

石化行业

报告原因：公布年报

2013年5月7日

市场数据：2013年5月7日

收盘价(元)	15.39
一年内最高/最低(元)	19.2/12.3
市净率	2.5
市盈率	24.5
流通A股市值(百万元)	2979.72

基础数据：2012年12月31日

每股净资产(元)	5.7
资产负债率%	30.47
总股本/流通A股(百万)	560.65/192.24
流通B股/H股(百万)	

相关研究

分析师：苏淼

执业证书编号：S0760512080001

Email:sumiao@sxzq.com

021-38529770

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email:peiyunpeng@sxzq.com

联系人：张小玲

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦7层

<http://www.i618.com.cn>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

齐翔腾达 (002408)

维持

甲乙酮价格止跌反弹，丁二烯价格持续低迷

增持

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	营业收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2012A	3,422.03	2,894.06	316.97	0.57	27.22
2013E	4,302.86	3,719.84	352.08	0.63	24.48
2014E	5,660.09	4,704.10	546.03	0.98	15.78
2015E	6,289.66	5,114.89	683.14	1.22	12.62

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●事件：公布2012年报及2013年第一季度报，2012年营业总收入为34.22亿元，同比减少22.76%，归属于上市公司股东的净利润为3.17亿元，同比减少了41.09%，每股收益为0.57元，公司计划每10股派1.5元，2013年第一季度归属于上市公司股东的净利润为9508.83万，同比增长30.4%，每股收益为0.17元，同时公司预计2013年1~6月的净利润为18149.48~22686.85万，同比增长20%~50%，公司4月份收到政府扶持资金7081万，占公司2012年净利润的比重为22.34%。

●甲乙酮是公司的强势产品，具有明显的竞争优势，目前甲乙酮的价格止跌回暖。2012年，公司甲乙酮类产品的销售收入为17.97亿，其中甲乙酮的产量为19.33万吨，同比增长31%，2012年甲乙酮的市场价格波动非常大，全年含税价格为7800~9700元/吨，预计公司甲乙酮全年的含税均价大约为9000元/吨左右，其中甲乙酮销量中30%~40%出口到国外，产品会有9%的出口退税，全年齐鲁石化液化气的含税价格为6500~7000元/吨左右，甲乙酮的生产成本大约为6300~6500元/吨，公司全年甲乙酮类产品的毛利率始终为20%左右。公司在甲乙酮行业具有非常强的竞争优势，包括技术优势、区位优势 and 规模优势等，液化气供应是甲乙酮产能扩张的重要壁垒，因此未来甲乙酮的产能扩张非常缓慢。2013年1~3月份，甲乙酮的价格呈现下降趋势，市场含税价从9100元/吨开始下滑，最低下滑到8100元/吨左右，目前价格开始止跌回升，大约保持在8400元/吨的价位。2013年1季度的综合毛利率14.5%，我们估计第1季度甲乙酮的毛利率大约为17%左右。根据公司的检修计划，公司对淄博本部的甲乙酮装置进行检修，大约检修2周左右，青岛甲乙酮的装置会继续开工，预计产量会受到影响，对公司净利润影响不大。

●丁二烯是公司2013年业绩增长的主要来源。公司10万吨新建的丁二烯装置在2012年下半年建成投产，全年的销量为4.2万吨，2012年6-12月，丁二烯的价格为11000~20000元/吨，6月份是丁二烯价格的高点，随后价格逐步走低，2012年丁二烯类的销售收入为8.49亿，毛利率为10.8%，2013年公司将新建5万吨丁二烯装置，预计将于2013年下半年投产。

- **公司未来继续延伸 C4 产业链**，公司 2013 年将新建 10 万吨正丁烷法顺酐和 5 万吨稀土顺丁橡胶，同时公司计划发行 12 亿可转债，主要对目前 C4 的剩余产品（异丁烷和丙烷）进行深加工，包括新建 35 万吨/年 MTBE 装置、5 万吨/年叔丁醇、20 万吨/年异辛烷和 10 万丙烯，这些项目都是公司现有产业链的延伸，对于提升公司的盈利能力和综合竞争力具有重要的作用。
- **核心假设：**
 - 1、公司主要产品包括甲乙酮和丁二烯，甲乙酮和丁二烯的售价、销量和毛利率假设如下：

2、实际所得税率为 18%估算，

图表 1: 主要产品的毛利率及销量假设

		2013E	2014E	2015E
甲乙酮	销量 (万吨)	21.23	22.29	23.41
	不含税价格 (元/吨)	7686.98	7861.68	7861.68
	毛利率 (%)	19.34%	21.14%	21.14%
丁二烯	销量 (万吨)	10.00	15.00	15.00
	不含税价格 (元/吨)	12820.51	13675.21	14102.56
	毛利率 (%)	8.59%	14.30%	16.90%
甲乙酮类	收入 (百万)	1911.97	2032.52	2120.14
	毛利率 (%)	18.47%	19.71%	19.42%
	成本 (百万)	1558.80	1631.88	1708.48
丁二烯类	收入 (百万)	1574.39	2372.86	2469.12
	毛利率 (%)	8.51%	13.47%	15.65%
	成本 (百万)	1440.45	2053.28	2082.81

数据来源：山西证券研究所

- **业绩和估值。**预计公司 2013~2015 年的每股收益为 0.63、0.98、1.22 元，长期来看，公司不断延伸 C4 产业链，短期来看，丁二烯价格继续下跌的空间不大，甲乙酮的价格开始逐步提升，因此我们维持“增持”的评级。
- **风险提示。**甲乙酮和丁二烯价格的提升幅度低于预期

图表 2: 财务报表预测及财务指标 (单位: 百万元 更新日期: 2013/5/7)

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,787.58	3,422.03	4,302.86	5,660.09	6,289.66	现金	1,463.01	542.44	500.00	500.00	500.00
YOY(%)	18.1%	22.8%	25.7%	31.5%	11.1%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	2,020.01	2,894.06	3,719.84	4,704.10	5,114.89	应收款项净额	272.41	719.69	904.94	1,190.38	1,322.78
营业税金及附加	16.99	11.06	17.21	28.30	31.45	存货	121.98	286.06	366.92	468.12	509.70
销售费用	37.21	45.22	57.16	71.52	90.05	其他流动资产	198.94	255.31	321.03	422.29	469.26
占营业收入比(%)	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	流动资产总额	2,056.34	1,803.50	2,092.88	2,580.79	2,801.74
管理费用	100.89	117.86	145.11	177.01	218.61	固定资产净值	610.97	1,723.89	1,872.25	1,874.22	1,866.43
占营业收入比(%)	3.6%	3.4%	3.4%	3.1%	3.5%	减:资产减值准备	(3.11)	(6.52)	(7.08)	(7.09)	(7.06)
EBIT	610.79	351.79	358.70	674.32	829.83	固定资产净额	607.86	1,717.37	1,865.17	1,867.13	1,859.37
财务费用	(17.24)	(24.35)	12.14	25.43	13.74	工程物资	0.00	3.32	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-0.6%	-0.7%	0.3%	0.4%	0.2%	在建工程	345.80	69.60	43.01	44.82	45.33
资产减值损失	(3.11)	(6.52)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.17	6.05	7.00	7.00	7.00	固定资产总额	953.66	1,790.29	1,908.18	1,911.95	1,904.71
营业利润	632.09	375.67	353.56	655.90	823.09	无形资产	49.37	120.93	116.09	111.26	106.42
营业外净收入	(6.74)	12.57	75.81	10.00	10.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	625.34	388.25	429.37	665.90	833.09	其他长期资产	2.10	601.35	601.35	601.35	601.35
所得税	118.92	71.28	77.29	119.86	149.96	资产总额	3,061.47	4,316.07	4,718.50	5,205.34	5,414.22
所得税率(%)	19.0%	18.4%	18.0%	18.0%	18.0%	循环贷款	0.00	700.00	658.88	501.07	54.00
净利润	506.42	316.97	352.08	546.03	683.14	应付款项	81.15	431.49	553.46	706.11	768.82
占营业收入比(%)	18.2%	9.3%	8.2%	9.6%	10.9%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	52.18	79.63	101.95	129.81	142.37
归属母公司净利润	506.43	316.97	352.08	546.03	683.14	流动负债	133.33	1,211.12	1,314.28	1,336.99	965.20
YOY(%)	20.6%	-37.4%	11.1%	55.1%	25.1%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	1.08	0.57	0.63	0.98	1.22	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						负债总额	133.33	1,211.12	1,314.28	1,336.99	965.20
						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						股东权益	2,928.14	3,104.95	3,404.22	3,868.35	4,449.01
						负债和股东权益	3,061.47	4,316.07	4,718.50	5,205.34	5,414.22
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力						税后利润	506.43	316.97	352.08	546.03	683.14
营业收入	18.1%	22.8%	25.7%	31.5%	11.1%	加:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	25.3%	-40.6%	-5.9%	85.5%	25.5%	公允价值变动	3.11	6.52	0.00	0.00	0.00
净利润	20.6%	-37.4%	11.1%	55.1%	25.1%	折旧和摊销	82.05	135.19	186.39	201.06	212.11
获利能力						营运资金的变动	-225.83	-885.78	-186.98	-307.38	-145.71
毛利率(%)	27.5%	15.4%	13.5%	16.9%	18.7%	经营活动现金流	365.76	-427.10	351.50	439.71	749.53
净利率(%)	18.2%	9.3%	8.2%	9.6%	10.9%	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	17.3%	10.2%	10.3%	14.1%	15.4%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	16.5%	7.3%	7.5%	10.5%	12.6%	固定资产投资	-569.09	-966.67	-300.00	-200.00	-200.00
偿债能力						投资活动现金流	-569.09	-966.67	-300.00	-200.00	-200.00
流动比率	15.42	1.49	1.59	1.93	2.90	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
速动比率	14.51	1.25	1.31	1.58	2.37	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	4.4%	28.1%	27.9%	25.7%	17.8%	公司债券发行/ (1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						股利分配	-129.78	-147.26	-52.81	-81.91	-102.47
总资产周转率	91.1%	79.3%	91.2%	108.7%	116.2%	计入循环贷款前融	-129.78	-147.26	-52.81	-81.91	-102.47
应收账款周转天数	35.67	76.76	76.76	76.76	76.76	循环贷款的增加G	38.90	767.72	-41.12	-157.81	-447.06
存货周转天数	22.75	37.67	37.67	37.67	37.67	融资活动现金流	-220.66	473.20	-93.94	-239.71	-549.53
每股指标 (元)						现金净变动额	-423.99	-920.57	-42.44	0.00	0.00
每股收益	1.08	0.57	0.63	0.98	1.22						
每股净资产	6.27	5.54	6.08	6.91	7.94						
估值比率											
P/E	14.2	27.2	24.5	15.8	12.6						
P/B	2.5	2.8	2.5	2.2	1.9						

数据来源: 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。