

**齐翔腾达 (002408)**  
**买入/维持评级**  
股价: RMB23.52

**分析师**  
邵沙铎  
SAC 执业证书编号:S1000511090002  
(021)5010 6019  
shaosk@mail.htlhsc.com.cn

**相关研究**

- 公司研究-齐翔腾达 (002408) 100823: 综合效益催生碳四行业龙头 (增持)
- 公司研究-齐翔腾达 (002408) 101020: 安全边际再提高, 待超募项目成长 (增持)
- 公司研究-齐翔腾达 (002408) 101118: 超募项目启动, 后续成长可期 (增持)
- 公司研究-齐翔腾达 (002408) 101230: 超越周期, 迎接成长 (增持)
- 公司研究-齐翔腾达 (002408) 110120: 业绩华丽, 明天更好 (增持)
- 公司研究-齐翔腾达 (002408) 110314: 甲乙酮价格或超市场预期 (买入)
- 公司研究-齐翔腾达 (002408) 110331: 甲乙酮市场面临再平衡 (买入)
- 公司研究-齐翔腾达 (002408) 110421: 短期风头暂缓, 着眼未来发展 (买入)
- 公司研究-齐翔腾达 (002408) 110725: 甲乙酮提供安全边际, 丁二烯将再铸辉煌 (买入)
- 公司研究-齐翔腾达 (002408) 110829: 业绩快速增长, 未来成长可期 (买入)
- 公司研究-齐翔腾达 (002408) 111021: 仍在快速发展的轨道上 (买入)

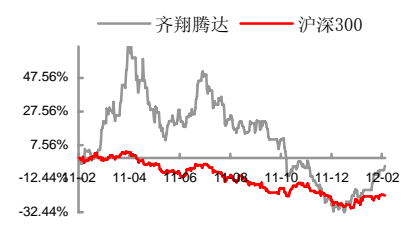
# 丁二烯价格上涨, 投资价值再现

- 丁二烯价格大幅上涨, 目前国内市场价格已经由2011年11月最低的13500元/吨左右, 上涨至27000元/吨以上, 涨幅超过100%, 韩国FOB价格更是暴涨120%以上, 达到3800美元/吨以上。
- 我们认为, 丁二烯是原油价格处于高位和上涨过程中最为受益的石化产品之一。除非国际石油价格出现向下趋势或大幅度调整, 否则丁二烯的价格将继续维持高位, 并有继续上涨的可能。
- 公司丁二烯产品主要是利用丁烯氧化脱氢工艺生产。从公司原有甲乙酮的生产来看, 我们认为, 公司在丁二烯未来的生产方面出现技术问题的可能性比较小。目前公司正紧进行丁二烯项目的建设, 冬季也一直没有休息。我们预计公司在2012年5月建成的可能性比较大, 届时一旦投产应该有6个月的产能供应。
- 目前甲乙酮的市场价格在8500元/吨左右, 已经触底回升, 随着旺季的来临价格有望继续小幅上涨。我们预计, 公司2011和2012年甲乙酮的销量将在14-15万吨左右和17-18万吨左右。
- 公司稀土顺丁橡胶项目现在由自己独立完成, 买断原合作伙伴哈尔滨博实的技术和设备。我们预计该项目将在2012年年底或2013年年初投产。目前该产品的价格要比普通顺丁橡胶高2000-3000元/吨。
- 我们假设2012和2013年甲乙酮的年平均价格都为9000元/吨, 丁二烯的年平均价格都为20000元/吨。如果其它成本不变, 2012和2013年甲乙酮每上涨1000元/吨, 分别增厚公司EPS0.27元和0.30元, 丁二烯每上涨1000元/吨, 分别增厚公司EPS0.08元和0.15元。
- 我们预计, 公司2011-2013年每股收益将分别达到1.08元、1.21元和1.95元, 继续给予公司“买入”评级。
- 风险提示: 丁二烯、稀土顺丁橡胶等项目不能按时投产风险, 甲乙酮、丁二烯等产品市场价格大幅度波动风险, 原材料供应不稳定风险。

**基础数据**

总股本 (百万股)	467
流通 A 股 (百万股)	467
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	10,989

**最近 52 周股价走势图**



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

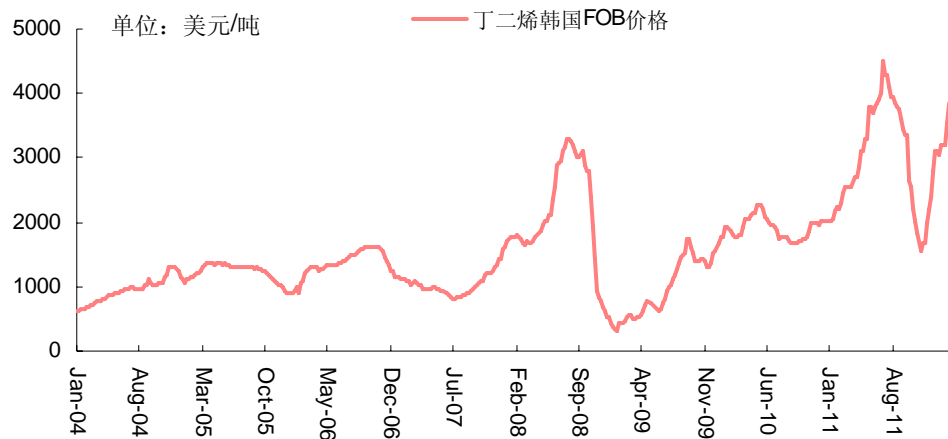
经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2359.6	2890.0	3646.0	5486.0
(+/-%)	81.9	22.5	26.2	50.5
归属母公司净利润(百万元)	420.0	505.0	564.0	910.0
(+/-%)	142.0	20.2	11.7	61.3
EPS(元)	0.90	1.08	1.21	1.95
P/E(倍)	26.2	21.2	19.0	11.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 丁二烯价格大幅上涨

丁二烯价格大幅上涨，目前国内市场价格已经由 2011 年 11 月最低的 13500 元/吨左右，上涨至 27000 元/吨以上，涨幅超过 100%，韩国 FOB 价格更是暴涨 120% 以上，达到 3800 美元/吨以上。

图 1： 丁二烯价格大幅上涨



资料来源：百川化工，华泰联合证券研究所整理

我们认为，丁二烯是原油价格处于高位和上涨过程中最为受益的石化产品之一。丁二烯 97% 以上来自石油路线的石脑油乙烯裂解装置副产 C4 抽提，因此其供给受石脑油制乙烯装置影响很大。而全球乙烯的供给结构，从 2008 年开始由传统的“石脑油制乙烯”为主导，逐步向“天然气制乙烯”转变，并导致原油价格在上涨过程中和乙烯价格背离，从而影响丁二烯的供给。（详见我们 2011 年 7 月关于齐翔腾达的深度报告）因此我们判断，除非国际石油价格出现向下趋势或大幅度调整，否则丁二烯的价格将继续维持高位，并有继续上涨的可能。

同时，随着 2009 和 2010 年国内汽车井喷式发展，丁二烯最主要的下游合成橡胶行业进行了较大规模的扩产，2011 和 2012 年国内合成橡胶将进入一个集中投产期，我们预计这两年将有超过 100 万吨的产能投放。

表格 1：国内合成橡胶扩产情况（万吨）

公司名称	ESBR	BR	IIR	NBR	IR
齐翔腾达		5			
蓝德精化		5			
万达化工		3			
抚顺石化	20				
福像化工	10	5			
宁波顺泽				5	

资料来源：百川资讯

## 公司 10 万吨氧化脱氢丁二烯装置投产在即

公司丁二烯产品，主要是利用丁烯氧化脱氢工艺生产。此技术在上世纪 70 年代燕山石化和齐鲁石化均有过生产，但装置在 90 年代相继关停报废。主要原因：一方面副产物较多，污水较多，难于处理；另一方面是随着国内炼油、乙烯生产能力的提高，C4 物理抽提工艺更加简单。

目前公司的工艺技术与当年燕山石化和齐鲁石化相比，已经不可能同日而语，近二十年的石化工艺发展，以现在的技术条件来看，当年的副产物多和污水多的问题已经基本解决。另外从公司原有甲乙酮的生产来看，公司的强项在于催化剂的研发和改进，而催化剂对于产品收率的提高最为关键。目前公司甲乙酮的单耗和收率不仅在全国是领先的，甚至在全球也领先的。因此我们认为，公司在丁二烯未来的生产方面出现技术问题的可能性比较小。

目前公司正紧进行丁二烯项目的建设，冬季也一直没有休息。我们预计公司在 2012 年 5 月建成的可能性比较大，届时一旦投产应该有 6 个月的产能供应。

## 甲乙酮产品触底回升

目前甲乙酮的市场价格在 8500 元/吨左右，已经触底回升，随着旺季的来临价格有望继续小幅上涨。我们预计，公司 2011 和 2012 年甲乙酮的销量将在 14-15 万吨左右和 17-18 万吨左右。

图 2： 甲乙酮价格触底回升



资料来源：安讯思化工，华泰联合证券研究所整理

日本丸善的甲乙酮装置有望在 2012 年中期复产,届时其产能恢复应该在 10 万吨以内,以满足日本国内需求为主。

## 稀土顺丁橡胶已经上路

公司稀土顺丁橡胶项目现在由自己独立完成,买断原合作伙伴哈尔滨博实的技术和设备。我们预计该项目将在 2012 年年底或 2013 年年初投产。目前该产品的价格要比普通顺丁橡胶高 2000-3000 元/吨。

## 齐鲁石化提供原料和需求上的保障

齐鲁石化计划 2012 年将 1000 万吨炼油增加至 1400 万吨,乙烯装置由 80 万吨提升至 100-120 万吨。随着齐鲁石化炼油和乙烯产能的提升,其能够提升的 C4 原料规模将进一步增加,为公司未来的原料需求提供保障。

同时,齐鲁石化还计划在 2012 年将顺丁橡胶由原来的 6 万吨扩建至 10 万吨,并新建 10 万吨丁腈橡胶。一旦公司丁二烯装置投产,仅齐鲁石化的新增橡胶需求即可消化公司的丁二烯大部分产能。

## 盈利预测与投资建议

我们假设 2012 和 2013 年甲乙酮的年平均价格都为 9000 元/吨,丁二烯的年平均价格都为 20000 元/吨。如果其它成本不变,2012 和 2013 年甲乙酮每上涨 1000 元/吨,分别增厚公司 EPS0.27 元和 0.30 元,丁二烯每上涨 1000 元/吨,分别增厚公司 EPS0.08 元和 0.15 元。

我们预计,公司 2011-2013 年每股收益将分别达到 1.08 元、1.21 元和 1.95 元,继续给予公司“买入”评级。

## 风险提示

- 1、丁二烯、稀土顺丁橡胶等项目不能按时投产风险
- 2、甲乙酮、丁二烯等产品市场价格大幅度波动风险
- 3、原材料供应不稳定风险

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	2252	1822	1581	2394	<b>营业收入</b>	2360	2890	3646	5486
现金	1883	1370	999	1614	营业成本	1761	2207	2873	4233
应收账款	84	101	128	192	营业税金及附加	17	17	22	33
其他应收款	0	0	0	0	营业费用	38	46	58	88
预付账款	122	154	201	212	管理费用	41	43	55	82
存货	83	110	144	212	财务费用	-7	-32	-41	-46
其他流动资产	81	87	109	165	资产减值损失	4	0	0	0
<b>非流动资产</b>	473	1413	2001	2157	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	446	1290	1830	2012	<b>营业利润</b>	504	608	680	1096
无形资产	17	17	17	17	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	9	106	154	128	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	2724	3235	3582	4551	<b>利润总额</b>	508	608	680	1096
<b>流动负债</b>	142	161	177	236	所得税	88	103	116	186
短期借款	0	0	0	0	净利润	420	505	564	910
应付账款	35	44	57	85	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	107	117	120	151	归属母公司净利	420	505	564	910
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EBITDA	558	635	750	1194
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.62	1.08	1.21	1.95
其他非流动负	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	142	161	177	236	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	260	467	467	467	<b>成长能力</b>				
资本公积	1797	1589	1589	1589	营业收入	81.9%	22.5%	26.2%	50.4%
留存收益	526	1018	1348	2258	营业利润	118.3	20.5%	11.9%	61.1%
归属母公司股	2583	3074	3405	4315	归属母公司净利	142.0	20.1%	11.9%	61.1%
<b>负债和股东权</b>	2724	3235	3582	4551	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	25.4%	23.6%	21.2%	22.8%
					净利率(%)	17.8%	17.5%	15.5%	16.6%
					ROE(%)	16.3%	16.4%	16.6%	21.1%
					ROIC(%)	60.0%	28.0%	22.0%	32.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	5.2%	5.0%	4.9%	5.2%
					净负债比率(%)	-72.90	-44.50	-29.40	-37.40
					流动比率	15.88	11.33	8.92	10.14
					速动比率	15.29	10.64	8.11	9.24
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.33	0.97	1.07	1.35
					应收账款周转率	43	30	32	34
					应付账款周转率	34.00	55.93	56.55	59.57
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	1.62	1.08	1.21	1.95
					每股经营现金流	0.73	0.97	1.12	1.86
					每股净资产(最	5.53	6.58	7.29	9.23
					<b>估值比率</b>				
					P/E	25.46	21.20	18.95	11.76
					P/B	4.14	3.48	3.14	2.48
					EV/EBITDA	16	14	12	7

数据来源: 华泰联合证券研究所



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司