

分析师：顾敏豪

执业证书编号：S0730512100001

021-50588666-8012

gumh00@ccnew.com

主营产品涨价延续，一季度业绩大幅增长

——齐翔腾达（002408）一季报点评

证券研究报告-公司点评

增持（调降）

发布日期：2017年4月25日

报告关键要素：

2017年以来，公司主要产品价格进一步上涨，推动一季度业绩大幅增长。未来公司主要产品有望保持较高景气，推动业绩继续增长。顺酐装置自投产以来，凭借低成本、高质量等优势，盈利状况较好。公司进一步扩产顺酐产能，有望凭借成本优势保持较高盈利，进一步推动业绩增长。随着低碳烷烃二期项目的投产，公司碳四产业链得到进一步完善，新产品MTBE、异辛烷等行业前景较好，有望为公司带来新的业绩增长点。预计公司2017、2018年EPS分别为0.38元和0.49元，以4月24日收盘价9.60元计算，对应PE分别为25.56倍和19.75倍。目前估值相对行业水平合理，调降为“增持”的投资评级。

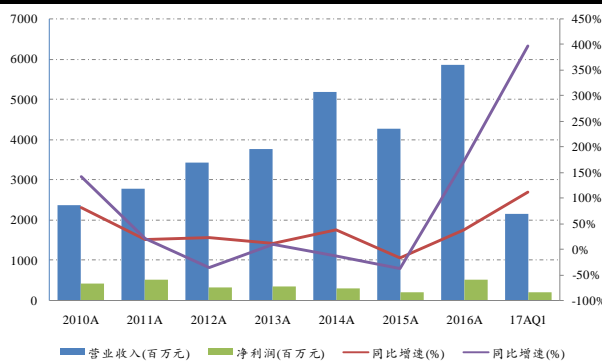
事件：

- **齐翔腾达（002408）公布2017年一季度报。**2017年一季度，公司实现营业收入21.40亿元，同比增长111.28%，归属于上市公司股东的净利润1.98亿元，同比增长397.87%，基本每股收益0.11元。公司同时预计，2017年上半年实现净利润2.81-3.47亿元，同比增长110%-160%。

点评：

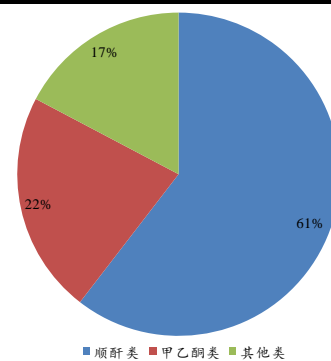
- **产品价格大幅上涨，一季度业绩大增。**公司产品主要由碳四深加工而来，包括甲乙酮、丁二烯、顺酐等。受原油价格上涨、供需关系好转等因素推动，2016年以来，公司主要产品甲乙酮、顺酐、丁二烯价格上涨幅度较大。2017年一季度以来，公司产品价格进一步上涨。其中丁二烯一季度均价21025元/吨，同比上涨213.15%，环比上涨61.54%，甲乙酮均价6987元/吨，同比上涨38.63%，环比上涨2.36%，顺酐均价8534元/吨，同比上涨53.74%，环比上涨15.21%。受益于产品价格的上涨，公司一季度业绩大幅增长，一季度公司实现营业收入21.40亿元，同比增长111.28%，实现净利润1.98亿元，同比增长397.87%。

图1：公司历年业绩



资料来源：中原证券、wind

图2：公司毛利结构



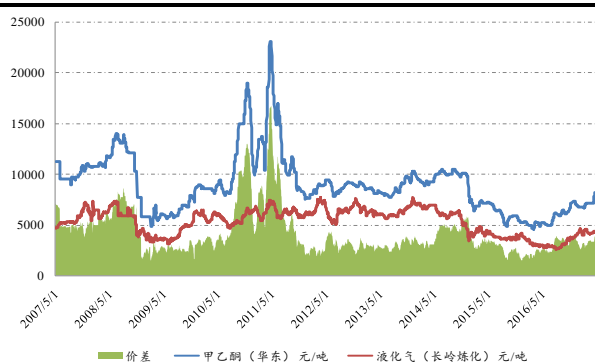
资料来源：中原证券、wind

- **低碳烷烃项目投产，完善碳四综合利用产业链。**公司45万吨低碳烷烃综合利用项目二期于2016年下半年顺利投产，产品包括35万吨低硫MTBE、10万吨丙烯和5万吨叔丁醇。随着该项目的投产，公司碳四产业链得到了进一步的完善，实现了对现有碳四资源各组分的充分利用，进一步增强了公司在业内的竞争优势。在产能扩张的推动下，2016年公司各类产品产量首次突破100万吨，其中甲乙酮

产销位列全球首位，国内市场占有率46%以上。2017年开始，国四汽油将全面升级到国五标准，有望带动公司低硫MTBE和异辛烷的需求。

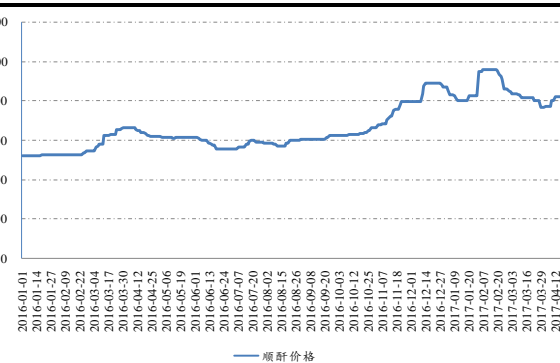
- **主要产品有望保持高景气，推动业绩继续增长。**随着产品价格的大幅上涨，公司顺酐、MTBE等产品景气高涨，盈利能力大幅提升。尽管3月份以来部分产品价格出现回调，但长期看未来公司主要产品仍有望保持较好景气度，推动公司业绩增长。在全球乙烯原料轻质化趋势下，石脑油裂解制丁二烯路线的供给将长期受限，丁二烯供给预计将持续紧张。顺酐方面，公司的正丁烷法工艺在原料成本、产品质量上均较主流的苯氧化法有较大优势，随着公司技改的完成，顺酐项目的盈利能力有望保持在较高水平。此外4月份以来甲乙酮价格快速上涨，价差迅速拉大，公司作为全球甲乙酮龙头有望受益。

图5：甲乙酮-碳四价差



资料来源：中原证券、卓创资讯

图6：顺酐价格走势



资料来源：中原证券、卓创资讯

- **顺酐项目扩产，成本优势保障盈利。**公司顺酐业务现有15万吨产能，顺酐装置采用先进的正丁烷氧化法工艺，较传统苯法工艺具有环保压力小、产品质量高等优势，且成本较低，盈利能力较强。自顺酐装置2013年底投产以来，经过多次技术升级改造，生产成本大幅降低，产品产出率也不断提高。受益于此，公司顺酐盈利状况较好，目前已经成为主要的利润来源。凭借产品质量优势，公司已顺利打开国内外市场，产品供不应求。在此基础上，公司计划进一步扩产5万吨，预计年内有望投产。届时公司顺酐业务产能将达20万吨，进一步推动公司业绩增长。
- **盈利预测和投资建议：**预计公司2017、2018年EPS分别为0.38元和0.49元，以4月24日收盘价9.60元计算，对应PE分别为25.56倍和19.75倍。目前估值相对行业水平合理，调降为“增持”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

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	58.75	72.27	86.34	101.49
增长比率	37.32%	23.01%	19.47%	17.55%
净利润 (百万元)	5.03	6.67	8.63	10.34
增长比率	172.83%	32.67%	29.40%	19.86%
每股收益 (元)	0.28	0.38	0.49	0.58
市盈率 (倍)	34.29	25.56	19.75	16.48

资料来源：中原证券、wind

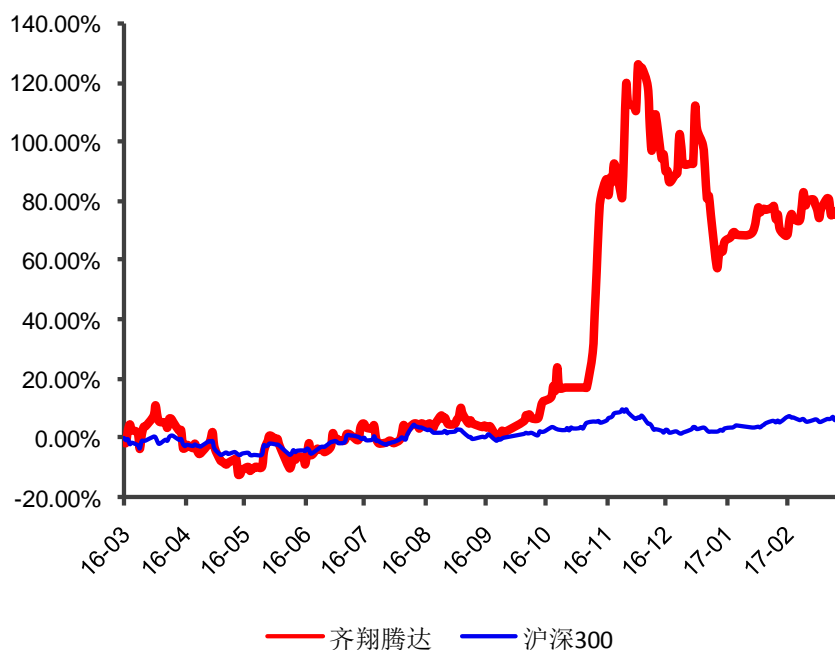
市场数据 (2017年4月24日)

收盘价 (元)	9.60 元
一年内最高最低 (元)	14.28/5.09
沪深300指数	3431.26
市净率 (倍)	2.90
流通市值 (亿元)	167.61

基础数据 (2017年3月31日)

每股净资产 (元)	3.43
每股经营现金流 (元)	0.04
毛利率 (%)	15.72
净资产收益率 (%)	3.26
资产负债率 (%)	31.05
总股本/流通股 (万股)	177521/167608
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深300走势



资产负债表					利润表				
(百万元)					(百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2509.79	3106.84	3671.62	4288.84	营业收入	5875.24	7226.88	8633.97	10148.80
现金	702.56	1084.03	1295.10	1522.32	营业成本	4797.15	5837.23	6954.78	8178.80
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	53.83	65.04	28.49	33.49
应收票据	509.28	1011.76	1208.76	1420.83	销售费用	110.80	137.31	164.05	192.83
应收款项	414.46	344.39	411.71	491.71	管理费用	331.46	397.48	474.87	558.18
存货	683.80	466.98	556.38	654.30	财务费用	22.08	18.98	11.87	-6.45
其他	199.68	199.68	199.68	199.68	资产减值损失	5.51	24.18	28.62	25.88
非流动资产	6040.67	5608.89	5243.10	4875.21	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	3.48	5.00	5.00	5.00
固定资产	3711.15	3626.92	3416.79	3143.73	营业利润	557.90	751.66	976.28	1171.06
无形资产	773.34	734.67	697.94	663.04	营业外收入	24.86	25.00	25.00	25.00
其他	1556.18	1247.31	1128.37	1068.44	营业外支出	0.61	0.50	0.50	0.50
资产总计	8550.46	8715.74	8914.72	9164.05	利润总额	582.15	776.16	1000.78	1195.56
流动负债	2429.47	2094.23	1693.69	1183.10	所得税	75.00	100.90	130.10	155.42
短期借款	1196.96	1563.75	1057.19	431.82	净利润	507.15	675.26	870.68	1040.14
应付帐款	611.94	175.12	208.64	245.36	少数股东权益	4.64	8.60	8.01	6.15
预收帐款	145.07	158.59	172.66	187.81	归属母公司净利润	502.51	666.66	862.67	1033.99
其他	475.50	196.78	255.19	318.11	EPS (元)	0.28	0.38	0.49	0.58
长期负债	207.67	200.99	200.99	200.99					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
其他	207.67	200.99	200.99	200.99		2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	2637.14	2295.23	1894.68	1384.10	每股指标				
股本	1775.21	1775.21	1775.21	1775.21	每股收益	0.28	0.38	0.49	0.58
资本公积金	2174.26	2174.26	2174.26	2174.26	每股经营现金	-0.09	0.21	0.13	0.11
未分配利润	1656.20	2056.20	2573.80	3194.19	每股净资产	3.32	3.58	3.92	4.33
少数股东权益	27.52	36.12	44.13	50.28	增长率				
母公司所有者权益	5885.80	6352.46	6956.33	7680.12	营业收入增长率	37.32%	23.01%	19.47%	17.55%
负债及权益合计	8550.46	8683.81	8895.14	9114.50	营业利润增长率	178.54%	34.73%	29.88%	19.95%
					净利润增长率	172.83%	32.67%	29.40%	19.86%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	18.35%	19.23%	19.45%	19.41%
					净利率	8.55%	9.22%	9.99%	10.19%
					ROE	8.54%	10.49%	12.40%	13.46%
					ROIC	7.18%	8.43%	10.67%	12.48%
经营活动现金流	637.25	146.14	995.64	1121.38	偿债能力				
净利润	507.15	675.26	870.68	1040.14	资产负债率	30.37%	25.80%	20.79%	21.60%
资产减值准备	5.51	24.18	28.62	25.88	流动比率	1.03	1.48	2.17	3.63
折旧摊销	392.51	359.82	365.80	367.89	速动比率	0.75	1.26	1.84	3.07
财务费用	22.08	18.98	11.87	-6.45	营运能力				
投资收益	3.48	5.00	5.00	5.00	资产周转率	0.71	0.84	0.98	1.13
营运资金变动	0.00	-927.10	-276.33	-301.09	存货周转率	6.90	10.14	13.59	13.51
投资活动现金流	-392.01	76.95	5.00	5.00	应收帐款周转率	17.70	20.07	23.29	22.92
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
其他投资	-392.01	76.95	5.00	5.00	PE	34.29	25.56	19.75	16.48
筹资活动现金流	-401.83	147.81	-777.23	-929.12	PB	2.90	2.68	2.45	2.22
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	-401.83	147.81	-777.23	-929.12					
现金净增加额	-156.59	370.90	223.42	197.25					

资料来源：公司报表、中原证券

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。

免责条款

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、个人不得转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。