

石化行业

报告原因：公布三季报

2013 年 10 月 30 日

市场数据：2013 年 10 月 30 日

收盘价（元）	13.38
一年内最高/最低（元）	18.9/10.79
市净率	2.2
市盈率	19.9
流通 A 股市值（百万元）	2572.17

基础数据：2013 年 9 月 30 日

每股净资产（元）	5.72
资产负债率%	33.01
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、丁二烯价格持续提升，顺酐产能即将建成投产

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	23.67
2013E	3,762.85	3,224.35	376.84	0.67	19.88
2014E	5,724.14	4,730.99	637.73	1.14	11.75
2015E	7,090.29	5,902.24	770.29	1.38	9.73

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●事件：2013 年 1~9 月营业总收入为 26.62 亿，同比增长 6.47%，归属于上市公司股东的净利润为 3.04 亿元，同比增长了 3.88%，扣除非经常性损益后归属上市公司股东的净利润为 1.77 亿，同比减少 38.62%，2013 年 1~9 月每股收益为 0.54 元，公司预计 2013 年归属上市公司股东净利润为 33546.62~44728.82 万。

●甲乙酮价格持续提升，预计未来甲乙酮价格会继续上涨。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，2013 年第 3 季度甲乙酮的价格为 8400~9100 元/吨，目前价格为 9600 元/吨左右，环比来看，甲乙酮的价格不断提升。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，1~9 月涂料（油漆）的产量增速大约为 4.49%，下游需求相对一般，目前甲乙酮的价格接近去年高点，受原材料混合 C4 价格高位的支撑，预计甲乙酮价格下跌的空间不会很大，而且齐翔腾达在甲乙酮领域的竞争力非常强，我们看好后期甲乙酮价格的稳中有涨。从单位毛利的角度来看，受混合 C4 价格上涨的影响，甲乙酮的价格出现了一定幅度的上涨，预计甲乙酮类产品的毛利率会小幅下降，但是单位毛利基本保持稳定。

●丁二烯装置技改完成，预计未来丁二烯的价格以小幅上涨为主。公司现有丁二烯的产能为 15 万吨，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，3 季度丁二烯的价格为 7000~9000 元/吨，10 月份丁二烯的价格为 11300 元/吨左右，预计抽提法丁二烯的生产成本大约为 10000 元/吨左右，丁烯脱氢氧化法生产丁二烯的成本大约为 12000 元/吨，因此目前公司生产丁二烯依然基本微利或略有亏损。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，从 12 月份开始天然橡胶将进入停割期，预计天然橡胶的价格会短期走强，未来 2 个季度，我们预计丁二烯的价格应该是小幅上涨为主。公司从 7 月底开始检修丁二烯生产装置，大约检修了 3 个月，预计 2013 年全年丁二烯的产量大约为 8 万吨左右。



- 5 万吨稀土顺丁橡胶和 10 万吨正丁烷法顺酐将是未来业绩增长的重要来源，稀土顺丁橡胶在 6 月底建成投产，其中丁二烯由公司内部供应，普通顺丁橡胶目前的价格为 13000 元/吨左右，稀土顺丁橡胶较普通顺丁橡胶的价格大约高 3000 元/吨，生产成本相比增幅不大。10 万吨正丁烷法顺酐预计在 10 月份建成投产，目前处于设备安装阶段，我们预计 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）	5.00	15.00	15.00
	不含税价格（元/吨）	11538.46	13675.21	13675.21
	毛利率（%）	4.32%	19.27%	19.27%
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）	935.71	2107.45	2657.63
	毛利率（%）	1.67%	14.43%	14.29%

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 0.67、1.14、1.38 元，甲乙酮的盈利能力大幅提升，业绩正在逐步改善，维持“增持”的评级。
- 风险提示。丁二烯价格大幅下滑



图表 2: 财务报表预测及财务指标 (单位: 百万元 更新日期: 2013/10/30)

利润表						资产负债表					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,787.58	3,422.03	3,762.85	5,724.14	7,090.29	现金	1,463.01	542.44	500.00	500.00	500.00
YOY(%)	18.1%	22.8%	10.0%	52.1%	23.9%	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	3,224.35	4,730.99	5,902.24	应收款项净额	272.41	719.69	791.37	1,203.85	1,491.16
营业税金及附加	16.99	11.06	15.05	28.62	35.45	存货	121.98	286.06	315.56	470.93	591.36
销售费用	37.21	45.22	54.36	67.93	85.42	其他流动资产	198.94	255.31	280.74	427.07	528.99
占营业收入比(%)	1.3%	1.3%	1.4%	1.2%	1.2%	流动资产总额	2,056.34	1,803.50	1,887.67	2,601.84	3,111.52
管理费用	100.89	117.86	118.34	131.65	148.50	固定资产净值	610.97	1,723.89	1,877.25	1,879.29	1,871.52
占营业收入比(%)	3.6%	3.4%	3.1%	2.3%	2.1%	减: 资产减值准备	(3.11)	(6.52)	(7.10)	(7.11)	(7.08)
EBIT	610.79	351.79	345.91	760.12	913.85	固定资产净额	607.86	1,717.37	1,870.15	1,872.18	1,864.45
财务费用	(17.24)	(24.35)	28.35	19.40	11.47	工程物资	0.00	3.32	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-0.6%	-0.7%	0.8%	0.3%	0.2%	在建工程	345.80	69.60	43.01	44.74	45.23
资产减值损失	(3.11)	(6.52)	5.00	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	1,913.16	1,916.92	1,909.68
营业利润	632.09	375.67	329.56	747.72	909.38	无形资产	49.37	120.93	116.09	111.26	106.42
营业外净收入	(6.74)	12.57	130.00	30.00	30.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	625.34	388.25	459.56	777.72	939.38	其他长期资产	2.10	601.35	601.35	601.35	601.35
所得税	118.92	71.28	82.72	139.99	169.09	资产总额	3,061.47	4,316.07	4,518.27	5,231.37	5,728.97
所得税率(%)	19.0%	18.4%	18.0%	18.0%	18.0%	循环贷款	0.00	700.00	529.37	424.47	53.07
净利润	506.42	316.97	376.84	637.73	770.29	应付款项	81.15	431.49	475.99	710.34	892.01
占营业收入比(%)	18.2%	9.3%	10.0%	11.1%	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	87.65	129.22	161.82
归属母公司净利润	506.43	316.97	376.84	637.73	770.29	流动负债	133.33	1,211.12	1,093.00	1,264.04	1,106.89
YOY(%)	20.6%	-37.4%	18.9%	69.2%	20.8%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	1.08	0.57	0.67	1.14	1.38	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
主要财务比率						其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	133.33	1,211.12	1,093.00	1,264.04	1,106.89
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	18.1%	22.8%	10.0%	52.1%	23.9%	股东权益	2,928.14	3,104.95	3,425.26	3,967.33	4,622.08
营业利润	25.3%	-40.6%	-12.3%	126.9%	21.6%	负债和股东权益	3,061.47	4,316.07	4,518.27	5,231.37	5,728.97
净利润	20.6%	-37.4%	18.9%	69.2%	20.8%	现金流量表					
获利能力							2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	27.5%	15.4%	14.3%	17.4%	16.8%	税后利润	506.43	316.97	376.84	637.73	770.29
净利率(%)	18.2%	9.3%	10.0%	11.1%	10.9%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	17.3%	10.2%	11.0%	16.1%	16.7%	公允价值变动	3.11	6.52	-5.00	0.00	0.00
ROA(%)	16.5%	7.3%	8.3%	12.2%	13.4%	折旧和摊销	82.05	135.19	186.39	201.06	212.11
偿债能力						营运资金的变动	-225.83	-885.78	-73.51	-438.24	-295.45
流动比率	15.42	1.49	1.73	2.06	2.81	经营活动现金流	365.76	-427.10	484.72	400.55	686.95
速动比率	14.51	1.25	1.44	1.69	2.28	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	4.4%	28.1%	24.2%	24.2%	19.3%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	-569.09	-966.67	-300.00	-200.00	-200.00
总资产周转率	91.1%	79.3%	83.3%	109.4%	123.8%	投资活动现金流	-569.09	-966.67	-300.00	-200.00	-200.00
应收账款周转天数	35.67	76.76	76.76	76.76	76.76	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	22.75	37.67	37.67	37.67	37.67	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	1.08	0.57	0.67	1.14	1.38	股利分配	-129.78	-147.26	-56.53	-95.66	-115.54
每股净资产	6.27	5.54	6.12	7.08	8.25	计入循环贷款前融	-129.78	-147.26	-56.53	-95.66	-115.54
估值比率						循环贷款的增加/	38.90	767.72	-170.63	-104.89	-371.41
P/E	12.3	23.7	19.9	11.7	9.7	融资活动现金流	-220.66	473.20	-227.16	-200.55	-486.95
P/B	2.1	2.4	2.2	1.9	1.6	现金净变动额	-423.99	-920.57	-42.44	0.00	0.00

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。