

齐翔腾达 (002408)

安全边际再提高,待超募项目成长

-2010 年三季度报点评

增持/ 维持评级

股价: RMB36.36

分析师

肖晖
SAC 执业证书编号:S1000208110160
+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

联系人

邵沙铎
021-50106019 shaosk@lhqz.com

- 2010 年 10 月 20 日齐翔腾达公布 2010 年三季度报: 2010 年前三季度公司实现营业收入 15.32 亿元, 同比增长 81.95%, 净利润为 2.60 亿元, 同比增长 108.04%。其中三季度单季营业收入为 5.24 亿元, 同比增长 74.29%, 净利润为 1.25 亿元, 同比增长 132.32%。前三季度每股收益为 1.00 元, 第三季度单季每股收益为 0.48 元, 业绩超市场预期。
- 公司业绩超市场预期的最主要原因是: 三季度以来国内甲乙酮价格的飙升, 甲乙酮的市场价格已由 2010 年 7 月初的 8300 元/吨左右, 上涨至 9 月底的 14500 元/吨以上, 三季度单季上涨 75%, 目前 10 月中旬的价格已超过 15000 元/吨, 接近历史高位。
- 对于甲乙酮市场价格未来的走势, 我们认为, 市场的短期影响因素将在 2010 年底或是 2011 年初逐渐褪去, 甲乙酮市场在明年将实现平稳发展, 市场价格也将有所回落。但由于有中长期因素的支撑, 市场价格仍将维持在高位。
- 我们始终认为, 公司未来的发展空间并不仅仅在甲乙酮产品上, 而是在公司众多的储备项目上, 公司完全可以利用超募资金(公司超募资金在 10 亿元左右, 2010 年三季度末的货币资金高达 15 亿元)对这些项目中一些比较成熟和具有良好发展盈利前景的进行投资。而甲乙酮价格的上涨, 使得公司股票的投资安全边际不断提高。
- 随着甲乙酮价格的上涨, 公司的安全边际在不断提高, 甲乙酮价格每变动 1000 元/吨, 影响公司每股收益 0.4 元左右。我们假设甲乙酮年平均价格维持在 10000 元/吨左右, 则公司每股收益在 1.6 元左右。再用最保守的假设公司超募资金 10 亿元的投资回报率在 10%左右, 则超募资金会给公司带来至少每股 0.5 元左右的业绩, 这就是公司未来可能的成长空间。
- 由于甲乙酮价格的上涨超出我们的预期, 且我们判断即使未来价格有所回落, 其价格仍将维持在较高的水平。因此在不考虑未来公司超募资金项目的情况下, 我们将公司 2010-2012 年的盈利预测, 分别上调至 1.43 元/股、1.66 元/股和 1.80 元/股, 继续给予公司“增持”评级。
- 主要风险: 碳四原材料供应不稳定风险、超募资金项目风险、受单一产品甲乙酮市场波动影响较大风险。

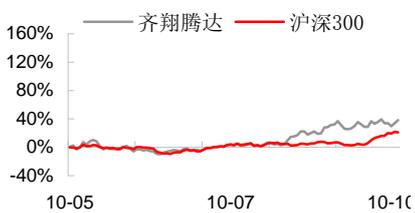
相关研究

公司研究-齐翔腾达(002408)100823: 综合效益催生碳四行业龙头(增持)

基础数据

总股本(百万股)	259.56
流通 A 股(百万股)	65.00
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	2363.4

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	20101-3Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1297.5	1532.3	2168.8	2490.2	2767.0
(+/-%)	16.3	81.9	67.2	14.8	11.1
归属母公司净利润(百万元)	173.5	259.6	371.6	430.2	466.7
(+/-%)	20.8	108.0	114.2	15.8	8.5
EPS(元)	0.67	1.00	1.43	1.66	1.80
P/E(倍)	56.1	30.6	25.4	21.9	20.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

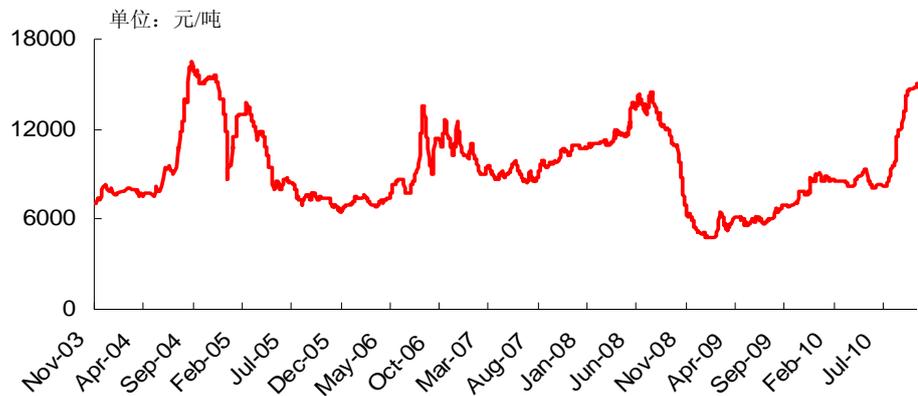
业绩超市场预期

2010年10月20日齐翔腾达公布2010年三季报：2010年前三季度公司实现营业收入15.32亿元，同比增长81.95%，净利润为2.60亿元，同比增长108.04%。其中三季度单季营业收入为5.24亿元，同比增长74.29%，净利润1.25亿元，同比增长132.32%。前三季度每股收益为1.00元，第三季度单季每股收益为0.48元，业绩超市场预期。

三季度甲乙酮市场价格飙升是主因

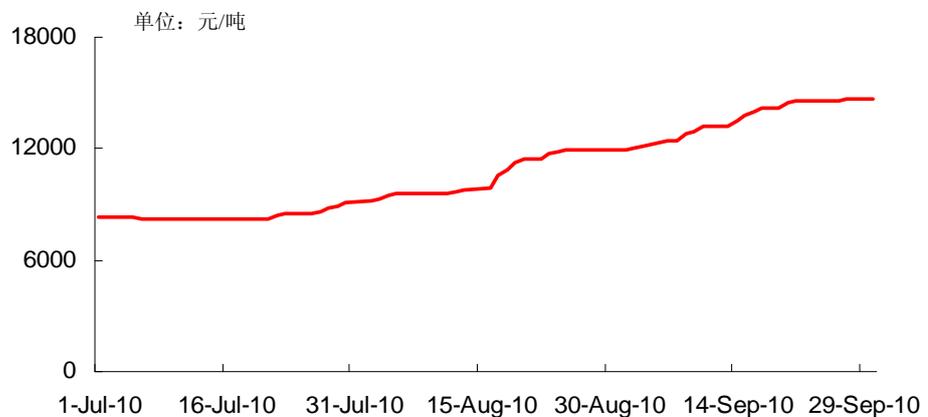
公司业绩超市场预期的最主要原因是：三季度以来国内甲乙酮价格的飙升，甲乙酮的市场价格已由2010年7月初的8300元/吨左右，上涨至9月底的14500元/吨以上，三季度单季上涨75%，目前10月中旬的价格已超过15000元/吨，接近历史高位。

图1：甲乙酮历史市场价格情况



资料来源：中国化工在线

图2：三季度以来甲乙酮市场价格大幅度上涨



资料来源：中国化工在线

多种因素叠加导致甲乙酮价格短期大幅度上涨

我们认为，三季度以来甲乙酮价格的大幅快速上涨是多种因素叠加影响的结果：首先从短期来看，国内和全球主要生产企业停工检修，恶劣的天气和频发的事故（对运输影响较大），以及经销商的推波助澜都使得国内甲乙酮市场短期出现了供求失衡的局面。其次从中期来看，我国针对国外主要甲乙酮企业征收反倾销税将一直持续到 2012 年，在未来两年内国内市场将得到一定保护。最后从市场长期来看，甲乙酮市场需求是稳定增长的，而供应由于受制于原材料，目前国内企业并无扩产和新建计划，同时国际一些硫酸法老装置相继关停，未来供需将持续改善。

未来甲乙酮价格或有回落，但仍将维持在高位

对于甲乙酮市场价格未来的走势，我们认为，市场的短期影响因素将在 2010 年底或是 2011 年初逐渐褪去，甲乙酮市场在明年将实现平稳发展，市场价格也将有所回落。但由于有中长期因素的支撑，市场价格仍将维持在高位。

公司安全边际不断提高，未来成长仍在超募资金项目

我们始终认为，公司未来的发展空间并不仅仅在甲乙酮产品上，而是在公司众多的储备项目上，公司完全可以利用超募资金（公司超募资金在 10 亿元左右，2010 年三季度末的货币资金高达 15 亿元）对这些项目中一些比较成熟和具有良好发展盈利前景的进行投资。而甲乙酮价格的上涨，使得公司股票的投资安全边际不断提高。

随着甲乙酮价格的上涨，公司的安全边际在不断提高，即使我们假设甲乙酮价格会有所下降，年平均价格维持在 10000 元/吨左右，则公司每股收益在 1.6 元左右。甲乙酮价格每变动 1000 元/吨，影响公司每股收益 0.4 元左右。再用最保守的假设公司超募资金 10 亿元的投资回报率在 10%左右，则超募资金会给公司带来至少每股 0.5 元左右的业绩，这就是公司未来可能的成长空间。

盈利预测与投资建议

由于甲乙酮价格的上涨超出我们的预期，且我们判断即使未来价格有所回落，其价格仍将维持在较高的水平。因此在不考虑未来公司超募资金项目的情况下，我们将公司 2010-2012 年的盈利预测，分别上调至 1.43 元/股、1.66 元/股和 1.80 元/股，继续给予公司“增持”评级。

表 1：齐翔腾达盈利预测核心假设

名称	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
甲乙酮类产品						
甲乙酮类产品收入（百万元）	476.44	649.50	947.54	1414.41	1603.38	1717.91
甲乙酮类产品成本（百万元）	354.05	471.30	732.27	1015.33	1148.11	1230.12
甲乙酮类产品毛利率	25.69%	27.44%	22.72%	28.22%	28.39%	28.39%
甲乙酮收入（百万元）	268.20	422.61	658.74	1055.56	1196.58	1282.05
甲乙酮成本（百万元）	199.30	306.66	509.08	0.81	0.85	0.85
销量（万吨）	3.34	5.05	12.17	13.00	14.00	15.00
价格（万元/吨）	0.80	0.84	0.54	0.81	0.85	0.85
单位成本（万元/吨）	0.60	0.61	0.42	0.58	0.61	0.61
甲乙酮副产品收入（百万元）	208.24	226.89	288.80	358.86	406.80	435.86
甲乙酮副产品成本（百万元）	154.74	164.63	223.19	265.33	300.03	321.46
MTBE产品						
收入（百万元）	162.21	73.45	42.45	51.60	54.14	55.22
成本（百万元）	122.27	54.90	30.97	37.63	40.25	41.46
毛利率	24.62%	25.25%	27.04%	27.09%	25.66%	24.93%
销量（万吨）	3.14	1.19	0.80	0.88	0.90	0.90
价格（万元/吨）	0.52	0.62	0.53	0.59	0.60	0.61
单位成本（万元/吨）	0.39	0.46	0.39	0.43	0.45	0.46
异丁烯类产品						
异丁烯类产品收入（百万元）	217.61	334.25	243.66	286.50	311.72	317.95
异丁烯类产品成本（百万元）	192.48	287.85	203.70	240.78	267.11	275.12
异丁烯类产品毛利率	11.55%	13.88%	16.40%	15.96%	14.31%	13.47%
异丁烯收入（百万元）	197.47	307.17	230.72	273.00	297.02	302.96
异丁烯成本（百万元）	174.67	264.54	192.89	228.00	252.93	260.52
销量（万吨）	2.54	3.27	2.61	3.00	3.20	3.20
价格（万元/吨）	0.78	0.94	0.89	0.91	0.93	0.95
单位成本（万元/吨）	68.65	80.79	74.02	0.76	0.79	0.81
异丁烯副产品收入（百万元）	20.13	27.07	12.93	13.50	14.69	14.99
异丁烯副产品成本（百万元）	17.81	23.31	10.81	12.78	14.18	14.61
叔丁醇产品						
收入（万元）	45.09	58.17	61.86	66.25	70.97	75.91
成本（百万元）	29.68	36.59	34.49	39.38	42.18	45.11
毛利率	34.18%	37.11%	44.24%	40.57%	40.57%	40.57%
销量（吨）	0.91	1.05	1.26	1.25	1.30	1.35
价格（万元/吨）	0.49	0.55	0.49	0.53	0.55	0.56
单位成本（万元/吨）	0.33	0.35	0.27	0.32	0.32	0.33
其它/混合丁烷						
其它/混合丁烷收入（百万元）	0.00	0.15	1.98	350.00	450.00	600.00
其它/混合丁烷成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	315.00	405.00	540.00
混合丁烷毛利率				10.00%	10.00%	10.00%
混合丁烷销量				6.50	8.35	11.15
营业收入（百万元）	901.35	1115.52	1297.48	2168.77	2490.21	2766.99
营业成本（百万元）	698.47	850.64	1001.44	1648.12	1902.64	2131.81
综合毛利率	22.51%	23.75%	22.82%	24.01%	23.59%	22.96%

资料来源：华泰联合证券研究所预测

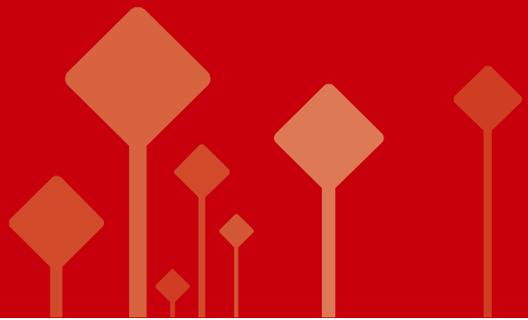
主要风险

- 1、碳四原材料供应不稳定风险
- 2、超募资金项目风险
- 3、受单一产品甲乙酮市场波动影响较大风险

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	347	2081	2476	2918	营业收入	1297	2169	2490	2767
现金	174	1316	1595	1936	营业成本	1001	1648	1903	2132
应收账款	18	217	249	277	营业税金及附加	8	14	15	17
其他应收款	3	2	2	3	营业费用	28	43	50	55
预付账款	33	82	95	107	管理费用	17	22	25	28
存货	88	247	285	320	财务费用	15	-17	-33	-40
其他流动资产	31	217	249	277	资产减值损失	-3	5	5	5
非流动资产	484	725	797	853	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	458	653	726	782	营业利润	231	454	525	570
无形资产	18	18	18	18	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	8	54	53	52	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	831	2807	3272	3771	利润总额	229	453	525	569
流动负债	350	181	217	249	所得税	56	82	94	102
短期借款	248	10	20	30	净利润	174	372	430	467
应付账款	69	82	95	107	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	33	89	101	112	归属母公司净利润	174	372	430	467
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	313	495	571	624
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.89	1.43	1.66	1.80
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	350	181	217	249	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0		2009	2010E	2011E	2012E
股本	195	260	260	260	成长能力				
资本公积	83	1801	1801	1801	营业收入	16.3%	67.2%	14.8%	11.1%
留存收益	203	565	995	1462	营业利润	20.0%	96.3%	15.7%	8.5%
归属母公司股东权益	480	2626	3056	3523	归属于母公司净利润	20.8%	114.2%	15.8%	8.5%
负债和股东权益	831	2807	3272	3771	获利能力				
					毛利率(%)	22.8%	24.0%	23.6%	23.0%
					净利率(%)	13.4%	17.1%	17.3%	16.9%
					ROE(%)	36.1%	14.2%	14.1%	13.2%
					ROIC(%)	33.6%	27.2%	27.3%	26.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	42.2%	6.5%	6.6%	6.6%
					净负债比率(%)	15.4%	-49.7%	-51.5%	-54.1%
					流动比率	0.99	11.48	11.43	11.74
					速动比率	0.74	10.12	10.11	10.45
					营运能力				
					总资产周转率	1.55	1.19	0.82	0.79
					应收账款周转率	33	18	11	11
					应付账款周转率	11.36	21.80	21.43	21.14
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.67	1.43	1.66	1.80
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	-0.43	1.49	1.70
					每股净资产(最新摊薄)	1.85	10.12	11.77	13.57
					估值比率				
					P/E	54.39	25.40	21.94	20.22
					P/B	19.64	3.59	3.09	2.68
					EV/EBITDA	30	19	17	15

数据来源: 华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com