

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

超募资金项目公告, 未来仍可关注

6-12个月目标价: 50.00元

当前股价: 41.15元

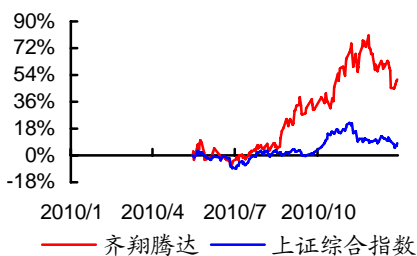
评级调整: 下调

基本资料

上证综合指数	2808.08
总股本(百万)	260
流通股本(百万)	65
流通市值(亿)	26
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	-12.24	15.61	63.57
上证综合指数	-0.43	5.74	17.08



相关报告

- 《齐翔腾达-上调 2010 年业绩预测, 超募项目很快会落实》2010-11-24
- 《齐翔腾达-超募资金新建 2 个项目, 关注剩余 6 亿资金》2010-11-18
- 《齐翔腾达-装置检修导致 甲乙酮价格上涨 15% 以上》2010-8-10

投资要点:

- 齐翔腾达公告超募资金 4 个项目: 第 1 是和哈尔滨博实公司合资 (51%) 建 5 万吨稀土顺丁橡胶, 稀土顺丁橡胶是以稀土化合物为主催化剂合成聚丁二烯, 抗湿滑性、耐磨性好, 滚动阻力小 (能省油 10%), 全球需求大概 40 万吨, 国内主要是米其林定点采购俄罗斯的产品, 主要用于高端的轿车胎, 国内没有工业化产能, 公司的技术是通过合资方哈尔滨博实从俄罗斯橡胶研究院获得的技术转让。项目建设期约 2 年。
- 但公司对稀土顺丁橡胶的盈利预测低于市场预期: 按公告数字, 预计 5 万吨年收入约 10 亿, 净利润 6968 万元, 相当于净利润率只有约 5%, 净利润率低于公司现在的主营业务 甲乙酮 (净利率在 15% 左右)。我们认为公司既然决定作新项目, 不大可能比原有业务的利润率更低, 而且项目是替代进口的有一定技术壁垒。我们预计公司的计算较为保守, 可能是对于未来工艺调试时间和开工率的假设较低, 实际盈利还要观察市场数据, 我们预计产品价格 3 万元/吨以上, 吨利润 3000 元。
- 第 2 个公告是收购惠达锅炉及罐区资产, 有利于减少关联交易和原料成本; 第 3 个是收购翔达化工 (丁苯胶乳), 第 4 个是收购天津有山化工 70% 股权 (3 万吨 MTBE 和 13.8 万吨醚后剩余碳四), 我们认为拿到原料对公司较为重要, 未来有在天津扩大产能的可能。
- 甲乙酮价格现在跌到 10000 元/吨左右市场主流贸易商认为已经基本到底, 吨毛利在 2500 元/吨左右, 公司最近出口增加的比较多, 预计 1 月出口的量约 7000 吨, 所以销量问题不大, 总体来说公司未来业绩的安全边际还是有的, 但利润率不如今年下半年高。
- 投资建议: 预测 10-12 年 EPS 分别为 1.62、1.49 和 2.31, 给与推荐的评级。关注公司稀土顺丁橡胶的实际盈利情况超预期的可能, 以及未来在产业链延伸上的新规划。

风险提示: 新增产能超预期、稀土顺丁橡胶项目技术扩散。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1297	1797	1979	3279
同比(%)	16%	38%	10%	66%
归属母公司净利润(百万元)	174	420	388	600
同比(%)	21%	142%	-8%	55%
毛利率(%)	22.8%	32.0%	27.0%	25.5%
ROE(%)	36.1%	15.6%	12.6%	16.3%
每股收益(元)	0.89	1.62	1.49	2.31
P/E	45.27	24.95	27.02	17.47
P/B	16.35	3.90	3.41	2.85
EV/EBITDA	34	19	20	13

资料来源: 中投证券研究所

一、重点再分析一下稀土顺丁橡胶

稀土顺丁橡胶是稀土(钕)催化剂催化丁二烯聚合的顺-1,4 链节含量高于 97%的聚丁二烯橡胶,具有链结构规整度高、自粘性好等特点。其加工和物理机械性能好,应用于轮胎,在耐磨耗、抗疲劳、生热、耐老化和滚动阻力等性能方面明显优于锂、钛、钴和镍系等传统顺丁橡胶。

主要的工业化的企业有德国 Bayer,意大利的 Enichem 等。国内只有中国石油锦州石化拥有稀土顺丁橡胶技术。燕山石化生产的顺丁橡胶为镍系顺丁。相对镍系顺丁橡胶,稀土顺丁的性能更好。

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。可节油 5-15%。

全球需求估计约 40 万吨,主要是米其林定点采购俄罗斯的产品,主要用于高端的轿车胎,米其林轮胎的刹车性能比普通轮胎好,部分就是和其材料使用有关。国内没有工业化产能,公司的技术是通过合资方哈尔滨博实从俄罗斯橡胶研究院获得的技术转让。项目建设期约 2 年。

但公司对稀土顺丁橡胶的盈利预测低于市场预期:按公告数字,预计 5 万吨年收入约 10 亿,净利润 6968 万元,相当于净利润率只有约 5%,净利润率低于公司现在的主营业务乙酰酮(净利率在 15%左右)。我们认为公司既然决定作新项目,不大可能比原有业务的利润率和 ROE 更低,我们预计公司的计算较为保守,现在顺丁橡胶的价格约 3 万元,公司对产品价格的预测只有 2 万元,可能是对于未来工艺调试时间和开工率的假设较低,实际盈利还要观察市场数据。

二、其它 3 个公告分析

第 2 个公告是收购惠达锅炉及罐区资产,有利于减少关联交易和原料成本。惠达公司锅炉装置年产蒸汽约为 53 万吨,其中约有 80%销售给公司使用。2009 年公司向惠达公司采购蒸汽 4,890.78 万元,占本部采购蒸汽总量的 87.43%,以此数据计算,对公司 11、12 年利润的影响应该在 1000 万左右。

第 3 个是收购翔达化工(丁苯胶乳),主要产品羧基丁苯胶乳是以丁二烯、苯乙烯加少量羧酸及其它助剂,通过乳液聚合生成的共聚物,其中造纸胶乳年产约 10000 吨,地毯胶乳年产约 1800 吨,MBS 专用树脂胶乳年产约 1200 吨,水泥胶乳年产约 800 吨,改性沥青专用胶乳年产约 600 吨,其他牌号的胶乳合计年产约 600 吨。年利润约 900 万。

第 4 个是收购天津有山化工 70% 股权（3 万吨 MTBE 和 13.8 万吨醚后剩余碳四），股权转让及增资完成后，有山化工拟投资 5,120 万元人民币建设碳四综合利用工程改扩建项目。年生产 6 万吨丁烯，相当于提供了生产甲乙酮的原料。我们认为拿到原料对公司较为重要，未来有在天津扩大产能的可能。不考虑扩建，6 万吨丁烯年盈利我们预计在 2000 万元以上。对应公司 70% 的股权应该在约 1000 多万元。

因此不考虑稀土顺丁橡胶，其它 3 个项目对公司 EPS 的影响在 0.1 左右。

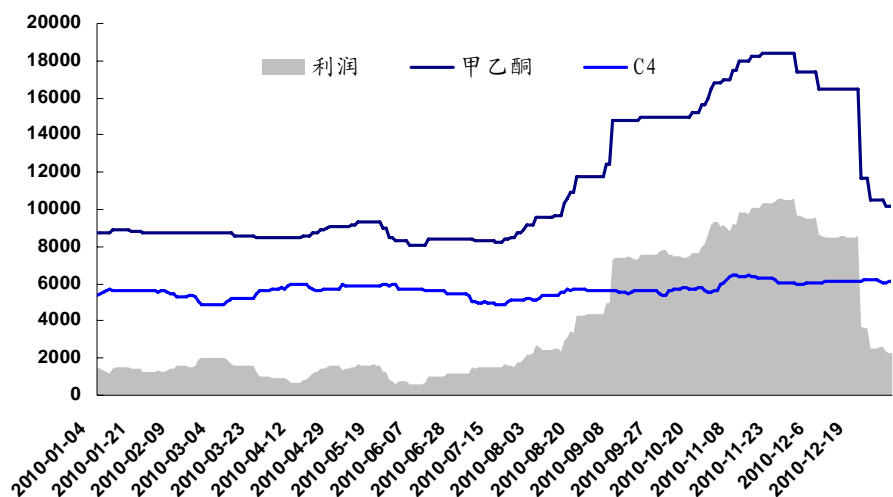
三、甲乙酮价格走势：最好的时间已经过去

对 2011 年我们做了调研，很多企业和贸易商认为 11000-12000 元/吨的均价是可能性比较大的，现在 10000 元/吨左右的价格基本到底。我们认为 2011 和 2012 年如果新增产能不多，价格保持在 10000 元/吨以上可能性大。

现在吨毛利在 2500 元/吨左右，明年 4 万吨扩建投产，公司近期出口增加，1 月预计有 7000 吨，所以未来销量问题不大。

图 1：甲乙酮产品价格和价差

单位：元/吨



资料来源：中投证券研究所

四、投资建议：推荐

预测 10-12 年 EPS 分别为 1.62、1.49 和 2.31，给与推荐的评级。甲乙酮价格下跌加上顺丁橡胶的公告低于预期，股价短期预计调整的概率大，但公司仍然值得重点关注：第 1、小行业小产品的价格超预期波动的可能性比较大，受扰动后比较敏感，第 2、稀土顺丁橡胶盈利有可能超预期，第 3、产业链延伸。

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。

为了更清楚，列出 3 个被收购公司的主要情况如下：

表 1：被收购公司翔达经营业绩

单位：万元

项目 \ 年度	2007 年度/ 2007. 12. 31	2008 年度 /2008. 12. 31	2009 年度 /2009. 12. 31	2010 年 1-10 月 /2010. 10. 31
总资产	2937.98	2645.71	2715.79	3250.45
总负债	1481.77	2074.28	1332.54	1217.43
净资产	1456.21	571.43	1383.25	2033.02
营业收入	7573.67	10389.90	6783.48	7943.93
利润总额	759.17	1090.11	1082.61	869.06
净利润	461.12	817.58	811.82	649.77

资料来源：中投证券研究所

表 2：惠达化工资产评估结果

单位：万元

项 目		账面价值	账面调整值	评估价值	增减值	增值率%
		A	B	C	D=C-B	E=D/B×100%
流动资产	1					
非流动资产	2	9,170.71	9,827.51	11,310.38	1,482.87	15.09
其中：可供出售金融资产	3					
持有至到期投资	4					
长期应收款	5					
长期股权投资	6					
投资性房地产	7					
固定资产	8	8,267.66	8,924.45	9,607.38	682.93	7.65
在建工程	9					
工程物资	10					
固定资产清理	11					
生产性生物资产	12					
油气资产	13					
无形资产	14	903.05	903.05	1,703.00	799.95	88.58
开发支出	15					
商誉	16					
长期待摊费用	17					
递延所得税资产	18					
其他非流动资产	19					
资产总计	20	9,170.71	9,827.51	11,310.38	1,482.87	15.09

资料来源：中投证券研究所

表 3: 被收购公司有山化工近年情况

单位: 万元

项目	年度 2007 年度 2007. 12. 31	2008 年度 2008. 12. 31	2009 年度 2009. 12. 31	2010 年 1 月-10 月 31 日
总资产	19,408,617.90	47,464,181.60	54,420,047.73	47,692,946.76
总负债	293,313.56	2,281,029.59	11,996,471.31	11,702,994.68
净资产	19,115,304.34	45,183,152.01	42,423,576.42	35,989,952.08
营业收入	5,852,879.93	4,437,419.49	1,906,692.18	142,071,360.69
利润总额	4,26,327.95	2,763,307.20	-2,759,575.59	-6,433,624.34
净利润	4,26,327.95	2,763,307.20	-2,759,575.59	-6,433,624.34

资料来源: 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 ±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、清华大学工商管理硕士, 4 年化工行业实业工作经历。2008 年加入中投证券, 2010 年获得新财富最佳分析师石化行业第 4 名, 2009、2010 年证券市场周刊最佳分析师水晶球奖第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、中海油服、海默科技、辽通化工、沈阳化工、广汇股份、荣盛石化、三聚环保、宝莫股份、宝利沥青等。

免责条款

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

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

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

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