

石化行业

报告原因: 公布半年报

2013年9月2日

市场数据: 2013年9月2日

收盘价(元)	12.61
一年内最高/最低(元)	19.2/10.79
市净率	2.1
市盈率	19.6
流通A股市值(百万元)	2424.15

基础数据: 2013年6月30日

每股净资产(元)	5.72
资产负债率%	28.29
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

受益于政府扶持资金, 净利润大幅增长

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	22.30
2013E	3,936.35	3,384.08	359.58	0.64	19.64
2014E	6,064.31	5,051.65	618.23	1.10	11.42
2015E	7,122.77	5,890.28	756.32	1.35	9.34

注: 市盈率是指目前股价除以各年业绩

●事件: 2013年1~6月营业总收入为17.16亿, 同比增长33.51%, 归属于上市公司股东的净利润为1.91亿元, 同比增长了26.58%, 扣除非经常性损益后归属上市公司股东的净利润为1.28亿, 同比减少15.01%, 2013年1~6月每股收益为0.34, 公司预计1~9月份归属上市公司股东净利润为28225.67~33870.8万, 同比增长0~20%。

●受益于政府扶持资金的大幅增长, 公司净利润大幅增长。2013年4月份公司收入政策性扶持资金7081万元, 该笔资金直接计入营业外收入, 如果剔除非经常性损益的影响, 净利润的增速是同比减少15.01%, 2013年7月公司收入区拨付的扶持基金3646万, 该笔资金也计入营业外收入。2012年公司的净利润为3.16亿, 而目前已经收到扶持资金1.07亿。受政府扶持基金的影响, 公司净利润将会大幅上涨。

●甲乙酮价格下跌导致二季度销售收入大幅下滑, 预计第三季度甲乙酮的收入也难以明显改善。甲乙酮是公司收入和利润的主要来源, 甲乙酮销量大幅提升的空间比较小, 驱动盈利变化的主要原因是价格变化, 从价格来看, 2013年1季度甲乙酮价格为9100~9400元/吨, 2013年2季度甲乙酮价格为8200~8400元/吨左右, 在甲乙酮价格小幅下跌的情况下, 第二季度的销售收入出现了明显的下滑。目前甲乙酮的价格正在逐步回升, 3季度的价格大约为8400~8600元/吨。从下游需求来看, 涂料是甲乙酮最大的消费终端, 消费比重为50%, 根据统计局的数据, 涂料(油漆)的1~7月的产量增速大约为3.4%, 在下游需求没有明显改善的情况下, 我们判断甲乙酮价格大幅上涨的概率比较小。从毛利率的角度来看, 上半年虽然甲乙酮的价格出现了一定幅度的下跌, 但是原材料混合碳四的价格也出现了下跌, 按照我们的估算, 混合碳四的价格为6200~6400元/吨, 预计甲乙酮的成本大约为6200~6300元/吨, 预计甲乙酮类产品的毛利率会保持在20%左右的水平, 波动幅度比较小。

●丁二烯价格触底反弹。公司现有丁二烯的产能为15万吨, 其中新增5万吨的产能是在第二季度投产。从价格来看, 2013年1季度丁二烯的价格为13000~14000元/吨, 2季度的价格为9000~11000元/吨, 公司通过丁烯脱氢氧化法生产的丁二烯的成本大约为12000~13000元/吨,

因此第 1 季度丁二烯基本处于微利的水平, 第 2 季度丁二烯应该是亏损的, 公司公布的上半年丁二烯类产品的毛利率为 4.22%, 也基本印证了我们的判断。丁二烯的价格波动非常大, 原油价格和天然橡胶的价格都会对丁二烯的价格产生影响, 在目前天然橡胶和原油价格反弹的情况下, 短期来看, 我们判断丁二烯的价格应该是小幅上涨为主。

- **未来 1 年能贡献业绩的新增项目包括 5 万吨稀土顺丁橡胶和 10 万吨正丁烷法顺酐**, 新增 5 万吨稀土顺丁橡胶在 6 月底建成投产, 目前正处于试生产阶段。从产品价格来看, 顺丁橡胶目前的价格为 11500 元/吨左右, 而稀土顺丁橡胶较普通顺丁橡胶的价格大约高 4000~5000 元/吨, 而生产成本相比增幅不大。公司稀土顺丁橡胶的原材料丁二烯由内部供应, 目前公司 15 万吨丁二烯装置正在技改, 预计 2013 年顺丁橡胶的产量不会很大。10 万吨正丁烷法顺酐预计在 10 月份建成投产, 经过调试和试生产, 预计在 2014 年 1 季度开始贡献业绩。
- **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 (%)	21.29%	23.04%	22.41%
丁二烯	销量 (万吨)	7.00	15.00	15.00
	不含税价格 (元/吨)	11965.81	13675.21	14102.56
	毛利率 (%)	2.06%	14.30%	16.90%
甲乙酮类	收入 (百万)	1911.97	2032.52	2120.14
	毛利率 (%)	20.14%	21.36%	20.52%
	成本 (百万)	1526.95	1598.45	1685.08
丁二烯类	收入 (百万)	1196.39	2517.70	2721.73
	毛利率 (%)	3.89%	13.16%	14.95%
	成本 (百万)	1149.89	2186.30	2314.82

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 0.64、1.1、1.35 元, 稀土顺丁橡胶已经建成投产, 经过试生产后, 预计第 4 季度开始释放业绩, 同时甲乙酮的价格开始止跌回升, 业绩环比逐步改善, 维持“增持”的评级。
- **风险提示。**丁二烯价格持续低迷

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。