

石油化工

署名人: 芮定坤

执业证书编号: S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

齐翔腾达

002408

推荐

超募资金新建 2 个项目，关注剩余 6 亿资金

投资要点:

- 公司新建个 2 项目分析，都是 1 年建设期，合计影响 EPS 约 0.46 元。
 - 第 1 个项目 1 万吨扩 4 万吨: 原用于 15 万吨溶剂油的募集资金建设年 4 万吨 1 万吨扩 4 万吨，使用募集资金 7,545 万元，超募资金 12,415 万元。按可行性分析税后利润为 5,195 万，相当于 EPS 约 0.2 元。
 - 新增项目后，公司 1 万吨产能达到 12 万吨，但实际产量可能远超过这个数字。占到国内 09 年产量的约 50% 以上，有一定垄断能力，所以未来如果需求端不出问题，定价能力增强。1 万吨行业成长性较差，但由于有原料限制的问题，我们认为未来能保持 20% 左右毛利率。
 - 第 2 个项目 7 万吨丁二烯: 按项目可行性研究预测，年税后利润 6,839 万，对应 EPS0.26 元。丁二烯约 90% 用于合成橡胶及 ABS 树脂。下游合成橡胶、ABS 预计在 11 年之前景气度较高，之后有所下降，但全球和国内都是总体上供需平衡，盈利相对确定。从丁二烯-石脑油价差看，10 年是周期高点，之后略有下降。
 - 按可行性分析预测 2 个项目达产后税后年利润约 1.2 亿，增加 EPS0.46 (预计 2012 年投产)。建议关注剩余 6 亿超募资金的投资和公司后续成长，如果在未来 1 年陆续投资项目完成，那么我们预计公司 2012 年 EPS 如果在行业景气度高的情况下可能在 2 元以上，从 6-12 个月的投资周期看，有一定中长期投资价值。但公司这 2 个项目低于市场“高技术壁垒丁基橡胶”的预期，可能会影响短期股价，如果调整可以买入。
 - 投资建议: 预测 10-12 年 EPS 分别为 1.4、1.53 和 2.01，维持推荐的评级。1 万吨平均实现价格每上涨 100 元，EPS 增加约 0.05 元。
- 风险提示: 1 万吨价格大幅下跌。

6-12 个月目标价: 50.00 元

当前股价: 42.44 元

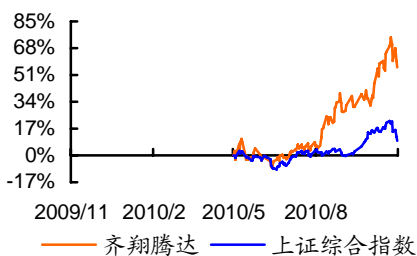
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2838.86
总股本(百万)	260
流通股本(百万)	65
流通市值(亿)	28
EPS (TTM)	
每股净资产 (元)	1.85
资产负债率	42.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
齐翔腾达	16.9%	47%	47%
上证综合指数	-4.45	6.25	10.90



相关报告

《齐翔腾达-装置检修导致 1 万吨价格上涨 15% 以上》2010-8-10

《齐翔腾达-产量会超预期，超募资金未来增厚业绩》2010-7-27

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1297	1793	2184	3782
同比(%)	16%	38%	22%	73%
归属母公司净利润(百万元)	174	364	398	536
同比(%)	21%	110%	9%	35%
毛利率(%)	22.8%	27.5%	23.6%	19.3%
ROE(%)	36.1%	13.8%	13.1%	15.0%
每股收益(元)	0.89	1.40	1.53	2.01
P/E	47.59	30.29	27.69	20.56
P/B	17.19	4.19	3.64	3.09
EV/EBITDA	35	23	23	17

资料来源: 中投证券研究所

一、2个新建项目分析

(1) 4万吨甲乙酮:

公司拟将原用于 15 万吨溶剂油的募集资金用于投资建设年产 4 万吨甲乙酮改扩建项目，使用募集资金 7,545 万元，超募资金 12,415 万元。

按可行性分析，税后利润为 5,195 万，相当于 EPS 约 0.2 元。

表 1: 甲乙酮项目产品

单位: 吨

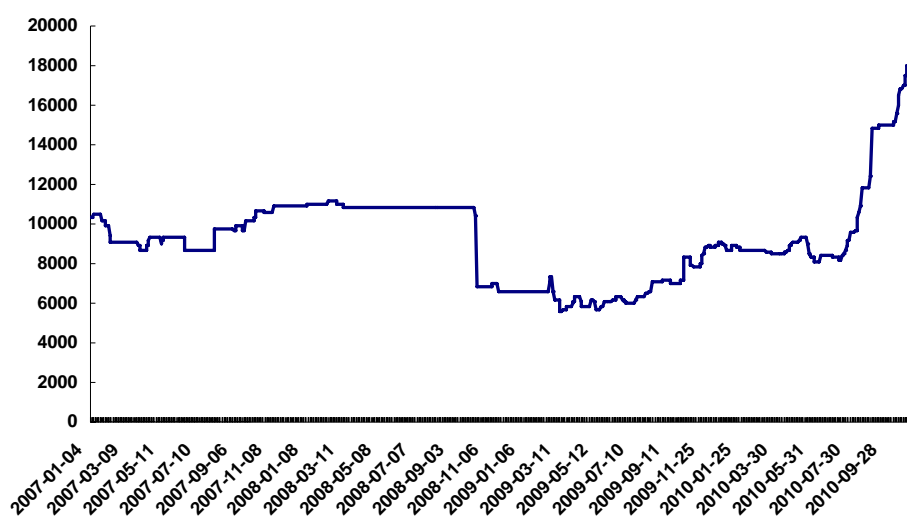
产品	单位	年耗量
甲乙酮	吨	40000
粗叔丁醇	吨	1720
粗仲丁醚	吨	4670
重组分	吨	440
氢气(副产)	吨	2320
废丁烯(副产)	吨	4500

资料来源: 公司公开资料、中投证券研究所

新增项目后，公司甲乙酮产能达到 12 万吨，但实际产量可能远超过这个数字。占到国内 09 年产量的约 50%以上，有一定垄断能力，所以未来如果需求端不出问题，定价能力增强。

图 1: 甲乙酮产品价格

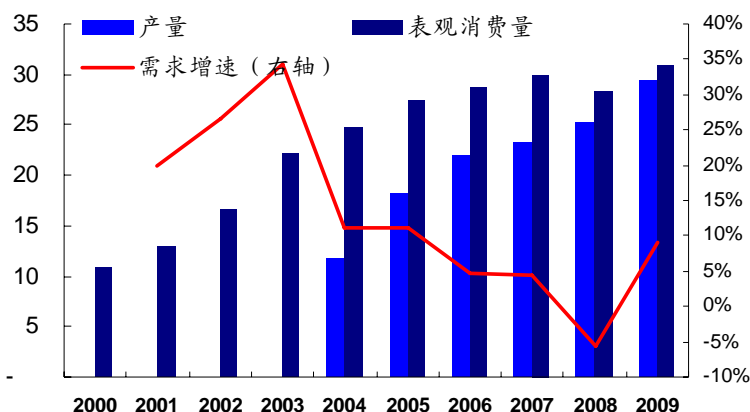
单位: 元/吨



资料来源: 中投证券研究所

未来我们预计国内需求的增速在 5%-10%（全球大概 2%的年需求增速）。

图：国内甲乙酮产量、表观消费量和消费量增速 单位：万吨



资料来源：公司公开资料、中投证券研究所

(2) 7万吨丁二烯

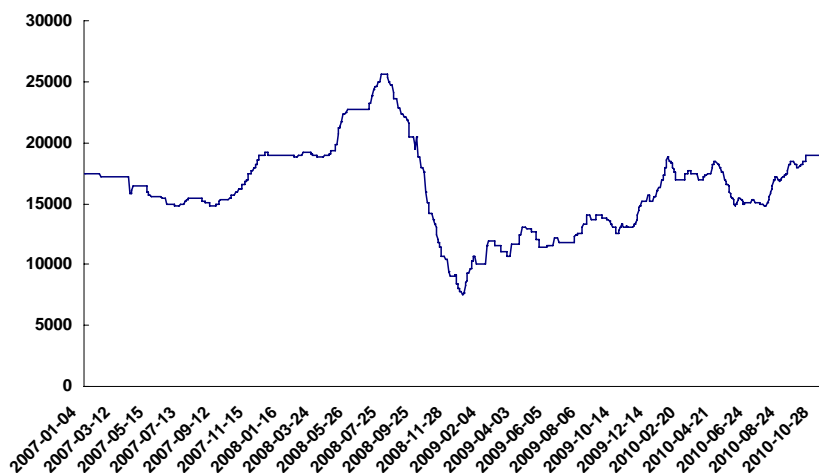
项目总投资 29,315 万元，建设期一年，按项目可行性研究预测，年税后利润 6,839 万，对应 EPS0.26 元。

丁二烯是重要的聚合物单体，每年消耗量约 90%以上用于合成丁苯橡胶、顺丁橡胶、丁腈橡胶、氯丁橡胶及 ABS 树脂等。下游主要是合成橡胶和 ABS。

丁二烯的下游合成橡胶、ABS 预计在 11 年之前景气度较高，之后有所下降，但全球和国内都是总体上供需平衡，盈利相对确定，下图是丁苯橡胶价格，总体来说，今年由于天然橡胶涨价，合成橡胶和其有一定替代性，所以价格也比较高，预计 11 年和 12 年上半年能保持。

图 2：丁苯橡胶价格

单位：元/吨

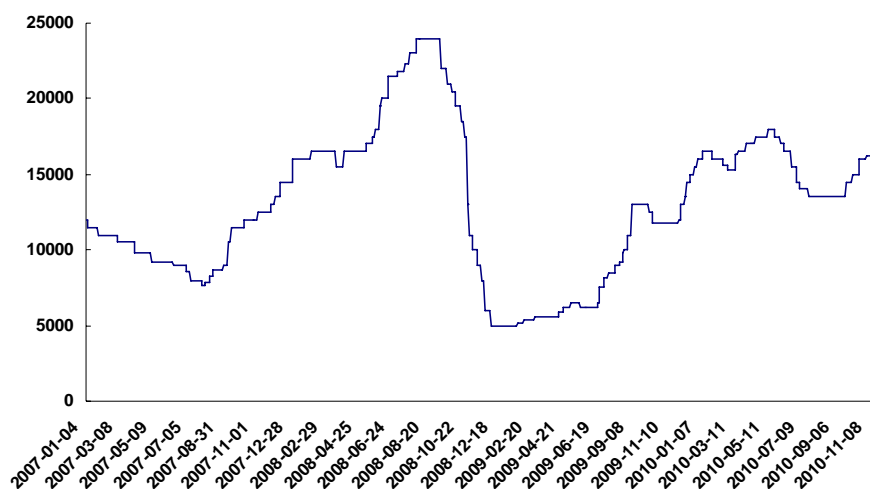


资料来源：中投证券研究所

丁二烯价格目前还是很高的。

图 2: 丁二烯价格

单位: 元/吨

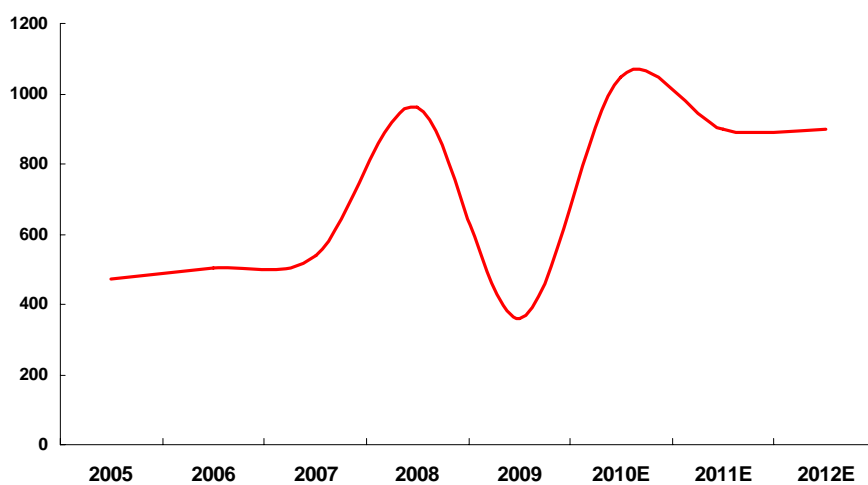


资料来源: 中投证券研究所

从丁二烯-石脑油价差看, 10 年是周期高点, 之后略有下降。

图 3: 丁二烯-石脑油价差

单位: 元/吨



资料来源: 中投证券研究所

二、投资建议：推荐

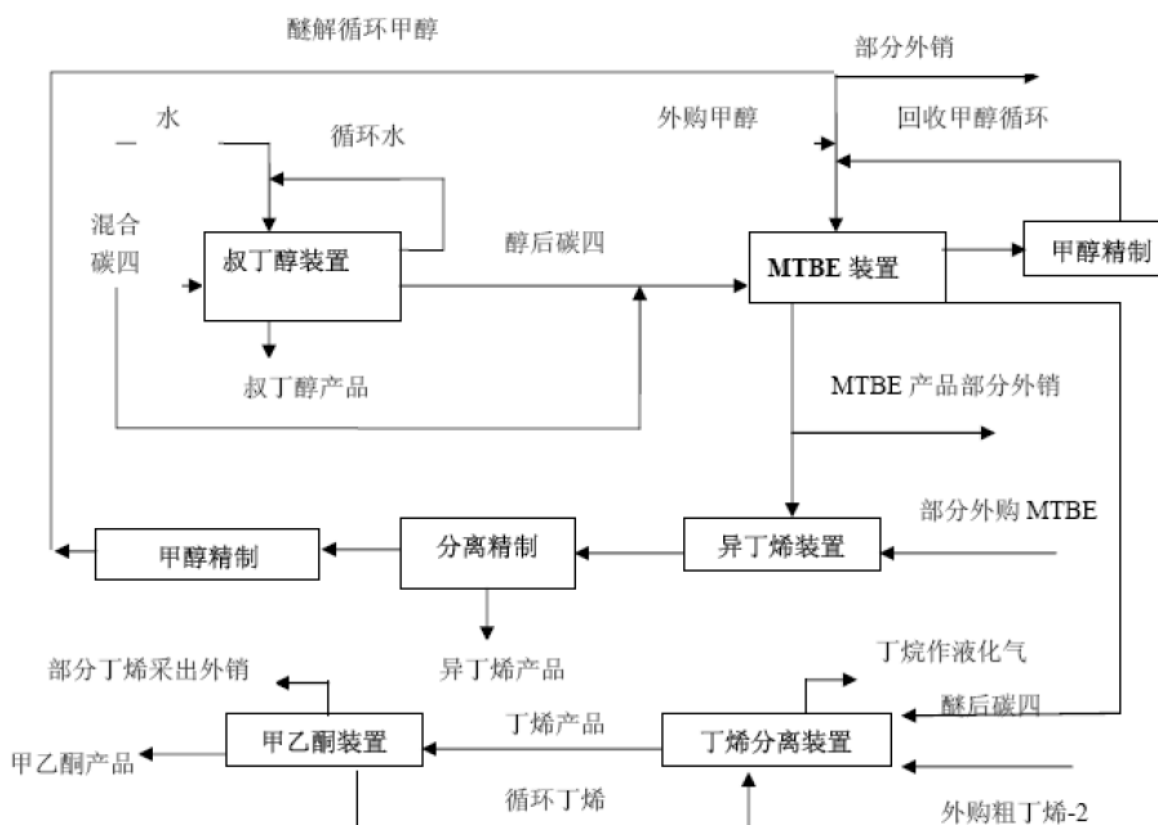
按可行性分析预测 2 个项目达产后税后年利润约 1.2 亿,增加 EPS0.46(预计 2012 年投产)。公司剩余超募资金约 6 亿,如果在未来 1 年陆续投资项目完成,那么我们预计公司 2012 年 EPS 如果在行业景气度高的情况下可能在 2 元以上,从 6-12 个月的投资周期看,有一定中长期投资价值。但公司这 2 个项目低于市场“高技术壁垒丁基橡胶”的预期,可能会影响短期股价。

建议关注剩余 6 亿超募资金的投资和公司后续成长,股价如果有所调整可以买入。

预测 10-12 年 EPS 分别为 1.4、1.53 和 2.01,维持推荐的评级。

弹性：静态计算（成本不变） 甲乙酮平均实现价格每上涨 100 元, EPS 增加约 0.05 元。

图 7：公司工艺流程



资料来源：招股说明书、中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券, 获得 2009 年证券市场周刊评选的最佳石化行业分析师水晶球奖第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、辽通化工、沈阳化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、黑猫股份、煤化工行业等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434