

分析师：顾敏豪  
 执业证书编号：S0730512100001  
 021-50588666-8012  
 gumh00@ccnew.com

下半年有望受益产品涨价和新项目投产  
 ——齐翔腾达（002408）2016 中报点评

证券研究报告-公司点评

买入（维持）

发布日期：2016 年 8 月 18 日

报告关键要素：

公司甲乙酮业务仍处于低迷状态，顺酐业务则表现靓丽，贡献主要盈利。受此影响，上半年公司实现营业收入21.97亿元，同比增长3.63%，实现净利润1.34亿元，同比增长5.15%，增长平稳。6月份以来，公司甲乙酮、丁二烯等产品价格涨幅较大，公司作为行业龙头有望充分受益，下半年业绩有望提升。低碳烷烃二期项目已进入试生产阶段，该项目盈利前景较好，投产后有望为公司带来新的业绩增长点。预计公司2016、2017年EPS分别为0.19元和0.30元，以8月17日收盘价5.98元计算，对应PE分别为31.47倍和19.93倍，维持公司“买入”的投资评级。

事件：

- **齐翔腾达（002408）公布2016年中报。**2016年上半年，公司实现营业收入21.97亿元，同比增长3.63%，归属于上市公司股东的净利润1.34亿元，同比增长5.15%，基本每股收益0.08元。公司预计今年1-9月实现的净利润为1.84-2.34亿元，同比增长10%到40%。

点评：

- **甲乙酮业务低迷，顺酐贡献主要盈利。**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价格下跌幅度较大，上半年均价5060元/吨，同比下跌27.52%，产品盈利空间也大幅下降，上半年甲乙酮-碳四价差同比下降26.35%。受此影响，公司甲乙酮类产品上半年收入5.05亿元，同比下滑26.96%，贡献毛利4556万元，同比下滑69.45%。

顺酐业务上半年表现靓丽，贡献了主要盈利。上半年共实现收入12.21亿元，同比增长47.25%，贡献毛利2.3亿元，同比增长270%。随着公司5万吨改扩建项目投产，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。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，带动盈利能力提升。

图1： 公司历年业绩

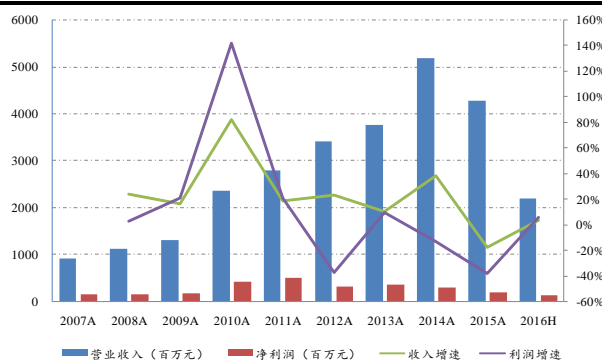
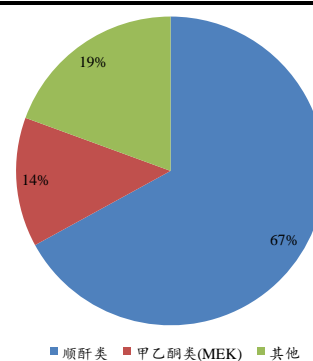


图2： 公司毛利结构



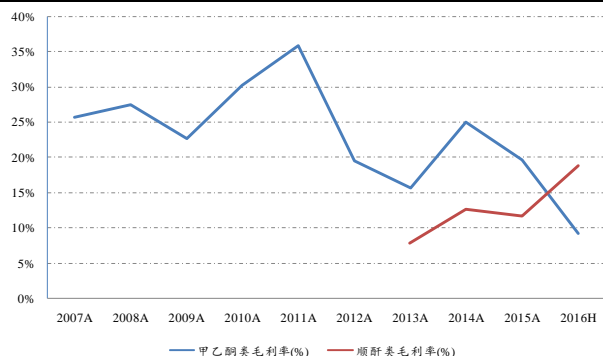
资料来源：中原证券、wind

资料来源：中原证券、wind

- **盈利能力小幅下滑。**公司上半年综合毛利率15.74%，同比提升1.85个百分点。分产品看，受产品价

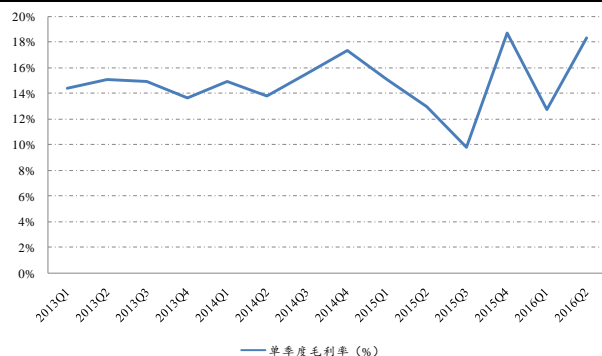
格、价差下跌影响，乙酰酮类业务毛利率9.22%，同比下降5.39个百分点。顺酐业务毛利率18.83%，同比提升11.33个百分点。二季度以来，乙酰酮、丁二烯价格大幅上涨，顺酐价差也有所扩大，受此影响，二季度毛利率18.30%，环比大幅提升5.54个百分点。

图3：公司分产品毛利率



资料来源：中原证券、wind

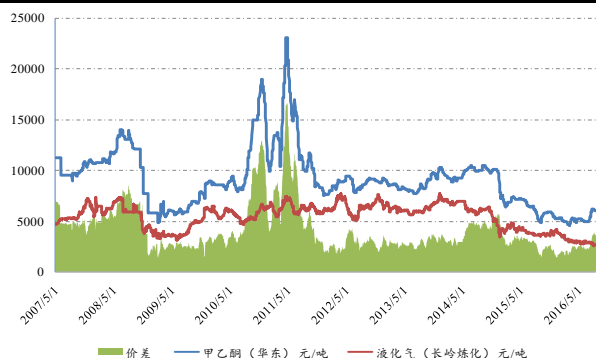
图4：公司单季综合毛利率



资料来源：中原证券、wind

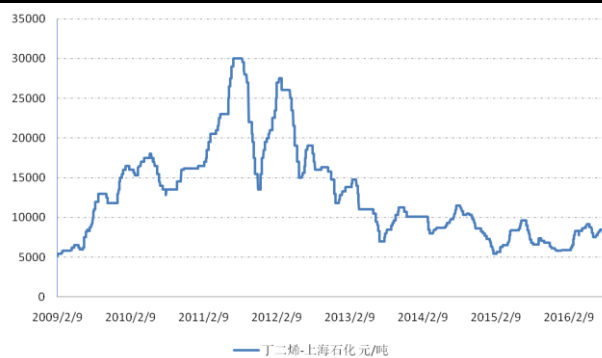
- **主要产品涨价，下半年业绩有望提升。**6月份以来，受部分企业集中检修影响，公司主要产品乙酰酮、丁二烯涨幅较大。目前乙酰酮价格6025元/吨，较6月中旬上涨了22.24%，丁二烯价格8700元/吨，上涨16%。公司作为国内龙头企业，拥有18万吨乙酰酮产能和15万吨丁二烯产能，业绩弹性较大。受益于产品价格的上涨，公司下半年业绩有望大幅提升。

图5：乙酰酮-碳四价差



资料来源：中原证券、百川资讯

图6：丁二烯价格走势



资料来源：中原证券、百川资讯

- **外延式发展与新项目投产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。

公司45万吨低碳烷烃综合利用项目二期目前已经完成设备安装，进入试生产阶段。产品包括35万吨低硫MTBE、10万吨丙烯和5万吨叔丁醇，配套的8万方/小时煤制气项目同步进行。随着该项目投产，公司的碳四资源将全部得以利用，产品附加值得到充分挖掘，有助于公司盈利能力的提升。今年底国四汽油将全面升级到国五标准，进一步催生低硫MTBE的需求。

- **盈利预测和投资建议：**预计公司2016、2017年EPS分别为0.19元和0.30元，以8月17日收盘价5.98元计算，对应PE分别为31.47倍和19.93倍，维持公司“买入”的投资评级。

- 风险提示：原油价格大幅下滑、新项目进展低于预期。

**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	340	530
增长比率	-13.49	-38.48	84.59	55.88
每股收益（元）	0.17	0.16	0.19	0.30
市盈率（倍）	35.45	38.16	31.47	19.93

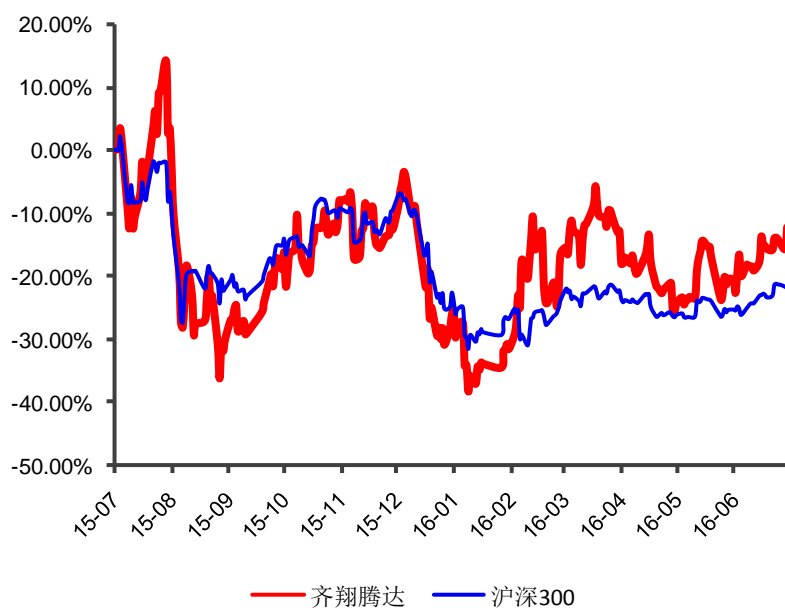
资料来源：中原证券、wind

**市场数据（2016年8月17日）**

收盘价（元）	5.98 元
一年内最高最低（元）	17.47/5.09
沪深300指数	3373.05
市净率（倍）	1.92
流通市值（亿元）	98.03

**基础数据（2016年6月30日）**

每股净资产（元）	3.11
每股经营现金流（元）	0.06
毛利率（%）	15.74
净资产收益率（%）	2.38
资产负债率（%）	29.42
总股本/流通股（万股）	177521/163930
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。