

**评级：强烈推荐（维持）**
**农用化工**
**公司年报点评**
**证券研究报告**

分析师 王皓宇 S1080510120005

联系人 张伟保 S1080110100004

电话：0755-82485029

邮件：zhangweibao@fjsc.cn

## 齐翔腾达(002408)

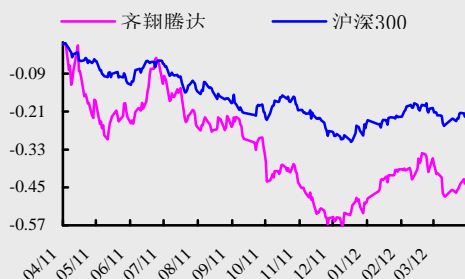
### ——业绩稳步增长，丁二烯将成为最大看点

**交易数据**

上一日交易日股价（元）	22.28
总市值（百万元）	10,409
流通股本（百万股）	160
流通股比率（%）	34.29

**资产负债表摘要（12/11）**

股东权益（百万元）	2,928
每股净资产（元）	6.27
市净率（倍）	3.55
资产负债率（%）	4.36

**公司与沪深300指数比较**

**相关报告**

2011-03-17 《日本大地震对九大行业的影响》

重大事件点评

 2011-03-28 《**乙酰酮量价齐升，让公司业绩飞一会**》深度报告

2011-04-06 《10年业绩符合预期，11年业绩有望超预期》年报点评

 2011-04-18 《**迈向飞黄腾达的好日子**》深度报告

 2012-02-04-《**乙酰酮业绩弹性最大，丁二烯将力挽狂澜**》- **深度报告**

**事件：**公司公布 2011 年年报，报告期内，全年实现营业收入 2,787,577,157.06 元，同比增长 13.37%；实现营业利润 632,086,991.04 元，同比增长 23.03%；归属于母公司股东的净利润 506,427,182.46 元，同比增长 18.60%，实现每股收益 1.08 元。公司还公布了 2011 年利润分配预案：以公司 2011 年末的总股本 46,720.8 万股为基数，每 10 股派发现金红利 3 元（含税），拟派发的现金红利总额为 140,162,400 元；同时以公司 2011 年末的总股本 46,720.8 万股为基数，每 10 股转增 2 股，共计转增 9,344.16 万股，转增后的总股本为 56,064.96 万股。

**点评：**

**乙酰酮量价齐升，公司 2011 年业绩稳步增长。**公司 2011 年实现营业收入同比增长 13.37%，净利润同比增长 18.60%，主要是因为 2011 年上半年受日本地震影响，导致国内乙酰酮价格暴涨，公司作为国内最大的乙酰酮企业受益最大，上半年公司乙酰酮毛利率高达 40%，再加上公司 4 万吨乙酰酮改扩建项目于 2011 年 6 月份建成投产，公司 2011 年乙酰酮量价齐升导致业绩稳步增长。但由于下半年以来，受替代品压制以及需求萎缩影响，乙酰酮价格一路下滑至 8600 元/吨左右，盈利能力大幅下滑，拖累了全年的业绩增长。目前，乙酰酮价格仍处于恢复性修复阶段，我们认为，在需求难以快速回复的情况下，短期内将在 9500 元/吨左右处震荡。

**乙酰酮受替代品以及需求萎靡压制，公司一季度业绩不容乐观。**去年上半年乙酰酮的暴涨，使下游企业不堪成本压力，改用三苯溶剂或丙酮替代乙酰酮，再加上下半年以来需求萎缩，导致乙酰酮价格一直低位运行。尽管 2012 年一季度乙酰酮出现修复性小幅上涨至 9500 元/吨，但相比较去年一季度乙酰酮 11600 元/吨左右的均价，下滑幅度超过 15%，而且公司目前主要的利润来源主要是乙酰酮，因此，我们判断公司一季度业绩不容乐观。

**丁二烯项目的投产将为公司业绩增长保驾护航。**丁二烯是公司今年最大的看点，据中石化销售部以及市场调研机构的数据统计，十二五期间丁二烯下游合成橡胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶产能增速高达 15%以上，而丁二烯增速仅 9%左右，需求增量将是供给增量的 161%，严重供不应求。今年一季度化工产品价格大幅下跌的情况下，而国内丁二烯价格仍逆势上涨，也逐渐印证了国内丁二烯严重供不应求的事实。据公司年报中透露，公司 10 万吨的丁二烯项目将于 5 月份投产，且公司已为该项目准备了充足的原料库存，该项目一旦



顺利达产将快速实现盈利。我们按照丁二烯均价 23000 元/吨，12 年销售 5 万吨，毛利率 40% 计算，该项目将为公司实现 4.5 亿元左右的毛利，将成为公司 2012 年最大的看点。

**维持“强烈推荐”评级。**预计 2012-2014 年 EPS 分别为 1.20 元、1.73 元、和 2.07 元，按照最新股价 22.28 元，对应的 PE 分别为 19 倍、13 倍和 11 倍。我们看好公司丁二烯项目未来的盈利能力以及稀土顺丁橡胶项目，继续维持“强烈推荐”的投资评级。

**风险提示：**原材料大幅涨价风险，募投项目不达预期风险、环保风险等。

表一，公司主要财务指标

简要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	235,958	278,758	334,509	468,313	556,332
同比 (%)	81.9%	18.1%	20.0%	40.0%	18.8%
营业毛利	59,823	76,757	87,058	121,881	144,091
同比 (%)	102.1%	28.3%	13.4%	40.0%	18.2%
归属母公司净利润	41,999	50,643	55,974	80,625	96,553
同比 (%)	142.0%	20.6%	10.5%	44.0%	19.8%
总股本 (万股)	46,720.8	46,720.8	46,720.8	46,720.8	46,720.8
每股收益 (元)	0.90	1.08	1.20	1.73	2.07
ROE	16.1%	17.2%	16.0%	18.7%	18.3%
P/E (倍)	24.3	20.2	18.2	12.7	10.6

数据来源：公司公告、第一创业研究所



## 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	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>2,056.3</b>	<b>2,786.1</b>	<b>3,779.7</b>	<b>4,902.2</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>2,787.6</b>	<b>3,345.1</b>	<b>4,683.1</b>	<b>5,563.3</b>
货币资金	1,463.0	1,762.6	2,325.9	3,160.1	减: 营业成本	2,020.0	2,474.5	3,464.3	4,122.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	17.0	23.5	33.0	39.0
应收款项	272.3	338.7	479.6	575.9	销售费用	37.2	58.4	81.7	97.1
预付款项	198.9	312.1	452.7	545.6	管理费用	102.6	112.8	135.4	148.5
存货	122.0	372.5	521.4	620.5	财务费用	-17.2	-9.0	-9.6	-10.8
其他流动资产	0.1	0.1	0.1	0.1	资产减值损失	3.1	2.6	3.6	2.4
<b>非流动资产</b>	<b>1,005.1</b>	<b>903.9</b>	<b>802.8</b>	<b>701.6</b>	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	7.2	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	607.9	495.4	383.0	270.6	<b>二、营业利润</b>	<b>632.1</b>	<b>682.3</b>	<b>974.7</b>	<b>1,164.8</b>
在建工程	345.8	357.0	368.3	379.5	加: 营业外收入	1.6	1.7	1.7	1.8
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	8.4	19.6	22.0	24.8
无形及递延性资产	49.4	49.4	49.4	49.4	<b>三、利润总额</b>	<b>625.3</b>	<b>664.4</b>	<b>954.5</b>	<b>1,141.8</b>
其它非流动资产	2.1	2.1	2.1	2.1	减: 所得税费用	118.9	99.7	143.2	171.3
<b>资产总计</b>	<b>3,061.5</b>	<b>3,690.0</b>	<b>4,582.5</b>	<b>5,603.8</b>	<b>四、净利润</b>	<b>506.4</b>	<b>564.8</b>	<b>811.3</b>	<b>970.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>133.3</b>	<b>197.1</b>	<b>278.3</b>	<b>329.0</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>506.4</b>	<b>559.7</b>	<b>806.3</b>	<b>965.5</b>
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	5.0	5.0	5.0
应付账款	81.1	133.4	194.5	234.5	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>467.2</b>	<b>467.2</b>	<b>467.2</b>	<b>467.2</b>
预收帐款	25.2	43.1	62.8	75.6	<b>EPS(元)</b>	<b>1.08</b>	<b>1.20</b>	<b>1.73</b>	<b>2.07</b>
其它流动负债	27.0	20.6	21.0	19.0					
<b>非流动负债</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>成长能力</b>				
其它非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	18.1%	20.0%	40.0%	18.8%
<b>负债合计</b>	<b>133.3</b>	<b>197.1</b>	<b>278.3</b>	<b>329.0</b>	营业毛利	28.3%	13.4%	40.0%	18.2%
<b>少数股东权益</b>	<b>0.0</b>	<b>5.0</b>	<b>10.1</b>	<b>15.1</b>	主业盈利	21.8%	10.6%	43.3%	19.4%
股本	467.2	467.2	467.2	467.2	母公司净利	20.6%	10.5%	44.0%	19.8%
资本公积与其它	1,641.6	1,641.6	1,641.6	1,641.6	<b>获利能力</b>				
留存收益	833.0	1,392.8	2,199.0	3,164.6	毛利率	27.5%	26.0%	26.0%	25.9%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,941.9</b>	<b>3,501.6</b>	<b>4,307.9</b>	<b>5,273.4</b>	主业盈利/收入	21.9%	20.2%	20.7%	20.8%
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,061.5</b>	<b>3,690.0</b>	<b>4,582.5</b>	<b>5,603.8</b>	ROS	18.2%	16.9%	17.3%	17.4%
					ROE	17.2%	16.0%	18.7%	18.3%
					ROIC	17.2%	16.1%	18.8%	18.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	4.4%	5.3%	6.1%	5.9%
					利息保障倍数	n/a	n/a	n/a	n/a
					速动比率	14.51	12.24	11.71	13.01
					经营净现金/当期债务	n/a	n/a	n/a	n/a
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.91	0.91	1.02	0.99
					应收款天数	35.16	36.45	36.87	37.27
					存货天数	21.74	54.19	54.18	54.19
					<b>每股指标(元)</b>				
					主业盈利/股本	1.31	1.45	2.07	2.48
					每股经营现金流	-0.04	0.65	1.21	1.79
					每股净资产	6.30	7.49	9.22	11.29
					<b>估值比率</b>				
					P/E	20.17	18.25	12.67	10.58
					P/B	3.47	2.92	2.37	1.94
					P/S	3.66	3.05	2.18	1.84
					EV/EBITDA	12.58	10.70	7.28	5.56

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135