

# 一季度是年内利润低点, 内生外延将带动业绩逐季增长

## ——齐翔腾达（002408）事件点评

2015年03月31日

强烈推荐/维持

齐翔腾达

事件点评

### 事件:

1. 公司3月31日发布一季度业绩预告, 预计归属于上市公司股东的净利润为5426.58-7752.25万元, 同比下降30%-0%。

2. 公司3月25日发布公告, 拟以发行股份及支付现金的方式收购山东齐鲁科力化工研究院有限责任公司99%的股权, 标的作价8.76亿元。其中, 向标的公司49名自然人股东发行2630.7942万股, 发行价16.82元, 现金支付4.3365亿元, 此外, 将向不超过10名特定投资者非公开发行不超过1446.4993万股, 募集配套资金不超过2.19亿元, 用于支付交易现金对价, 发行价不低于15.14元。此外, 公司将投资3.12亿元建设8万立方/小时煤制气项目, 配套建设4.48万立方/小时的制氢, 预计建设期8个月, 满负荷情况下可实现销售收入56128.53万元, 利润总额7977.55万元。

### 主要观点:

#### 1. 产品价格降至近五年最低导致净利润下滑, 预计Q1是公司2015年业绩低点

国际原油价格一季度仍持续低迷, 导致公司主力产品甲乙酮价格降至近五年以来最低, 出厂均价仅有7184元/吨, 较去年同期下滑约25%, 顺酐、其它碳四产品价格也均受油价影响明显, 是公司一季度净利润下滑的主因。

我们判断一季度将是年内业绩低点。国际油价开始企稳, 叠加下游需求回暖补库存将使甲乙酮等价格逐步复苏, 此外4万吨甲乙酮新增产能将于二季度投产、45万吨低碳烷烃脱氢制烯烃及综合利用项目(包括35万吨MTBE、10万吨丙烯、5万吨叔丁醇, 20万吨异辛烷已于2014年8月投产)将于2015年三季度投产, 年内有望出现量价齐升的有利局势, 带动业绩逐季增长。

#### 2. 通过收购进入催化剂业务领域, 显著增厚业绩

齐鲁科力为原齐鲁分公司研究院挂靠企业, 主营石油炼制、石油化工、煤化工行业催化剂的研制、生产、销售, 产销量和产品市场占有率居于国内同行业前列, 下游客户主要为中石化、中石油、中海油、神华占集团、晋煤集团等大型国有能源集团下属的石油炼制、石

### 杨伟

010-66554034

yang\_wei@dxzq.net.cn

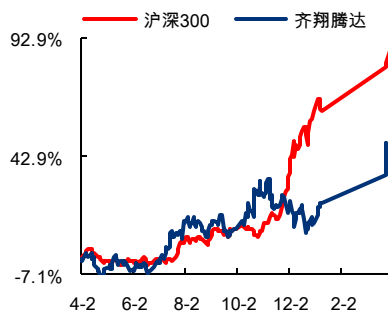
执业证书编号:

S1480512110002

### 交易数据

52周股价区间(元)	20.62-13.8
总市值(亿元)	115.61
流通市值(亿元)	113.13
总股本/流通A股(万股)	56068/54865
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.74

### 52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《齐翔腾达: 单季度同比环比均正增长, 增发取消避免短期摊薄》2012-10-31
- 2、《齐翔腾达: 安全边际高, 环比已现正增长》2012-08-15
- 3、《齐翔腾达调研快报: 甲乙酮涨价保证业绩, 丁二烯涨价提升预期》2012-02-13

油化工、煤化工企业和地方炼油企业。公司收购完成后，业务将由碳四深加工拓展为化工+催化剂，产生协同效应，也创造新的业绩增长点。齐鲁科力2014年净利润5791.63万元，相当于公司2014年净利润的19.37%。

表 1 齐鲁科力近两年财务指标（万元）

	收入	净利润	研发支出	研发占收入比
2013 年	28700.75	6231.46	863.87	3.01%
2014 年	25824.71	5791.63	776.64	3.01%

资料来源：东兴证券研究所

### 3. 收购方案对标的公司股东约束力强，承诺业绩有望超预期实现

齐鲁科力承诺2015-2017年扣非净利润分别不低于7500万、8700万、9850万元。现金对价支付节奏为：资产交割及2015-2017年承诺业绩兑现后，分别支付48.98%、10.2%、20.41%、20.41%；如承诺未完成，原股东优先以股份方式补偿，如超额完成，上市公司将超出部分的50%用作奖励，2017年以现金支付。人才是催化剂公司的核心优势，标的公司高管均是中石化和淄博市认定的高层次人才，其主持研发的项目曾多次获国家科学技术进步奖及山东省科学技术奖，49位原股东承诺至少在齐鲁科力任职至2020年12月31日。

催化剂使用寿命一般为2-5年，属于工业易耗品，需求刚性，科力近两年销售净利率高达22%，结合科力行业领先地位及持续增长预期，我们预计未来业绩超预期可能性极大。

#### 结论：

国际原油价格继续走低导致公司主力产品价格低迷，预计Q1业绩将是年内低点，内生外延将带动公司业绩逐季复苏，且甲乙酮等价格已至近五年最低点，对业绩的弹性极大。预计公司2015-2016年每股收益分别为0.78元、1.25元，对应PE27倍、17倍，维持“强烈推荐”评级。

#### 风险提示：

收购事项不达预期的风险；

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	1654	2386	3071	3731	4018	<b>营业收入</b>	3771	5200	6749	8476	9213
货币资金	361	810	1012	1271	1382	<b>营业成本</b>	3210	4403	5717	7015	7608
应收账款	205	197	296	372	404	营业税金及附加	11	16	21	26	29
其他应收款	35	28	37	46	50	营业费用	49	68	88	111	121
预付款项	170	147	147	147	147	管理费用	165	285	378	458	461
存货	488	483	705	865	938	财务费用	34	70	19	20	11
其他流动资产	36	263	263	263	263	资产减值损失	-11.18	11.24	12.00	12.00	12.00
<b>非流动资产合计</b>	3559	4154	4182	3941	3669	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3.37	1.75	2.00	2.00	2.00
固定资产	2460	2660	2954	2964	2831	<b>营业利润</b>	316	348	515	837	974
无形资产	254	260	234	208	182	营业外收入	120.27	25.99	26.00	26.00	26.00
其他非流动资产	475	391	390	390	390	营业外支出	0.45	0.60	1.00	1.00	1.00
<b>资产总计</b>	5213	6541	7253	7672	7686	<b>利润总额</b>	436	374	540	862	999
<b>流动负债合计</b>	1804	1557	2039	2093	1686	所得税	77	63	91	146	169
短期借款	1005	960	1287	1203	732	<b>净利润</b>	359	310	449	716	830
应付账款	510	219	313	384	417	少数股东损益	13	11	12	13	15
预收款项	41	33	33	33	33	归属母公司净利润	346	299	437	703	815
一年内到期的非	0	0	0	1	2	EBITDA	538	717	817	1198	1357
<b>非流动负债合计</b>	116	1265	1052	1052	1052	<b>BPS (元)</b>	0.62	0.53	0.78	1.25	1.45
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	1014	1014	1014	1014		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>负债合计</b>	1920	2822	3091	3145	2737	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	40	51	63	76	90	营业收入增长	10.2%	37.9%	29.8%	25.6%	8.7%
实收资本 (或股	561	561	561	561	561	营业利润增长	-15.8%	10.1%	48.0%	62.4%	16.4%
资本公积	1351	1352	1352	1352	1352	归属于母公司净利	9.2%	-13.5%	45.9%	60.8%	16.0%
未分配利润	1159	1354	1310	1240	1158	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	3253	3668	3682	4033	4441	毛利率 (%)	15%	15%	15%	17%	17%
<b>负债和所有者权</b>	5213	6541	6835	7254	7268	净利率 (%)	10%	6%	7%	8%	9%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润 (%)</b>					
						ROE (%)					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		7%	5%	6%	9%	11%
<b>经营活动现金流</b>	-77	-87	441	823	1109	<b>偿债能力</b>					
净利润	359	310	449	716	830	资产负债率 (%)	37%	43%	45%	43%	38%
折旧摊销	187	299	283	341	372	流动比率	0.92	1.53	1.51	1.78	2.38
财务费用	34	70	19	20	11	速动比率	0.65	1.22	1.16	1.37	1.83
应付帐款的变化	0	0	95	71	33	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.79	0.88	1.01	1.20	1.27
<b>投资活动现金流</b>	-293	-426	-321	-110	-110	应收账款周转率	17	26	27	25	24
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.07	14.28	25.37	24.30	23.00
长期投资	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	3	2	2	2	2	每股收益 (最新摊	0.62	0.53	0.78	1.25	1.45
<b>筹资活动现金流</b>	151	917	82	-454	-889	每股净现金流 (最新	-0.39	0.72	0.36	0.46	0.20
短期借款	1005	960	1287	1203	732	每股净资产 (最新摊	5.80	6.54	6.57	7.19	7.92
长期借款	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	34.03	39.81	27.08	16.84	14.51
资本公积增加	-97	0	0	0	0	P/B	3.64	3.23	3.21	2.93	2.66
<b>现金净增加额</b>	-219	403	202	259	111	EV/EBITDA	23.20	18.11	16.05	10.67	8.99

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 杨伟

化学工程硕士，2010年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，四年证券行业从业经验，2014年水晶球第三名。

## 联系人简介

---

## 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, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 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。