

# 齐翔腾达 (002408) 半年报点评

2017年8月10日

## 增长来自产品价格上涨, 公司未来值得期待 增持 (首次)

证券分析师 沈晓源

执业证号: S0600517030002

021-60199793

shenxy@dwzq.com.cn

### 事件

公司发布半年报, 报告期内实现营收 46.99 亿, 同比增长 114%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3.23 亿元, 同比增长 142%; 基本每股收益 0.18 元/股。公司预计 2017 年 1-9 月归母净利润变动区间为 4.55~5.82 亿元, 同比增长 80~130%。

### 投资要点

■ **增长来自产品价格上涨:** 报告期内营收和业绩大幅增长主要来自甲乙酮类、顺酐类产品价格同比大幅上涨以及较同期新增部分产能。报告期内甲乙酮类业务营收 7.48 亿元, 同比增长 114%, 毛利率 13.9%, 同比上升 10.6pcts; 顺酐类业务营收 24.2 亿元, 同比增长 98%, 毛利率 13.14%, 同比下降 5.7pcts; 销售费用增长 41%, 系产能增大所致; 财务费用增长 147%, 系银行贷款增加所致。报告期内主要装置检修工作已基本完成, 投资新建 5 万吨/年顺酐生产装置按计划施工, 预计于下半年建成投产。

■ **引领碳四深加工产业, 业绩弹性大:** 公司自成立以来一直专注于碳四原料的深度加工, 是全球最大的甲乙酮生产商。45 万吨烷烃综合利用项目的全面投产以来, 混合 C4 组分得到全面利用, 一体化成本优势显著。目前公司拥有石化产品产能合计超 120 万吨, 其中甲乙酮 18 万吨、顺酐 15 万吨、MTBE 35 万吨、丁二烯 15 万吨, 异辛烷 20 万吨, 去年公司总产量超 100 万吨。今年上半年, 甲乙酮均价 7450 元/吨, 同比上涨近 50%; 顺酐均价 8250 元/吨, 同比上涨近 40%; 丁二烯经过年初的急涨急跌目前价格已经企稳, MTBE 价格较为稳定与去年同期相比重心提高。产品价格上涨, 公司业绩弹性大。

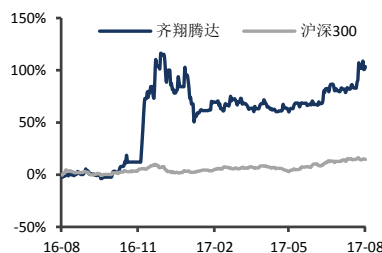
■ **实际控制人变更, 公司未来值得期待:** 去年底君华集团通过协议转让方式取得控股股东齐翔集团 80% 股权, 君华集团是雪松控股子公司, 公司实际控制人变更为雪松控股掌门人张劲先生, 齐翔腾达成为雪松控股第一家上市平台。雪松控股是一家实业为本的综合类产业集团, 旗下拥有供应链、化工、文化旅游、地产、社区生态运营、养老、金融服务等七大产业, 2016 年实现营收 1,570 亿元, 实力雄厚。未来通过和雪松控股的战略整合和协同发展, 上市公司将进一步增强盈利能力。

### 投资建议

预计公司 17-19 年净利润为 7.23、8.15 和 9.22 亿元, EPS 为 0.41、0.46 和 0.52 元, PE 为 29X、26X 和 23X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

**风险提示:** 产品价格大幅下跌, 下游需求不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	12.08
一年最低/最高价	5.61/13.73
市净率(倍)	3.50
流通市值(百万元)	20,247.00

### 基础数据

每股净资产(元)	3.45
资产负债率(%)	30.61
总股本(百万股)	1,775.21
流通股(百万股)	1,676.08

### 相关研究

盈利预测与估值	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,875	8,263	9,184	9,849
同比(%)	37.3%	40.6%	11.1%	7.2%
净利润(百万元)	503	723	815	922
同比(%)	172.8%	43.9%	12.7%	13.1%
每股收益(元/股)	0.28	0.41	0.46	0.52
P/E	42.18	29.30	26.00	22.98

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>2,510</b>	<b>3,278</b>	<b>3,577</b>	<b>4,537</b>	<b>营业收入</b>	<b>5,875</b>	<b>8,263</b>	<b>9,184</b>	<b>9,849</b>
现金	703	766	757	1,538	减:营业成本	4,797	6,793	7,485	8,017
应收款项	383	504	580	618	营业税金及附加	54	52	63	69
存货	684	1,046	1,172	1,230	营业费用	111	124	157	165
其他流动资产	741	962	1,069	1,150	管理费用	331	413	507	529
<b>非流动资产</b>	<b>6,041</b>	<b>5,975</b>	<b>6,287</b>	<b>6,133</b>	财务费用	22	55	42	14
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	6	0	0	0
固定资产	3,711	3,697	3,868	3,814	加:投资净收益	3	0	0	0
在建工程	472	422	562	462	其他收益	-0	0	0	0
无形资产	773	773	773	773	<b>营业利润</b>	<b>558</b>	<b>826</b>	<b>931</b>	<b>1,055</b>
其他非流动资产	1,084	1,083	1,084	1,084	加:营业外净收支	24	23	23	23
<b>资产总计</b>	<b>8,550</b>	<b>9,253</b>	<b>9,864</b>	<b>10,670</b>	<b>利润总额</b>	<b>582</b>	<b>849</b>	<b>953</b>	<b>1,078</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,429</b>	<b>2,484</b>	<b>2,419</b>	<b>2,457</b>	减:所得税费用	75	119	130	147
短期借款	1,197	1,101	855	800	少数股东损益	5	7	8	9
应付账款	612	697	816	882	<b>归属母公司净利润</b>	<b>503</b>	<b>723</b>	<b>815</b>	<b>922</b>
其他流动负债	621	686	748	775	EBIT	580	882	972	1,069
<b>非流动负债</b>	<b>208</b>	<b>214</b>	<b>212</b>	<b>211</b>	EBITDA	972	1,246	1,380	1,524
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	208	214	212	211	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>2,637</b>	<b>2,698</b>	<b>2,632</b>	<b>2,669</b>	每股收益(元)	0.28	0.41	0.46	0.52
少数股东权益	28	34	42	50	每股净资产(元)	3.32	3.67	4.05	4.48
归属母公司股东权益	5,886	6,520	7,191	7,950	发行在外股份(百万股)	1,775	1,775	1,775	1,775
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,550</b>	<b>9,253</b>	<b>9,864</b>	<b>10,670</b>	ROIC(%)	8.2%	11.4%	11.9%	13.2%
					ROE(%)	8.5%	11.1%	11.3%	11.6%
					毛利率(%)	18.3%	17.8%	18.5%	18.6%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT Margin(%)	9.9%	10.7%	10.6%	10.9%
经营活动现金流	637	604	1,143	1,314	销售净利率(%)	8.6%	8.8%	8.9%	9.4%
投资活动现金流	-392	-300	-720	-300	资产负债率(%)	45.4%	40.8%	32.5%	30.0%
筹资活动现金流	-402	-241	-432	-232	收入增长率(%)	37.3%	40.6%	11.1%	7.2%
现金净增加额	-155	63	-9	782	净利润增长率(%)	172.8%	43.9%	12.7%	13.1%
折旧和摊销	393	365	408	454	P/E	42.18	29.30	26.00	22.98
资本开支	446	300	720	300	P/B	3.60	3.25	2.95	2.67
营运资本变动	-293	-562	-138	-88	EV/EBITDA	21.88	17.07	15.42	13.97
企业自由现金流	968	268	400	993					

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。



东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>