

2013年04月25日

齐翔腾达 (002408.SZ)

碳四延伸，规模扩张

■**2012年业绩低于预期**：报告期内，公司实现营业收入342,203万元，同比增长22.76%；实现营业利润37,567万元，同比减少40.57%；归属于母公司股东的净利润31,697万元，同比减少37.41%，折合EPS0.57元，低于我们此前预计的0.69元。低于预期的主要原因是四季度公司主导产品丁酮、丁二烯需求不佳，价格萎靡导致毛利率低下。

■**未来3年将不断延伸碳四产业链**：目前公司的生产装置均是以碳四烷烃为原料，仅占公司采购碳四原料总量的40%左右，而剩余的烷烃部分没有进行深加工，每年大约有超过45万吨的低碳烷烃“下脚料”（异丁烷和丙烷）作为燃料气出售，产品附加值低。为了充分利用碳四原料，完善碳四深加工产业链，提高产品的附加值，公司将推进产业链的进一步扩展和延伸以及产品的升级和结构优化。2013年将会有年产5万吨丁二烯改扩建项目、年产5万吨稀土顺丁橡胶项目、年产10万吨顺丁烯二酸酐项目等围绕碳四产业链的项目相继投产。此外，公司还拟通过公开发行A股可转换公司债券募集资金12.4亿元，用于建设45万吨/年低碳烷烃脱氢制烯烃（异丁烯和丙烯）装置并以所产的异丁烯为原料建设35万吨/年MTBE装置、5万吨/年叔丁醇装置和20万吨/年异辛烷和10万/年吨丙烯装置，实现利润最大化。该项目建设周期2年，建成后预计可实现年均销售收入616,163万元，年均利润总额61,609万元。

■**投资建议**：增持-A投资评级，6个月目标价18元。在不考虑公司可转债拟建设项目的业绩贡献的情况下，我们预计公司2013年-2015年的收入增速分别为41%、28%、4%，净利润增速分别为16%、26%、-8%，维持增持-A的投资评级，6个月目标价为18元，相当于2013年27的动态市盈率。

■**风险提示**：产品价格下滑、新项目投产低于预期

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,787.6	3,422.0	4,831.8	6,195.8	6,431.8
净利润	506.4	317.0	368.8	464.9	426.9
每股收益(元)	0.90	0.57	0.66	0.83	0.76
每股净资产(元)	5.22	5.54	6.20	6.83	7.34
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	17.4	27.8	23.9	18.9	20.6
市净率(倍)	3.0	2.8	2.5	2.3	2.1
净利润率	18.2%	9.3%	7.6%	7.5%	6.6%
净资产收益率	17.3%	10.2%	10.6%	12.1%	10.4%
股息收益率	0.9%	0.0%	1.3%	1.6%	1.5%
ROIC	45.7%	15.5%	14.0%	14.1%	11.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

其他石化

投资评级

增持-A

维持评级

6个月目标价

18.00元

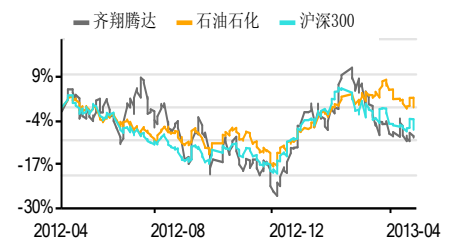
股价(2013-04-24)

15.70元

交易数据

总市值(百万元)	8,802.20
流通市值(百万元)	3,018.17
总股本(百万股)	560.65
流通股本(百万股)	192.24
12个月价格区间	12.53/21.80元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.84	2.37	-18.69
绝对收益	-2.85	-1.01	-22.89

谭志勇

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020017
tanzy2@essence.com.cn
021-68765172

刘军

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020010
liujun@essence.com.cn
021-68766167

贾鹏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080005
jiapeng@essence.com.cn
021-68765906

相关报告

- 齐翔腾达：业绩略超预期：2012-10-28
- 2012年三季报点评
- 齐翔腾达：拟投建可降解塑料 PBS：公司非公开发行预案点评
- 齐翔腾达：丁酮低迷，业绩下滑明显：2012年中报点评

财务报表预测和估值数据汇总(2013年04月24日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,787.6	3,422.0	4,831.8	6,195.8	6,431.8	成长性					
减:营业成本	2,020.0	2,894.1	4,034.3	5,094.3	5,284.3	营业收入增长率	18.1%	22.8%	41.2%	28.2%	3.8%
营业税费	17.0	11.1	15.6	20.0	20.8	营业利润增长率	25.3%	-40.6%	20.4%	26.1%	-8.2%
销售费用	37.2	45.2	63.8	81.9	85.0	净利润增长率	20.6%	-37.4%	16.3%	26.1%	-8.2%
管理费用	102.6	119.9	169.3	217.1	225.3	EBITDA 增长率	24.8%	-30.2%	65.3%	39.9%	7.8%
财务费用	-17.2	-24.3	94.5	205.5	291.4	EBIT 增长率	23.5%	-42.9%	55.7%	41.9%	5.0%
资产减值损失	3.1	6.5	6.7	6.4	1.1	NOPLAT 增长率	18.3%	-40.2%	52.4%	41.9%	5.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	75.9%	68.7%	40.7%	26.1%	2.9%
投资和汇兑收益	7.2	6.0	5.0	-	-	净资产增长率	12.5%	6.0%	11.9%	10.2%	7.5%
营业利润	632.1	375.7	452.5	570.5	523.8	利润率					
加:营业外净收支	-6.7	12.6	-	-	-	毛利率	27.5%	15.4%	16.5%	17.8%	17.8%
利润总额	625.3	388.2	452.5	570.5	523.8	营业利润率	22.7%	11.0%	9.4%	9.2%	8.1%
减:所得税	118.9	71.3	83.7	105.5	96.9	净利润率	18.2%	9.3%	7.6%	7.5%	6.6%
净利润	506.4	317.0	368.8	464.9	426.9	EBITDA/营业收入	25.0%	14.2%	16.6%	18.2%	18.9%
						EBIT/营业收入	22.1%	10.3%	11.3%	12.5%	12.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	69	122	151	153	168
						流动营业资本周转天数	95	113	115	120	135
						流动资产周转天数	280	203	162	169	188
						应收账款周转天数	13	19	22	23	25
						存货周转天数	14	21	26	26	29
						总资产周转天数	376	388	408	456	543
						投资资本周转天数	191	266	285	294	320
						投资回报率					
						ROE	17.3%	10.2%	10.6%	12.1%	10.4%
						ROA	16.5%	7.3%	5.6%	5.1%	4.1%
						ROIC	45.7%	15.5%	14.0%	14.1%	11.8%
						费用率					
						销售费用率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
						管理费用率	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
						财务费用率	-0.6%	-0.7%	2.0%	3.3%	4.5%
						三费/营业收入	4.4%	4.1%	6.8%	8.1%	9.4%
						偿债能力					
						资产负债率	4.4%	28.1%	47.7%	57.7%	60.2%
						负债权益比	4.6%	39.0%	91.3%	136.3%	151.4%
						流动比率	15.42	1.49	0.81	0.62	0.55
						速动比率	14.51	1.25	0.68	0.53	0.47
						利息保障倍数	-35.66	-14.43	5.79	3.78	2.80
						分红指标					
						DPS(元)	0.14	-	0.20	0.25	0.23
						分红比率	15.4%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.9%	0.0%	1.3%	1.6%	1.5%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	506.4	317.0	368.8	464.9	426.9	EPS(元)	0.90	0.57	0.66	0.83	0.76
加:折旧和摊销	82.1	135.2	257.4	349.6	398.5	BVPS(元)	5.22	5.54	6.20	6.83	7.34
资产减值准备	3.1	6.5	6.7	6.4	1.1	PE(X)	17.4	27.8	23.9	18.9	20.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.0	2.8	2.5	2.3	2.1
财务费用	-6.5	-17.2	-24.4	94.5	205.5	P/FCF	-28.7	-31.8	9.9	7.6	7.1
投资损失	-7.2	-6.0	-5.0	-	-	P/S	3.2	2.6	1.8	1.4	1.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	9.0	18.2	12.2	9.4	8.6
营运资金的变动	-577.8	-2,099.8	-1,134.6	-1,372.0	-1,217.1	CAGR(%)	-2.8%	10.4%	1.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-19.2	-943.1	-412.2	-345.5	-99.3	PEG	-6.2	2.7	15.1	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-270.3	-530.9	-996.0	-1,001.0	-401.0	ROIC/WACC	5.4	1.8	1.7	1.7	1.4
融资活动产生现金流量	-130.5	551.7	1,605.2	1,522.2	547.1	REP	0.6	1.5	1.3	1.1	1.3

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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;

■ 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。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	黄方祥	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：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

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

