

2012年7月13日

证券研究报告·化工行业·公司研究

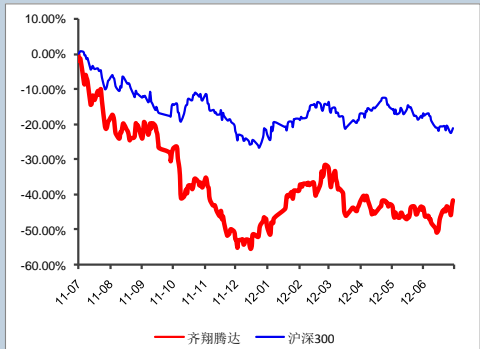


齐翔腾达（002408）调研简报

评级：买入

当前价：17.78元

一年内股价与沪深300走势对比



资料来源：Wind

主要数据

2012.07.13

一年内最高/最低(元)	31.17/13.29
上证指数/深证成指	2395/10055
总股本/流通A股(百万)	561/192
每股净资产(元)	5.35
资产负债率%	4.26

资料来源：Wind

分析师

郭敏 A0230511040033

执业证书编号：S1110511060003

电话：(8621) 22062987

邮件：guomin@tfzq.com

联系人

李振永

执业证书编号：S1110111060030

电话：(8621) 22062976-8024

邮件：lizhenyong@tfzq.com

地址：湖北省武汉市江汉区唐家墩路32号国资大厦B座

电话：027-87618889

天风证券股份有限公司

请阅读最后一页信息披露和重要声明

丁二烯项目即将满产 大幅提升公司业绩

投资要点：

- **丁二烯项目开工顺利，月底满产，今年产量在4.5万左右。**10万吨丁二烯项目自6月底试车成功以来，进展顺利，转化率和选择性等技术指标已达到设计要求，目前负荷已经到达70%以上，有望在本月底满负荷。预计今年的产量达到4.5万吨左右。这是国内第一家采用丁烯氧化脱氢技术制取丁二烯的量产项目。项目具有很高的技术壁垒和碳四原料供给壁垒。
- **丁二烯的销售顺畅。**因目前的产量较少，主要用于子公司翔达公司的丁苯胶乳用，部分对外销售。明年5万吨的稀土顺丁橡胶项目投产后预计需要丁二烯5万吨左右，剩余对外销售。下游合成橡胶项目对丁二烯需求高涨。2010年-2012年仅民营和外资投资的合成橡胶项目增速在50%以上，三年的产能增长约28万、48万和70万吨，这些项目尤其民营项目缺乏原料自供能力。另外即使是中石化和中石油体系内的合成橡胶企业也有的因丁二烯自给率低而不能满负荷生产。丁二烯销路不成问题！
- **丁二烯供需格局好，价格长期看涨。**丁二烯价格已经自前期的15000元/吨反弹到20000元/吨左右，考虑到国内市场的主要供应商中沙天津炼化和盘锦石化合计30万吨的产能8月初即将开始检修，短期仍有上涨动力。未来2-3年，下游合成橡胶和ABS树脂等产能扩张迅速，对丁二烯的需求增速在12%以上。供给方面，丁二烯主要是石脑油等重油裂解制乙烯的副产品，国际上中东和美国乙烯原料的轻质化，副产品丁二烯减少，国内大型烯烃项目投产进程缓慢，配套丁二烯供给增长有限。丁二烯中长期合理价格水平在20000元/吨以上。
- **丁二烯项目具有很强的盈利能力。**在目前碳四混合气6000元/吨左右的价格水平下，测算丁二烯的生产成本在13000元/吨左右。以20000元/吨的产品销售价格测算，考虑到公司5%左右的费用率，预计吨净利在4000元左右。
- **甲乙酮的产量预计在18万吨左右，出口快速增长。**公司目前的甲乙酮实际产能在18万吨以上，位居全球第一。在国内市场需求一般的情况下，公司积极开拓国际市场，去年的出口比例在20%左右，预计今年出口比重将大幅提升。日本丸善今年4月复产了日本国内7万吨产能，但因原料和电力供给问题，生产不稳定，产品主要供给日本国内市场，无力出口，对齐翔腾达的出口没有威胁。最近5年公司甲乙酮业务的毛利率最低是26%，目前已经是盈利低点，预计价格和盈利能力将稳步上涨。
- **稀土顺丁橡胶项目预计2013年上半年投产。**稀土顺丁橡胶性能优异，价格比普通的合成橡胶高2000-3000元/吨，主用应用于高档轿车。考虑到价格因素，预计稀土顺丁短期产能释放不会太快，但生产线也能生产普通顺丁橡胶，结合市场需求能较快释放产能，贡献利润。

盈利预测与估值。

- 预计公司2012年-2013年的EPS分别为0.7元、1.2元，目前股价对应PE分别为25倍和15倍，考虑到公司业绩的快速增长和管理层优秀管理和执行能力我们给予公司买入评级。

风险提示：

- 1) 丁二烯投产进程或价格不及预期；2) 甲乙酮价格长期低迷；3) 碳四混合气等原料供给不稳定。

附表：盈利预测表

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
流动资产	2056.34	2188.53	2591.39	2962.49	营业收入	2787.58	3002.60	4320.26	5060.65
现金	1463.01	2021.83	1703.59	2625.39	营业成本	2020.01	2362.51	3268.26	3795.46
应收账款	100.78	49.35	166.66	86.37	营业税金及附加	16.99	19.24	28.21	32.11
其它应收款	0.13	0.17	0.26	0.24	营业费用	37.21	42.04	60.48	70.85
预付账款	198.94	6.50	277.70	52.34	管理费用	102.58	108.09	129.61	151.82
存货	121.98	140.52	203.50	196.02	财务费用	-17.24	-13.25	5.32	3.67
其他	171.50	-29.85	239.67	2.12	资产减值损失	3.11	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1005.13	1437.51	1680.22	1883.79	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	7.17	0.00	0.00	0.00
固定资产	607.86	1091.21	1360.34	1578.35	营业利润	632.09	483.97	828.38	1006.74
无形资产	49.37	46.90	44.43	41.96	营业外收入	1.63	0.00	0.00	0.00
其他	347.90	299.40	275.45	263.47	营业外支出	8.37	0.00	0.00	0.00
资产总计	3061.47	3626.04	4271.61	4846.28	利润总额	625.34	483.97	828.38	1006.74
流动负债	133.33	446.04	538.24	498.74	所得税	118.92	91.95	157.39	191.28
短期借款	0.00	300.00	300.00	300.00	净利润	506.43	392.02	670.98	815.46
应付账款	74.85	60.15	126.60	90.28	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	58.49	85.89	111.63	108.46	归属母公司净利润	506.43	392.02	670.98	815.46
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	663.51	557.71	947.78	1156.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	0.90	0.70	1.20	1.45
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
负债合计	133.33	446.04	538.24	498.74	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
归属母公司股东权益	2928.14	3179.99	3733.37	4347.54	营业收入增长率	13.37%	7.71%	43.88%	17.14%
负债和股东权益	3061.47	3626.04	4271.61	4846.28	营业利润增长率	23.03%	-23.43%	71.16%	21.53%
					归属于母公司净利润增长率	18.60%	-22.59%	71.16%	21.53%
现金流量表	单位:百万元				获利能力				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	毛利率	27.54%	21.32%	24.35%	25.00%
经营活动现金流	338.67	939.74	204.68	1526.77	净利率	18.17%	13.06%	15.53%	16.11%
净利润	506.43	392.02	670.98	815.46	ROE	17.30%	12.33%	17.97%	18.76%
折旧摊销	82.05	117.02	157.29	196.43	ROIC	16.08%	10.26%	15.88%	16.73%
财务费用	-17.24	-13.25	5.32	3.67	偿债能力				
投资损失	-7.17	0.00	0.00	0.00	资产负债率	4.36%	12.30%	12.60%	10.29%
营运资金变动	-224.99	443.35	-628.92	511.21	净负债比率	0.00%	9.43%	8.04%	6.90%
其它	-0.40	0.60	0.00	0.00	流动比率	15.42	4.91	4.81	5.94
投资活动现金流	-598.18	-554.00	-400.00	-400.00	速动比率	14.51	4.59	4.44	5.55
资本支出	523.30	432.98	242.71	203.57	营运能力				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.96	0.90	1.09	1.11
其他	-74.88	-121.02	-157.29	-196.43	应收账款周转率	28.73	40.00	40.00	40.00
筹资活动现金流	-164.48	173.08	-122.93	-204.97	应付账款周转率	34.61	35.00	35.00	35.00
短期借款	0.00	300.00	0.00	0.00	每股指标 (元)				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益 (最新摊薄)	0.90	0.70	1.20	1.45
其他	-164.48	-126.92	-122.93	-204.97	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.60	1.68	0.37	2.72
现金净增加额	-423.99	558.82	-318.25	921.81	每股净资产 (最新摊薄)	6.27	5.67	6.66	7.75
					估值比率				
重要财务指标	单位:百万元				P/E	19.88	25.69	15.01	12.35
主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	P/B	2.87	3.17	2.70	2.32
营业收入	2787.58	3002.60	4320.26	5060.65	EV/EBITDA	19.60	14.96	9.14	6.69
同比(%)	13.4%	7.7%	43.9%	17.1%	永续增长率	1.50%		WACC	10.65%
归属母公司净利润	506.43	392.02	670.98	815.46	终值	11,646.63		Ke	10.60%
同比(%)	18.6%	-22.6%	71.2%	21.5%	企业价值	21,501.30		Kd	4.50%
毛利率(%)	27.5%	21.3%	24.4%	25.0%	非核心资产价值	2,025.83		t	25.00%
ROE(%)	17.3%	12.3%	18.0%	18.8%	债务价值	300.00		Rf	4.00%
每股收益(元)	0.90	0.70	1.20	1.45	股权价值	23,227.14		Rm	10.00%
P/E	19.9	25.7	15.0	12.3	股本	560.65		Rm-Rf	6.00%
P/B	2.9	3.2	2.7	2.3	每股价值	41.43		Beta	1.10
EV/EBITDA	19.6	15.0	9.1	6.7					

1 信息披露

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：1）研究报告所提出的一切推荐意见均基于市场公开信息做出，且为分析师本人对报告所涉证券或发行人的独立判断；2）分析师所得报酬无论过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告的具体建议和观点相联系。

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。

2 重要声明

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，天风证券股份有限公司（以下简称“天风证券”）的经营经营范围包括证券投资咨询业务，经营证券业务许可证编号：Z19935000。

本报告版权归天风证券所有，未经事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“天风证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于天风证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但天风证券及其研究人员不保证该信息的准确性和完整性。对由于该等问题产生的一切责任，天风证券不作出任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不发出事先通知的情况下，可能会进行调整。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。收件人亦不会因为收到本报告而成为天风证券的客户。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。天风证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。天风证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，天风证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，天风证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。投资者应当考虑到天风证券及其关联机构或个人可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

3 天风证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数15%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~15%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%~15%
	卖出	未来6个月内跑输沪深300指数15%以上
行业投资评级	强于大市	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	同步大市	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	弱于大市	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

武汉	上海
湖北省武汉市江汉区唐家墩路32号国资大厦B座 (430024)	上海浦东新区芳甸路1088号紫竹国际大厦22楼 (201204)
电话：027-87618889	电话：021-50155650
网址： http://www.tfzq.com	传真：021-50155671