

# 齐翔腾达：拟投建可降解塑料 PBS

## 公司非公开发行预案点评

### 报告关键点：

- 拟非公开发行建设全生物可降解塑料PBS
- PBS前景广阔、盈利可观
- 公司产业链优势显著

### 报告摘要：

- 拟非公开发行建设全生物可降解塑料PBS：**拟非公开发行股票不超过12,000万股，控股股东齐翔集团拟认购金额不低于1亿元，发行股价不低于14.00元/股，募集资金总额不超过20亿元，全部用于“年产15万吨环保新材料（PBS）工程”投资项目。项目总投资额39.1亿元，总建设期2.5年，第一阶段建设期1年，建设内容为10万吨/年正丁烷法顺酐生产装置和5.5万吨/年1,4-丁二醇（BDO）生产装置；第二阶段建设期1.5年，建设内容为10万吨/年正丁烷法顺酐生产装置、5.5万吨/年1,4-丁二醇（BDO）生产装置、7.5万吨/年丁二酸生产装置及15万吨/年聚丁二酸丁二醇酯（PBS）生产装置。
- PBS前景广阔：**全生物降解塑料PBS与其他降解塑料相比，价格低廉，且耐热性能好，可以用于制作包装材料、餐饮用具、卫生用品以及地膜等一次性用品，并可望在医用材料、微电子化学、精细化工等高技术领域得到广泛应用，具有广阔市场前景。据有关机构预测，我国PBS潜在市场将超过50万吨/年，而截止2011年其产量只有7万吨/年，已有及在建、拟建生产装置生产能力总和仅13万吨/年，远远不能满足市场需求。
- 公司产业链优势显著：**在公司目前生产链条中，丁烷作为副产品并未进行深度加工和产生较高的经济价值，公司以副产品丁烷生产PBS，将迅速成为公司新的利润增长点。根据合作协议，目前中国石化齐鲁分公司和中国石化青岛炼化每年分别可提供20万吨和60万吨以上的碳四原料给公司淄博、青岛基地，碳四原料充足。正丁烷与空气混合，在催化剂作用下生成顺酐，顺酐作为原料供给1,4-丁二醇（BDO）装置和丁二酸装置，BDO与丁二酸直接缩聚反应获得PBS。
- PBS盈利可观：**本项目第一阶段建成后可先对外销售中间产品，年均可贡献税后利润约19,709.23万元；第二阶段整个项目建设完毕并达产后，年均将为公司贡献税后利润约137,161.37万元，项目经济效益良好。
- 维持盈利预测和增持-A投资评级：**我们认为PBS项目建设期较长，且该工艺技术产业化尚且存在一定风险，我们暂时不考虑PBS给公司带来的盈利贡献，维持此前盈利预测及目标价不变，维持增持-A投资评级不变。
- 风险提示：**PBS项目建设进度滞后以及产业化风险、PBS市场推广风险

### 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	21.0	17.4	24.6	12.9	13.8
市净率	3.4	3.0	2.7	2.3	2.0
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	4.6	9.0	13.9	7.8	7.8
股息收益率	1.1%	0.9%	1.2%	2.3%	2.2%

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： 19.20元

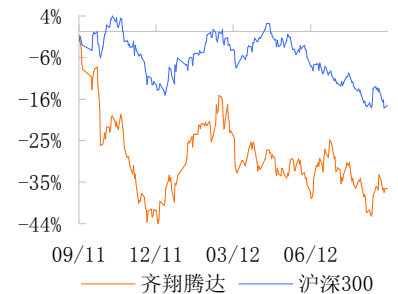
现价（2012年09月24日）： 15.72元

报告日期：

2012-09-25

总市值(百万元)	8,813.41
流通市值(百万元)	3,022.01
总股本(百万股)	560.65
流通股本(百万股)	192.24
12个月最低/最高	14.00/30.33元
十大流通股东(%)	26.01%
股东户数	34,245

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.08	10.25	(19.34)
绝对收益	(1.56)	(1.56)	(36.35)

### 谭志勇

021-68765172  
执业证书编号

刘军  
021-68766167  
执业证书编号

贾鹏  
021-68765906  
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

行业分析师  
jiapeng@essence.com.cn  
S1450512080005

### 前期研究成果

- 齐翔腾达：丁酮低迷，业绩下滑明显  
2012-08-15
- 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

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2012-09-24		
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
<b>利润表</b>												
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%	
<b>营业利润</b>	<b>504.4</b>	<b>632.1</b>	<b>439.3</b>	<b>836.9</b>	<b>784.8</b>	<b>利润率</b>						
加: 营业外净收支	3.5	-6.7	-	-	-	毛利率	25.4%	27.5%	20.0%	25.3%	23.6%	
<b>利润总额</b>	<b>507.9</b>	<b>625.3</b>	<b>439.3</b>	<b>836.9</b>	<b>784.8</b>	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%	
<b>净利润</b>	<b>420.0</b>	<b>506.4</b>	<b>358.0</b>	<b>682.1</b>	<b>639.6</b>	EBITDA/营业收入	23.7%	25.0%	19.1%	23.4%	22.2%	
<b>资产负债表</b>												
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	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>						
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	<b>费用率</b>						
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%	
<b>资产总额</b>	<b>2,763.3</b>	<b>3,061.5</b>	<b>3,415.5</b>	<b>4,009.4</b>	<b>4,436.7</b>	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	<b>偿债能力</b>						
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	
<b>负债总额</b>	<b>159.9</b>	<b>133.3</b>	<b>113.7</b>	<b>133.0</b>	<b>125.3</b>	利息保障倍数	76.23	35.66	60.64	108.42	85.43	
<b>少数股东权益</b>												
股本	259.6	467.2	560.6	560.6	560.6	<b>分红指标</b>						
留存收益	2,343.9	2,460.9	2,741.1	3,315.7	3,750.7	DPS(元)	0.17	0.14	0.19	0.36	0.34	
<b>股东权益</b>	<b>2,603.4</b>	<b>2,928.1</b>	<b>3,301.7</b>	<b>3,876.4</b>	<b>4,311.4</b>	分红比率	23.2%	15.4%	30.0%	30.0%	30.0%	
<b>现金流量表</b>												
净利润	420.0	506.4	358.0	682.1	639.6	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
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)	21.0	17.4	24.6	12.9	13.8	
财务费用	14.9	-6.5	-17.2	-7.1	-7.6	PB(X)	3.4	3.0	2.7	2.3	2.0	
投资收益	-	-7.2	-5.0	-	-	P/FCF	-59.0	-28.8	-74.4	43.7	18.4	
少数股东损益	-	-	-	-	-	P/S	3.7	3.2	3.0	2.1	2.0	
营运资金的变动	-150.3	-577.8	-94.5	-256.7	-129.6	EV/EBITDA	4.6	9.0	13.9	7.8	7.8	
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>340.1</b>	<b>-19.2</b>	<b>387.7</b>	<b>585.0</b>	<b>684.9</b>	CAGR(%)	17.5%	8.1%	21.4%	-100.0%	-100.0%	
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-44.6</b>	<b>-270.3</b>	<b>-446.0</b>	<b>-201.0</b>	<b>-201.0</b>	PEG	1.2	2.2	1.1	-0.1	-0.1	
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,414.9</b>	<b>-130.5</b>	<b>-6.8</b>	<b>-197.0</b>	<b>-182.8</b>	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

贾鹏，化工行业分析师，毕业于上海财经大学证券投资专业，金融学硕士。2010年7月加盟安信证券研究中心。

## 分析师声明

谭志勇、刘军、贾鹏分别声明，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

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@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