



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

* 王喆为本报告重要贡献者

齐翔腾达中报点评

齐翔腾达(002408.SZ/人民币 16.28, 未有评级)昨日发布中报, 公司2012年上半年实现主营收入12.85亿元, 归属于上市公司股东净利润1.51亿元, 扣除非经常性损益的净利润1.51亿元, 同比分别下降12.2%、56.2%和56.4%, 符合我们预期。报告期内公司主营收入和净利润实现大幅降低主要是由于公司的甲乙酮等主要产品价格低位, 毛利大幅降低。

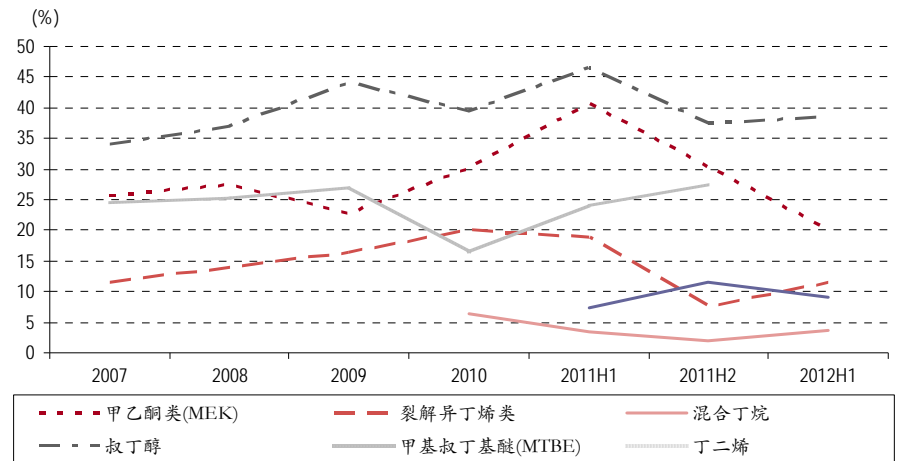
图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变动(%)
营业额	1,464.13	1,285.44	(12)
销售税金	(8.57)	(5.64)	(34)
净销售额	1,455.56	1,279.80	(12)
销售成本	(1,003.66)	(1,069.05)	7
毛利润	451.90	210.75	(53)
销售费用	(15.45)	(18.34)	19
管理费用	(21.96)	(41.94)	91
经营利润	414.49	150.47	(64)
投资收益	0.00	5.06	
财务费用	19.62	29.64	51
资产减值	(3.32)	(0.22)	(93)
其它	(2.58)	0.30	(112)
税前利润	428.21	185.25	(57)
所得税	(84.29)	(34.00)	(60)
少数股东权益	1.09	0.00	
净利润	345.01	151.25	(56)
主要比率(%)			
毛利率	31.5	16.8	
经营利润率	28.3	11.7	
净利率	23.6	11.8	

资料来源: 公司数据及中银国际研究

上半年营业收入中, 甲乙酮产品占70%左右。由于去年上半年, 受日本3.11地震的影响, 国际市场甲乙酮价格猛涨, 其毛利率40%也处于历史较高水平。但从去年下半年以来, 受欧洲和美国债务问题的拖累, 甲乙酮等主要产品价格开始走低, 2012年上半年, 甲乙酮市场价格一直处于低位, 上半年均价9,000元左右, 毛利降低至20%。考虑到甲乙酮下游涂料、粘合剂等子行业也处在景气低点, 丙酮、三苯等溶剂对丁酮的替代效应, 我们预计全年甲乙酮均价在9,000元左右, 毛利率维持在20%。

图表 2. 公司主要产品毛利率走势



资料来源：公司数据

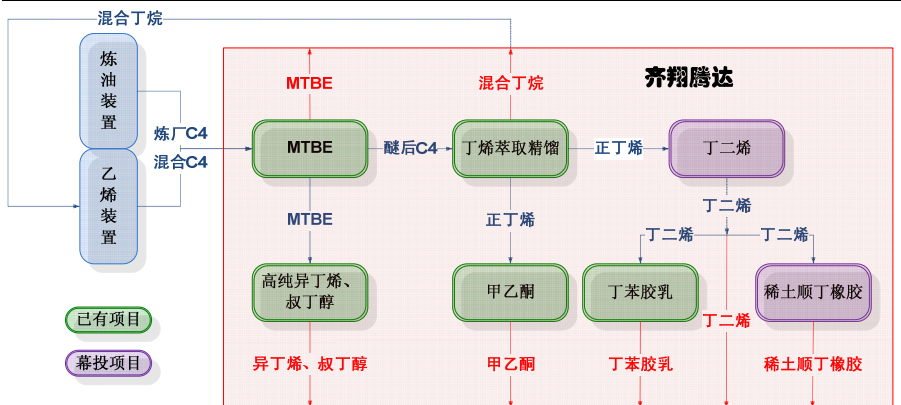
公司今年的新增长点在于其年产 10 万吨丁二烯项目，目前已经达到装置设计水平。

该装置总投资约 3.98 亿元，是国内目前唯一运行的丁烯脱氢制丁二烯装置。我们认为其作为一种丁二烯的新型生产工艺和方法，可以改变目前国内丁二烯生产完全通过裂解碳四抽提的方法的局面，对改变国内目前丁二烯供应的瓶颈有很大的帮助。

目前国内很多企业都有建设丁烯脱氢制丁二烯的装置，其中岳阳石化 10 万吨/年的丁烯氧化脱氢制丁二烯装置建设计划于 7 月获得中石化总部批复，**传化股份**(002010.SZ/人民币 8.60, 未有评级)等企业也有新建的计划。

该项目主要原料正丁烯，主要来自齐鲁石化及其周边炼油企业提供的 LPG，经过醚化、丁烯提纯装置得到。公司已经为本次试车储备了足够的正丁烯原料。公司产品丁二烯在下游稀土顺丁橡胶装置投产前，全部供给齐鲁橡胶厂使用；待稀土顺丁橡胶装置投产后，部分自用。

图表 3. 公司产业链图



资料来源：公司数据，中银国际研究

公司丁二烯装置盈利能力主要受到原料、产品价格以及丁二烯收率的影响较大，对公司业绩贡献弹性较大。

受下游橡胶等产品需求偏弱影响，目前国内丁二烯价格处于低位，中石化主要企业报价已经达到 17,000-18,000 元/吨，我们认为公司该产品的毛利在 15-20%。我们预计，下半年随着下游轮胎、橡胶制品等行业的需求好转，将带动丁二烯价格部分回升。

我们按照项目可研的数据收率 46.7%，取丁二烯和 LPG 价格分别为 18,000 元/吨和 6,500 元/吨，装置今年的负荷率按照 80%计算，预测今年将会给公司贡献业绩 0.14 元。

综上所述，丁二烯装置的投产进一步丰富了公司产业链，也为公司未来进一步向下游延伸发展提供了充分的基础，也将提高公司的经济效益和综合竞争能力。

图表 4.丁二烯项目收率敏感性分析（丁二烯、LPG 价格分别按照 18,000 元/吨和 6,500 元/吨计算）

收率	41%	44%	47%	50%	53%	56%	59%	62%	65%	68%	71%
2012 年业绩贡献(元/股)未摊薄	0.09	0.12	0.14	0.16	0.18	0.19	0.21	0.22	0.23	0.24	0.25

资料来源：中银国际研究

图表 5.丁二烯项目价格敏感性分析（收率按照可研中 46.7%计算）

业绩贡献(元)	丁二烯价格(元/吨)												
	10,000	12,000	14,000	16,000	18,000	20,000	22,000	24,000	26,000	28,000	30,000	32,000	
5,000	(0.12)	(0.03)	0.06	0.15	0.25	0.34	0.43	0.52	0.62	0.71	0.80	0.89	
5,200	(0.14)	(0.04)	0.05	0.14	0.23	0.32	0.42	0.51	0.60	0.69	0.79	0.88	
5,400	(0.15)	(0.06)	0.03	0.13	0.22	0.31	0.40	0.49	0.59	0.68	0.77	0.86	
5,600	(0.17)	(0.07)	0.02	0.11	0.20	0.30	0.39	0.48	0.57	0.67	0.76	0.85	
LPG 价格	5,800	(0.18)	(0.09)	0.00	0.10	0.19	0.28	0.37	0.47	0.56	0.65	0.74	0.84
(元/吨)	6,000	(0.20)	(0.10)	(0.01)	0.08	0.17	0.27	0.36	0.45	0.54	0.64	0.73	0.82
6,200	(0.21)	(0.12)	(0.02)	0.07	0.16	0.25	0.34	0.44	0.53	0.62	0.71	0.81	
6,400	(0.22)	(0.13)	(0.04)	0.05	0.15	0.24	0.33	0.42	0.51	0.61	0.70	0.79	
6,600	(0.24)	(0.15)	(0.05)	0.04	0.13	0.22	0.32	0.41	0.50	0.59	0.68	0.78	
6,800	(0.25)	(0.16)	(0.07)	0.02	0.12	0.21	0.30	0.39	0.49	0.58	0.67	0.76	
7,000	(0.27)	(0.18)	(0.08)	0.01	0.10	0.19	0.29	0.38	0.47	0.56	0.66	0.75	

资料来源：中银国际研究

我们预测公司 2012-2014 年的业绩为 0.68、1.05 和 1.50 元，对应 8 月 14 日的收盘价 16.28 元，市盈率分别为 24、16 和 11 倍。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371