

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

郢祝兵
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)

新扩建项目将在明年陆续建成

事项：近日我们实地调研了齐翔腾达，与公司证券部进行了沟通交流。

平安观点：

- **预计2012年甲乙酮产量约19万吨。**依靠稳定的碳四原料供应，今年以来公司甲乙酮生产保持满负荷，预计全年产量约19万吨，其中出口量约6万吨。虽然下游需求持续低迷，但公司的工艺优势和高负荷使得甲乙酮生产成本低于行业平均成本，我们预计2012年公司甲乙酮产品毛利率在20%左右。
- **预计丁二烯扩建项目将在2013年4月建成投产。**公司10万吨/年丁二烯生产正常，我们预计2012年产量将超过4万吨。公司5万吨/年丁二烯扩建项目，预计在2013年4月建成投产。目前上海石化丁二烯出厂价下跌至1.4万元/吨，主要原因是近期国际油价下跌使得主流工艺-抽提法丁二烯生产成本下降。我们认为，随着宏观经济增速逐渐触底回升，在丁二烯供给增速较低背景下，预计2013年国内丁二烯均价约1.7万元/吨。
- **预计稀土顺丁橡胶项目推迟到2013年7月建成投产。**由于稀土顺丁橡胶下游应用领域——高性能轮胎市场受到宏观经济增速下滑影响，公司5万吨/年稀土顺丁橡胶项目预计推迟到2013年7月建成投产。未来公司稀土顺丁橡胶销售将以出口市场为主。
- **预计顺酐和BDO项目将在2013年底建成投产。**公司原计划非公开增发募集资金投资建设年产15万吨环保新材料PBS项目。非公开增发取消之后，PBS的一期项目——10万吨/年顺酐和5.5万吨/年BDO项目仍按原计划进行，预计将在2013年底建成投产。该项目将进一步综合利用碳四原料中的正丁烷组分，扩展产业链，提高产品附加值，提高经济效益。项目达产后，我们预计其毛利率可达15%以上。
- **看好公司未来优异成长性，维持“推荐”评级。**我们维持之前的业绩预测，预计2012~2014年EPS分别为0.68、1.04、1.44元，对应11月19日收盘价的动态PE分别为20.5、13.4、9.7倍。公司立足碳四资源，通过扩大生产规模和延伸产业链，获取企业长期发展。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，丁二烯扩建项目、稀土顺丁橡胶、顺酐、BDO等项目建成投产时间低于预期，碳四采购集中导致原料供给波动风险。

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	2056	2433	2556	3356
现金	1463	1567	1500	2000
应收账款	101	149	166	215
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	199	260	348	443
存货	122	234	278	354
其他流动资产	172	222	264	344
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	3929	4796	6512
流动负债	133	761	1160	2243
短期借款	0	600	952	1984
应付账款	75	104	139	177
其他流动负债	58	57	69	82
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	761	1160	2243
少数股东 权益	0	0	0	0
股本	467	561	561	561
资本公积	1541	1448	1448	1448
留存收益	920	1159	1628	2260
归属母公司股东权益	2928	3168	3637	4268
负债和股东权益	3061	3929	4796	6512

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-19	198	639	930
净利润	506	380	583	807
折旧摊销	82	108	205	335
财务费用	-17	-40	-6	37
投资损失	-7	-6	0	0
营运资金变动	-590	-245	-144	-252
其他经营现金流	7	2	1	3
投资活动现金流	-270	-594	-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	6	0	0
筹资活动现金流	-130	500	243	820
短期借款	0	600	352	1032
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	208	93	0	0
资本公积增加	-260	-93	0	0
其他筹资现金流	-79	-100	-108	-212
现金净增加额	-424	104	-67	500

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2788	3175	4405	5729
营业成本	2020	2602	3479	4428
营业税金及附加	17	19	26	34
营业费用	37	41	57	74
管理费用	103	105	145	189
财务费用	-17	-40	-6	37
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	6	0	0
营业利润	632	454	702	966
营业外收入	2	6	0	0
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	625	460	702	966
所得税	119	81	119	159
净利润	506	380	583	807
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	506	380	583	807
EBITDA	697	522	902	1338
EPS (元)	1.08	0.68	1.04	1.44

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%	38.7%	30.1%
营业利润 (%)	23.0%	-28.1%	54.5%	37.6%
归属于母公司净利润 (%)	18.6%	-25.0%	53.4%	38.4%
获利能力				
毛利率 (%)	27.5%	18.1%	21.0%	22.7%
净利率 (%)	18.2%	12.0%	13.2%	14.1%
ROE (%)	17.3%	12.0%	16.0%	18.9%
ROIC (%)	34.0%	15.5%	18.7%	19.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	4.4%	19.4%	24.2%	34.5%
净负债比率 (%)	0.0%	78.9%	82.0%	88.4%
流动比率	15.42	3.20	2.20	1.50
速动比率	14.51	2.89	1.96	1.34
营运能力				
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	26.7	23.6	26.3	28.3
应付账款周转率	34.6	29.1	28.6	28.0
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.68	1.04	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.03	0.35	1.14	1.66
每股净资产(最新摊薄)	5.22	5.65	6.49	7.61
估值比率				
P/E	15.4	20.5	13.4	9.7
P/B	2.7	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	9.1	12.2	7.0	4.7

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