

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)

## 业绩快速增长受益于产品价格上涨

### 投资要点

● **每股收益 0.74 元。**报告期内公司实现营业总收入 14.64 亿元，同比增长 39.00%；归属于上市公司股东净利润 3.44 亿元，同比增长 156.15%，每股收益 0.74 元。

● **上半年甲乙酮价格持续高位。**由于受到日本地震海啸的影响，当地两大甲乙酮生产企业不能正常生产，国际甲乙酮市场的供应量锐减，公司产品甲乙酮的平均价格较去年同期大幅上涨，毛利率也随之上涨。与此同时公司对于海外市场的供应大幅增加，出口收入增长了 603%。

● **叔丁醇和异丁烯毛利小幅增长。**公司综合毛利比去年同期增长 11.55%，主要是甲乙酮的毛利比去年同期有较大幅度提高 18.48%；异丁烯主要用于制备丁基橡胶、聚异丁烯等产品，上半年原料价格大幅上涨，虽然产品价格也有所上涨，但毛利变化幅度较小；由于国内叔丁醇进口货减少，导致叔丁醇价格攀升，毛利增长 6%。

● **丁二烯项目增厚公司业绩。**今年以来，合成橡胶需求和价格均有大幅增长，作为合成橡胶主要原料的丁二烯价格保持强势，而且近几年新增产能只有 30 万吨左右，相对于 200 万现有产能和不断增长的下游需求，丁二烯将持续景气周期。

● **给予公司“买入”评级。**预计公司 2011-2013 年，每股收益分别为 1.48、2.71、3.26 元，对应动态市盈率 20、11、9 倍，估值合理，给予公司“买入”评级。

### 化工

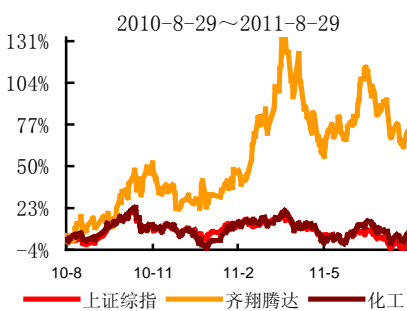
#### 投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	37

#### 市场数据

市价(元)	30.04
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)	27.03-78.88
上证指数/深证成指	2612.19/11568.17
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	2812.90	4953.00	5793.00
增长率(%)	81.85	19.21	76.08	16.96
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	419.99	693.27	1266.97	1523.08
增长率(%)	142.04	44.27	82.75	20.21
毛利率(%)	25.35	31.20	32.64	33.41
净资产收益率(%)	16.26	22.21	30.68	28.47
EPS(元)	1.81	1.48	2.71	3.26
P/E(倍)	33.42	20.24	11.08	9.21
P/B(倍)	5.72	4.50	3.40	2.62

来源：公司年报、民族证券

## 正文目录

一、上半年甲乙酮价格持续高位 .....	3
二、叔丁醇和异丁烯毛利小幅增长 .....	3
三、丁二烯项目增厚公司业绩 .....	4

## 图表目录

图 1：公司甲乙酮出厂价格（元/吨） .....	3
图 2：公司各种产品毛利率变化（%） .....	3
图 3：抚顺石化丁二烯出厂价格走势（元/吨） .....	4
表 1：盈利预测简表： .....	4
附录：财务预测表 .....	6

报告期内公司实现营业总收入 1,464,130,277.21 元,同比增长 39.00%;实现营业利润 430,791,100.02 元,同比增长 152.70%;归属于上市公司股东净利润 344,357,593.22 元,同比增长 156.15%,每股收益 0.74 元。

## 一、上半年甲乙酮价格持续高位

由于受到日本地震海啸的影响,当地两大甲乙酮生产企业不能正常生产,国际甲乙酮市场的供应量锐减,公司主要产品甲乙酮的平均价格较去年同期大幅上涨,毛利率也随之上涨。与此同时公司对于海外市场的供应大幅增加,出口收入增长了 603%。甲乙酮在国内市场多用于对“三苯”的替代,需求弹性较大,在当前近一万元的价格对下游客户较有吸引力。

图 1: 公司甲乙酮出厂价格 (元/吨)



数据来源: 民族证券

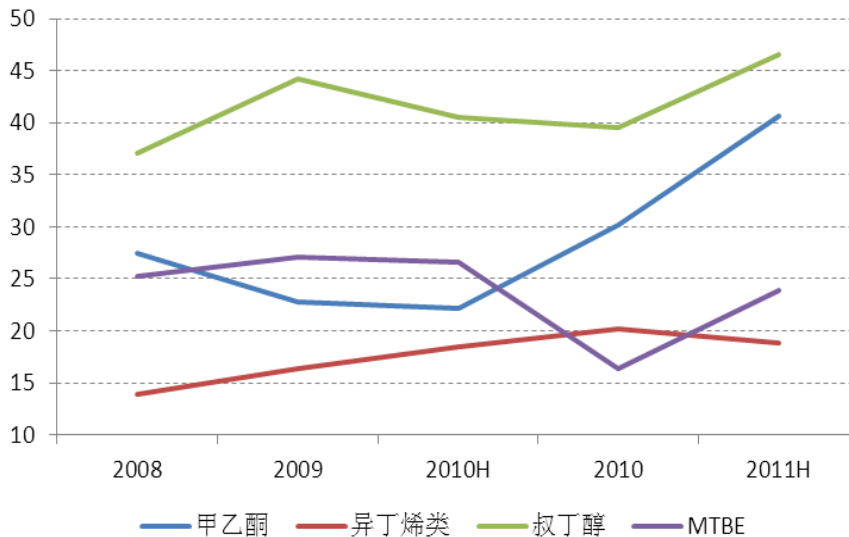
近期黑龙江石化、独山子石化甲乙酮装置相继停工检修,供应上将有一定的不足,经过近期价格的大幅回落,甲乙酮价格有望企稳回升,这一块业务仍将是公司今年主要的盈利板块,我们预计甲乙酮全年价格将会在 13000-14000 元每吨左右。

根据齐鲁石化和青岛炼化的工艺设计,两个炼油企业生产的抽提碳 4 馏分也更适用于后续的甲乙酮生产,公司多项在生产工艺上新技术的应用,无论从产品质量、还是从原料消耗都达到了行业的领先地位。

## 二、叔丁醇和异丁烯毛利小幅增长

公司综合毛利比去年同期增长 11.55%,主要是甲乙酮的毛利比去年同期有较大幅度提高 18.48%;异丁烯是重要的化工原料,主要用于制备丁基橡胶、聚异丁烯、甲基丙烯腈等产品。1-6 月份原料价格大幅上涨,虽然产品价格也有所上涨,但毛利变化幅度较小;由于国内叔丁醇进口货减少,导致叔丁醇价格攀升,毛利增长 6%。

图 2: 公司各种产品毛利率变化 (%)



数据来源：民族证券

混合丁烷和丁苯胶乳毛利分别减少 6.4%、9.52%。

### 三、丁二烯项目增厚公司业绩

今年以来，合成橡胶的市场需求价格均有大幅增长，作为合成橡胶主要原料的丁二烯价格保持强势，而且近几年新增产能只有 30 万吨左右，相对于 200 万现有产能，和不断增长的下游需求，丁二烯将持续景气周期。公司利用超募资金建设年产 10 万吨丁二烯项目预计会在明年投产，我们把相关收益纳入对公司的 2012 年的盈利预测之中。

图 3：抚顺石化丁二烯出厂价格走势（元/吨）



数据来源：民族证券

表 1：盈利预测简表：

单位（百万元）	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2812.90	4953.00	5793.00
营业成本	1935.20	3336.54	3857.69
营业税金及附加	14.06	24.77	28.97

销售费用	30.94	54.48	63.72
管理费用	23.39	50.42	58.30
财务费用	4.13	3.38	0.00
资产减值损失	11.25	19.81	23.17
投资净收益	0.00	0.00	0.00
营业利润	793.92	1463.60	1761.15
营业外收支	1.00	1.00	1.00
利润总额	794.92	1464.60	1762.15
所得税	101.66	197.63	239.07
净利润	693.27	1266.97	1523.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00
归属母公司的净利润	693.27	1266.97	1523.08
每股收益（元）	<b>1.48</b>	<b>2.71</b>	<b>3.26</b>

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 1.48、2.71、3.26 元，对应动态市盈率 20、11、9 倍。给予公司“买入”评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	2281.88	2582.28	3611.33	4779.98
现金	1887.00	2359.33	3220.70	4324.33
应收账款	170.42	92.48	162.84	190.45
其它应收款	122.45	69.36	122.13	142.84
预付账款	0.01	7.71	13.57	15.87
存货	89.39	53.40	92.09	106.48
其他	12.62	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	481.42	665.11	734.89	819.34
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	2.81	4.95	5.79
<b>资产总计</b>	2763.31	3247.38	4346.22	5599.32
<b>流动负债</b>	159.87	125.50	216.41	250.24
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	41.89	106.81	184.18	212.97
其他	117.98	18.69	32.23	37.27
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	159.87	125.50	216.41	250.24
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	3121.88	4129.81	5349.08
<b>负债和股东权益</b>	2763.31	3247.38	4346.22	5599.32

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	308.89	833.85	1191.44	1491.04
净利润	419.99	576.05	1119.92	1354.75
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	126.31	-96.58	-54.37
其它	3.18	10.14	17.67	22.33
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	1461.55	-61.74	-115.37	-135.48
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	69.75	-111.99	-135.48
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-120.82	-131.49	-3.38	0.00
<b>现金净增加额</b>	1712.99	472.32	861.37	1103.63

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	2359.58	2812.90	4953.00	5793.00
营业成本	1706.12	1935.20	3336.54	3857.69
营业税金及附加	11.80	14.06	24.77	28.97
营业费用	38.47	30.94	54.48	63.72
管理费用	41.27	23.39	50.42	58.30
财务费用	-6.53	4.13	3.38	0.00
资产减值损失	3.55	11.25	19.81	23.17
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
<b>营业利润</b>	564.91	793.92	1463.60	1761.15
营业外收支	3.50	1.00	1.00	1.00
<b>利润总额</b>	568.40	794.92	1464.60	1762.15
所得税	87.87	101.66	197.63	239.07
<b>净利润</b>	480.53	693.27	1266.97	1523.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	480.53	693.27	1266.97	1523.08
EBITDA	5619.27	809.3	1486.24	1784.22
EPS（元）	1.85	1.48	2.71	3.26

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	81.86%	19.21%	76.08%	16.96%
营业利润	89.66%	40.54%	84.35%	20.33%
归属母公司净利润	176.94%	44.27%	82.75%	20.21%
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.69%	31.20%	32.64%	33.41%
净利率	20.37%	24.65%	25.58%	26.29%
ROE	18.46%	22.21%	30.68%	28.47%
ROIC	16.38%	18.86%	27.61%	25.71%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	5.79%	3.86%	4.98%	4.47%
流动比率	14.27	20.58	16.69	19.10
速动比率	13.71	20.15	16.26	18.68
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.85	0.87	1.14	1.03
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
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.85	1.48	2.71	3.26
每股经营现金	1.19	1.78	2.55	3.19
每股净资产	10.03	6.68	8.84	11.45
<b>估值比率</b>				
P/E	16.23	20.24	11.08	9.21
P/B	2.99	4.50	3.40	2.62
EV/EBITDA	10.80	14.58	7.42	5.58

## 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