

齐翔腾达 (002408)
增持/维持评级

股价: RMB39.38

分析师

肖晖
SAC 执业证书编号:s1000208110160
(0755)8249 3656
xiaohui@lhq.com

联系人

邵沙隰
(021)5010 6019
shaosk@lhq.com

超越周期，迎接成长

- 12月30日齐翔腾达公告部分超募资金使用计划:拟使用超募资金5,194.33万元收购集团公司持有的翔达化工100%的股权;11,310.38万元收购集团公司下属齐翔惠达化工锅炉及罐区部分资产;3,220万元收购天津有山化工70%股权,使用不超过5,120万元向天津有山化工增加投资建设碳四综合利用工程改扩建项目;14,280万元(占51%)与哈尔滨博实公司共同出资设立合资公司建设年产5万吨稀土顺丁橡胶项目。
- 我们认为,此次的超募资金使用为公司未来发展插上了成长的翅膀,特别是未来5万吨稀土顺丁橡胶项目由于其产品的性能优异、技术含量高,具有新材料特性,且业绩贡献大,使得公司不再仅仅具有周期性(主要依赖甲乙酮等周期性化工产品),而是兼具了成长性的特征。因此,公司未来的成长和估值空间都将被打开。
- 公司未来围绕碳四产业链实现相关多元化发展的产品战略已然形成。公司未来3-5年的发展框架也已经比较清晰,第一轮的发展布局已经完成。其中以甲乙酮为核心的碳四精细加工产业链已经基本完成,这是公司发展的基础,也是业绩的基本保证。同时以稀土顺丁橡胶为核心的橡胶产业链雏形也已经基本形成,这是公司未来大力发展的核心。
- 我们预计未来公司5万吨稀土顺丁橡胶达产后,可贡献EPS0.61元/股。收购翔达后,以其2009年业绩计算有望贡献EPS0.03元/股。收购惠达部分资产和天津有山化工70%股权,将为公司未来一系列超募资金项目实施打下坚实基础。
- 目前公司主要产品价格甲乙酮的市场价格已经由最高的超过18000元/吨回落至现在的11000元/吨左右,基本复合我们此前的判断,因此我们维持对2010年公司1.71元/股的业绩预测。同时考虑公司超募资金使用将在今后两年增厚公司业绩,我们将公司2011-2012年的盈利预测,分别上调至2.02元/股和2.96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、超募资金项目实施风险、未来甲乙酮市场价格出现大幅度波动。

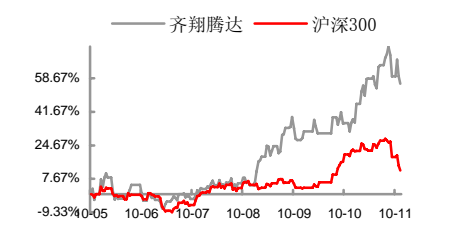
相关研究

- 公司研究-齐翔腾达(002408)100823:综合效益催生碳四行业龙头(增持)
- 公司研究-齐翔腾达(002408)101020:安全边际再提高,待超募项目成长(增持)
- 公司研究-齐翔腾达(002408)101118:超募项目启动,后续成长可期(增持)

基础数据

总股本(百万股)	260
流通A股(百万股)	260
流通B股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通A股市值(百万元)	10,221

最近52周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1297.5	2300.5	2840.9	4189.2
(+/-%)	16.3	77.3	23.5	47.5
归属母公司净利润(百万元)	173.5	443.6	525.3	767.7
(+/-%)	20.8	155.7	18.4	46.2
EPS(元)	0.67	1.71	2.02	2.96
P/E(倍)	67.2	23.0	19.4	13.3

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

超越周期，迎接成长

12月30日齐翔腾达公告部分超募资金使用计划：拟使用超募资金5,194.33万元收购集团公司持有的翔达化工100%的股权；拟使用超募资金11,310.38万元收购集团公司下属齐翔惠达化工锅炉及罐区部分的资产；拟使用超募资金3,220万元收购天津有山化工70%的股权，使用不超过5,120万元的超募资金向天津有山化工增加投资建设碳四综合利用工程改扩建项目；拟使用超募资金14,280万元（占51%）与哈尔滨博实公司共同出资设立合资公司建设年产5万吨稀土顺丁橡胶项目。

我们认为，此次的超募资金使用为公司未来发展插上了成长的翅膀，特别是未来5万吨稀土顺丁橡胶项目由于其产品的性能优异、技术含量高，具有新材料特性，且业绩贡献大，使得公司不再仅仅具有周期性（主要依赖乙酰酮等周期性化工产品），而是兼具了成长性的特征。因此，公司未来的成长和估值空间都将被打开。

目前公司主要产品价格乙酰酮的市场价格已经由最高的超过18000元/吨回落至现在的11000元/吨左右，基本复合我们此前的判断，因此我们维持对2010年公司1.71元/股的业绩预测。同时考虑公司超募资金使用将在今后两年增厚公司业绩，我们将公司2011-2012年的盈利预测，分别上调至2.02元/股和2.96元/股，继续给予公司“增持”评级。

表格 1：齐翔腾达盈利预测核心假设

名称	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
乙酰酮类产品						
乙酰酮类产品收入（百万元）	476.44	649.50	947.54	1546.12	1775.17	2061.49
乙酰酮类产品成本（百万元）	354.05	471.30	732.27	1054.38	1234.80	1433.96
乙酰酮类产品毛利率	25.69%	27.44%	22.72%	31.80%	30.44%	30.44%
乙酰酮收入（百万元）	268.20	422.61	658.74	1153.85	1324.79	1538.46
乙酰酮成本（百万元）	199.30	306.66	509.08	778.85	912.12	1059.23
销量（万吨）	3.34	5.05	12.17	13.50	15.50	18.00
价格（万元/吨）	0.80	0.84	0.54	0.85	0.85	0.85
单位成本（万元/吨）	0.60	0.61	0.42	0.58	0.59	0.59
乙酰酮副产品收入(百万元)	208.24	226.89	288.80	392.27	450.39	523.03
乙酰酮副产品成本（百万元）	154.74	164.63	223.19	275.54	322.69	374.73
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
混合丁烷						
收入(百万元)				350.00	450.00	600.00
成本(百万元)				315.00	405.00	540.00
毛利率				10.00%	10.00%	10.00%
销量(万吨)				6.50	8.35	11.15
丁二烯						
收入(百万元)					88.89	658.12
成本(百万元)					62.22	526.50
销量(万吨)					0.80	7.00
价格(万元/吨)					1.11	0.94
单位成本(万元/吨)					0.78	0.75
毛利率					30.00%	20.00%
稀土顺丁橡胶						
收入(百万元)						320.51
成本(百万元)						192.31
销量(万吨)						1.50
价格(万元/吨)						2.14
单位成本(万元/吨)						1.28
毛利率						40.00%
其它						
收入(百万元)	0.00	0.15	1.98		90.00	100.00
成本(百万元)	0.00	0.00	0.00		76.50	85.00
毛利率					15.00%	15.00%
营业收入(百万元)	901.35	1115.52	1297.48	2300.48	2840.89	4189.21
营业成本(百万元)	698.47	850.64	1001.44	1687.17	2128.06	3139.46
综合毛利率	22.51%	23.75%	22.82%	26.66%	25.09%	25.06%

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

相关多元化产品战略形成

通过募投项目，以及 11 月 18 日和此次超募资金项目公告，公司未来围绕碳四产业链实现相关多元化发展的产品战略已然形成。公司未来 3-5 年的发展框架也已经比较清晰，第一轮的发展布局已经完成。其中以乙酰酮为核心的碳四精细加工产业链（包括 MTBE、异丁烯、叔丁醇、混合丁烷）已经基本完成，这是公司发展的基础，也是业绩的基本保证。同时以稀土顺丁橡胶为核心的橡胶（包括丁二烯、羧基丁苯胶乳和未未来可能丁基橡胶）产业链雏形也已经基本形成，这是公司未来大力发展的核心。

一系列超募资金项目实施后，公司碳四精细加工产业链上的主要产品乙酰酮、MTBE、异丁烯、叔丁醇、混合丁烷的设计产能将分别达到 14 万吨、7.5 万吨（权益产能 5.4 万吨）、2 万吨、1.2 万吨和 8 万吨。

稀土顺丁橡胶项目将撑起未来成长

稀土顺丁橡胶是以稀土化合物为主催化剂获得的具有高顺式-1,4-结构含量的聚丁二烯，因稀土元素中的钆的化合物具有最高的催化活性而被广泛使用，故又称为钆系顺丁橡胶。稀土顺丁橡胶具有高度的立构规整性，在拉伸作用下表现出类似天然橡胶的诱导结晶性能，因而具有较高的生胶强度。稀土顺丁橡胶自黏性高，加工性能优异，在磨耗、生热、疲劳、老化以及滚动阻力等方面优于传统的钛、钴、镍系顺丁橡胶，符合高性能轮胎在高速、节能、安全、环保等方面发展的需要，是当今发展最快的顺丁橡胶品种。

随着高速公路的发展，高性能轮胎向子午化、扁平化、无内胎化以及“三化一体”、绿色轮胎的方向发展，要求橡胶原料不仅能够满足轮胎制造工艺的要求，而且能够满足高速、安全、节能和环保的要求。目前在所有的顺丁橡胶品种中，只有稀土顺丁橡胶能够满足此类要求。顺丁橡胶一般不单独使用，主要与天然橡胶、异戊橡胶或丁苯橡胶并用，应用于轮胎的胎侧、胎面等部位，以提高轮胎的使用性能。胎侧是轮胎产生屈挠以缓冲路面起伏不平的部位。低断面轮胎，即扁平化轮胎，是当今轮胎的主要类型，它要求在极窄的胎侧承受最大的应力，且具有最佳的抗割口增长性能。对于顺丁橡胶/天然橡胶 或顺丁橡胶/异戊橡胶（质量比）为 50/50 的胎侧胶料，与钛、锂、钴系顺丁橡胶相比，稀土顺丁橡胶几乎在所有应变下的割口增长速率都是最小的。在胎侧胶中增大稀土顺丁橡胶用量，可降低轮胎滚动阻力，大大改善轮胎的耐磨性能；因而使减小胎侧厚度成为可能。

从橡胶性能上讲，稀土顺丁橡胶比普通顺丁橡胶具备三大优势：1、抗湿滑能力强，轮胎安全性能高。2、滚动阻力小，轮胎省油。3、耐磨耗、抗疲劳、耐老化，轮胎寿命长。能在号称“魔三角”的湿滑性能、低滚动阻力和耐磨耗性能得到最佳的综合平衡，可节油 5%。未来欧洲将在 3~5 年的时间内，将轮胎所用普通顺丁橡胶将全部升级换代为稀土顺丁橡胶。

目前稀土顺丁橡胶的全球消费量在 40 万吨左右，只有美国、俄罗斯、德国等国家的少数 4、5 家企业能够实现工业化生产，所生产的稀土顺丁橡胶全部用于生产高性能轮胎。在欧洲市场，稀土顺丁橡胶要比普通顺丁橡胶价格高出 200-300 欧元/吨。

国内虽然较早就有对稀土顺丁橡胶的研究开发，但由于其对催化剂技术工艺的要求较高，因此一直未有大规模的产业化生产。此次公司与哈尔滨博实的合作，主要技术来自俄罗斯已经成熟产业化的稀土顺丁橡胶工艺技术。我们预计未来公司 5 万吨稀土顺丁橡胶顺利达产后可贡献每股收益 0.61 元。

羧基丁苯胶乳公司又一增长点

公司收购翔达：翔达的主要产品是各类专用羧基丁苯胶乳，包括造纸用羧基丁苯胶乳、地毯用羧基丁苯胶乳、沥青改性专用丁苯胶乳、水泥专用丁苯胶乳、丁腈胶乳、MBS 专用树脂胶乳等。目前各类产品的设计产能是 2 万吨，实际产能 1.5 万吨，净利润率在 10% 左右，以 2009 年翔达的业绩计算，收购完成后，有望贡献每股收益 0.03 元左右。未来公司还计划继续扩大丁苯胶乳产品的生产规模，使之成为未来的一个利润增长点。

其它收购为未来超募资金项目实施打下坚实基础

公司收购惠达部分资产：一方面可以满足公司不断扩大的生产规模，未来公司年产 4 万吨乙酰酮改扩建项目和年产 7 万吨丁二烯项目及后续项目的实施，公司需要更多的仓储设备来储存原料及半成品及产成品。另一方面，资产收购完成后，公司不再向惠达公司采购蒸汽及销售液化气，有利于减少本公司的关联交易（我们预计公司 2010 年与惠达的关联交易额接近 8000 万元）。

公司收购天津有山化工 70% 股权，并继续增资建设 6 万吨碳四丁烯提纯项目，这是公司抢占原材料资源的战略投资。未来随着公司年产 4 万吨乙酰酮改扩建项目和年产 7 万吨丁二烯项目及后续项目的实施，公司对碳四原材料资源的需求将大幅度增加，因此公司收购天津有山后，不仅可以对其原来获取的碳四资源进行综合利用，同时可以利用有山化工这个平台，在天津争取更多的上游碳四原材料资源。

风险提示

- 1、碳四原材料供应不稳定风险
- 2、超募资金项目实施风险
- 3、未来乙酰酮市场价格出现大幅度波动风险

盈利预测

资产负债表

单位:百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	347	2197	2548	3464
现金	174	1528	1715	2235
应收账款	18	230	284	419
其他应收款	3	2	3	4
预付账款	33	84	106	157
存货	88	169	213	314
其他流动资产	31	184	227	335
非流动资产	484	677	894	842
长期投资	0	0	0	0
固定资产	458	629	835	803
无形资产	18	18	18	18
其他非流动资产	8	29	40	21
资产总计	831	2874	3442	4306
流动负债	350	176	219	316
短期借款	248	0	0	0
应付账款	69	84	106	157
其他流动负债	33	92	112	159
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	350	176	219	316
少数股东权益	0	0	0	0
股本	195	260	260	260
资本公积	83	1801	1801	1801
留存收益	203	637	1162	1930
归属母公司股东权益	480	2698	3223	3991
负债和股东权益	831	2874	3442	4306

现金流量表

单位:百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	244	59	451	525
净利润	174	444	525	768
折旧摊销	67	57	83	101
财务费用	15	-19	-36	-44
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-8	-421	-121	-299
其他经营现金流	-3	-2	-0	0
投资活动现金流	-57	-250	-300	-50
资本支出	57	250	300	50
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	-179	1545	36	44
短期借款	-82	-248	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	65	0	0
资本公积增加	0	1718	0	0
其他筹资现金流	-97	9	36	44
现金净增加额	8	1354	187	520

利润表

单位:百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1297	2300	2841	4189
营业成本	1001	1687	2128	3139
营业税金及附加	8	15	18	27
营业费用	28	46	57	84
管理费用	17	23	28	42
财务费用	15	-19	-36	-44
资产减值损失	-3	7	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	231	541	641	937
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	229	541	641	936
所得税	56	97	115	169
净利润	174	444	525	768
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	174	444	525	768
EBITDA	313	580	688	993
EPS (元)	0.89	1.71	2.02	2.96

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	16.3%	77.3%	23.5%	47.5%
营业利润	20.0%	134.3%	18.4%	46.1%
归属于母公司净利润	20.8%	155.7%	18.4%	46.2%
获利能力				
毛利率(%)	22.8%	26.7%	25.1%	25.1%
净利率(%)	13.4%	19.3%	18.5%	18.3%
ROE(%)	36.1%	16.4%	16.3%	19.2%
ROIC(%)	33.6%	36.6%	32.9%	41.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	42.2%	6.1%	6.4%	7.3%
净负债比率(%)	15.4%	-56.6%	-53.2%	-56.0%
流动比率	0.99	12.47	11.65	10.98
速动比率	0.74	11.51	10.67	9.98
营运能力				
总资产周转率	1.55	1.24	0.90	1.08
应收账款周转率	33	18	11	12
应付账款周转率	11.36	22.03	22.31	23.84
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.67	1.71	2.02	2.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.23	1.74	2.02
每股净资产(最新摊薄)	1.85	10.39	12.42	15.37
估值比率				
P/E	58.79	22.99	19.42	13.29
P/B	21.23	3.78	3.17	2.56
EV/EBITDA	33	18	15	10

资料来源: 华泰联合证券研究所预测



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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn