

齐翔腾达 (002408)

买入/调高评级

股价: RMB46.55

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000510120037

(0755)8249 3656

xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

联系人

邵沙铎

(021)5010 6019

shaosk@mail.htlhsc.com.cn

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)

公司研究-齐翔腾达 (002408) 101230:

超越周期, 迎接成长 (增持)

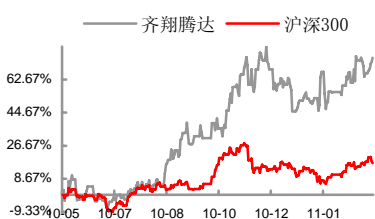
公司研究-齐翔腾达 (002408) 110120:

业绩华丽, 明天更好 (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)	12,083

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

甲乙酮价格或超市场预期

- 3月11日日本发生里氏9级强烈地震, 并引起海啸, 导致日本九善石化、东燃化学和出光公司三家全球重要甲乙酮生产企业全面停产。
- 此次停产的三家企业, 其甲乙酮产能分别为17万吨、9.5万吨和4万吨, 合计占全球总产能的18.4%。其中日本九善石化是目前全球最大的甲乙酮生产企业。
- 我们认为, 此次日本地震的破坏力较大, 且未来的次生灾害可能超出我们的想象, 因此这些主要甲乙酮企业此次的停产时间可能较长。同时由于其甲乙酮生产规模较大在市场上占有重要地位, 短期内会使东北亚地区甚至全球甲乙酮市场供应紧张。
- 未来几年除公司外, 甲乙酮市场几乎没有新增产能, 而需求稳定增长, 供需持续向好, 加之此次事件的影响, 我们判断: 2011和2012年甲乙酮价格将超出市场10000元-11000元/吨的预期, 维持在12000元/吨以上, 而甲乙酮的价格每上涨1000元/吨, 则公司2011年EPS将提高0.43元左右。
- 未来随着2012年公司稀土顺丁橡胶等超募资金项目的建成投产, 公司特种橡胶产业链的雏形将初步形成, 对公司的业绩和估值的提升都有极大的作用, 将是公司未来增长的主要推动力。
- 我们中性谨慎假设: 甲乙酮产品带来的公司业绩增长在2010年结束, 即2011和2012年甲乙酮年均价格10380元/吨左右, 则公司2011和2012年的EPS分别为2.02元/股和2.96/股。我们中性乐观假设: 甲乙酮产品带来的公司业绩增长将持续到2011年, 即2011和2012年甲乙酮年均价格12000元/吨左右, 则公司2011和2012年的EPS分别为2.76元/股和3.83/股。
- 我们认为, 公司2011和2012年业绩应该更复合我们中性乐观的假设, 因此我们将公司的评级由“增持”上调为“买入”。
- 风险提示: 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。

经营预测与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1297.5	2359.8	3124.9	4508.7
(+/-%)	16.3	81.9	32.4	44.3
归属母公司净利润(百万元)	173.5	418.7	715.4	994.0
(+/-%)	20.8	141.3	70.9	38.9
EPS(元)	0.67	1.61	2.76	3.83
P/E(倍)	69.6	28.9	16.9	12.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

日本甲乙酮工厂全面停产

3月11日日本发生里氏9级强烈地震，并引起海啸，导致日本丸善石化、东燃化学和出光公司三家全球重要甲乙酮生产企业全面停产。

此次停产的三家企业，其甲乙酮产能分别为17万吨、9.5万吨和4万吨，合计占全球总产能的18.4%。其中日本丸善石化是目前全球最大的甲乙酮生产企业。

我们认为，此次日本地震的破坏力较大，且未来的次生灾害可能超出我们的想象，因此这些主要甲乙酮企业此次的停产时间可能较长。同时由于其甲乙酮生产规模较大在市场上占有重要地位，短期内会使东北亚地区甚至全球甲乙酮市场供应紧张，2010年丸善石化的停产检修就曾是导致国内甲乙酮市场价格出现大幅度上涨的主要原因之一。

表格 1：全球（除中国）主要甲乙酮生产企业，其中标阴影的是此次停产的日本企业

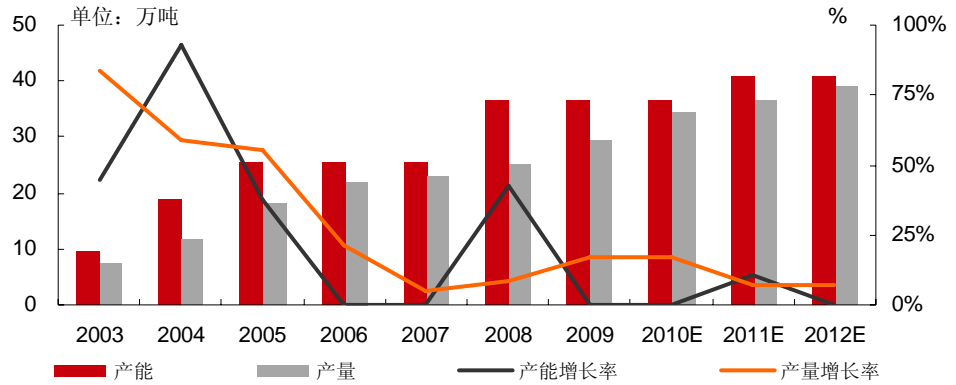
序号	生产厂家	产能（万吨）	国家或地区
1	丸善石油化工公司	17.0	日本
2	美国塞拉尼斯化工公司	13.6	美国
3	美国埃克森美孚化学公司	13.5	美国
4	英国埃克森美孚化学公司	13.5	英国
5	日本东燃化学	9.5	日本
6	荷兰壳牌化学公司	7.0	荷兰
7	德国萨索尔溶剂公司	7.0	德国
8	德国罗地亚	6.5	德国
9	台湾石化合成公司(6万吨/年)；李长荣化学公司(3万吨/年)	9	中国台湾
10	南非 Sasol 化学公司	5.5	南非
11	日本出光 Idemitsu	4.0	日本
12	韩国 Yukong	5	韩国
13	美国壳牌	4	美国
14	法国埃尔夫-阿托化学公司	5	法国
15	西 Oxiteno 公司	4	—
16	罗马尼亚 Petro Brazi	3	罗马尼亚
17	泰国 Bangkok 合成化学	2	泰国
合计		129.1	—

资料来源：易贸资讯，华泰联合证券研究所整理

甲乙酮价格或超市场预期

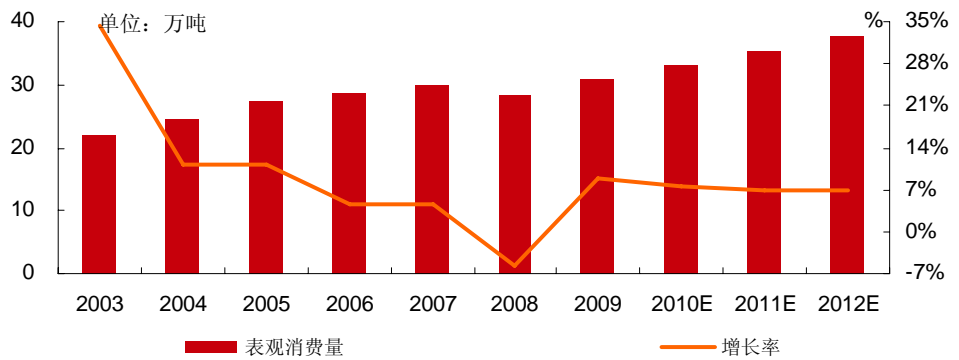
由于未来几年除公司外，全球市场均没有甲乙酮新增产能投放，而需求稳定增长，行业供需持续向好，加之此次事件的影响，我们判断，2011和2012年甲乙酮价格将超出市场10000元-11000元/吨的预期，维持在12000元/吨以上，而甲乙酮的价格每上涨1000元/吨，则齐翔腾达2011年的EPS将提高0.43元左右。

图 1: 甲乙酮市场供应增长缓慢



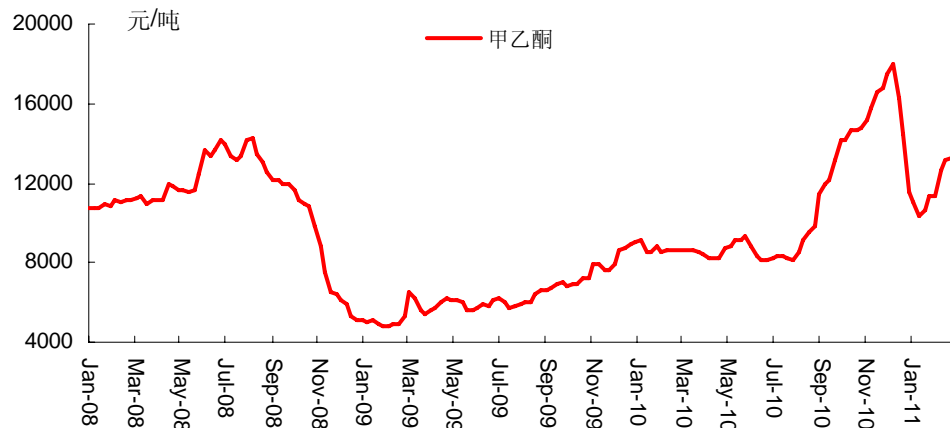
资料来源: 易贸资讯, 华泰联合研究所预测

图 2: 甲乙酮市场需求稳定增长



资料来源: 易贸资讯, 华泰联合研究所预测

图 3: 甲乙酮市场价格



资料来源: 易贸资讯

2012 年以后的增长来自特种橡胶产业链

未来随着 2012 年公司稀土顺丁橡胶等超募资金项目的建成投产，公司特种橡胶产业链的雏形将初步形成，对公司的业绩和估值的提升都有极大的作用，将是公司未来增长的主要推动力。

盈利预测与投资建议

我们中性谨慎假设： 1,4-丁二醇产品带来的公司业绩增长在 2010 年结束，即 2011 和 2012 年 1,4-丁二醇年均价格 10380 元/吨左右，则公司 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 2.02 元/股和 2.96/股。

我们中性乐观假设： 1,4-丁二醇产品带来的公司业绩增长将持续到 2011 年，即 2011 和 2012 年 1,4-丁二醇年均价格 12000 元/吨左右，则公司 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 2.76 元/股和 3.83/股。

我们认为，公司 2011 和 2012 年业绩应该更复合我们中性乐观的假设，因此我们将公司的评级由“增持”上调为“买入”。

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 1,4-丁二醇市场价格出现大幅度波动

盈利预测

资产负债表

单位:百万元

利润表

单位:百万元

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	347	2178	2722	3865	营业收入	1297	2360	3125	4509
现金	174	1487	1828	2568	营业成本	1001	1759	2193	3208
应收账款	18	236	312	451	营业税金及附加	8	15	20	29
其他应收款	3	2	3	5	营业费用	28	47	56	81
预付账款	33	88	110	160	管理费用	17	42	31	45
存货	88	176	219	321	财务费用	15	-19	-37	-49
其他流动资产	31	189	250	361	资产减值损失	-3	7	4	4
非流动资产	484	677	894	842	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	458	629	835	803	营业利润	231	507	857	1191
无形资产	18	18	18	18	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	8	29	40	21	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	831	2855	3616	4707	利润总额	229	507	857	1190
流动负债	350	182	228	325	所得税	56	88	141	196
短期借款	248	0	0	0	净利润	174	419	715	994
应付账款	69	88	110	160	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	33	94	118	165	归属母公司净利润	174	419	715	994
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	313	546	903	1243
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.89	1.61	2.76	3.83
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	350	182	228	325	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0		2009	2010E	2011E	2012E
股本	195	260	260	260	成长能力				
资本公积	83	1801	1801	1801	营业收入	16.3%	81.9%	32.4%	44.3%
留存收益	203	612	1328	2322	营业利润	20.0%	119.6%	69.0%	38.9%
归属母公司股东权益	480	2673	3388	4382	归属于母公司净利润	20.8%	141.3%	70.9%	38.9%
负债和股东权益	831	2855	3616	4707	获利能力				
					毛利率(%)	22.8%	25.5%	29.8%	28.9%
					净利率(%)	13.4%	17.7%	22.9%	22.0%
					ROE(%)	36.1%	15.7%	21.1%	22.7%
					ROIC(%)	33.6%	34.1%	43.9%	52.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	42.2%	6.4%	6.3%	6.9%
					净负债比率(%)	15.4%	-55.7%	-53.9%	-58.6%
					流动比率	0.99	11.94	11.94	11.88
					速动比率	0.74	10.98	10.98	10.89
					营运能力				
					总资产周转率	1.55	1.28	0.97	1.08
					应收账款周转率	33	18	11	12
					应付账款周转率	11.36	22.44	22.20	23.76
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.67	1.61	2.76	3.83
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.07	2.32	2.85
					每股净资产(最新摊薄)	1.85	10.30	13.05	16.88
					估值比率				
					P/E	69.63	28.86	16.89	12.16
					P/B	25.15	4.52	3.57	2.76
					EV/EBITDA	39	22	13	10

现金流量表

单位:百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	244	19	603	741
净利润	174	419	715	994
折旧摊销	67	57	83	101
财务费用	15	-19	-37	-49
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-8	-436	-158	-305
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	1544	37	49
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	37	49
现金净增加额	8	1313	340	740

数据来源: 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 2011 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