

分析师：顾敏豪

执业证书编号：S0730512100001

021-50588666-8012

gumh00@ccnew.com

产品价格下滑拖累业绩，未来有望受益化工产品涨价

——齐翔腾达（002408）2015 年报点评

证券研究报告-公司调研

买入（维持）

发布日期：2016 年 3 月 25 日

报告关键要素：

受甲乙酮产品价格、价差下跌的拖累，公司盈利大幅下滑。2015年，公司实现营业收入42.78亿元，同比下降17.78%，实现净利润1.84亿元，同比下滑38.48%。顺酐业务则在产能扩张推动下实现快速增长。随着今年以来化工产品价格的不断上涨，公司盈利有望大幅提升。收购的科力化工有望成为公司新的业绩增长点。预计公司2016、2017年EPS分别为0.35元和0.50元，以3月24日收盘价13.36元计算，对应PE分别为38.17倍和26.72倍，维持公司“买入”的投资评级。

事件：

- **齐翔腾达（002408）公布2015年年报。**2015年，公司实现营业收入42.78亿元，同比下降17.78%，归属于上市公司股东的净利润1.84亿元，同比下滑38.48%。利润分配预案为每10股派发现金红利2元，以资本公积每10股转增12股。

点评：

- **产品价格下滑拖累业绩。**公司产品主要由碳四深加工而来，包括甲乙酮、丁二烯、顺酐等，产品价格、成本与油价关联度较大。受油价下跌影响，公司主要产品甲乙酮2015年价格下跌幅度较大，从年初的7459元/吨下跌至年底的4950元/吨，下跌幅度达33.6%。产品盈利空间也大幅下降，全年甲乙酮-碳四价差较2014年下降35%。受此影响，公司甲乙酮类产品全年实现收入12.73亿元，同比下滑33.72%，贡献毛利2.5亿元，同比下滑48%，是业绩下滑的主要原因。

图1：公司历年业绩

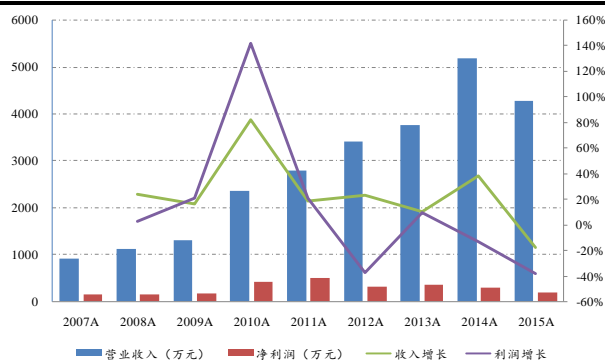
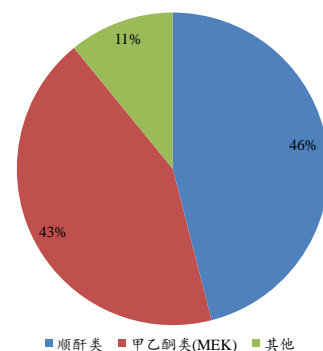


图2：公司毛利结构



资料来源：中原证券、百川资讯

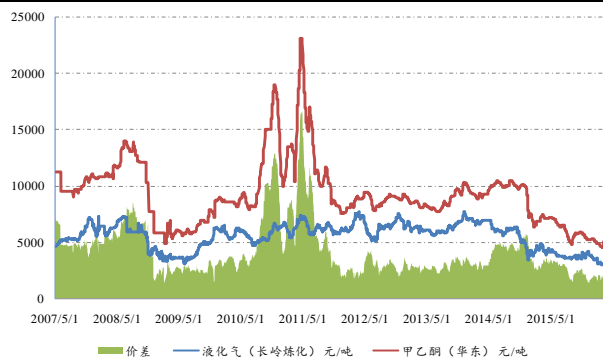
资料来源：中原证券、百川资讯

- **产能扩张带动顺酐收入大幅增长。**公司顺酐业务全年实现收入22.79亿元，同比大幅增长48.60%，占收入的比重由29.49%提升到53.27%。顺酐收入大幅增长主要受益于产能的扩张。随着公司新建的5万吨项目投产，公司顺酐产能已由10万吨提升到15万吨，推动了顺酐收入的增长。公司新建的顺酐项目采用了很多新技术，有助于提高转化率，降低生产成本。未来公司将进一步对现有的10万吨装置进行改造，进一步提升顺酐业务的盈利能力。

目前我国顺酐工艺仍以苯氧化法为主，占顺酐总产能的60%以上，价格基本由苯的成本决定。

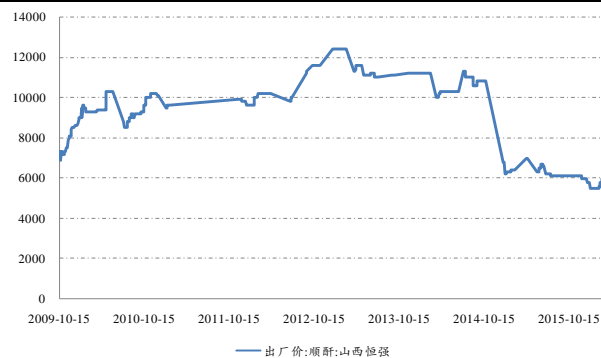
正丁烷法工艺在原料成本、产品质量上均具有较大优势。未来几年内苯氧化法工艺仍将是我国顺酐的主要生产工艺。随着未来原油价格的回升，公司顺酐业务盈利前景可观。

图3: 甲乙酮-碳四价差



资料来源: 中原证券、百川资讯

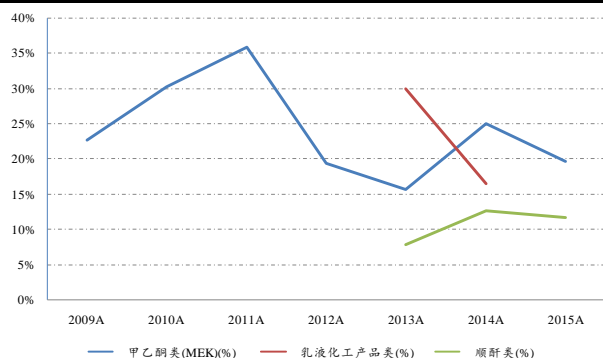
图4: 顺酐价格走势



资料来源: 中原证券、wind

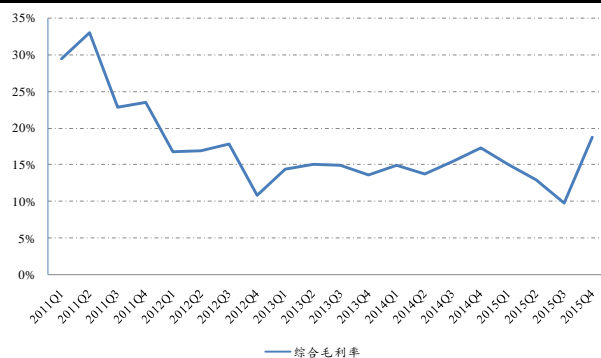
- **盈利能力小幅下滑。**公司全年综合毛利率14.06%，较2015年下降1.28个百分点。分产品看，受产品价格、价差下跌影响，甲乙酮类业务毛利率19.64%，同比下降5.39个百分点。顺酐业务毛利率11.71%，同比下降0.93个百分点。

图5: 公司分产品毛利率



资料来源: 中原证券、百川资讯

图6: 公司单季综合毛利率



资料来源: 中原证券、wind

- **化工品涨价有望带动公司业绩提升。**2月份以来随着国际油价的反弹，化工产品价格普遍呈上涨态势。公司主要产品甲乙酮、丁二烯、顺酐价格较低点分别上涨了12.77%、43.1%和23.64%，涨幅在各化工产品中位居前列。产品价格的上涨有望对公司业绩带来较强提升作用。
- **外延式发展提供新的业绩增长点。**2015年，公司运作发行股份及支付现金购买山东齐鲁科力化工研究院有限公司的99%股权，顺利完成当年7500万元盈利预测指标，有效缓解了市场下滑对公司整体效益的影响，同时增强了公司科技研发力量，为公司多元化、高科技发展战略的顺利实施奠定了良好基础。科力化工是国内石化催化剂领域的龙头，在国内油品升级的背景下，未来发展前景较好，有望为公司提供新的业绩增长点。
- **盈利预测和投资建议：**预计公司2016、2017年EPS分别为0.35元和0.50元，以3月24日收盘价13.36元计算，对应PE分别为38.17倍和26.72倍，维持公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：产品价格大幅下滑。**

盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	5200.43	4278.46	5150	5900
增长比率	37.90	-17.73	20.37	14.56
净利润 (百万元)	299.40	184.19	285	405
增长比率	-13.49	-38.48	54.73	42.11
每股收益 (元)	0.37	0.23	0.35	0.50
市盈率 (倍)	27.68	25.45	18.35	11.27

资料来源：中原证券、wind

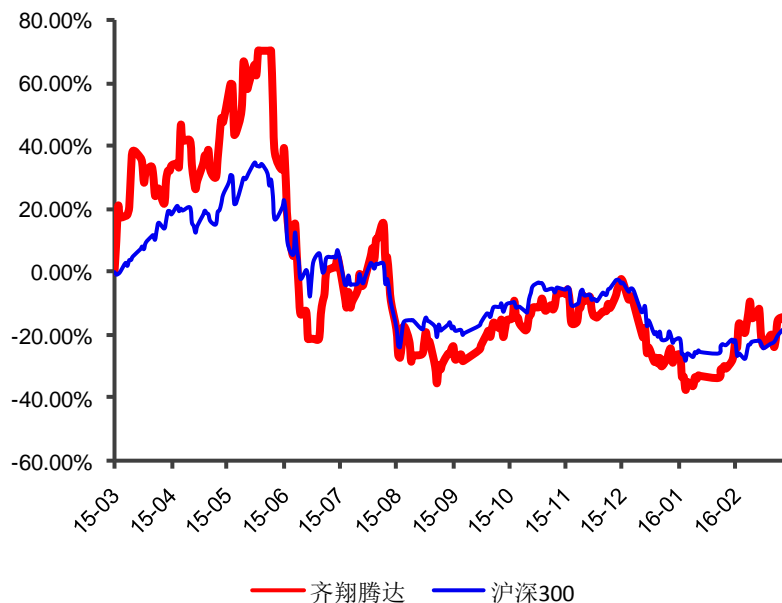
市场数据 (2016年3月24日)

收盘价 (元)	13.36 元
一年内最高最低 (元)	30.27/9.17
沪深300 指数	3181.85
市净率 (倍)	1.94
流通市值 (亿元)	99.53

基础数据 (2015年12月31日)

每股净资产 (元)	6.87
每股经营现金流 (元)	0.002
毛利率 (%)	14.06
净资产收益率 (%)	4.09
资产负债率 (%)	30.41
总股本/流通股 (万股)	80691/74513
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。