

证券研究报告

基础化工

推荐 (维持)

证券分析师

伍颖

投资咨询资格编号
S1060511010017
电话 010-66299575
邮编 wuying467@pingan.com.cn

郗祝兵

投资咨询资格编号
S1060511110001
0755-22621410
yanzhubing290@pingan.com.cn

陈建文

投资咨询资格编号
S1060210020001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

齐翔腾达 (002408)

预计下半年丁二烯开工率约 85%

事件：公司7月25日公布业绩快报，上半年公司实现营业收入12.85亿元，同比下降12.2%；归属于上市公司股东的净利润1.51亿元，同比下降56.2%；基本每股收益0.27元，加权平均净资产收益率5.1%，每股净资产5.24元。

平安观点

- 半年度业绩略低于我们预期。公司半年度业绩同比下降的主要原因是主营产品甲乙酮售价和毛利率低于去年同期：(1)2011年3.11日本地震之后甲乙酮价格大幅上涨，毛利率较高；(2)2012年上半年受宏观经济增速下滑、下游需求低迷影响，甲乙酮价格下跌，毛利率下降。
- 预计下半年甲乙酮价格将回升，全年公司甲乙酮毛利率约 18.4%。随着国际油价企稳回升，预计在成本推动下甲乙酮价格将回升。公司甲乙酮满产满销，预计全年销量约18万吨，毛利率约18.4%。
- 预计下半年丁二烯开工率约 85%，毛利率约 20.9%。6月以来公司丁二烯装置负荷逐步提升，预计下半年丁二烯开工率约85%，全年产量约3.8万吨。由于国际丁二烯价格上涨和国内装置检修，6月以来国内丁二烯价格上涨，上海石化出厂价由15000万/吨上涨至目前的19000万/吨，实际市场价则在20000万/吨左右。我们预计，由于需求尚未转好，预计下半年国内丁二烯价格将有所回落，公司丁二烯毛利率约20.9%。
- 预计5万吨/年稀土顺丁橡胶项目在2013年初建成。稀土顺丁橡胶主要应用于高端轮胎，售价比普通顺丁橡胶高3000~4000元/吨。由于国内市场容量较小，公司稀土顺丁橡胶主要定位于国际市场。稀土顺丁橡胶原料为丁二烯，由公司自给，我们预计公司该项目毛利率将达30%以上。
- 看好公司未来优异成长性，维持“推荐”。由于甲乙酮价格低于我们预期，我们下调2012、2013、2014年EPS预测分别至0.63、1.06、1.24元，对应24日收盘价的动态PE分别为27.9、16.6、14.2倍。公司丁二烯项目一次投料开车成功并逐步达产，证明公司具有优异的新项目开拓和运营能力，我们看好公司未来优异成长性。鉴于丁二烯新项目的确定性大幅增加，以及公司开拓新项目的潜力，我们仍维持“推荐”评级。
- 风险提示：下游需求低迷持续时间超预期，稀土顺丁橡胶项目建设和投产时间低于预期，碳四采购集中导致原料供给波动风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	2056	2169	2830	3255	营业收入	2788	3218	4283	4658
现金	1463	1400	1800	2143	营业成本	2020	2674	3398	3652
应收账款	101	121	161	175	营业税金及附加	17	20	26	28
其他应收款	0	0	0	0	营业费用	37	43	58	63
预付账款	199	267	340	365	管理费用	103	113	150	163
存货	122	187	272	292	财务费用	-17	-55	-56	-75
其他流动资产	172	193	257	279	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	1005	1239	1180	1105	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	7	0	0	0
固定资产	608	992	1021	991	营业利润	632	424	706	826
无形资产	49	49	49	49	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	348	198	109	64	营业外支出	8	0	0	0
资产总计	3061	3408	4009	4360	利润总额	625	424	706	826
流动负债	133	268	383	218	所得税	119	72	114	133
短期借款	0	104	179	0	净利润	506	352	592	693
应付账款	75	107	136	146	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	58	57	68	72	归属母公司净利润	506	352	592	693
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	697	462	780	895
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.08	0.63	1.06	1.24
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	133	268	383	218					
少数股东 权益	0	0	0	0					
股本	467	561	561	561					
资本公积	1541	1448	1448	1448					
留存收益	920	1131	1618	2134					
归属母公司股东权益	2928	3140	3627	4142					
负债和股东权益	3061	3408	4009	4360					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-19	248	445	694	成长能力				
净利润	506	352	592	693	营业收入(%)	13.4%	15.4%	33.1%	8.8%
折旧摊销	82	94	129	145	营业利润(%)	23.0%	-33.0%	66.7%	16.9%
财务费用	-17	-55	-56	-75	归属于母公司净利润(%)	18.6%	-30.5%	68.3%	17.0%
投资损失	-7	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-590	-143	-224	-69	毛利率(%)	27.5%	16.9%	20.6%	21.6%
其他经营现金流	7	0	3	1	净利率(%)	18.2%	10.9%	13.8%	14.9%
投资活动现金流	-270	-330	-70	-70	ROE(%)	17.3%	11.2%	16.3%	16.7%
资本支出	249	330	70	70	ROIC(%)	34.0%	16.6%	27.2%	31.5%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-21	0	0	0	资产负债率(%)	4.4%	7.9%	9.5%	5.0%
筹资活动现金流	-130	19	25	-282	净负债比率(%)	0.0%	38.7%	46.8%	0.0%
短期借款	0	104	75	-179	流动比率	15.42	8.10	7.39	14.95
长期借款	0	0	0	0	速动比率	14.51	7.40	6.68	13.61
普通股增加	208	93	0	0	营运能力				
资本公积增加	-260	-93	0	0	总资产周转率	1.0	1.0	1.2	1.1
其他筹资现金流	-79	-85	-50	-103	应收账款周转率	26.7	26.9	28.5	26.0
现金净增加额	-424	-63	400	343	应付账款周转率	34.6	29.4	28.0	25.9
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.90	0.63	1.06	1.24
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.03	0.44	0.79	1.24
					每股净资产(最新摊薄)	5.22	5.60	6.47	7.39
					估值比率				
					P/E	19.4	27.9	16.6	14.2
					P/B	3.4	3.1	2.7	2.4
					EV/EBITDA	12.0	18.1	10.7	9.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257