

齐翔腾达：丁酮低迷，业绩下滑明显

2012年中报点评

报告关键点：

- 上半年净利润同比大幅下滑
- 下半年业绩或较上半年有所好转
- 维持增持-A投资评级

报告摘要：

- 上半年净利润同比大幅下滑：**报告期公司实现营业收入128,544万元，同比下降12.2%，公司实现归属于母公司净利润15,124万元，折合EPS0.27元，同比下降56.16%。其中，二季度单季度实现营业收入66,060万元，同比下降21.48%，环比上升5.72%，实现净利润7,832万元，折合EPS0.14元，同比下降61.65%，环比上升7.4%。二季度综合毛利率16.94%，净利率11.86%，同比分别下滑16.04个百分点、12.42个百分点。去年同期，3.11日本地震以后，公司主要产品甲乙酮短期内大幅上涨，毛利率处于较高水平，今年公司主导产品甲乙酮价格则出现大幅下滑；报告期内，受全球经济低迷的影响，公司主要产品的平均价格低于去年同期水平，导致公司主要产品营业总收入和毛利率降低。报告期内，公司丁酮均价为8644元/吨（含税），比2011年全年的均价12482元/吨（含税）下滑了30%；同期原材料碳四的价格却与去年基本持平，导致丁酮与碳四的价差大幅缩减。
- 下半年业绩或较上半年有所好转：**丁酮价格经历了一年多的下滑后，当前已经出现了企稳迹象，加上近来国际原油价格的反弹，也为丁酮价格走高提供了较强的成本支撑，我们判断下半年丁酮价格将能够止跌反弹，全年有望实现7681元/吨（不含税）的均价。实际上目前丁酮与碳四的价差已经开始出现止跌反弹迹象，我们预计公司丁酮下半年的业绩或好于上半年。此外，今年6月份初公司10万吨丁二烯项目建成投产，截止报告期末丁二烯营业收入29,834,808.34元，由于初期在建工程转入固定资产导致折旧较大，毛利率只有7.17%，随着丁二烯的负荷提高，丁二烯产品的毛利率将稳步上升。这也将对公司下半年及明年的业绩带来非常明显的增长点。
- 维持增持-A投资评级：**公司预计2012年1-9月归属于上市公司股东的净利润同比下降30%至60%，上年同期净利润为45,254万元，2012年1-9月归属于上市公司股东的净利润为18,101.6万元-31,677.8万元，均值24,889.7万元，折合EPS0.44元。我们下调了公司2012、2013、2104年的EPS预测分别至0.64元、1.22元、1.14元。我们长期看好公司在碳四深加工领域的布局，建议按照2012年30倍PE估值，6个月目标价19.2元，维持增持-A投资评级。
- 风险提示：**丁酮、丁二烯价格大幅下滑

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,359.6	2,787.6	2,970.3	4,237.3	4,324.7
Growth(%)	81.9%	18.1%	6.6%	42.7%	2.1%
净利润	420.0	506.4	358.0	682.1	639.6
Growth(%)	142.0%	20.6%	-29.3%	90.5%	-6.2%
毛利率(%)	25.4%	27.5%	20.0%	25.3%	23.6%
净利润率(%)	17.8%	18.2%	12.1%	16.1%	14.8%
每股收益(元)	0.75	0.90	0.64	1.22	1.14
每股净资产(元)	4.64	5.22	5.89	6.91	7.69
市盈率	21.7	18.0	25.5	13.4	14.3
市净率	3.5	3.1	2.8	2.4	2.1
净资产收益率(%)	16.1%	17.3%	10.8%	17.6%	14.8%
ROIC(%)	55.2%	45.7%	18.7%	28.6%	22.3%
EV/EBITDA	4.8	9.4	14.4	8.2	8.1
股息收益率	1.1%	0.9%	1.2%	2.2%	2.1%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

19.20元

期限： 6个月 上次预测： 27.75元

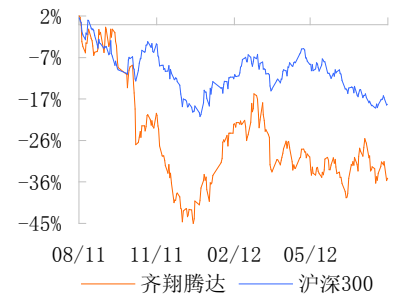
现价(2012年08月14日)： 16.28元

报告日期：

2012-08-15

总市值(百万元)	9,127.38
流通市值(百万元)	3,129.67
总股本(百万股)	560.65
流通股本(百万股)	192.24
12个月最低/最高	14.83/31.66元
十大流通股股东(%)	19.81%
股东户数	37,064

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(4.61)	3.16	(16.71)
绝对收益	(8.43)	(6.72)	(34.74)

谭志勇

021-68765172
执业证书编号

刘军
021-68766167
执业证书编号

行业分析师

tanzy2@essence.com.cn
S1450511020017

首席行业分析师
liujun@essence.com.cn
S1450511020010

报告联系人

贾鹏

021-68765906
jiapeng@essence.com.cn

前期研究成果

- 齐翔腾达： 甲乙酮落幕，丁二烯起航 2012-04-19
- 齐翔腾达： 行业景气低迷 2011-12-30
- 齐翔腾达： 碳四深深深几许 2010-12-30

1. 上半年业绩低于预期

1.1. 上半年净利润同比大幅下滑

报告期公司实现营业收入 128,544 万元,同比下降 12.2%,公司实现归属于母公司净利润 15,124 万元,折合 EPS0.27 元,同比下降 56.16%。其中,二季度单季度实现营业收入 66,060 万元,同比下降 21.48%,环比上升 5.72%,实现净利润 7,832 万元,折合 EPS0.14 元,同比下降 61.65%,环比上升 7.4%。二季度综合毛利率 16.94%,净利率 11.86%,同比分别下滑 16.04 个百分点、12.42 个百分点;环比分别上升 0.23 个百分点、上升 0.18 个百分点。

1.2. 丁酮价格低迷拖累业绩

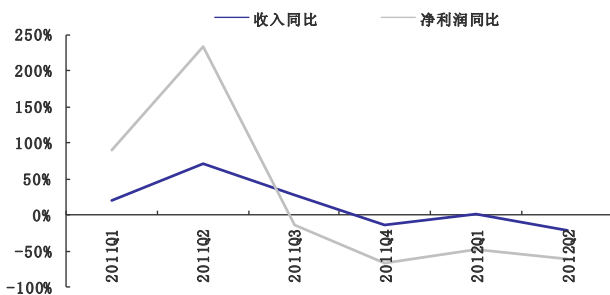
报告期内,全球经济形势复杂多变,国内经济增速放缓,企业生产经营压力进一步增大,丁酮产品市场需求低迷。公司主导的化工产品丁酮等价格出现了较大的下滑,公司主要产品毛利多数出现下滑。半年度内,公司整体营业收入较去年同期减少 11.99%,毛利率较去年同期下降 14.83%。乙酰酮类产品价格降幅明显,但因公司报告期内产销量增加,营业收入较去年变化不大,但毛利率同比下降 20.62%。

去年同期,3.11 日本地震以后,公司主要产品乙酰酮短期内大幅上涨,毛利率处于较高水平,今年公司主导产品乙酰酮价格则出现大幅下滑;报告期内,受全球经济低迷的影响,公司主要产品的平均价格低于去年同期水平,导致公司主要产品营业总收入和毛利率降低。

1.3. 业绩低于预期的主要原因是丁酮价格跌幅超过碳四

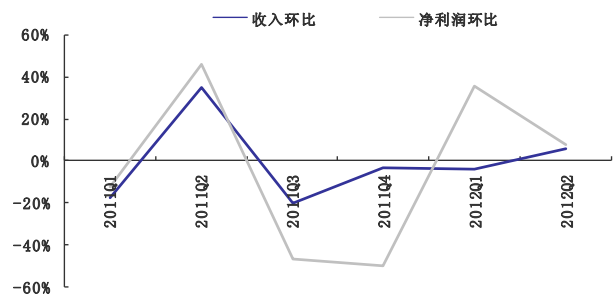
报告期内,公司丁酮均价为 8644 元/吨(含税),比 2011 年全年的均价 12482 元/吨(含税)下滑了 30%;同期原材料碳四的价格却与去年基本持平,导致丁酮与碳四的价差大幅缩减。

图 1 单季度收入同比、净利润同比增速图



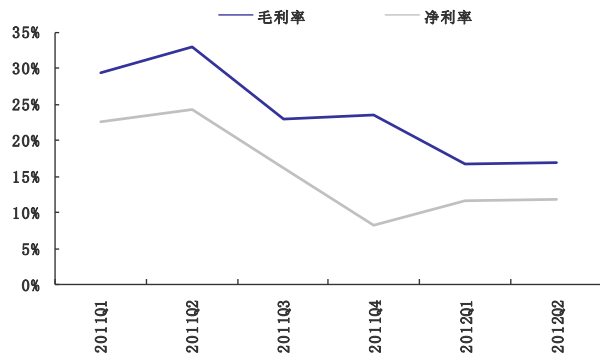
数据来源: WIND、安信证券研究中心

图 2 单季度收入环比、净利润环比增速图



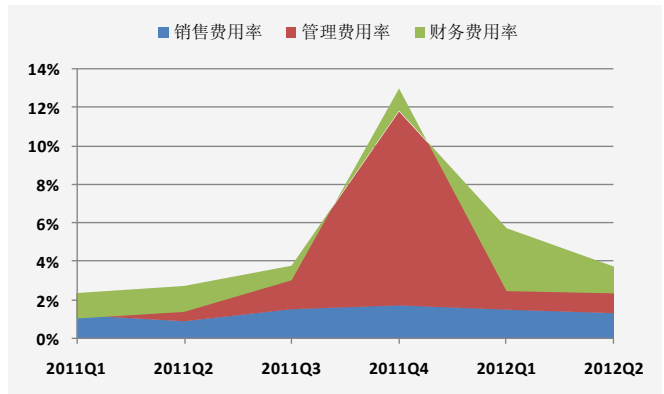
数据来源: WIND、安信证券研究中心

图 3 单季度毛利率、净利率趋势图



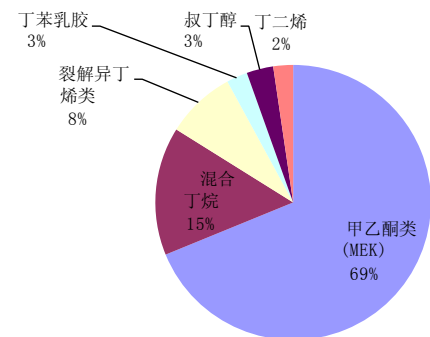
数据来源: WIND、安信证券研究中心

图 4 单季度三项费用率趋势图



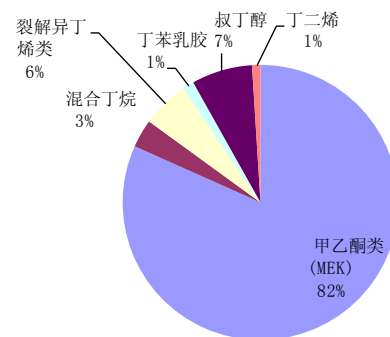
数据来源: WIND、安信证券研究中心

图 5 主营产品收入构成



数据来源: WIND、安信证券研究中心

图 6 主营产品利润构成

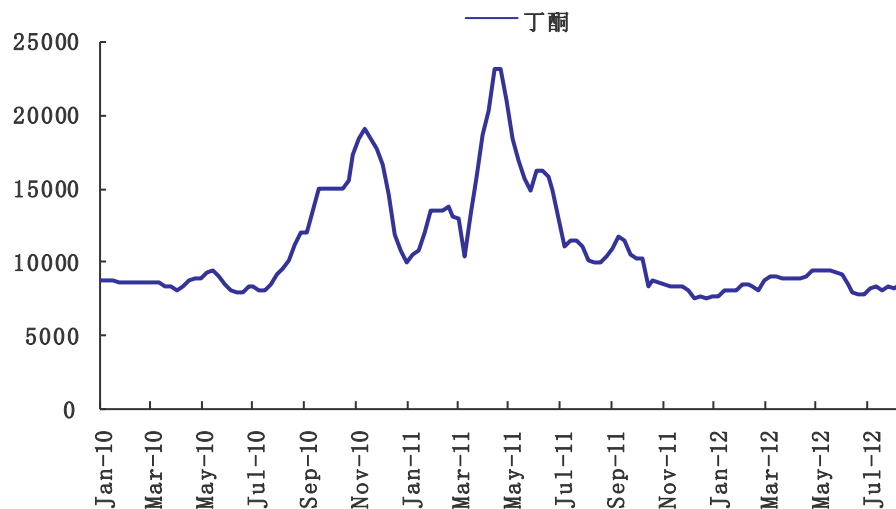


数据来源: WIND、安信证券研究中心

2. 下半年业绩或较上半年有所好转

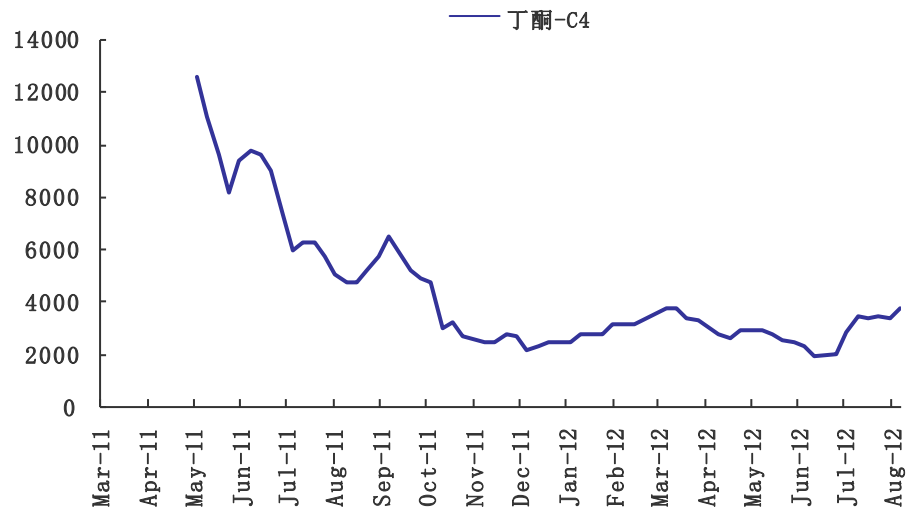
丁酮价格经历了一年多的下滑后,当前已经出现了企稳迹象,加上近来国际原油价格的反弹,也为丁酮价格走高提供了较强的成本支撑,我们判断下半年丁酮价格将能够止跌反弹,全年有望实现 7681 元/吨(不含税)的均价。实际上目前丁酮与碳四的价差已经开始出现止跌反弹迹象,我们预计公司丁酮下半年的业绩或好于上半年。

图 7 丁酮价格走势 元/吨



数据来源: 百川资讯、安信证券研究中心

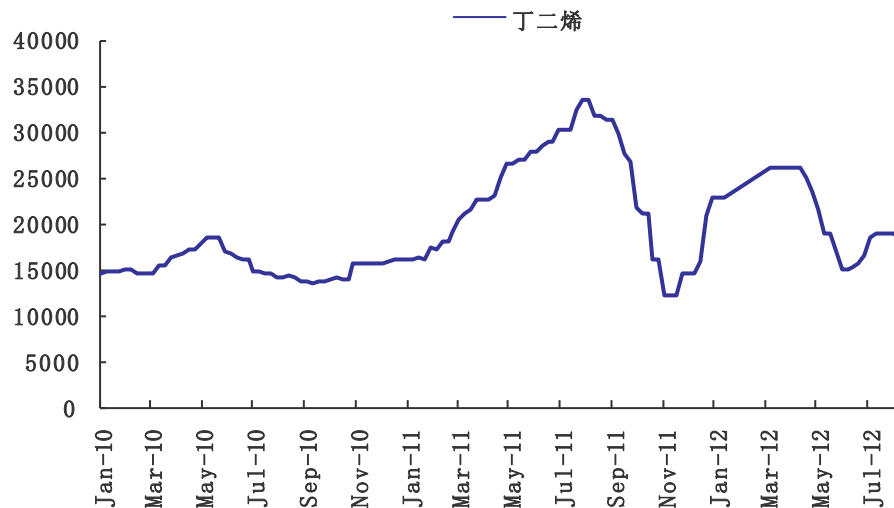
图 8 丁酮-C4 价差价格走势图 元/吨



数据来源：百川资讯、安信证券研究中心

此外，今年 6 月份初公司 10 万吨丁二烯项目建成投产，截止报告期末丁二烯营业收入 29,834,808.34 元，由于初期在建工程转入固定资产导致折旧较大，毛利率只有 7.17%，随着丁二烯的负荷提高，丁二烯产品的毛利率将稳步上升。这也将对公司下半年及明年的业绩带来非常明显的增长点。

图 9 丁二烯价格走势 元/吨



数据来源：百川资讯、安信证券研究中心

3. 盈利预测&投资评级

3.1. 盈利预测

公司预计 2012 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润同比下降 30%至 60%，上年同期净利润为 45,254 万元，2012 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润为 18,101.6 万元 -31,677.8 万元，均值 24,889.7 万元，折合 EPS0.44 元。

考虑到公司上半年的业绩已经低于我们此前的预期，我们下调了公司 2012、2013、2104 年的 EPS 预测分别至 0.64 元、1.22 元、1.14 元。

3.2. 维持增持-A 投资评级

6 月份公司年产 10 万吨丁二烯项目已经建设完成并投料开车产出合格产品, 实现一次投料开车成功。报告期末丁二烯营业收入 29,834,808.34 元。该项目的投产进一步丰富了公司产业链, 将提高公司的经济效益和综合竞争能力。后续公司还将建设 5 万吨稀土顺丁橡胶, 预计到 2013 年上半年投产。

随着公司丁二烯项目的建成投产, 以及未来稀土顺丁橡胶的建成投产, 公司陆续培养的新的利润增长点将逐步发挥效益, 这些产品的国内供需层面相对较为紧张, 产品未来的需求相对较好。

我们长期看好公司在碳四深加工领域的布局, 建议按照 2012 年 30 倍 PE 估值, 6 个月目标价 19.2 元, 维持增持-A 投资评级。

4. 风险提示

丁酮、丁二烯价格大幅下滑

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2012-08-16		
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	2,359.6	2,787.6	2,970.3	4,237.3	4,324.7	成长性					
减: 营业成本	1,761.4	2,020.0	2,375.4	3,165.4	3,305.4	营业收入增长率	81.9%	18.1%	6.6%	42.7%	2.1%
营业税费	17.1	17.0	18.1	25.8	26.4	营业利润增长率	118.3%	25.3%	-30.5%	90.5%	-6.2%
销售费用	38.5	37.2	39.6	56.6	57.7	净利润增长率	142.0%	20.6%	-29.3%	90.5%	-6.2%
管理费用	41.3	102.6	109.3	155.9	159.1	EBITDA 增长率	78.6%	24.8%	-18.5%	74.7%	-3.3%
财务费用	-6.5	-17.2	-7.1	-7.6	-9.1	EBIT 增长率	102.4%	23.5%	-29.7%	91.9%	-6.5%
资产减值损失	3.6	3.1	0.7	4.4	0.3	NOPLAT 增长率	119.5%	18.3%	-28.0%	91.9%	-6.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.9%	75.9%	25.3%	20.4%	5.6%
投资和汇兑收益	-	7.2	5.0	-	-	净资产增长率	441.9%	12.5%	12.8%	17.4%	11.2%
营业利润	504.4	632.1	439.3	836.9	784.8	利润率					
加: 营业外净收支	3.5	-6.7	-	-	-	毛利率	25.4%	27.5%	20.0%	25.3%	23.6%
利润总额	507.9	625.3	439.3	836.9	784.8	营业利润率	21.4%	22.7%	14.8%	19.8%	18.1%
减: 所得税	87.9	118.9	81.3	154.8	145.2	净利润率	17.8%	18.2%	12.1%	16.1%	14.8%
净利润	420.0	506.4	358.0	682.1	639.6	EBITDA/营业收入	23.7%	25.0%	19.1%	23.4%	22.2%
资产负债表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
货币资金	1,887.0	1,463.0	1,387.6	1,671.9	1,960.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	70	69	104	100	105
应收帐款	93.3	100.9	107.5	153.4	156.6	流动营业资本周转天数	65	95	116	107	129
应收票据	77.2	171.5	182.7	260.7	266.1	流动资产周转天数	201	280	252	202	238
预付帐款	122.4	198.9	288.9	408.7	533.9	应收帐款周转天数	9	14	14	12	14
存货	89.4	122.0	143.4	191.1	199.6	存货周转天数	14	14	16	14	16
其他流动资产	12.6	-	-14.8	-34.6	-55.2	总资产周转天数	274	376	393	315	352
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	139	191	257	221	243
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	16.1%	17.3%	10.8%	17.6%	14.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.2%	16.5%	10.5%	17.0%	14.4%
固定资产	453.6	607.9	1,111.3	1,238.3	1,274.6	ROIC	55.2%	45.7%	18.7%	28.6%	22.3%
在建工程	7.0	345.8	159.2	71.8	54.4	费用率					
无形资产	18.3	49.4	47.7	46.1	44.6	销售费用率	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	2.5	2.1	1.9	1.9	2.0	管理费用率	1.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
资产总额	2,763.3	3,061.5	3,415.5	4,009.4	4,436.7	财务费用率	-0.3%	-0.6%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	3.1%	4.4%	4.8%	4.8%	4.8%
应付帐款	53.7	76.9	90.4	120.5	125.8	偿债能力					
应付票据	-	6.3	7.4	9.9	10.3	资产负债率	5.8%	4.4%	3.3%	3.3%	2.8%
其他流动负债	106.2	50.2	55.7	42.5	29.0	负债权益比	6.1%	4.6%	3.4%	3.4%	2.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	14.27	15.42	18.42	19.93	24.43
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	13.71	14.51	17.16	18.49	22.83
负债总额	159.9	133.3	113.7	133.0	125.3	利息保障倍数	76.23	35.66	60.64	108.42	85.43
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	259.6	467.2	560.6	560.6	560.6	DPS(元)	0.17	0.14	0.19	0.36	0.34
留存收益	2,343.9	2,460.9	2,741.1	3,315.7	3,750.7	分红比率	23.2%	15.4%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	2,603.4	2,928.1	3,301.7	3,876.4	4,311.4	股息收益率	1.1%	0.9%	1.2%	2.2%	2.1%
现金流量表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	420.0	506.4	358.0	682.1	639.6	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	60.5	82.1	135.6	162.9	183.6	EPS(元)	0.75	0.90	0.64	1.22	1.14
资产减值准备	3.6	3.1	0.7	4.4	0.3	BVPS(元)	4.64	5.22	5.89	6.91	7.69
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	21.7	18.0	25.5	13.4	14.3
财务费用	14.9	-6.5	-17.2	-7.1	-7.6	PB(X)	3.5	3.1	2.8	2.4	2.1
投资收益	-	-7.2	-5.0	-	-	P/FCF	-61.1	-29.8	-77.1	45.3	19.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	P/S	3.9	3.3	3.1	2.2	2.1
营运资金的变动	-150.3	-577.8	-94.5	-256.7	-129.6	EV/EBITDA	4.8	9.4	14.4	8.2	8.1
经营活动产生现金流量	340.1	-19.2	387.7	585.0	684.9	CAGR(%)	17.5%	8.1%	21.4%	-100.0%	-100.0%
投资活动产生现金流量	-44.6	-270.3	-446.0	-201.0	-201.0	PEG	1.2	2.2	1.2	-0.1	-0.1
融资活动产生现金流量	1,414.9	-130.5	-6.8	-197.0	-182.8	ROIC/WACC					
						REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

谭志勇，石油与化工行业研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008年7月加盟安信证券研究中心。

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5年证券研究经历，8年中国石化工作经验，曾获2005年度“新财富”化工行业最佳分析师第四名，2007年4月加盟安信证券研究中心

分析师声明

谭志勇、刘军分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034