

**评级：强烈推荐（维持）**
**农用化工**
**公司半年报点评**
**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@fscs.cn

## 齐翔腾达(002408)

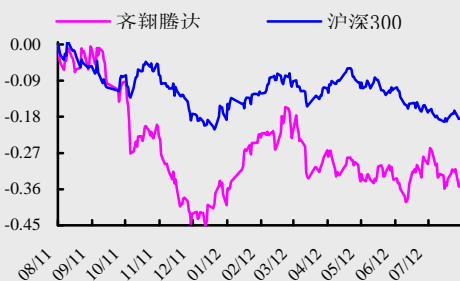
### —— 甲乙酮下滑拖累业绩，丁二烯成下半年最大两点

**交易数据**

上一日交易日股价（元）	15.95
总市值（百万元）	8,942
流通股本（百万股）	192
流通股比率（%）	34.29

**资产负债表摘要（06/12）**

股东权益（百万元）	2,940
每股净资产（元）	5.24
市净率（倍）	3.04
资产负债率（%）	17.90

**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 《甲乙酮量价齐升，让公司业绩  
 腾飞一会》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-《甲乙酮业绩弹性最大，丁二烯将力  
 挽狂澜》- 深度报告

**事件：**公司发布半年报，半年报中显示公司上半年，公司实现销售收入 128,544.29 万元，较去年同期下降 12.2%，实现利润总额 184,950,747.57 元，较去年同期下降 57.07%，实现扣除非经常损益后的净利润为 150,992,154.47 元，较去年同期下降 56.39%；按照最新股本计算，上半年公司实现 EPS0.27 元，同时公司公布 2012 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度 -60%至-30%。

**点评：**

**甲乙酮价格大幅下滑拖累公司上半年业绩。**公司实现销售收入 128,544.29 万元，较去年同期下降 12.2%，实现利润总额 184,950,747.57 元，较去年同期下降 57.07%，其主要原因是上半年甲乙酮受需求清淡以及日本完善石化和东燃化学甲乙酮复工影响，价格一直处于低位，上半年甲乙酮价格尚不及去年同期的一半，导致公司主营产品甲乙酮毛利率大幅下滑 20.62 个百分点，拉低了公司的综合毛利率，拖累了公司上半年业绩增长。尽管甲乙酮价格出现大幅下滑，但公司有新的甲乙酮产能投放，销量同比去年有较大增长，所以公司上半年的销售收入下滑幅度较小。

**丁二烯顺利达产将成为下半年最主要的业绩增长点。**公司 10 万吨丁二烯装置于今年 6 月份开始试生产，经过近两个月的调试和磨合，目前单月产出在 7000 吨以上，开工率已提升至 80%以上，已达到装置的设计生产水平。国内丁二烯新增产能有限，随着下游合成橡胶下半年新增产能集中投放期的到来，丁二烯需求将大幅增加，将支撑下半年丁二烯价格走高。公司丁二烯上半年由于处于试生产阶段，产能没有得到有效释放，导致毛利率仅有 7.17%，这绝不是公司丁二烯的真实盈利水平，随着公司丁二烯顺利达产，单位成本大幅下降，毛利率将大幅提升，我们按照下半年丁二烯平均价格 20000 元/吨，毛利率 26%，下半年实现丁二烯销量 4 万吨计算，丁二烯将为公司贡献 1.56 亿的利润，将成为公司最大新增利润来源。

**稀土顺丁橡胶已开工建设，13 年上半年有望投产。**公司使用超募资金 1.4 亿元与哈尔滨博实合资（公司 51%股权）建设 5 万吨/年稀土顺丁橡胶项目目前已经开工建设，公告中显示预计 2013 年上半年有望投产。目前公司丁二烯已经顺利达产，为稀土顺丁橡胶项目提供充足的原料供应保障。由于公司的稀土顺丁橡胶原料自给，其生产成本将大幅降低，盈利能力将超出行业水平，因此该项目投产后将成为公司 2013 年的主要利润增长点。



**维持“强烈推荐”评级。**考虑到公司主营产品乙酰酮下游需求短期内难以回升，毛利率较难恢复到我们之前的预期，我们下调公司2012-2014年的盈利预测至0.72元、1.01元和1.23元，公司目前股价为15.95元，对应PE分别为22倍、15倍和13倍。随着公司募投项目的相继投产，公司将进入高速增长期，我们看好公司的未来发展，继续维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**募投项目进展低于预期、产品价格大幅下滑、原料暴涨等。

表 1：齐翔腾达主要财务指标预测

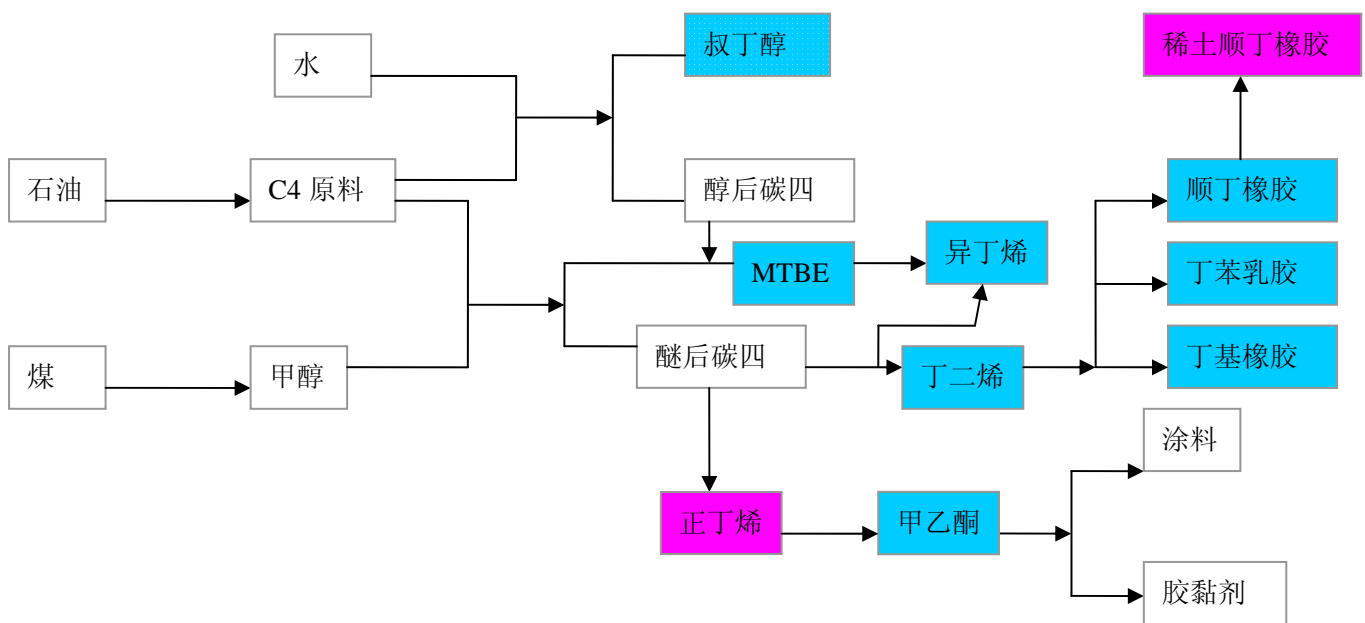
简要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	235,958	278,758	287,358	401,051	501,314
同比 (%)	81.9%	18.1%	3.1%	39.6%	25.0%
营业毛利	59,823	76,757	63,573	90,459	108,343
同比 (%)	102.1%	28.3%	-17.2%	42.3%	19.8%
归属母公司净利润	41,999	50,643	40,406	56,886	69,033
同比 (%)	142.0%	20.6%	-20.2%	40.8%	21.4%
总股本 (万股)	56,065.0	56,065.0	56,065.0	56,065.0	56,065.0
每股收益 (元)	0.75	0.90	0.72	1.01	1.23
ROE	16.2%	17.4%	12.7%	15.2%	15.6%
P/E (倍)	21.7	18.0	22.6	16.0	13.2

数据来源：公司公告、第一创业研究所

## 1 碳四深加工的龙头企业

公司一直专注于对原料碳四进行深度加工转化成高附加值精细化工产品的研发、生产和销售，主要研发、生产和销售甲乙酮、MTBE、异丁烯、叔丁醇等，是国内规模最大的甲乙酮生产企业。公司在生产技术、产品质量、产量以及产品市场占有率等方面均居于同行业前列，是国内唯一一家达到并超过设计能力的产厂家。公司制定了严于 ASTM 标准并高于国内行业标准的企业标准，生产的甲乙酮产品纯度达到 99.9%以上，产品质量居于国内同行业领先水平。

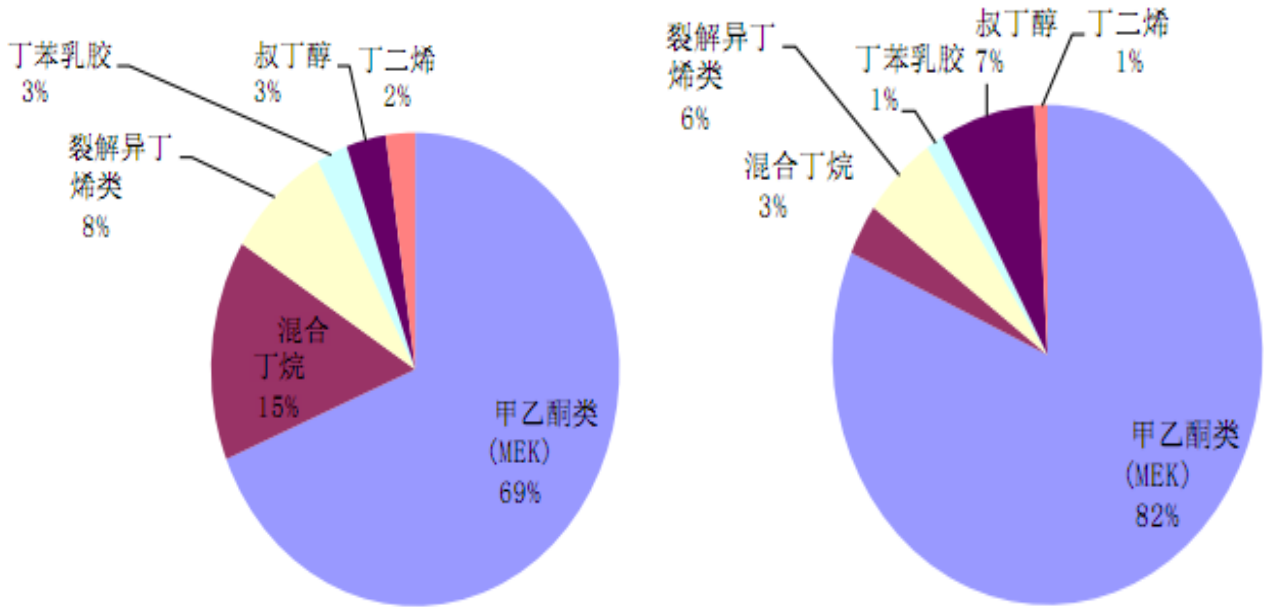
图 1: 公司打造的 C4 生加工产业链



数据来源：公司招股意向书、第一创业证券研究所整理 注：蓝色为公司现有产品，红色为公司即将投产产品

图 2: 公司主营业务收入构成

图 3: 公司主营产品利润构成

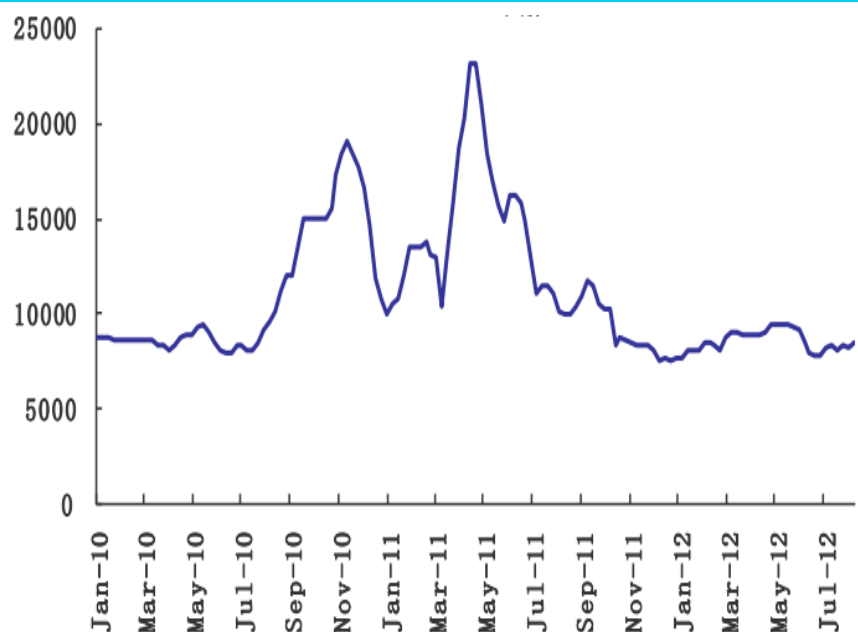


数据来源：公司半年报、第一创业证券研究所整理

## 2 甲乙酮价格大幅下跌拖累公司上半年业绩

上半年甲乙酮受需求清淡以及日本完善石化和东燃化学甲乙酮复工影响，价格一直处于低位，上半年甲乙酮价格尚不及去年同期的一半，导致公司主营产品甲乙酮毛利率大幅下滑 20.62 个百分点，拉低了公司的综合毛利率，拖累了公司上半年业绩增长。

图 4：公司甲乙酮出厂价格走势（单位：元/吨）





数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所

目前甲乙酮价格已基本企稳，随着原油价格的回升，其原料碳四也将逐步走高，受成本支撑甲乙酮价格下半年有望回升，但由于下游需求短期内难以大幅回升，因此我们判断下半年甲乙酮平均价格将在 9300 元/吨（含税）左右，由于公司原料就近来源于隔壁的齐鲁石化，无需运输成本，因此下半年甲乙酮盈利能力将略好于上半年。

### 3 丁二烯将成为公司 12 年最大的利润来源

公司 10 万吨丁二烯装置于今年 6 月份开始试生产，经过近两个月的调试和磨合，目前单月产出在 7000 吨以上，开工率已提升至 80%以上，已达到装置的设计生产水平。国内丁二烯新增产能有限，随着下游顺丁橡胶等合成橡胶下半年新增产能集中投放期的到来，丁二烯需求将大幅增加，将支撑下半年丁二烯价格走高。公司丁二烯上半年由于处于试生产阶段，产能没有得到有效释放，导致毛利率仅有 7.17%，这绝不是公司丁二烯的真实盈利水平，随着公司丁二烯顺利达产，单位成本大幅下降，毛利率将大幅提升，我们按照下半年丁二烯平均价格 20000 元/吨，毛利率 26%，下半年实现丁二烯销量 4 万吨计算，丁二烯将为公司贡献 1.56 亿的利润，将成为公司最大新增利润来源。

表 2：国内近两年顺丁橡胶新增产能情况（单位：美元/吨）



时间	名称	装置产能(万吨)
2012年3月	新疆蓝德精细石油化工股份有限公司	5
2012年10月	中石化茂名石油化工公司	10
2012年9月	中石油大庆石化公司	扩充8
2012年12月	南京扬子石化金浦橡胶有限公司	10
2012年12月	山东华懋新材料有限公司	10
2012年12月	山东玉皇化工公司	8
2012年12月	山东万达化工公司	3
2012年	中国石油四川乙烯工程计划	15
2012年	中石化北京燕山石油化工公司	3
2012年	中石化齐鲁石化公司	2
2012年	中石化巴陵石化公司	2
2013年	齐翔博实集团公司	5

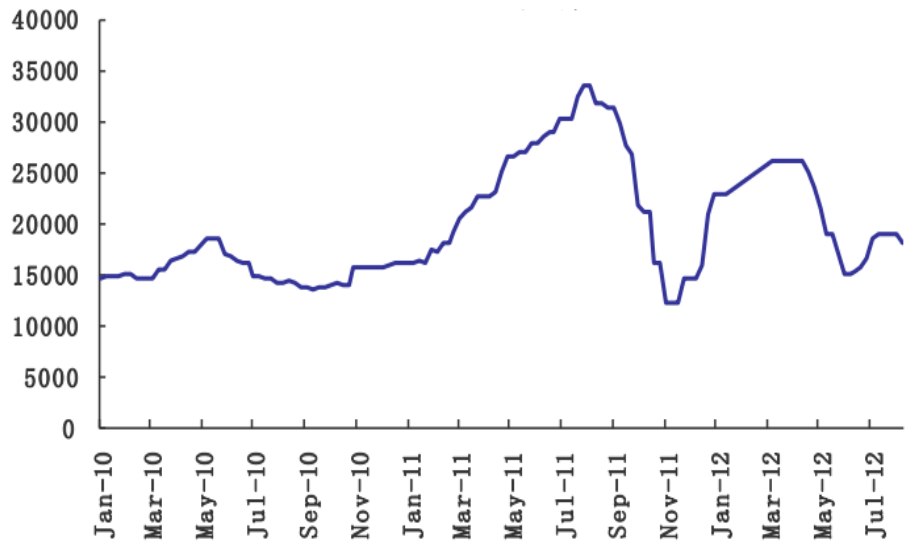
数据来源：中华商务网、百川资讯、第一创业证券研究所整理

表 3: 国内近两年丁二烯新增产能情况 (单位: 万吨)

投产时间	公司名称	新增产能(万吨)
2012年	齐翔腾达	10
2012年	扬子巴斯夫	12
2013年	武汉石化	15
2013年	大庆石化	7
2013年	抚顺石化	10.5
合计		54.5

数据来源：石油化工行业协会、百川资讯、第一创业证券研究所

图 5: 国内丁二烯近三年价格走势 (单位: 元/吨)



数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所



## 公司盈利预测

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>1,690.6</b>	<b>2,553.8</b>	<b>3,504.5</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>2,787.6</b>	<b>2,873.6</b>	<b>4,010.5</b>	<b>5,013.1</b>
货币资金	1,463.0	790.8	1,299.4	1,921.5	减: 营业成本	2,020.0	2,237.9	3,105.9	3,929.7
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	17.0	14.9	19.9	23.8
应收款项	272.3	329.2	460.6	575.6	销售费用	37.2	39.6	53.7	67.1
预付款项	198.9	233.6	326.2	415.8	管理费用	102.6	130.6	156.5	176.0
存货	122.0	336.9	467.5	591.5	财务费用	-17.2	-29.0	2.0	1.3
其他流动资产	0.1	0.2	0.2	0.2	资产减值损失	3.1	2.3	3.3	2.9
<b>非流动资产</b>	<b>1,005.1</b>	<b>1,799.5</b>	<b>1,660.6</b>	<b>1,521.8</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	5.1	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	1,601.7	1,460.0	1,318.3	<b>二、营业利润</b>	<b>632.1</b>	<b>482.4</b>	<b>669.2</b>	<b>812.2</b>
在建工程	345.8	88.3	91.1	94.0	加: 营业外收入	1.6	0.9	0.9	0.9
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	8.4	0.6	0.9	1.0
无形及递延性资产	49.4	107.8	107.8	107.8	<b>三、利润总额</b>	<b>625.3</b>	<b>482.7</b>	<b>669.2</b>	<b>812.1</b>
其它非流动资产	2.1	1.7	1.7	1.7	减: 所得税费用	118.9	78.6	100.4	121.8
<b>资产总计</b>	<b>3,061.5</b>	<b>3,490.1</b>	<b>4,214.4</b>	<b>5,026.3</b>	<b>四、净利润</b>	<b>506.4</b>	<b>404.1</b>	<b>568.9</b>	<b>690.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>133.3</b>	<b>297.5</b>	<b>453.0</b>	<b>574.6</b>	归属母公司净利润	506.4	404.1	568.9	690.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	81.1	233.1	371.0	479.2	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>560.6</b>	<b>560.6</b>	<b>560.6</b>	<b>560.6</b>
预收帐款	25.2	41.2	59.7	74.8	<b>EPS(元)</b>	<b>0.90</b>	<b>0.72</b>	<b>1.01</b>	<b>1.23</b>
其它流动负债	27.0	23.2	22.3	20.6					
<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%	3.1%	39.6%	25.0%
<b>负债合计</b>	<b>133.3</b>	<b>297.5</b>	<b>453.0</b>	<b>574.6</b>	营业毛利	28.3%	-17.2%	42.3%	19.8%
<b>少数股东权益</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	主业盈利	21.8%	-26.2%	49.7%	21.0%
股本	467.2	560.6	560.6	560.6	母公司净利	20.6%	-20.2%	40.8%	21.4%
资本公积与其它	1,613.4	1,521.9	1,521.9	1,521.9	<b>获利能力</b>				
留存收益	833.0	1,096.9	1,665.8	2,356.1	毛利率	27.5%	22.1%	22.6%	21.6%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,913.6</b>	<b>3,179.5</b>	<b>3,748.3</b>	<b>4,438.7</b>	主业盈利/收入	21.9%	15.7%	16.8%	16.3%
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,061.5</b>	<b>3,490.1</b>	<b>4,214.4</b>	<b>5,026.3</b>	ROS	18.2%	14.1%	14.2%	13.8%
					ROE	17.4%	12.7%	15.2%	15.6%
					ROIC	17.4%	12.7%	15.2%	15.6%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	资产负债率	4.4%	8.5%	10.7%	11.4%
<b>经营活动现金流</b>	<b>-19.2</b>	<b>-501.0</b>	<b>513.4</b>	<b>626.3</b>	利息保障倍数	n/a	n/a	n/a	n/a
净利润	506.4	404.1	568.9	690.3	速动比率	14.51	4.55	4.60	5.07
折旧摊销	85.2	123.6	145.0	144.6	经营净现金/当期债务	n/a	n/a	n/a	n/a
财务费用	-17.2	-29.0	2.0	1.3	<b>营运能力</b>				
投资损失	-7.2	-5.1	0.0	0.0	总资产周转率	0.91	0.82	0.95	1.00
营运资金变动	-590.0	-1,006.6	-202.4	-210.0	应收款天数	35.16	41.24	41.35	41.33
其它变动	3.6	11.9	0.0	0.0	存货天数	21.74	54.19	54.18	54.19
<b>投资活动现金流</b>	<b>-270.3</b>	<b>-59.7</b>	<b>-2.8</b>	<b>-2.8</b>	<b>每股指标(元)</b>				
资本支出	-247.5	-79.7	-2.8	-2.8	主业盈利/股本	1.09	0.80	1.20	1.46
长期投资	-44.8	5.1	0.0	0.0	每股经营现金流	-0.03	-0.89	0.92	1.12
其它变动	21.9	15.0	0.0	0.0	每股净资产	5.20	5.67	6.69	7.92
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-130.5</b>	<b>-123.5</b>	<b>-2.0</b>	<b>-1.3</b>	<b>估值比率</b>				
债务融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/E	18.02	22.59	16.05	13.22
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	3.13	2.87	2.44	2.06
其它变动	-130.5	-123.5	-2.0	-1.3	P/S	3.27	3.18	2.28	1.82
<b>汇率变动影响</b>	<b>-4.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	EV/EBITDA	8.84	14.79	9.81	7.78
<b>现金净增加额</b>	<b>-424.0</b>	<b>-684.1</b>	<b>508.6</b>	<b>622.2</b>					

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