

石化行业

报告原因：公布年报

2014年2月14日

市场数据：2014年2月14日

收盘价(元)	14.12
一年内最高/最低(元)	18.9/10.79
市净率	2.2
市盈率	18.3
流通A股市值(百万元)	7746.51

基础数据：2013年12月31日

每股净资产(元)	5.8
资产负债率%	36.83
总股本/流通A股(百万)	560.65/548.62
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

收购大股东优质资产增厚业绩，丁二烯持续低迷拖累业绩改善

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
2,013	3,771.20	3,209.56	346.08	0.62	22.87
2,014	5,255.24	4,441.29	432.55	0.77	18.30
2,015	6,760.26	5,690.03	578.24	1.03	13.69
2,016	8,031.57	6,848.49	619.25	1.10	12.78

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●事件：2013年公司营业总收入为37.71亿，同比增长1.62%（调整后），归属于上市公司股东的净利润为3.46亿元，同比减少了7.27%，扣除非经常性损益后归属上市公司股东的净利润为2.17亿，同比减少27.9%，经营活动产生的每股现金流量为-0.13元，2013年每股收益为0.62元，公司计划每10股送派发红利1.6元（含税）。

●甲乙酮量价同比均出现了下滑，经营业绩略低于预期。对于甲乙酮类产品而言，2013年的甲乙酮类产品的销售收入为17.73亿，同比下滑1.31%，甲乙酮类产品的营业利润为2.79亿，同比下滑20%，甲乙酮类产品的毛利率为15.73%，毛利率水平处于近5年的低位，分具体产品来看，2013年公司销售甲乙酮18.4万吨，较2012年减少1万吨，从价格来看，根据我们对于甲乙酮价格的持续跟踪，甲乙酮在2013年第2季度的价格下滑到8400元/吨，全年均价明显低于2012年，因此甲乙酮量价齐跌导致公司销售收入和营业利润都出现了明显的下滑。2014年第一季度丁酮的价格大约为9400元/吨左右，我们预计2014年第一季度的毛利率大约保持在19%左右。

●丁二烯在第三季度出现了行业性的亏损。对于丁二烯产品而言，2013年丁二烯类产品的销售收入为8.22亿，同比下滑3.09%，其中丁二烯的产品的销量为5.1万吨，同比增长23.26%，公司丁二烯的产能为15万吨，应该说丁二烯的经营业绩远远低于市场的预期，其中主要的原因是丁二烯的价格在第3季度出现了大幅下跌，第3季度丁二烯的价格为7000~9000元/吨，该价格区间远远低于行业成本，由于价格远低于成本，因此丁二烯行业在第3季度出现了行业性的亏损，大部分企业都停产检修，尽管后来丁二烯的价格上涨到11500元/吨左右，但是目前丁二烯的经营状况仍然不容乐观。2014年1季度丁二烯的价格为10500元/吨，丁二烯的下游是合成橡胶，合成橡胶的下游主要是轮胎企业，参考目前合成橡胶和天然橡胶的价格走势，我们判断2014年丁二烯的价格很难出现明显的上涨，在丁二烯价格难以出现趋势性上涨的情况下，预计丁二烯的产量、盈利能力会保持目前的现状，我们全年预计丁二烯的销量大约为8万吨左右，丁二烯类产品的收入大约为11个亿左右，毛利率大约为6%左右，仍然处于盈亏平衡的状态。

- **收购齐翔惠达，增厚公司业绩**，齐翔惠达的主营业务是乳液化工产品，2013 年的销量为 1.4 万吨，同比增长 81.6%，2013 年乳液化工类产品的销售收入为 4.09 亿，毛利率为 29.93%，盈利能力非常强，正是由于收购了大股东的优质资产，从而避免了公司经营利润的大幅下滑，另一方面，公司 2013 年获得了 1.18 亿的政府补助，收购大股东优质资产和获取大量政府补助导致公司的净利润较 2012 年出现了一定程度的上涨。
- **10 万吨正丁烷法顺酐将是 2014 年上半年业绩增长的重要来源，新增 20 万吨异辛烷预计下半年投产**，2013 年 11 月公司新增了 10 万吨的正丁烷法顺酐，全年实现销售收入 1998 万左右，产品毛利率为 7.87%，投产 1 个月就能实现微利，这也体现了公司良好的运营能力和顺酐产品的盈利能力，按照我们的估算，假设顺酐的含税价格为 11000 元/吨，预计满产后顺酐的毛利率大约为 13%左右。公司 45 万吨低碳烷烃脱氢制烯烃项目预计 2015 年建成投产，其中 20 万吨异辛烷预计下半年开始投产，因此全年业绩增长的新动力主要是 10 万吨顺酐和 20 万吨异辛烷，其中顺酐的盈利能力将非常强，而且还副产大量的蒸汽，一定程度降低公司对于蒸汽的采购量。
- **核心假设：**
 - 1、公司主要产品包括甲乙酮、丁二烯和顺酐，收入和毛利率假设如下：
 - 2、实际所得税率为 18%估算，
 - 3、2014 年的管理费用为 1.86 亿，销售费用为 0.64 亿
 - 4、2014 年的营业外收入为 5000 万左右

图表 1：主要产品的毛利率及销量假设

		2014E	2015E	2016E
甲乙酮类	收入（百万）	1941.95	1941.95	1941.95
	毛利率（%）	19.95%	20.81%	20.24%
	成本（百万）	1554.48	1537.88	1548.95
丁二烯类	收入（百万）	1135.65	1669.72	1693.11
	毛利率（%）	3.68%	6.97%	6.84%
	成本（百万）	1093.84	1553.29	1577.34
顺酐类	收入（百万）	569.23	1025.64	1025.64
	毛利率（%）	12.91%	19.45%	19.45%
	成本（百万）	495.72	826.20	826.20

数据来源：山西证券研究所

- **业绩和估值**。预计公司 2014~2016 年的每股收益为 0.77、1.03、1.1 元，目前公司 10 万吨顺酐已经建成投产，顺酐的盈利能非常强，同时下半年有 20 万吨异辛烷将建成投产，预计 2014 年业绩会大幅提升，因此维



持“增持”的评级。

- **风险提示。** 顺酐的产能释放进度低于预期

图表 2: 财务报表预测及财务指标 (单位: 百万元 更新日期: 2014/2/14)

利润表						资产负债表					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,422.03	3,771.20	5,255.24	6,760.26	8,031.57	现金	542.44	361.27	972.35	1,399.90	1,922.95
YOY(%)	22.8%	10.2%	39.4%	28.6%	18.8%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	2,894.06	3,209.56	4,441.29	5,690.03	6,848.49	应收款项净额	719.69	598.09	833.45	1,072.14	1,273.76
营业税金及附加	11.06	11.25	21.02	33.80	40.16	存货	286.06	487.83	674.78	873.20	1,057.58
销售费用	45.22	49.32	64.34	76.87	91.90	其他流动资产	255.31	206.76	288.12	370.64	440.34
占营业收入比(%)	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	流动资产总额	1,803.50	1,653.95	2,768.70	3,715.87	4,694.63
管理费用	117.86	162.78	186.35	216.91	252.92	固定资产净值	1,723.89	2,448.84	2,834.70	2,862.16	2,860.91
占营业收入比(%)	3.4%	4.3%	3.5%	3.2%	3.1%	减:资产减值准备	(6.52)	11.18	12.94	13.07	13.06
EBIT	351.79	335.94	532.08	732.49	787.95	固定资产净额	1,717.37	2,460.02	2,847.65	2,875.23	2,873.97
财务费用	(24.35)	34.21	45.28	36.52	40.14	工程物资	3.32	2.29	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-0.7%	0.9%	0.9%	0.5%	0.5%	在建工程	69.60	333.31	91.97	75.07	69.59
资产减值损失	(6.52)	11.18	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	6.05	3.37	5.00	5.00	5.00	固定资产总额	1,790.29	2,795.62	2,939.62	2,950.30	2,943.56
营业利润	375.67	316.29	496.80	700.97	752.81	无形资产	120.93	253.86	243.71	233.55	223.40
营业外净收入	12.57	119.82	50.00	30.00	30.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	388.25	436.10	546.80	730.97	782.81	其他长期资产	601.35	509.50	509.50	509.50	509.50
所得税	71.28	77.40	98.42	131.58	140.91	资产总额	4,316.07	5,212.93	6,461.53	7,409.22	8,371.09
所得税率(%)	18.4%	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%	循环贷款	700.00	1,004.74	100.00	100.00	100.00
净利润	316.97	358.70	448.38	599.40	641.90	应付款项	431.49	564.58	780.95	1,010.58	1,223.97
占营业收入比(%)	9.3%	9.5%	8.5%	8.9%	8.0%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	(12.62)	(15.82)	(21.15)	(22.65)	其他流动负债	79.63	234.37	321.11	413.32	499.80
归属母公司净利润	316.97	346.08	432.55	578.24	619.25	流动负债	1,211.12	1,803.69	1,202.05	1,523.89	1,823.77
YOY(%)	-37.4%	9.2%	25.0%	33.7%	7.1%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.57	0.62	0.77	1.03	1.10	应付债券	0.00	0.00	1,420.00	1,420.00	1,420.00
						其他长期负债	0.00	116.37	232.74	349.11	465.48
						负债总额	1,211.12	1,920.06	2,854.79	3,293.00	3,709.25
						少数股东权益	0.00	39.56	50.64	68.62	87.87
						股东权益	3,104.95	3,253.31	3,556.10	4,047.60	4,573.97
						负债和股东权益	4,316.07	5,212.93	6,461.53	7,409.22	8,371.09
主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力						税后利润	316.97	346.08	432.55	578.24	619.25
营业收入	22.8%	10.2%	39.4%	28.6%	18.8%	加:少数股东损益	0.00	5.23	11.08	17.98	19.26
营业利润	-40.6%	-15.8%	57.1%	41.1%	7.4%	公允价值变动	6.52	-11.18	-5.00	0.00	0.00
净利润	-37.4%	9.2%	25.0%	33.7%	7.1%	折旧和摊销	135.19	187.12	272.92	299.60	316.89
获利能力						营运资金的变动	-885.78	446.73	-85.96	-81.53	-39.46
毛利率(%)	15.4%	14.9%	15.5%	15.8%	14.7%	经营活动现金流	-427.10	973.98	625.58	814.29	915.93
净利率(%)	9.3%	9.5%	8.5%	8.9%	8.0%	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	10.2%	10.6%	12.2%	14.3%	13.5%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	7.3%	6.6%	6.7%	7.8%	7.4%	固定资产投资	-966.67	-1,183.58	-400.00	-300.00	-300.00
偿债能力						投资活动现金流	-966.67	-1,183.58	-400.00	-300.00	-300.00
流动比率	1.49	0.92	2.30	2.44	2.57	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
速动比率	1.25	0.65	1.74	1.87	1.99	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	28.1%	36.8%	44.2%	44.4%	44.3%	公司债券发行/	0.00	0.00	1,420.00	0.00	0.00
营运能力						股利分配	-147.26	-202.64	-129.77	-86.74	-92.89
总资产周转率	79.3%	72.3%	81.3%	91.2%	95.9%	计入循环贷款前融	-147.26	-202.64	1,290.23	-86.74	-92.89
应收账款周转天数	76.76	57.89	57.89	57.89	57.89	循环贷款的增加G	767.72	433.71	-904.74	0.00	0.00
存货周转天数	37.67	58.65	58.65	58.65	58.65	融资活动现金流	473.20	28.43	385.49	-86.74	-92.89
每股指标 (元)						现金净变动额	-920.57	-181.17	611.08	427.55	523.05
每股收益	0.57	0.62	0.77	1.03	1.10						
每股净资产	5.54	5.80	6.34	7.22	8.16						
估值比率											
P/E	25.0	22.9	18.3	13.7	12.8						
P/B	2.5	2.4	2.2	2.0	1.7						

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。