

评级：强烈推荐

化工原材料

公司点评报告

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：张伟保

电 话：0755-82485029

邮 件：zhangweibao@fcsc.cn

齐翔腾达（002408）**——10年业绩符合预期，11年业绩有望超预期****交易数据**

52周内股价区间(元)	24.33-58.95
总市值(百万元)	14,815.68
流通股(百万股)	65.00
流通股比率(%)	25.0%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益(百万元)	2,415.21
每股净资产	9.31
市净率	6.13
资产负债率	2.6%

相关报告

事件：齐翔腾达公布2010年年报，年报显示公司2010年实现的营业总收入、利润总额和归属于上市公司股东的净利润分别为23.6亿、5.04亿、4.20亿元，同比分别变动81.86%、118.28%、142.05%。按照增发摊薄前总股本计算，实现EPS1.81元，摊薄后为1.62元，同比增长203.37%。以公司2010年末的总股本25,956万股为基数，每10股派发现金红利5元（含税）。拟派发的现金红利总额为129,780,000元，同时每10股转赠8股。

点评

- **业绩同比大幅增长，符合预期。**公司全年实现摊薄前EPS1.81元，摊薄后1.62元，符合我们预测的1.61元，其中四季度贡献EPS0.65元。公司10年营业收入，利润总额以及净利润同比09年都有大幅增长，主要原因是公司主营产品甲乙酮等销售价格在10年下半年一路走高，并于年底创下历史新高，公司抓住机遇，利用自身的交通运输优势，发挥输港管线作用，最大限度利用船运降低销售成本，销售收入大幅增加的同时，又降低了成本和销售费用，盈利能力大大增强，实现了利润总额同比大幅增长。
- **充足的原料供应仍是公司的最大优势所在。**公司本部生产装置与齐鲁石化融为一体，子公司青岛思远紧邻青岛炼化，两家企业分别能提供20万吨/年和60万吨/年的碳四原料，合计可以保障30万吨甲乙酮产能。公司分别与这两家企业签订了永久性战略协议，并得到其母公司中石化的支持，10年公司继续保证业内唯一一家产能利用率超过100%的企业，其中青岛思远8万吨甲乙酮产能装置实现了9.87万吨的产量，产能利用率达到了123.7%，同比增加了10%。稳定充足的原料供应是公司除具有业内第一的规模优势之外的又一大竞争优势所在。
- **受益日本地震引发甲乙酮暴涨，让公司11年业绩飞一会，并有望超预期。**日本地震导致占全球18%的甲乙酮产能受到严重破坏，东南亚甲乙酮供给告急，中国顺势接管原日商客户，出口大幅增加，导致国内甲乙酮供不应求，国内甲乙酮价格再创历史新高。公司抓住历史机遇不断扩展国内市场的同时，加大国外市场拓展力度，最重要的是11年使公司甲乙酮集中释放的一年，预计今年甲乙酮产销可达17万吨，按照甲乙酮价格



11500 元/吨计算，公司 11 年业绩保守估算在 2.43 元，量价齐升，让公司 11 年业绩飞一会。而目前甲乙酮市场价格最高已达 18500 元/吨，而且今年甲乙酮价格有望保持在高位，年内平均价格有望达到 12500 元/吨，存在超预期的可能。

- **丁二烯将成为公司未来新的利润增长点。**2010 年 11 月份公司发布公告投资 7 万吨/年丁二烯项目，丁二烯既是公司的产品，又是一种重要的聚合物单体，能与多种化合物共聚制造各种合成橡胶和合成树脂，是合成丁苯橡胶和顺丁橡胶的重要原料。按照丁二烯完全作为商品销售的话，预计 12 年能为公司新增销售收入 90000 万元左右，贡献净利润 7000 万元左右，将成为公司新的利润来源。
- **稀土顺丁橡胶有望提升公司估值。**公司通过与哈尔滨博实公司合作，投资 5 万吨/年稀土顺丁橡胶生产。如果公司稀土顺丁橡胶进展顺利，13 年将为公司贡献利润 10000 万元左右，将成为公司新的利润来源，而且公司作为第一家工业化生产顺丁橡胶企业，其估值也将大大提升。
- **维持“强烈推荐”评级。**预计 2010-2012 年 EPS 分别为 2.43 元、和 2.81 元、3.45 元，按照最新股价 55.70 元，对应的 PE 分别为 23 倍、20 倍和 16 倍，由于日本地震导致丸善化学 17 万吨甲乙酮生产短期内无法恢复，东南亚地区的甲乙酮供给将维持供不应求状态，公司作为国内外甲乙酮第一大生产销售公司，长期利好，而且未来又有丁二烯和稀土顺丁橡胶提供持续增长动力，我们无论是短期或者是长期都看好公司的发展，维持“强烈推荐”评级。

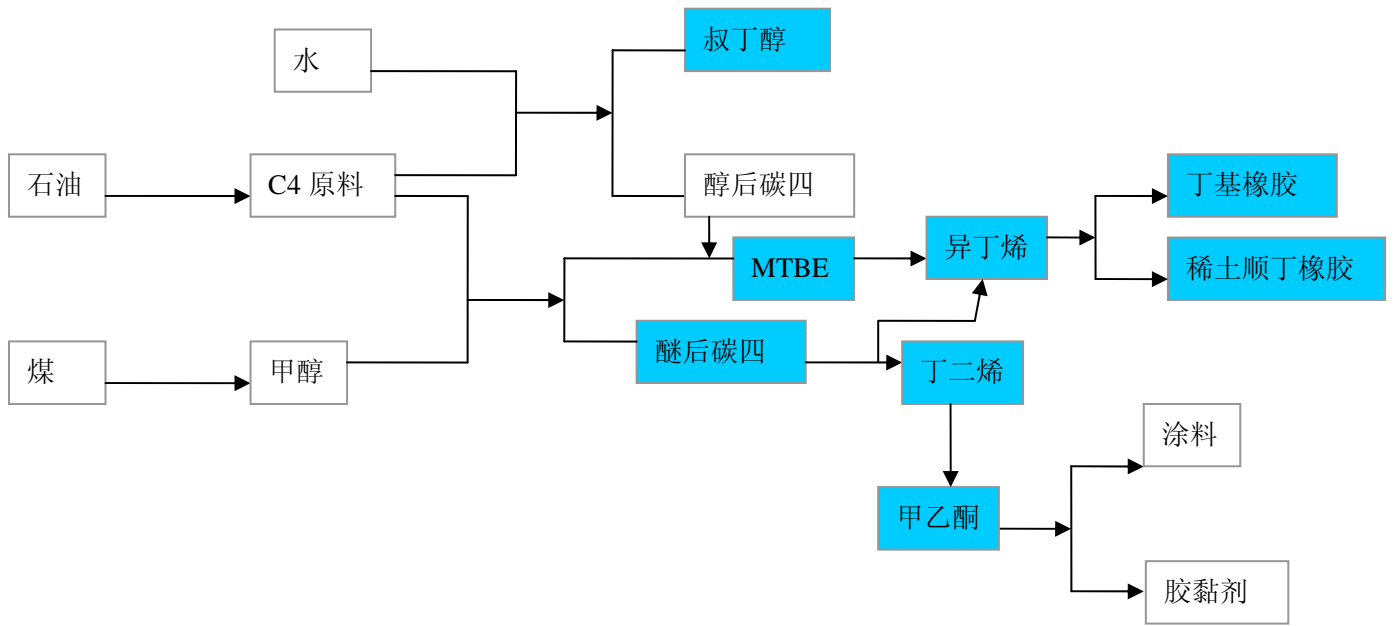
表 1: 公司的主要财务数据

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	129,748	235,958	315,712	362,437	442,174
同比 (%)	16.3%	81.9%	33.8%	14.8%	22.0%
营业毛利	29,604	59,823	85,474	98,125	119,712
同比 (%)	11.8%	102.1%	42.9%	14.8%	22.0%
归属母公司净利润	17,352	41,999	63,038	73,057	89,611
同比 (%)	20.8%	142.0%	50.1%	15.9%	22.7%
总股本 (万股)	25,956.0	25,956.0	25,956.0	25,956.0	25,956.0
每股收益 (元)	0.67	1.62	2.43	2.81	3.45
ROE	36.1%	16.3%	19.6%	18.5%	18.5%
P/E (倍)	83.3	34.4	22.9	19.8	16.1

数据来源: 第一创业研究所



图 1: 碳四深加工产业链示意图



数据来源: 第一创业证券研究所整理 注: 蓝色为公司现有产品

图 2: 公司主营业务收入构成

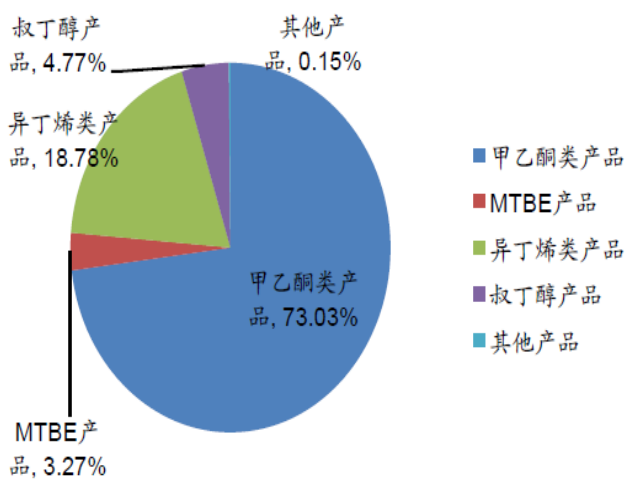
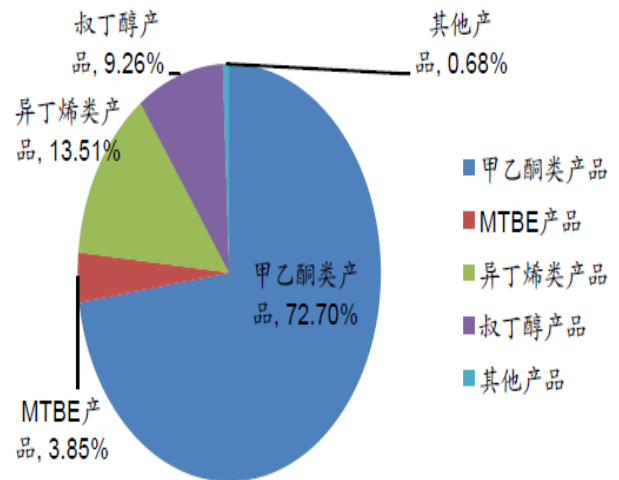
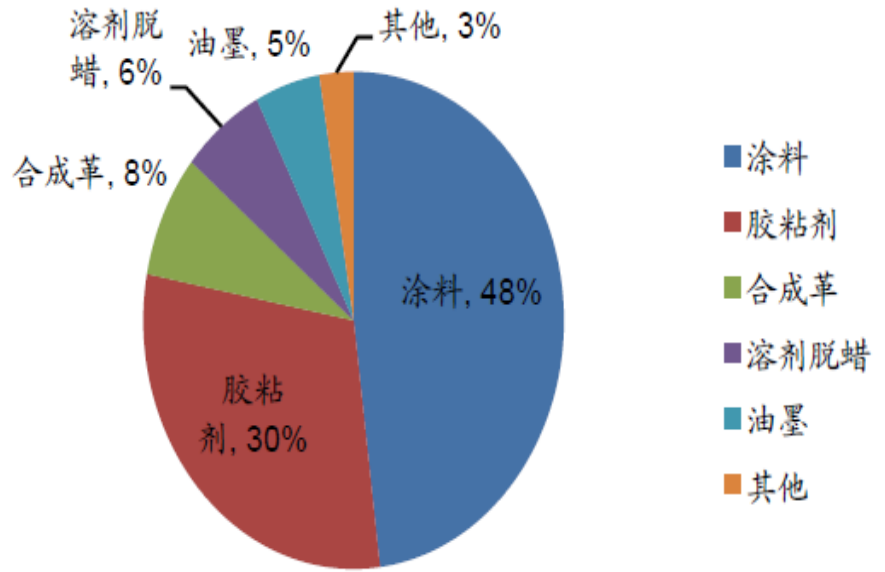


图 3: 公司的利润构成



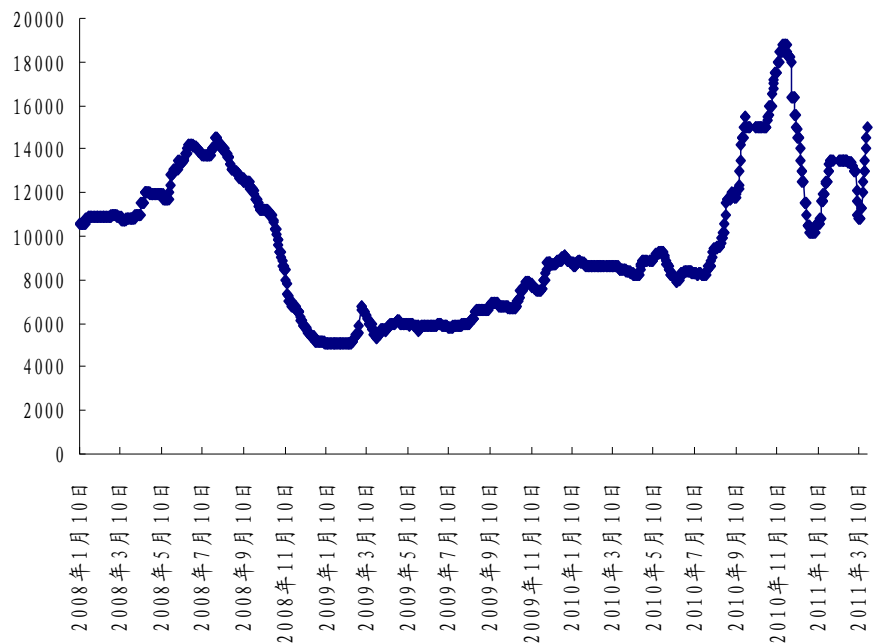
数据来源: wind、第一创业研究所

图 5: 2010 年我国甲乙酮消费结构



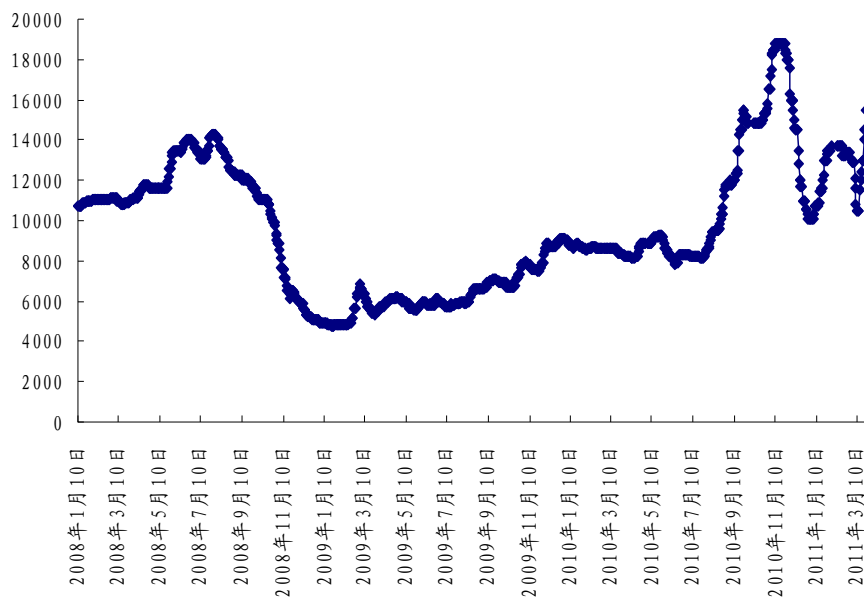
数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所整理

图 6：华北地区甲乙酮价格暴涨



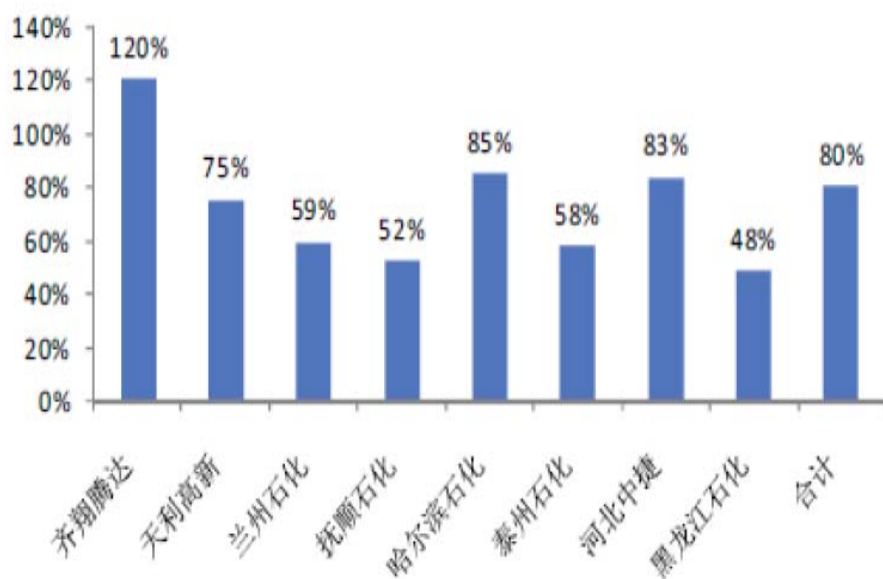
数据来源：隆众石化、第一创业研究所整理

图 7：华东地区甲乙酮价格暴涨



数据来源：隆众石化、第一创业研究所整理

图 8：公司是国内唯一开工率超过 100%的甲乙酮厂家



数据来源：招股说明书、第一创业研究所



齐翔腾达盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,251.8	2,951.9	3,742.4	4,713.3	一、营业收入	2,359.6	3,157.1	3,624.4	4,421.7
货币资金	1,882.9	2,141.2	2,793.3	3,552.2	减: 营业成本	1,761.4	2,302.4	2,643.1	3,224.6
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	17.1	26.6	30.5	37.2
应收款项	152.0	326.6	396.1	486.7	销售费用	38.5	37.1	42.6	52.0
预付款项	121.6	137.6	155.2	189.0	管理费用	41.3	47.5	51.0	56.6
存货	82.7	346.5	397.8	485.3	财务费用	-6.5	1.1	0.1	-0.9
其他流动资产	12.6	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	3.6	4.9	1.7	2.3
非流动资产	472.6	418.3	363.9	309.5	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	446.3	391.7	337.0	282.4	二、营业利润	504.4	737.6	855.4	1,050.0
在建工程	7.8	8.0	8.3	8.5	加: 营业外收入	3.9	4.0	4.1	4.3
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.4	0.0	0.0	0.0
无形及递延性资产	17.1	17.1	17.1	17.1	三、利润总额	507.9	741.6	859.5	1,054.2
其它非流动资产	1.4	1.4	1.4	1.4	减: 所得税费用	87.9	111.2	128.9	158.1
资产总计	2,724.4	3,370.2	4,106.3	5,022.8	四、净利润	420.0	630.4	730.6	896.1
流动负债	141.8	157.2	162.7	183.2	归属母公司净利润	420.0	630.4	730.6	896.1
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	34.8	60.3	70.7	86.3	五、总股本(百万股)	259.6	259.6	259.6	259.6
预收帐款	33.7	43.8	50.2	61.3	EPS(元)	1.62	2.43	2.81	3.45
其它流动负债	73.4	53.0	41.8	35.6					
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	81.9%	33.8%	14.8%	22.0%
负债合计	141.8	157.2	162.7	183.2	营业毛利	102.1%	42.9%	14.8%	22.0%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利	106.8%	48.3%	15.3%	22.7%
股本	259.6	259.6	259.6	259.6	母公司净利	142.0%	50.1%	15.9%	22.7%
资本公积与其它	1,850.6	1,850.6	1,850.6	1,850.6	获利能力				
留存收益	472.4	1,102.8	1,833.4	2,729.5	毛利率	25.4%	27.1%	27.1%	27.1%
股东权益合计	2,582.6	3,213.0	3,943.6	4,839.7	主业盈利/收入	21.2%	23.6%	23.6%	23.8%
负债和股东权益	2,724.4	3,370.2	4,106.3	5,022.8	ROS	17.8%	20.0%	20.2%	20.3%
					ROE	16.3%	19.6%	18.5%	18.5%
					ROIC	16.3%	19.6%	18.5%	18.5%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元					资产负债率	5.2%	4.7%	4.0%	3.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	利息保障倍数	n/a	n/a	n/a	n/a
经营活动现金流	340.1	247.1	652.4	758.3	速动比率	15.20	16.58	20.55	23.08
净利润	420.0	630.4	730.6	896.1	经营现金净额/当期债务	n/a	n/a	n/a	n/a
折旧摊销	64.1	59.5	56.3	56.9	营运能力				
财务费用	-6.5	1.1	0.1	-0.9	总资产周转率	0.87	0.94	0.88	0.88
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	应收款天数	23.19	37.24	39.34	39.63
营运资金变动	-137.6	-443.9	-134.6	-193.8	存货天数	16.91	54.18	54.19	54.18
其它变动	0.2	0.0	0.0	0.0	每股指标(元)				
投资活动现金流	-44.6	12.4	-0.3	-0.3	主业盈利/股本	1.93	2.86	3.30	4.05
资本支出	-46.7	-0.3	-0.3	-0.3	每股经营现金流	1.31	0.95	2.51	2.92
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	9.95	12.38	15.19	18.65
其它变动	2.1	12.6	0.0	0.0	估值比率				
筹资活动现金流	1,414.9	-1.1	-0.1	0.9	P/E	34.42	22.93	19.79	16.13
债务融资	-248.0	0.0	0.0	0.0	P/B	5.60	4.50	3.67	2.99
权益融资	1,788.7	0.0	0.0	0.0	P/S	6.13	4.58	3.99	3.27
其它变动	-125.8	-1.1	-0.1	0.9	EV/EBITDA	22.40	15.49	12.92	9.99
汇率变动影响	-1.5	0.0	0.0	0.0					
现金净增加额	1,708.9	258.3	652.1	759.0					

数据来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120