

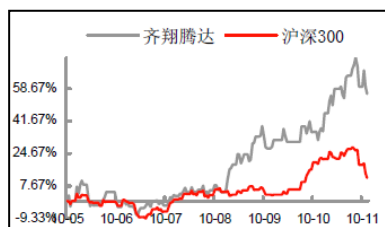
投资评级

谨慎推荐

市场数据

股价(元)	40.63
总股本(万股)	26000
流通股(万股)	6500
总市值(亿元)	105.6
流通市值(亿元)	26.4
6个月最高/最低价	48.7/24.3
行业	化工

股价走势图



研发部

邵明慧¹

SAC 执业证书编号: S1340510120001

联系电话: 010-68858131

Email: haolifang@cnpsec.com

专注 C4 领域 布局稀土顺丁橡胶

——齐翔腾达 (002408) 公司调研简报及重大项目点评

摘要:

- **公司是国内规模最大的甲乙酮生产企业, 10 年盈利良好:** 公司专注于对原料碳四进行深加工领域, 公司产品有甲乙酮、MTBE、异丁烯及叔丁醇等, 其中甲乙酮是公司最主要的产品, 09 年甲乙酮收入占到公司总收入的 73%。公司目前甲乙酮产能 10 万吨, 产能利用率在 120%, 扩产 4 万吨/年后产能将达到 14 万吨/年, 产量有望达到 17 万吨/年。2010 年甲乙酮价格上涨势头迅猛, 10 月达到 18000 元/吨的高价位, 公司单月盈利过亿。
- **11 年甲乙酮价格趋于回落, 产品盈利回归正常水平:** 供需变化造就了 10 年甲乙酮价格的大幅上涨: 第一, 供应减少: 日本检修及国内出口增加; 第二, 国内需求增加, 尤其甲乙酮对三苯有毒溶剂的替代增加; 第三, 供需变化后中间商的炒作抬价助长了价格的进一步提升。我们认为, 11 年甲乙酮价格难以维持此高价, 均价将在 10000-11000 元/吨之间, 产品仍能获得正常的一个盈利水平。
- **稀土顺丁橡胶项目增加了公司的成长性:** 公司使用超募资金 1.4 亿元与哈尔滨博实合资(公司 51%股权)建设 5 万吨/年稀土顺丁橡胶项目。稀土顺丁橡胶具备抗湿滑性、耐磨性好, 滚动阻力小三大优势。全球需求大概 40 万吨, 目前国内没有工业化产能。该项目 2 年建设期, 具有良好前景, 可在 2013 年及以后贡献净利润 6968 万元/年。
- **收购翔达, 增加 2 万吨/年丁苯乳胶:** 使用超募资金 5194 万元收购母公司旗下翔达公司 100% 的股权, 公司新增 2 万吨/年丁苯乳胶, 且产能仍有扩大计划, 丁苯乳胶将成为公司一个新的利润增长点。
- **公司收购有山化工与惠达意在为 C4 业务后续扩展铺垫:** 公司使用 3220 万元超募资金收购天津有山化工 70% 的股权, 并使用不超过 5120 万元的超募资金向有山化工增资建设碳四综合利用工程改扩建项目, 2012 年开始 6 万吨/年的丁烯将贡献净利润 1162 万元/年。公司使用超募资金 1.1 亿元收购母公司旗下惠达公司锅炉及罐区部分的资产, 有利于保障公司日常生产中蒸汽的稳定, 同时可以减少关联交易。
- 公司使用超募资金投资实施上述项目后, 剩余超募资金仍有 2.05 亿。
- **盈利预测及投资评级:** 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 1.61、1.93 及 2.52 元, 对应 PE 分别为 25、21 及 16 倍, 给予公司“谨慎推荐”评级。
- **风险提示:** 新增产能大幅增加导致甲乙酮价格大幅下跌、新项目不能顺利实施的风险。

¹ 报告贡献人: 郝力芳

图表 1: 公司盈利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1297	2328	2878	3982
增长率 (%)		79.5%	23.6%	38.4%
毛利率	22.8%	25.2%	23.8%	22.7%
减: 营业成本	1001.0	1742.2	2192.9	3078.3
营业税金及附加	8.0	14.0	17.3	23.9
营业费用	28.0	46.6	57.6	79.6
管理费用	17.0	23.3	28.8	39.8
财务费用	15.0	-16.0	-36.0	-44.0
资产减值损失	-3.5	7.0	5.0	5.0
加: 投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	231	510.7	612.4	799.1
加: 其他非经营损益	-1.8	-1.0	-1.0	-1.0
利润总额	229.0	509.7	611.4	798.1
减: 所得税	56.0	91.8	110.1	143.7
净利润	174.0	418.0	501.4	654.4
减: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司股东净利润	174.0	418.0	501.4	654.4
全面摊薄 EPS	0.89	1.61	1.93	2.52
PE	45.7	25.3	21.1	16.1

资料来源: 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。