

分析师：齐求实

执业证书编号：S0050511070001

Tel: 010-59355977

Email: qiqs@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



齐翔腾达 (002408.SZ)

第三季度业绩环比下滑

投资要点

● **前三季度每股收益 0.97 元。**报告期内公司实现营业收入 21.36 亿元，同比增长 33.29%；归属于上市公司股东净利润 4.53 亿元，同比增长 74.32%，每股收益 0.97 元。

● **预计甲乙酮的价格震荡盘整。**日本地震导致甲乙酮量的缺乏，国内甲乙酮无论是在出口还是内销上都十分火爆。随着下游需求及市场供货被炒作，甲乙酮的价格一度被推涨至 24000-24500 元/吨的历史高位。鉴于此价位下游无力承受，不少下游生产工厂开始使用替代品，缩减了市场对甲乙酮的需求量，持货商库存压力愈发明显。预计甲乙酮市场短期内以盘整为主。

● **第三季度业绩环比下滑接近 50%。**去年同期公司主要产品甲乙酮、异丁烯等价格都开始大幅上涨，毛利率也有开始逐步上升，但是甲乙酮等产品价格的大涨对下游需求有一定的抑制作用。随着 8 月以来原油价格的大跌，以及对国内外经济形势的担忧，公司三季度毛利率有明显下滑。当前丁二烯国内库存偏多，而下游顺丁和 ABS 市场需求疲软，导致丁二烯市场成交艰难，出厂价格持续下调，价格难以止跌。但是我们认为现在的丁二烯、顺丁橡胶的价格仍旧比去年同期略高，而且公司规划的稀土顺丁供给不足，在市场上有明显的竞争优势。

● **“增持”评级。**预计公司 2011-2013 年，每股收益分别为 1.21、2.03、2.62 元，对应动态市盈率 16.6、10、7.8 倍，给予公司“增持”评级。

化工

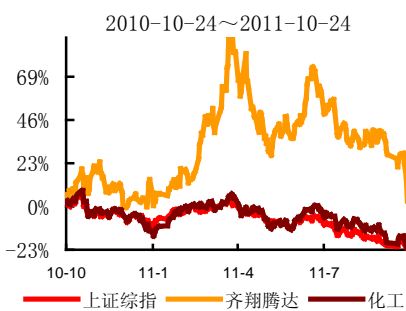
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	25

市场数据

市价(元)	22.10
上市的流通 A 股(亿股)	1.60
总股本(亿股)	4.67
52 周股价最高最低(元)	22.1-78.88
上证指数/深证成指	2317.28/9697.21
2010 年股息率	0.00%

52 周相对市场表现



相关研究

《甲乙酮价格推动业绩 增长有望超出预期》 2010-11-02

公司财务数据及预测				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2359.58	2698.10	4409.00	5133.00
增长率(%)	81.85	14.35	63.41	16.42
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	419.99	565.79	949.82	1224.66
增长率(%)	142.04	17.74	67.88	28.94
毛利率(%)	25.35	26.90	27.90	30.52
净资产收益率(%)	16.26	18.81	25.47	26.17
EPS(元)	1.81	1.21	2.03	2.62
P/E(倍)	24.58	16.60	9.89	7.67
P/B(倍)	4.21	3.12	2.52	2.01

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、三季度甲乙酮价格大幅回落	3
二、三季度（7-9 月）业绩同比下滑	3
三、丁二烯项目仍然看好	4

图表目录

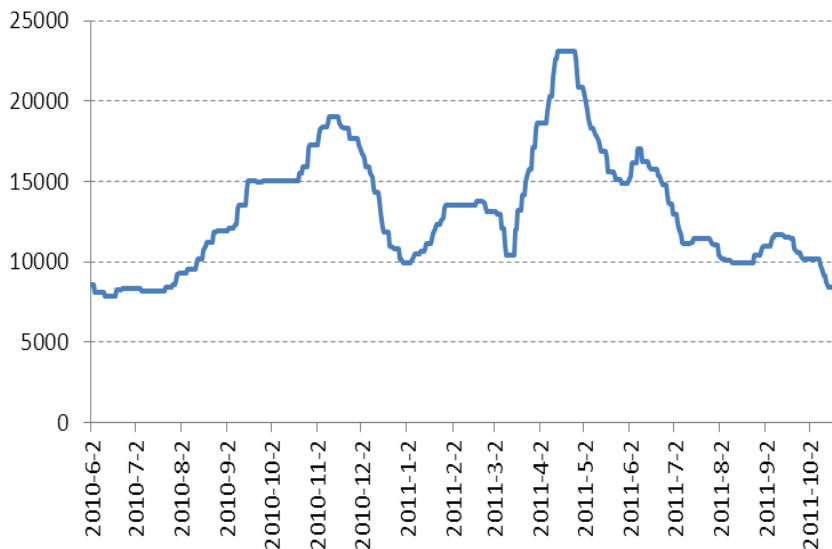
图 1：甲乙酮价格走势（元/吨）	3
图 2：公司毛利率变化趋势（%）	4
图 3：公司单季度净利润（万元）	4
表 1：盈利预测简表：	5
附录：财务预测表	6

报告期内公司实现营业收入 21.36 亿元，同比增长 33.29%；归属于上市公司股东净利润 4.53 亿元，同比增长 74.32%，每股收益 0.97 元。

一、三季度甲乙酮价格大幅回落

甲乙酮是公司的最主要产品，占总营业收入的 6 成以上，所以甲乙酮板块对公司的业绩影响较大。日本地震以后，由于丁酮量的缺乏，国内丁酮无论是在出口还是内销上都十分火爆。随着下游需求及市场供货被炒作，丁酮的价格一度被推涨至 24000-24500 元/吨的历史高位。鉴于此价位下游无力承受，不少下游生产工厂开始使用替代品，缩减了市场对丁酮的需求量，不少商家在前期丁酮价格急剧攀升的时候备有不少库存，因此后期价格下跌，寻货低迷，持货商库存压力愈发明显。

图 1：甲乙酮价格走势（元/吨）



数据来源：民族证券

近几周甲乙酮市场一直处于低位弱势盘整状态，价格维持在 8300-8500 元/吨附近，8000 元/吨上下的价位近成本，部分下游行业认为已到采购的时机，另外目前价位反低于相关替代品丙酮的市场价格，考虑到生产成本问题，已有部分下游工厂开始考虑是否回用丁酮，在维持了几天的平静稳定之后，最近市场开始有向好迹象。

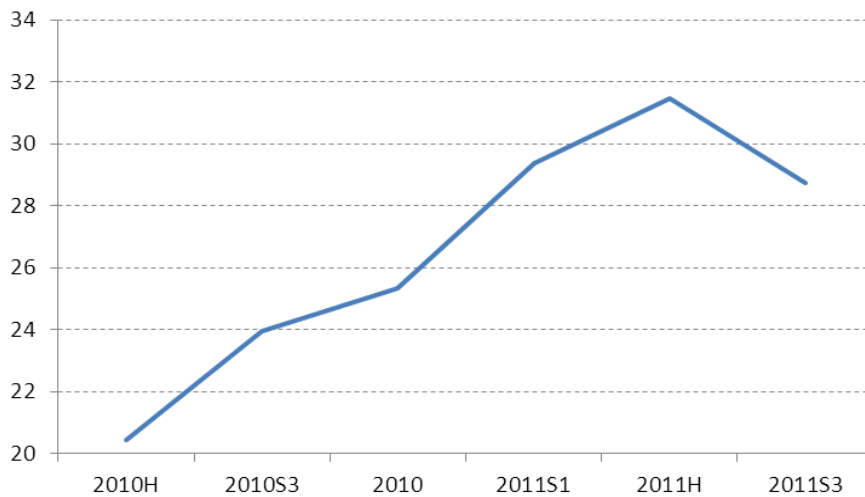
目前国内各丁酮厂家依然持稳操作，整体来看，当前市场货源仍旧较为充裕，虽然市场仍旧延续供大于求的格局，但是在成本支撑下，上周华东市场报盘多在 8700-8900 元/吨附近，华南则坚挺在 8800-9100 元/吨左右，市场成交略见好转，预计短期内市场仍有小幅走高的机会。

公司两套共 7 万吨/年的装置和黄岛 8 万吨/年的装置生产，目前库存压力不大。抚顺石化两套丁酮装置停车检修，并且开车时间延迟至月底，这点也支撑了此时价格的走高，预计当前丁酮市场的走高不会持续太长时间，短期内以盘整为主。

二、三季度（7-9 月）业绩同比下滑

去年同期，公司生产主要产品甲乙酮、异丁烯等价格都开始大幅上涨，毛利率也有开始逐步上升，但是甲乙酮等产品价格的大涨对下游需求有一定的抑制作用。随着 8 月以来原油价格的大跌，以及对国内外经济形势的担忧，公司三季度毛利率有明显下滑。

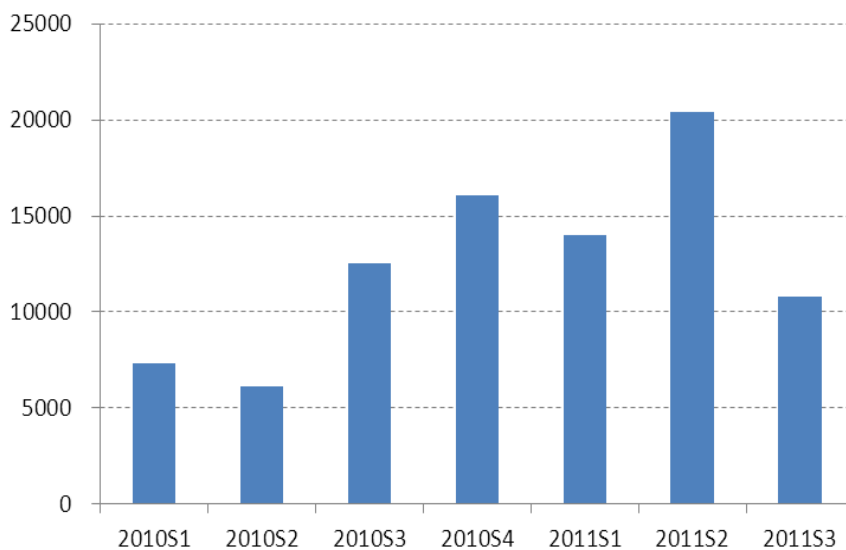
图 2：公司毛利率变化趋势（%）



数据来源：民族证券

毛利率的下滑直接导致了公司净利润的下降，虽然前三季度业绩同比仍有 70% 以上的增长幅度，但是从单季度看，1 个亿左右的净利润只有 2 季度的一半左右，是去年 3 季度以来的最低点。

图 3：公司单季度净利润（万元）



数据来源：民族证券

三、丁二烯项目仍然看好

公司在建 10 万吨/年丁二烯和 5 万吨稀土顺丁橡胶项目将于 2012 年陆续建成，但是近期丁二烯、顺丁橡胶等产品价格大幅下跌，给市场带来一丝阴影。

当前丁二烯国内库存偏多，而下游顺丁和 ABS 市场需求疲软，导致丁二烯市场成交艰难，出厂价格持续下调，价格难以止跌。但是我们认为现在的丁二烯、顺丁橡胶的价格仍旧比去年同期略高，而且公司的稀土顺丁供给不足，在市场上有明显的竞争优势。预计在公司产能达成之时，丁二烯的价格也会企稳，如果保持在 2 万元的水平时，公司丁二烯项目会对当年业绩有重大贡献。

表 1: 盈利预测简表:

单位 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2359.58	2698.10	4409.00	5133.00
营业成本	1706.12	1972.23	3178.94	3566.39
营业税金及附加	11.80	13.49	22.05	25.67
销售费用	38.47	29.68	48.50	56.46
管理费用	41.27	23.83	48.01	53.88
财务费用	-6.53	4.13	3.38	0.00
资产减值损失	3.55	10.79	17.64	20.53
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	564.91	643.95	1090.48	1410.07
营业外收支	3.50	1.00	1.00	1.00
利润总额	568.40	644.95	1091.48	1411.07
所得税	87.87	79.16	141.67	186.41
净利润	480.53	565.79	949.82	1224.66
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司的净利润	480.53	565.79	949.82	1224.66
每股收益 (元)	1.85	1.21	2.03	2.62

数据来源: 民族证券研发中心

预计公司 2011-2013 年, 每股收益分别为 1.21、2.03、2.62 元, 对应动态市盈率 16.6、10、7.8 倍, 给予公司“增持”评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2281.88	2470.01	3201.38	4092.93
现金	1887.00	2252.98	2847.94	3685.13
应收账款	170.42	88.70	144.95	168.76
其它应收款	122.45	66.53	108.72	126.57
预付账款	0.01	7.39	12.08	14.06
存货	89.39	54.40	87.70	98.41
其他	12.62	0.00	0.00	0.00
非流动资产	481.42	664.99	734.35	818.68
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	461.37	643.94	711.59	795.20
无形资产	18.35	18.35	18.35	18.35
其他	1.70	2.70	4.41	5.13
资产总计	2763.31	3135.00	3935.73	4911.61
流动负债	159.87	127.85	206.09	231.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	41.89	108.81	175.40	196.82
其他	117.98	19.04	30.69	34.44
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	159.87	127.85	206.09	231.27
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	2603.44	3007.15	3729.64	4680.34
负债和股东权益	2763.31	3135.00	3935.73	4911.61

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	308.89	714.75	893.31	1194.76
净利润	419.99	448.57	802.77	1056.33
折旧摊销	60.54	117.21	147.05	168.32
财务费用	-6.53	4.13	3.38	0.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-168.28	135.03	-75.81	-49.71
其它	3.18	9.79	15.93	19.81
投资活动现金流	-57.45	-299.78	-214.70	-251.93
资本支出	-57.45	-299.78	-214.70	-251.93
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1461.55	-48.99	-83.66	-105.63
短期借款	-248.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1830.38	82.49	-80.28	-105.63
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-120.82	-131.49	-3.38	0.00
现金净增加额	1712.99	365.97	594.96	837.20

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2359.58	2698.10	4409.00	5133.00
营业成本	1706.12	1972.23	3178.94	3566.39
营业税金及附加	11.80	13.49	22.05	25.67
营业费用	38.47	29.68	48.50	56.46
管理费用	41.27	23.83	48.01	53.88
财务费用	-6.53	4.13	3.38	0.00
资产减值损失	3.55	10.79	17.64	20.53
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	564.91	643.95	1090.48	1410.07
营业外收支	3.50	1.00	1.00	1.00
利润总额	568.40	644.95	1091.48	1411.07
所得税	87.87	79.16	141.67	186.41
净利润	480.53	565.79	949.82	1224.66
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	480.53	565.79	949.82	1224.66
EBITDA	561.93	658.23	1115.12	1423.12
EPS (元)	1.85	1.21	2.03	2.62

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	81.86%	14.35%	63.41%	16.42%
营业利润	89.66%	13.99%	69.34%	29.31%
归属母公司净利润	176.94%	17.74%	67.88%	28.94%
获利能力				
毛利率	27.69%	26.90%	27.90%	30.52%
净利率	20.37%	20.97%	21.54%	23.86%
ROE	18.46%	18.81%	25.47%	26.17%
ROIC	16.38%	15.32%	22.01%	22.95%
偿债能力				
资产负债率	5.79%	4.08%	5.24%	4.71%
流动比率	14.27	19.32	15.53	17.70
速动比率	13.71	18.89	15.11	17.27
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.86	1.12	1.05
应收帐款周转率	13.85	30.42	30.42	30.42
应付帐款周转率	41.01	18.25	18.25	18.25
每股指标(元)				
每股收益	1.85	1.21	2.03	2.62
每股经营现金	1.19	1.53	1.91	2.56
每股净资产	10.03	6.44	7.98	10.02
估值比率				
P/E	16.23	16.60	9.89	7.67
P/B	2.99	3.12	2.52	2.01
EV/EBITDA	10.80	11.03	6.07	4.15

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

齐求实，毕业于中国石油大学，工学硕士。08年12月进入中国民族证券，从事石油石化行业研究分析工作。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中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。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征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn