

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

鄢祝兵

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)

PBS 项目将进一步扩展公司产业链

事项：公司董事会决议公告，拟非公开增发不超过 1.2 亿股，发行价格不低于定价基准日（9 月 25 日）前 20 个交易日股价的 90%（14.00 元/股）。公司控股股东齐翔集团拟认购其中部分股票，认购金额不低于 1 亿元。非公开增发拟募集资金不超过 20 亿元，投资建设年产 15 万吨环保新材料（PBS）工程，建设周期 2.5 年。

同时，公司使用自有资金 1.5 亿元投资建设 15 万吨丁二烯改扩建项目，使丁二烯产能由原来的 10 万吨/年扩大到 15 万吨/年，建设周期约为 6 个月。

平安观点

- **预计 PBS 具有良好市场发展前景。** PBS（聚丁二酸丁二醇酯）是一种全生物可降解塑料，具有优异的韧性和耐热性、加工性能良好，性价比合理，可用于包装、化妆品瓶及药品瓶、农用薄膜等领域，用途广泛。

中国 PBS 生产企业包括安庆和兴、鑫富药业等，2011 年产量约 7 万吨，已有及在建、拟建产能合计 13 万吨/年，据有关机构预测其潜在市场需求将超过 50 万吨/年。全球完全生物降解塑料 2010 年产能 42.8 万吨，而需求已达 72 万吨左右（据不完全统计），预计未来需求仍将以 25% 的速度增长（CMAI 预测）。未来 PBS 具有良好市场发展前景。

- **PBS 项目将进一步扩展公司产业链，提升综合盈利水平。** 公司主要从事碳四深加工，主营产品为丁酮和丁二烯，另外副产的大量丁烷被直接出售。丁烷是生产 PBS 的主要原料，公司投资建设 PBS，将进一步综合利用碳四原料，扩展产业链，提高产品附加值，提高经济效益。我们预计，依靠成本和规模优势，未来公司 PBS 净利率将达 25% 以上。

- **预计改扩建项目将降低丁二烯综合成本。** 公司计划将丁二烯产能由原来的 10 万吨/年改扩建至 15 万吨/年，我们预计，随着规模扩大和工艺优化，预计未来丁二烯综合成本将下降超过 1000 元/吨（不含税）。由于丁二烯供给增速慢于下游合成橡胶产能扩张，我们预计未来丁二烯价格将维持高位，公司丁二烯毛利率将达到 20% 以上。

- **看好公司未来优异成长性，维持“推荐”。** 由于 2013 年之后公司改扩建丁二烯项目，以及 PBS 一期 10 万吨/年顺酐和 5.5 万吨/年 BDO 项目产生收益，我们上调 2013、2014 年 EPS 预测，预计 2012~2014 年 EPS 分别为 0.65、0.96、1.24 元（考虑增发后全面摊薄），对应 9 月 21 日收盘价的动态 PE 分别为 24.2、13.5、10.4 倍。我们看好公司未来优异成长性，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、PBS、丁二烯改扩建项目完工进度低于预期，碳四采购集中导致原料供给波动风险。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
流动资产	2056	2153	2917	3482	
现金	1463	1400	1800	2100	
应收账款	101	119	176	220	
其他应收款	0	0	0	0	
预付账款	199	261	367	450	
存货	122	183	293	360	
其他流动资产	172	190	281	352	
非流动资产	1005	1495	2240	3156	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	608	1223	2054	3013	
无形资产	49	49	49	49	
其他非流动资产	348	223	136	93	
资产总计	3061	3649	5157	6637	
流动负债	133	497	1343	2213	
短期借款	0	336	1124	1950	
应付账款	75	104	147	180	
其他流动负债	58	57	72	84	
非流动负债	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	0	0	0	0	
负债合计	133	497	1343	2213	
少数股东 权益	0	0	0	0	
股本	467	561	681	681	
资本公积	1541	1448	1448	1448	
留存收益	920	1144	1686	2295	
归属母公司股东权益	2928	3152	3815	4424	
负债和股东权益	3061	3649	5157	6637	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
经营活动现金流	-19	295	539	996	
净利润	506	364	652	847	
折旧摊销	82	108	205	335	
财务费用	-17	-47	-12	34	
投资损失	-7	0	0	0	
营运资金变动	-590	-130	-310	-222	
其他经营现金流	7	0	4	3	
投资活动现金流	-270	-600	-950	-1250	
资本支出	249	600	950	1250	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	-21	0	0	0	
筹资活动现金流	-130	242	811	554	
短期借款	0	336	789	826	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	208	93	120	0	
资本公积增加	-260	-93	0	0	
其他筹资现金流	-79	-93	-98	-271	
现金净增加额	-424	-63	400	300	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
营业收入	2788	3174	4687	5861	
营业成本	2020	2609	3666	4498	
营业税金及附加	17	19	29	36	
营业费用	37	43	63	79	
管理费用	103	111	164	205	
财务费用	-17	-47	-12	34	
资产减值损失	3	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	7	0	0	0	
营业利润	632	439	777	1009	
营业外收入	2	0	0	0	
营业外支出	8	0	0	0	
利润总额	625	439	777	1009	
所得税	119	75	125	162	
净利润	506	364	652	847	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	506	364	652	847	
EBITDA	697	500	970	1377	
EPS (元)	1.08	0.65	0.96	1.24	

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入(%)	13.4%	13.9%	47.6%	25.1%
营业利润(%)	23.0%	-30.6%	77.1%	29.8%
归属于母公司净利润(%)	18.6%	-28.1%	79.0%	29.9%
获利能力				
毛利率(%)	27.5%	17.8%	21.8%	23.3%
净利率(%)	18.2%	11.5%	13.9%	14.4%
ROE(%)	17.3%	11.6%	17.1%	19.1%
ROIC(%)	34.0%	15.6%	20.5%	20.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	4.4%	13.6%	26.0%	33.3%
净负债比率(%)	0.0%	67.6%	83.7%	88.1%
流动比率	15.42	4.34	2.17	1.57
速动比率	14.51	3.97	1.95	1.41
营运能力				
总资产周转率	1.0	0.9	1.1	1.0
应收账款周转率	26.7	26.8	29.8	27.8
应付账款周转率	34.6	29.1	29.2	27.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.65	1.16	1.51
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.03	0.53	0.96	1.78
每股净资产(最新摊薄)	5.22	5.62	6.80	7.89
估值比率				
P/E	17.4	24.2	13.5	10.4
P/B	3.0	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA	10.5	14.7	7.6	5.3

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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。客户并不能仅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