跌。从全年均价看，甲乙酮价格上涨了14%。此外，公司4万吨甲乙酮装置于下半年投产，产量有所增长。受此影响，公司甲乙酮业务实现收入18.27亿元，同比增长18.03%，利润6.55亿元，同比增长40%。公司其他产品则实现了9.54亿元收入和1.13亿元利润，同比分别增长18%和下降12%。因此甲乙酮是公司业绩增长的主要动力。

图1：2006-2011年公司营收和利润

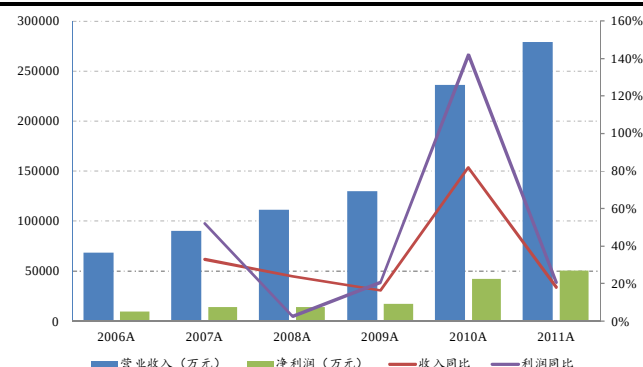
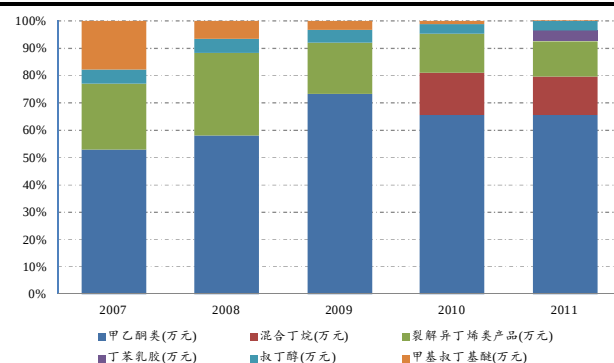


图2：2007-2011年公司收入结构



资料来源：中原证券、公司公告

资料来源：中原证券、公司公告

- **甲乙酮价格剧烈波动影响盈利能力。**作为公司最主要的产品，甲乙酮的价格对公司业绩影响较大。2011年以来甲乙酮价格呈现先暴涨后暴跌的态势，导致公司四个季度的业绩出现较大的波动。2011年第一第二季度，公司分别实现净利润1.4亿元和2亿元，同比上升91.26%和233.84%。下半年在甲

乙酮价格暴跌影响下，公司业绩快速下滑，三四季度的净利润分别为1.08亿元和0.54亿元。

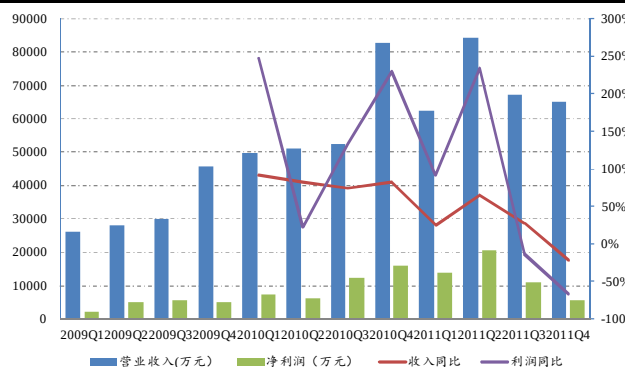
公司全年综合毛利率为27.54%，较2010年提高2.18个百分点。其中三四季度的毛利率分别为22.87%和23.55%，盈利能力随着甲乙酮价格的下跌显著回落。主要产品甲乙酮的毛利率为35.85%，较2011年上半年下降4.84个百分点，较2010年提高5.63个百分点。

图3：甲乙酮价格走势



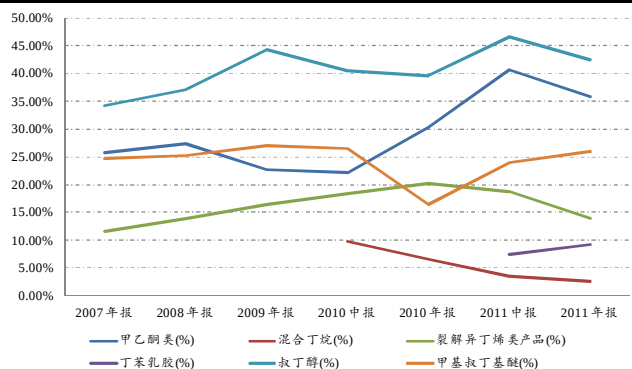
资料来源：中原证券、公司公告

图4：2009-2011年公司分季度业绩



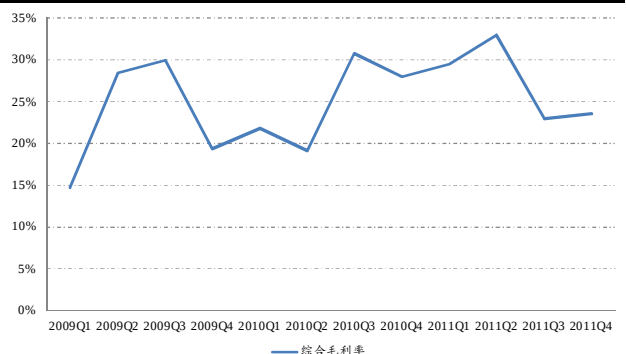
资料来源：中原证券、公司公告

图5：公司分产品毛利率走势



资料来源：中原证券、公司公告

图6：公司综合毛利率走势



资料来源：中原证券、公司公告

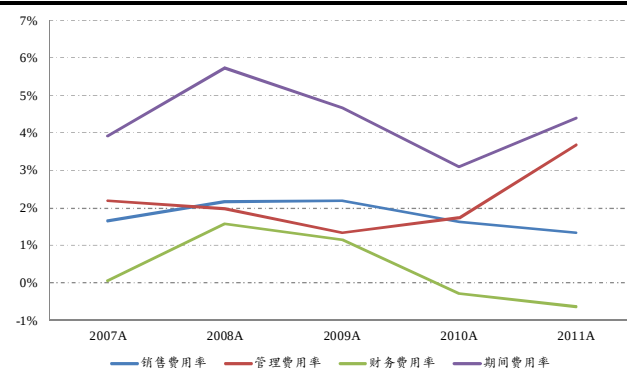
- **甲乙酮价格有望回升，保障公司盈利。**甲乙酮主要作为溶剂应用于涂料、胶粘剂和油墨等领域。相比于传统的苯、甲苯、二甲苯等“三苯”溶剂，甲乙酮具有低毒、溶解性好、挥发性低等优势，因而是其优良替代品，其价差通常在1500-2000元。下半年以来甲乙酮价格暴跌导致其价格与三苯溶剂的价格出现倒挂。凭借性能和价格上的优势，选择甲乙酮替代品的厂家需求有望逐步恢复。二季度后涂料需求有望上升，带动甲乙酮价格逐步回升。

随着4万吨甲乙酮扩建装置去年下半年的投产，公司已拥有14万吨甲乙酮的产能，实际生产能力达到18万吨，一跃成为全球最大的甲乙酮生产企业。在甲乙酮扩建产能逐步释放和价格的回升下，公司甲乙酮业务的盈利能力将有所恢复，保障未来业绩。

- **期间费用小幅上升。**2011年公司期间费用率4.40%，较2010年提升1.3个百分点。期间费用率提升的主要原因是公司加大了研发投入，管理费用率上升所致。公司研发费用由519万元大幅增长到6115万元，主要用于新工艺的研发投入。作为碳四深加工产业的龙头企业，新工艺的研发投入对于公司保持其核心竞争力具有重要的意义，也有利于公司继续开发碳四深加工产品。在研发费用大幅提升的带动下，公司期间费用同比增长67.41%。

公司销售费用率较为平稳，2011年销售费用率1.33%，同比下降0.3个百分点。公司财务费用率为-0.62%，较上年下降0.34个百分点。主要是公司定期存款导致利息收入增加所致。

图7：2008-2011年公司期间费用率



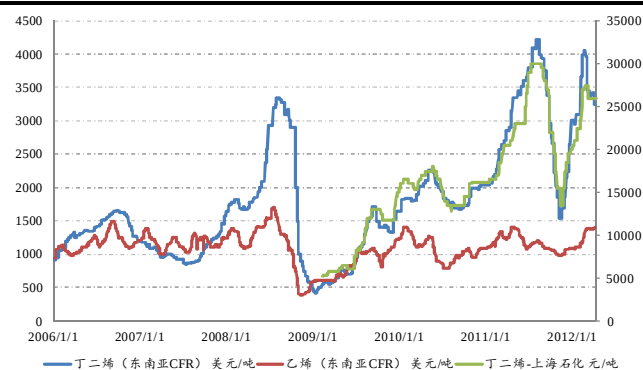
资料来源：中原证券、公司公告

- **丁二烯和稀土橡胶项目保障公司未来增长。**公司10万吨丁二烯项目预计于2012年5月份投产，今年产量有望达到8万吨。公司利用碳四加工生产丁二烯，由于能够从齐鲁石化和青岛炼化获得低价碳四资源，因而成本优势明显。2007-2009年，公司采购碳四的均价分别为3947元/吨，4363元/吨和3259元/吨，与市场上均价相差约1000元/吨。公司以碳四路线生产丁二烯的成本大约在15000元/吨，目前市场上丁二烯价格在26000元/吨，因而盈利空间丰厚。

2011年底丁二烯价格大幅上涨主要是受部门厂商停产检修带来供应紧张所致。由于丁二烯下游合成橡胶需求疲软，短期内丁二烯价格下行的压力较大。但公司该项目仍有较大的盈利空间，即使以下半年丁二烯均价20000元/吨来估算，公司丁二烯项目约能提供毛利4亿元，贡献EPS0.56元，对业绩的增厚作用显著。

从长期看丁二烯价格上涨的空间较大。随着北美及中东等地大量使用页岩气、石油气以及轻质原油作为乙烯裂解原料，全球乙烯裂解轻质化已经成为趋势。作为石脑油裂解生产乙烯的副产品，丁二烯的供应受到了较大的影响，从而推动价格上涨。2010年以来，丁二烯价格出现大幅上涨，且走势明显独立于乙烯价格。随着合成橡胶的需求持续增长，未来丁二烯的供需将长期处于紧张的状态，价格有望持续上涨，从而推动公司业绩大幅增长。

图8：丁二烯与乙烯价格走势



资料来源：中原证券、百川资讯

公司5万吨稀土顺丁橡胶预计将于年底投产。稀土顺丁橡胶主要用于高级轮胎的生产，相比顺丁橡胶具有抗老化、抗湿滑的优势，价格通常要高出15%左右。稀土顺丁橡胶的生产技术一直被欧

美的少数企业垄断，公司通过引进俄罗斯的成熟技术，有望在国内率先实现稀土顺丁橡胶的生产。该项目有望于2013年为公司贡献业绩。

● **盈利预测和投资建议：**

预计公司2012、2013年EPS分别为1.27元和1.86元，以3月22日收盘价21.86元计算，对应PE分别为17.21倍和11.75倍。考虑到公司业绩的快速成长性，给予公司“增持”的投资评级。

● **风险提示：项目进展不及预期。**

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2359.58	2787.58	3854.22	5472.35
增长比率（%）	81.86%	18.14%	38.26%	41.98%
净利润（百万元）	419.99	506.43	594.60	866.83
增长比率（%）	142.05%	20.58%	17.41%	45.78%
每股收益（元）	0.90	1.08	1.27	1.86
市盈率（倍）	24.29	20.24	17.21	11.75

资料来源：中原证券

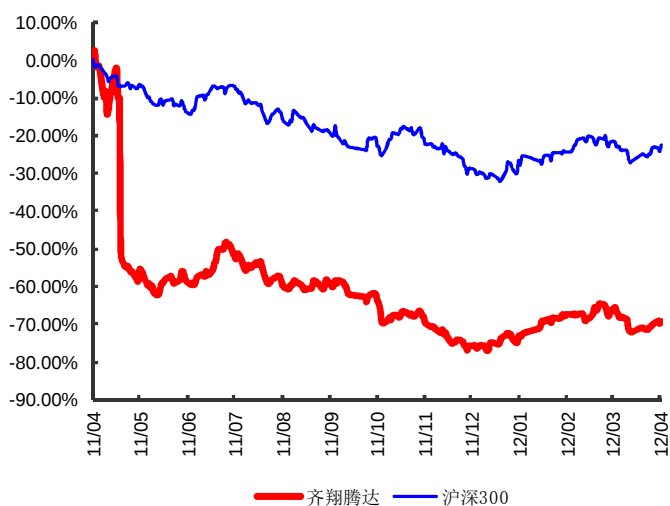
市场数据（2012年4月18日）

收盘价（元）	21.86 元
一年内最高/最低（元）	78.88/16.25
沪深300指数	2512.83
市净率（倍）	3.56
流通市值（亿元）	35.02

基础数据（2012年4月18日）

每股净资产（元）	6.27
每股经营现金流（元）	-0.04
毛利率（%）	27.54%
净资产收益率（%）	18.38%
资产负债率（%）	4.35%
总股本/流通股（万股）	4670/1600
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。