

齐翔腾达 (002408)

买入/维持评级

股价: RMB57.08

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000510120037

(0755)8249 3656

xiaohui@mail.htlhc.com.cn

联系人

邵少桢

(021)5010 6019

shaosk@mail.htlhc.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)

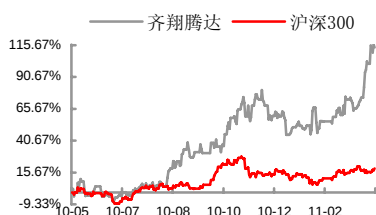
公司研究-齐翔腾达 (002408) 110314:

甲乙酮价格或超市场预期 (买入)

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)	14,452

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

甲乙酮市场面临再平衡

- 齐翔腾达公布 2010 年年报: 公司 2010 年实现营业收入 23.60 亿元, 同比增长 81.86%, 净利润为 4.20 亿元, 同比增长 142.05%。其中四季度营业收入为 8.27 亿元, 同比增长 81.68%, 净利润为 1.60 亿元, 同比增长 229.14%。2010 年每股收益为 1.62 元, 第四季度每股收益为 0.62 元, 业绩符合我们的预期。同时每 10 股转赠 8 股, 并派发现金红利 5 元。
- 公司 2010 年业绩大幅度提升的原因, 主要是由于 2010 年其主要产品甲乙酮价格的大幅度上涨和销量的增长, 我们预计公司 2010 年甲乙酮的年税前平均销售价格将由 2009 年的 6300 元/吨, 上涨至 10500 元/吨, 而成本上涨远低于销售价格的上漲, 毛利率由 2009 年的 22.82% 提高到 25.35% 左右。同时销量也由 2009 年的 12.17 万吨小幅提升到 13.52 万吨左右。
- 2010 年下半年甲乙酮价格大幅波动后, 市场出现了平衡, 其价格的底限和中枢都发生了上移, 价格底限在 10000 元/吨左右, 中枢在 12000 元/吨左右。而通过与 2010 年下半年的比较, 同时考虑市场供需持续向好的趋势, 我们认为, 经过市场价格短期快速上涨后, 在生产企业、经销商和下游客户的多方博弈下, 最终甲乙酮市场将再次趋于平衡, 市场价格将稳定在一个各方都能接受的范围内。我们预计, 此次价格的底限和中枢还将上移, 而价格底限在 12000 元/吨左右, 中枢在 14000 元/吨左右的概率较大。
- 公司拟增加投资 10,485 万元, 将原年产 7 万吨丁二烯项目变更为 10 万吨, 投资 34,272 万元, 建设 240 吨/小时热力工程项目, 投资 12,105 万元, 建设日处理污水 1.2 万吨污水处理工程, 投资 4,000 万元, 建设空分装置。
- 我们认为, 未来随着公司丁二烯、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, 将成为公司以后增长的主要推动力。
- 我们以未来甲乙酮价格底限 12000 元/吨为假设条件, 公司 2011 和 2012 年的每股收益将分别达到 2.73 元和 3.83 元, 继续给予公司“买入”评级。
- 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	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,297.5	2359.6	3173.1	4641.6
(+/-%)	16.3	81.9	34.5	46.3
归属母公司净利润(百万元)	173.5	420.0	709.0	995.2
(+/-%)	20.8	142.1	68.8	40.4
EPS(元)	0.67	1.62	2.73	3.83
P/E(倍)	83.3	34.4	20.4	14.5

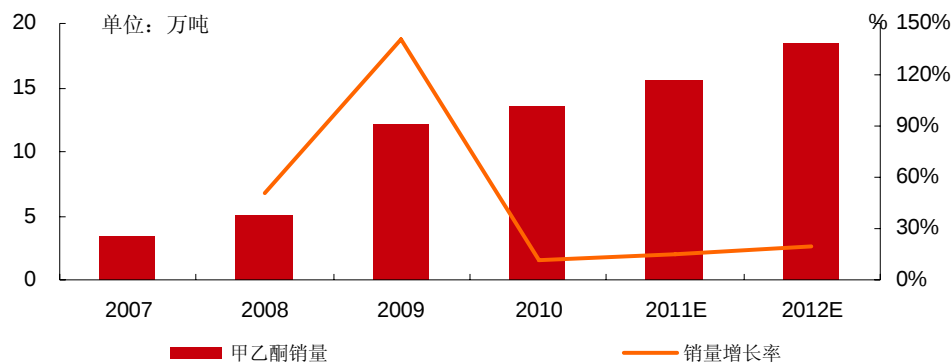
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

2010 年业绩大幅增长

齐翔腾达公布 2010 年年报: 公司 2010 年实现营业收入 23.60 亿元, 同比增长 81.86%, 净利润为 4.20 亿元, 同比增长 142.05%。其中四季度营业收入为 8.27 亿元, 同比增长 81.68%, 净利润为 1.60 亿元, 同比增长 229.14%。2010 年每股收益为 1.62 元, 第四季度每股收益为 0.62 元, 业绩符合我们的预期。

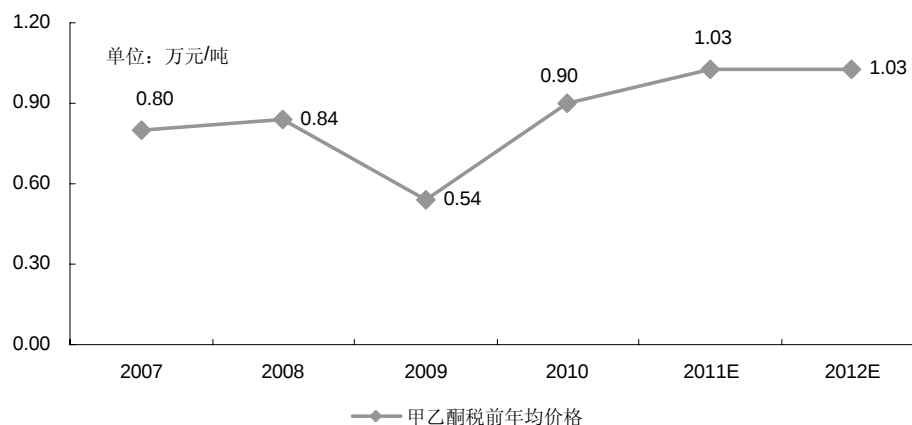
公司 2010 年业绩大幅度提升的原因, 主要是由于 2010 年其主要产品甲乙酮价格的大幅度上涨和销量的增长, 我们预计公司 2010 年甲乙酮的年税前平均价格将由 2009 年的 6300 元/吨上涨, 上涨 66.67% 左右, 至 10500 元/吨左右, 而成本的上涨远低于销售价格上涨的幅度, 毛利率水平也由 2009 年的 22.82% 提高到 25.35% 左右。同时销量也由 2009 年的 12.17 万吨小幅提升到 13.52 万吨左右。

图 1: 公司主要产品甲乙酮销量增长



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所预测

图 2: 公司主要产品甲乙酮的税前平均销售价格



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所预测

日本地震后甲乙酮市场面临再平衡

在 2010 年下半年甲乙酮价格大幅波动后，市场出现了平衡，但其价格的底限和中枢都发生了上移，价格底限在 10000 元/吨左右，中枢在 12000 元/吨左右。而通过与 2010 年下半年市场波动的比较，同时考虑到甲乙酮市场供需持续向好的趋势，我们认为，经过市场价格短期快速上涨后，在生产企业、经销商和下游客户的多方博弈下，最终甲乙酮市场将再次趋于平衡，市场价格将稳定在一个各方都能接受的范围内。我们预计，此次甲乙酮市场价格的底限和中枢还将上移，而价格底限在 12000 元/吨左右，中枢在 14000 元/吨左右的概率较大。

我们以未来甲乙酮价格底限 12000 元/吨为主要假设条件，公司 2011 和 2012 年的每股收益将分别达到 2.73 元和 3.83 元，继续给予公司“买入”评级。

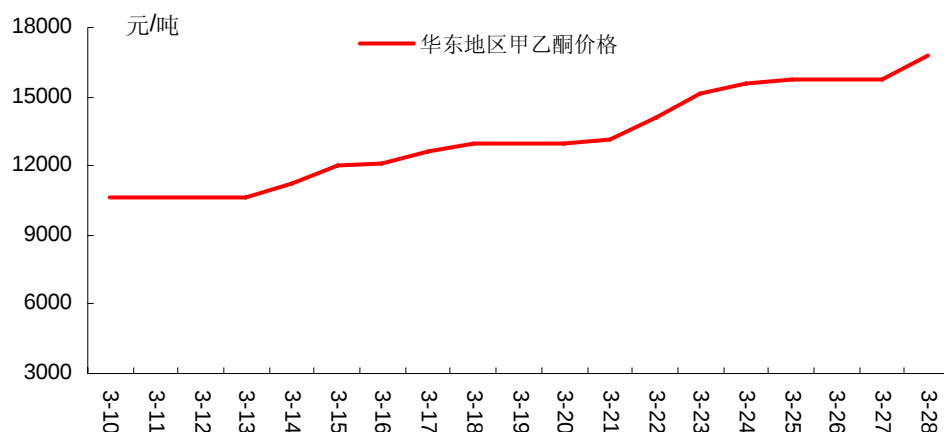
日本地震使甲乙酮市场平衡再次被打破

日本地震使得全球甲乙酮市场平衡再次被打破，短短几周内国际价格从震前的 1700 美元/吨左右，上涨 45%以上，到 2500 美元/吨左右，国内价格更是从 10500 元/吨左右，上涨 65%以上，到 17500 元/吨左右。我们判断，此轮市场价格创出新高的概率较大，对甲乙酮市场的影响超出市场的预期。

主要原因：一是日本地震比较突然，下游客户和经销商均没有准备（部分经销商在地震前还在清库存），普遍库存较低，这使得其对价格的敏感程度大大减低。而是生产企业由于对未来市场价格乐观，但又无法掌握波动幅度，因此普遍放缓出货。

另外此次市场价格上涨也有了新的特点：国际市场价格上涨幅度较大，且成交显著，说明国际市场的影响要大于国内，此次日本地震影响的产能占全球的 18.4%，但占全球贸易量的 30%，这部分贸易量急需补充，目前齐翔腾达的甲乙酮产品主要用于出口。

图 3： 公司主要产品甲乙酮价格



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所预测

此次日本地震与 2010 年下半年比较

我们认为，从生产企业停产情况来看，此次日本地震无论是影响的产能规模，还是影响的持续时间都大于 2010 年下半年，而恶劣天气和大连油库爆炸对物流的影响此次没有体现。经销商推波助澜和市场需求的影响，我们认为两者应该差异不大。

表格 1：此次日本地震与 2010 年下半年比较

影响	2010 年下半年	日本地震
产 能	停产检修影响产能 27.7 万吨，影响时间分散，	受影响产能 33 万吨，影响时间集中，各生产企
供给	各生产企业停产检修时间在 1-2 个月	业影响时间较长
物流	恶劣天气影响物流运输、大连中石油油库爆炸 影响东北产品外运	暂时无影响
经 销 商	经销商推波助澜	经过 2010 年下半年的市场实践，经销商对市场 价格的推动更加主动，方法更为熟练
市 场 需求	进入市场旺季	即将进入市场旺季

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 2：2010 年下半年与日本地震对甲乙酮供给影响的比较

2010 年下半年产能影响情况			日本地震影响产能情况		
影响公司	影响产能（万吨）	影响时间（月）	公司	影响产能（万吨）	影响时间
日本丸善石化	17	1	日本丸善石化	17	至少 6 个月
抚顺石化	5.5	2	日本东燃化学	9.5	3-6 个月
天利高新	4	1	日本出光公司	4	1-3 个月
黑龙江石化	1.2	1	抚顺石化	2.5	4 个月
合计	27.7		合计	33	

资料来源：华泰联合证券研究所

资料来源：华泰联合证券研究所

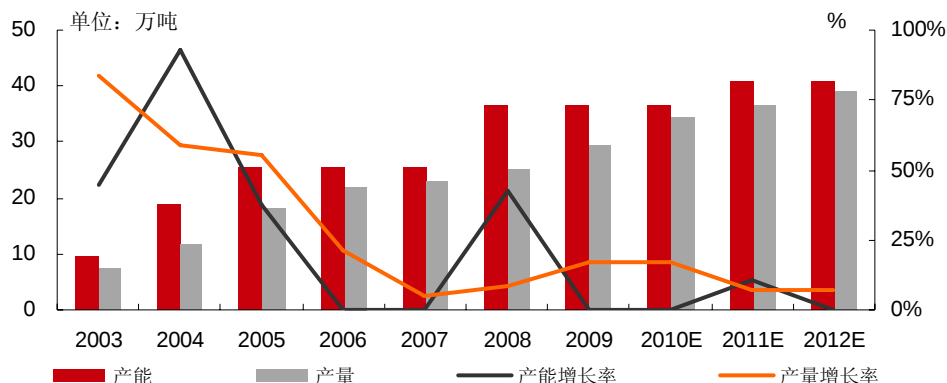
甲乙酮市场供需持续向好

我们认为，由于甲乙酮行业未来除齐翔腾达外无新增产能投放，而需求保持 5%-10% 的稳定增长，因此从长期来看，市场供需是持续向好的一个过程。

从供应来看，甲乙酮市场已经走过了 2004-2008 年的产能集中投放期，同时，受制于上游原材料资源，除齐翔腾达外并无扩产和新建计划，几乎没有新增产能投放。因此，甲乙酮的供给增长是受限的。

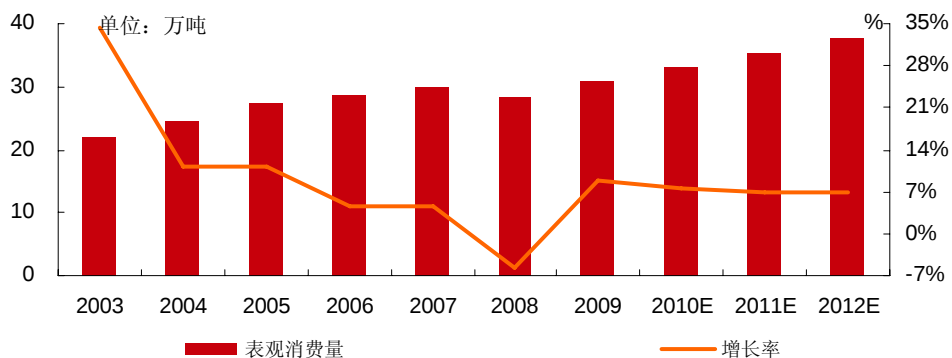
从需求来看，甲乙酮下游行业陆续走出金融危机阴影，重新进入增长轨道，同时，对“三苯”（纯苯、甲苯和二甲苯）、丙酮等传统有害有机溶剂产品的逐步替代，使得甲乙酮市场需求保持每年 5%-10% 的稳步增长，2010 年甲乙酮的表观消费量将有望达到 33.08 万吨，2012 年更将达到 37.87 万吨。

图 4: 甲乙酮市场供给受限



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所预测

图 5: 甲乙酮市场需求稳步增长



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所预测

2012 年以后的增长来自特种橡胶产业链

公司拟利用自有资金 10,485 万元增加投资, 将原年产 7 万吨丁二烯项目变更为 10 万吨, 同时投资 34,272 万元, 其中超募资金 21,707 万元, 建设 240 吨/小时热力工程项目, 利用自有资金 12,105 万元, 投资建设日处理污水 1.2 万吨的污水处理工程, 利用自有资金 4,000 万元, 投资建设空分装置以保障未来公司发展。

丁二烯是各种橡胶产品的基础原料, 公司 10 万吨丁二烯项目建成后, 其规模将与现在的主导产品甲乙酮相当。这意味着公司打造未来特种橡胶产业链的力度相当大, 我们判断, 其规模和业绩贡献将与现在以甲乙酮为核心的碳四精深加工产业链相当。

配套热力工程项目等公用工程的建设, 一方面为公司未来发展提供了有力的保障, 另一方面也将显著地降低公司的成本和费用, 如热力工程项目建成后, 将降低公司蒸汽成本 50 元/吨。空分装置建成后, 将主要为公司在建项目或后续项目的生产过程提供高纯度的氧气、氮气等。

我们认为，未来随着公司丁二烯、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，将成为公司以后增长的主要推动力。

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、未来甲乙酮市场价格出现大幅度波动

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2009	2010	2011E	2012E		2009	2010	2011E	2012E
流动资产	347	2362	1958	2342	营业收入	1297	2360	3173	4642
现金	174	2005	1369	1544	营业成本	1001	1761	2264	3331
应收账款	18	84	159	232	营业税金及附加	8	17	21	31
其他应收款	3	0	0	0	营业费用	28	38	51	74
预付账款	33	122	158	167	管理费用	17	41	32	46
存货	88	83	113	167	财务费用	15	-7	-51	-44
其他流动资产	31	68	159	232	资产减值损失	-3	4	4	4
非流动资产	484	454	1587	2257	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	431	1465	2087	营业利润	231	504	853	1198
无形资产	18	18	18	18	营业外收入	0	4	2	1
其他非流动资产	8	5	103	152	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	831	2816	3544	4599	利润总额	229	508	854	1199
流动负债	350	142	161	221	所得税	56	88	145	204
短期借款	248	0	0	0	净利润	174	420	709	995
应付账款	69	35	68	100	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	33	107	93	121	归属母公司净利润	174	420	709	995
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	313	529	870	1284
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.89	1.62	2.73	3.83
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	350	142	161	221	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0		2009	2010	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%	34.5%	46.3%
留存收益	203	614	1323	2318	营业利润	20.0%	118.3%	69.1%	40.5%
归属母公司股东权益	480	2674	3383	4378	归属于母公司净利润	20.8%	142.0%	68.8%	40.4%
负债和股东权益	831	2816	3544	4599	获利能力				
					毛利率(%)	22.8%	25.4%	28.7%	28.2%
					净利率(%)	13.4%	17.8%	22.3%	21.4%
					ROE(%)	36.1%	15.7%	21.0%	22.7%
					ROIC(%)	33.6%	61.7%	33.1%	33.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	42.2%	5.0%	4.5%	4.8%
					净负债比率(%)	15.4%	-75.0%	-40.5%	-35.3%
					流动比率	0.99	16.65	12.15	10.61
					速动比率	0.74	16.07	11.44	9.85
					营运能力				
					总资产周转率	1.55	1.29	1.00	1.14
					应收账款周转率	33	46	26	24
					应付账款周转率	11.36	34.00	44.09	39.69
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.67	1.62	2.73	3.83
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.16	1.97	3.59
					每股净资产(最新摊薄)	1.85	10.30	13.03	16.87
					估值比率				
					P/E	83.29	34.41	20.38	14.52
					P/B	30.08	5.40	4.27	3.30
					EV/EBITDA	46	27	17	11

数据来源: 华泰联合证券研究所



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