

业绩超预期， 甲乙酮需求旺盛价格坚挺

2011年2月23日

强烈推荐/维持

齐翔腾达

事件点评

——齐翔腾达（002408）

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号：S1480209110083
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66507316
范劲松	联系人	
	fanjs@dxzq.net.cn	010-66507339

事件：

公司公告 2010 年全年实现营业收入 23.60 亿元，同比增长 81.86%；净利润 4.19 亿元，同比增长 141.22%；每股收益 1.80 元，同比增长 102.25%，超过我们此前预计的 1.50 元。

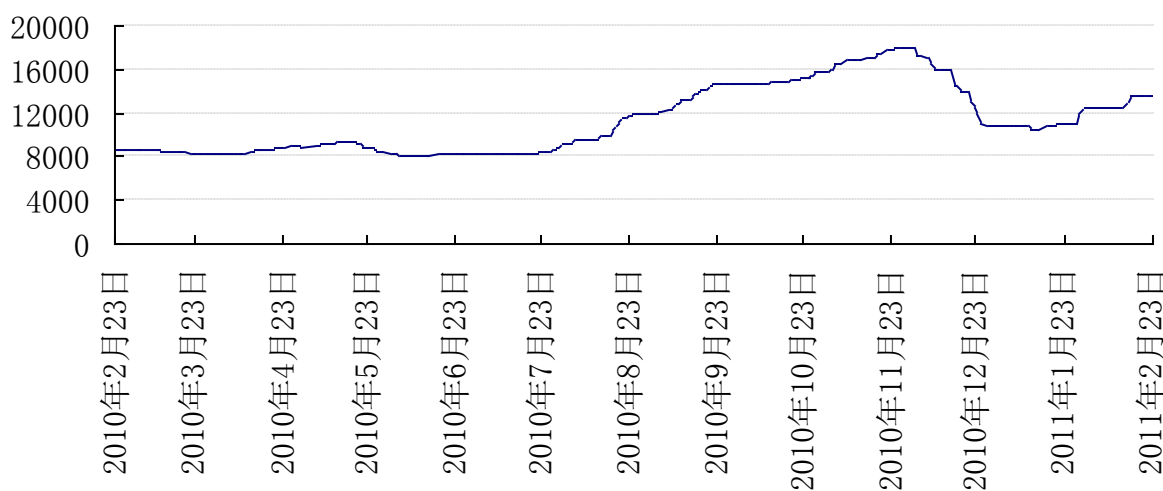
观点：

1. 甲乙酮价格大涨带来业绩大增，回落幅度低于预期致业绩超预期

由于国际国内产能相继检修，加上下游需求旺盛，长三角地区甲乙酮价格从 2010 年 7 月开始一路上涨，从 8060 元/吨最高涨至 18000 元/吨，最高涨幅达 123%，而与此同时生产甲乙酮的原材料碳四价格涨幅较小，公司主要产品甲乙酮盈利因此大增。

我们原来预计甲乙酮价格会从 11 月底 12 月初开始回落，先回落至 10000 元/吨附近然后在 10000-11000 元/吨的价格区间运行，但实际甲乙酮由于需求旺盛，价格最低只回落到 10900 元/吨，因此公司业绩高于预期。

图 1：2010 年甲乙酮价格走势（长三角 元/吨）



资料来源：化工在线，东兴证券研究所

2. 高油价和供需基本面支撑 2011 年甲乙酮价格

甲乙酮产品在产业链上贴近石油，能迅速转移油价上涨带来的成本压力，石油价格高位运行将有力支撑甲乙酮价格。

甲乙酮行业最大的壁垒在于碳四原材料的供给，目前来看 2011 年暂无其他公司有新的甲乙酮产能投放，而下游涂料、胶粘剂和人造革合成革对甲乙酮的需求持续旺盛。甲乙酮价格自去年 4 季度高位回调至 10500 元/吨后迅速反弹至目前的 13600 元/吨，预计全年维持在 11000 元/吨上方，产品保持很强的盈利能力。

3. 超募资金项目中稀土顺丁橡胶是未来最大看点

公司发行时超募资金超 10 亿元，公司于 11 月和 12 月分别公告利用超募资金 29,315 万元投建年产 7 万吨丁二烯项目、年产 4 万吨甲乙酮改扩建项目和年产 5 万吨稀土顺丁橡胶项目。其中甲乙酮是公司原有产品，未来盈利能力预计较难超过 2010 年；丁二烯是稀土顺丁橡胶的原材料，因此主要看点在稀土顺丁橡胶。

国内天然橡胶和合成橡胶自给能力均严重不足，约 80% 依赖进口。由于东南亚新老胶树脱节，未来天然橡胶存在较大供给缺口，合成橡胶与天然橡胶有一定的替代效应，因此合成橡胶价格未来会随天胶维持高位。

稀土顺丁橡胶抗湿滑能力强、滚动阻力小、耐磨耗、抗疲劳、耐老化，全部用于生产高性能轮胎，未来填补国内空白。公司公告预计达产后实现年营业收入 101,441 万元，净利润 6,968 万元；我们认为公司测算过度保守，该项目未来净利润至少 3 个亿以上。公司与哈尔滨博实合资，占合资公司 51% 的股权，未来拥有 1.5 亿的权益净利润，增厚 2013 年业绩 0.58 元。

结论：

预计 10-12 年 EPS 分别为 1.50、1.82 和 2.26 元，目前股价对应 PE 估值分别为 27、22 和 18 倍。公司顺丁橡胶项目建设期为两年，需要 2013 年才能贡献利润，但该项目未来填补国内空白，预期盈利较强，并且公司仍剩余超募资金 2.05 亿元，有利于提升公司估值至 30 倍 PE，目标价 54.6 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

稀土顺丁橡胶项目未来填补国内空白，技术壁垒较高，未来是否顺利达产具有一定的不确定性

分析师简介

杨若木

工学硕士，基础化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

范劲松

清华大学材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师。2010年加盟东兴证券研究所，有一年基础化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。