

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

# 甲乙酮、顺酐盈利提升保障业绩快速增长

——齐翔腾达(002408)中报点评

## 证券研究报告-中报点评

**增持(维持)**

### 市场数据(2018-08-31)

收盘价(元)	12.28
一年内最高/最低(元)	15.80/11.21
沪深300指数	3334.5
市净率(倍)	3.28
流通市值(亿元)	214.17

### 基础数据(2018-6-30)

每股净资产(元)	3.91
每股经营现金流(元)	0.19
毛利率(%)	12.65
净资产收益率-摊薄(%)	7.27
资产负债率(%)	35.91
总股本/流通股(万股)	177520.93/167600.02
B股/H股(万股)	0/0

### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 相关报告

- 1 《齐翔腾达(002408)公司点评报告: 产品量价齐升推动业绩大幅增长》 2018-02-26
- 2 《齐翔腾达(002408)中报点评: 产品涨价带动盈利提升, 未来业绩具有保障》 2017-08-10

**联系人: 李琳琳**
**电话:** 021-50588666-8045

**传真:** 021-50587779

**地址:** 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

**邮编:** 200122

发布日期: 2018年09月03日

**事件:** 公司公布 2018 年中报, 上半年公司实现营业收入 76.22 亿元, 同比增长 60.83%, 实现净利润 5.05 亿元, 同比增长 56.02%, 扣非后的净利润 4.94 亿元, 同比增长 58.88%, 实现基本每股收益 0.28 元。

- **产品涨价与并表供应链管理业务共同推动业绩大增。** 公司化工业务包括甲乙酮、丁二烯、顺酐等产品, 总产能达 100 万吨。其中甲乙酮和顺酐是公司利润的主要来源。2017 年 8 月以来甲乙酮价格涨幅较大, 今年上半年, 甲乙酮市场均价 9252 元/吨, 同比上涨 22.52%, 顺酐均价 9168 元/吨, 同比上涨 3.84%, 推动两业务收入分别增长 68.14% 和 23.68%。受益产品价格的上涨, 上半年甲乙酮业务毛利率 30.50%, 同比提升 10.73 个百分点, 盈利能力创 2012 年以来新高。顺酐业务毛利率 14.36%, 同比提升 1.22 个百分点。两业务收入和利润的提升推动了上半年业绩的大增。此外, 报告期内公司并表供应链管理业务, 推动了收入的快速增长。

- **顺酐今年仍有增量, 公司技术领先保障盈利。** 公司顺酐业务于 2013 年底投产后快速成长, 目前已成为最主要的利润来源。公司原有产能 15 万吨。2017 年 4 月, 公司公告投资 1.99 亿元, 进一步扩产 5 万吨, 扩产项目已于 11 月份顺利投产, 公司顺酐产能已达 20 万吨。因此今年顺酐产量仍有部分增量。公司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。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。随着顺酐行业环保监管的不断趋严, 顺酐业务盈利有望继续保持。

- **甲乙酮价格保持高位, 盈利有望维持。** 2017 年 8 月份以来, 受国内多套装置集中检修等因素影响, 甲乙酮价格大幅上涨。尽管上半年甲乙酮价格有所回落, 目前总体仍保持在较高位置。7 月底以来甲乙酮价格有所提升, 有望提振三季度业绩。长期来看公司作为全球甲乙酮龙头, 产品在成本、品质等方面均优于同行。随着甲乙酮价格的上涨与盈利的提升, 公司有望充分受益, 业绩弹性较大。

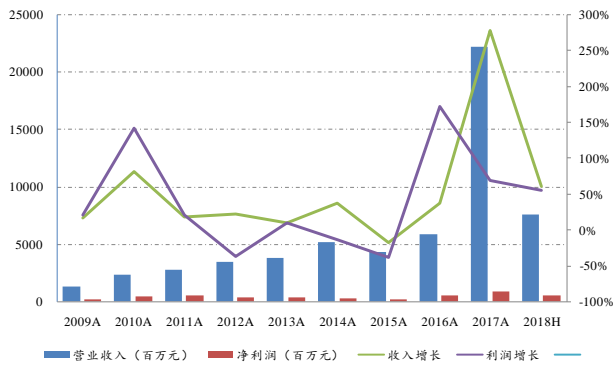
- **盈利预测和投资建议:** 预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 0.61 元和 0.69 元, 以停牌前收盘价 12.28 元计算, 对应 PE 分别为 20.2 倍和 17.8 倍, 维持“增持”的投资评级。

**风险提示:** 产品价格下跌、新业务进展不及预期

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5875.2	22226.2	27027.1	28918.9	30364.9
增长比率	37.3%	278.3%	21.6%	7.0%	5.0%
净利润(百万元)	502.5	849.6	1079.7	1224.5	1404.6
增长比率	172.8%	69.1%	27.1%	13.4%	14.7%
每股收益(元)	0.28	0.48	0.61	0.69	0.79
市盈率(倍)	43.4	25.7	20.2	17.8	15.5

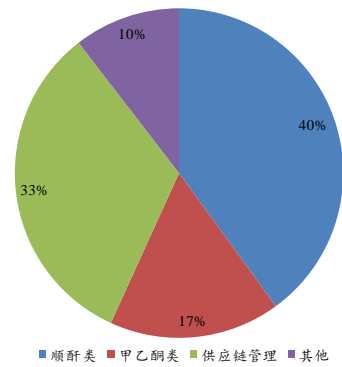
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司历年业绩增长



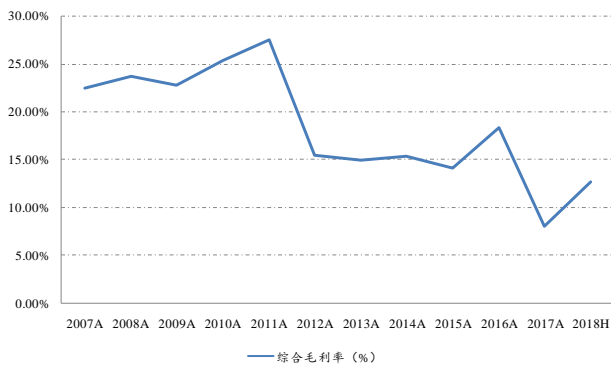
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



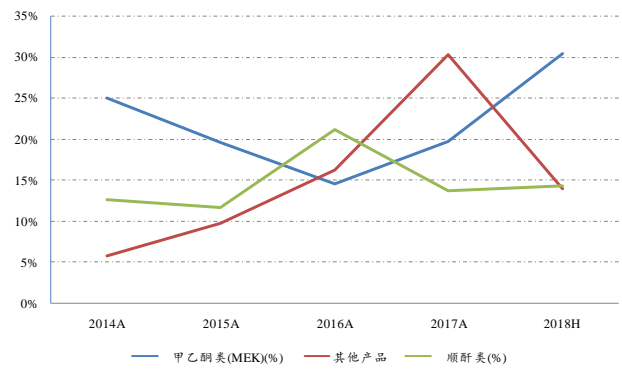
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司综合毛利率



资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司分业务毛利率



资料来源: 中原证券、wind

### 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>5875.2</b>	<b>22226.2</b>	<b>27027.1</b>	<b>28918.9</b>	<b>30364.9</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	4,797.1	20,443.0	24,518.9	26,200.6	27,419.5	营业收入增长率	37.3%	278.3%	21.6%	7.0%	5.0%
营业税费	53.8	103.4	135.1	144.6	151.8	营业利润增长率	178.5%	77.8%	33.1%	13.5%	14.8%
销售费用	110.8	157.2	243.2	260.3	273.3	净利润增长率	172.8%	69.1%	27.1%	13.4%	14.7%
管理费用	331.5	500.6	675.7	723.0	759.1	EBITDA 增长率	79.0%	57.6%	29.0%	6.9%	8.1%
财务费用	22.1	60.5	134.0	92.2	40.9	EBIT 增长率	162.0%	74.6%	43.6%	9.4%	10.7%
资产减值损失	5.5	6.7	5.0	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	166.3%	78.0%	32.6%	9.4%	10.7%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-6.6</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	6.9%	17.0%	36.2%	-51.9%	94.6%
投资和汇兑收益	3.5	3.8	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	5.6%	12.8%	11.5%	11.7%	12.0%
<b>营业利润</b>	<b>557.9</b>	<b>992.0</b>	<b>1,320.0</b>	<b>1,498.3</b>	<b>1,720.3</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	24.3	-0.9	10.0	10.0	10.0	毛利率	18.3%	8.0%	9.3%	9.4%	9.7%
<b>利润总额</b>	<b>582.2</b>	<b>991.1</b>	<b>1,330.0</b>	<b>1,508.3</b>	<b>1,730.3</b>	营业利润率	9.5%	4.5%	4.9%	5.2%	5.7%
减: 所得税	75.0	144.3	239.4	271.5	311.5	净利润率	8.6%	3.8%	4.0%	4.2%	4.6%
<b>净利润</b>	<b>502.5</b>	<b>849.6</b>	<b>1079.7</b>	<b>1224.5</b>	<b>1404.6</b>	EBITDA/营业收入	16.6%	6.9%	7.3%	7.3%	7.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	9.9%	4.6%	5.4%	5.5%	5.8%
货币资金	702.6	1,033.5	2,162.2	3,321.6	2,429.2	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	192	60	45	36	29
应收帐款	414.5	454.1	2,243.3	332.8	1,974.6	<b>流动营业资本周转天数</b>	43	17	41	30	31
应收票据	509.3	1,099.6	2,507.7	858.0	2,403.6	流动资产周转天数	154	50	110	112	102
预付帐款	191.2	361.5	1,066.1	283.2	966.8	应收帐款周转天数	23	7	18	16	14
存货	683.8	741.8	4,817.0	292.3	4,199.5	存货周转天数	42	12	37	32	27
其他流动资产	8.4	24.1	63.7	32.1	39.9	总资产周转天数	509	147	187	177	157
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	351	104	109	87	79
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	8.5%	12.8%	14.6%	14.8%	15.2%
投资性房地产	72.0	86.4	86.4	86.4	86.4	ROA	5.9%	8.8%	5.9%	12.2%	8.6%
固定资产	3,711.2	3,654.3	3,156.4	2,658.4	2,160.4	ROIC	9.1%	15.2%	17.2%	13.8%	31.8%
在建工程	471.7	579.9	579.9	579.9	579.9	<b>费用率</b>					
无形资产	773.3	744.8	719.4	694.0	668.6	销售费用率	1.9%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%
其他非流动资产	1,012.5	865.1	1,003.5	960.3	943.0	管理费用率	5.6%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%
<b>资产总额</b>	<b>8,550.5</b>	<b>9,645.1</b>	<b>18,405.6</b>	<b>10,098.9</b>	<b>16,451.9</b>	财务费用率	0.4%	0.3%	0.5%	0.3%	0.1%
短期债务	1,197.0	1,647.5	3,381.2	-	462.3	三费/营业收入	7.9%	3.2%	3.9%	3.7%	3.5%
应付帐款	824.2	624.2	4,275.1	663.5	3,533.1	<b>偿债能力</b>					
应付票据	131.6	59.6	1,160.5	480.8	395.0	资产负债率	30.8%	30.8%	59.6%	17.7%	43.4%
其他流动负债	276.7	464.2	675.1	452.0	640.8	负债权益比	44.6%	44.6%	147.5%	21.6%	76.8%
长期借款	-	-	1,275.8	-	1,924.8	流动比率	1.03	1.33	1.35	3.21	2.39
其他非流动负债	207.7	179.3	200.8	195.9	192.0	速动比率	0.75	1.06	0.85	3.02	1.55
<b>负债总额</b>	<b>2,637.1</b>	<b>2,974.7</b>	<b>10,968.5</b>	<b>1,792.3</b>	<b>7,147.9</b>	利息保障倍数	26.27	16.74	10.85	17.25	43.08
<b>少数股东权益</b>	<b>27.5</b>	<b>23.9</b>	<b>34.8</b>	<b>47.2</b>	<b>61.4</b>	<b>分红指标</b>					
股本	1,775.2	1,775.2	1,775.2	1,775.2	1,775.2	DPS(元)	0.05	0.12	0.18	0.21	0.24
留存收益	4,110.6	4,871.2	5,627.1	6,484.2	7,467.4	分红比率	17.7%	25.1%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>股东权益</b>	<b>5,913.3</b>	<b>6,670.3</b>	<b>7,437.1</b>	<b>8,306.6</b>	<b>9,304.0</b>	股息收益率	0.4%	1.0%	1.5%	1.7%	1.9%
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	507.1	846.8	1,079.7	1,224.5	1,404.6	EPS(元)	0.28	0.48	0.61	0.69	0.79
加: 折旧和摊销	392.5	520.1	523.4	523.4	523.4	BVPS(元)	3.32	3.74	4.17	4.65	5.21
资产减值准备	5.5	6.7	-	-	-	PE(X)	43.4	25.7	20.2	17.8	15.5
公允价值变动损失	-	6.6	-	-	-	PB(X)	3.7	3.3	2.9	2.6	2.4
财务费用	30.3	44.0	134.0	92.2	40.9	P/FCF	-351.0	75.0	13.8	14.8	-43.4
投资收益	-3.5	-3.8	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	3.7	1.0	0.8	0.8	0.7
少数股东损益	4.6	-2.8	10.9	12.4	14.2	EV/EBITDA	22.5	14.4	12.1	8.6	9.4
营运资金的变动	40.3	-922.3	-3,170.9	4,423.4	-4,800.2	CAGR(%)	34.6%	18.8%	79.9%	34.6%	18.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>637.3</b>	<b>292.5</b>	<b>-1,427.8</b>	<b>6,270.9</b>	<b>-2,822.1</b>	PEG	1.3	1.4	0.3	0.5	0.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-392.0</b>	<b>-236.9</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	ROIC/WACC	1.0	1.6	1.8	1.5	3.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-401.8</b>	<b>316.0</b>	<b>2,551.5</b>	<b>-5,116.5</b>	<b>1,924.8</b>	REP	3.8	2.0	1.4	2.7	0.7

资料来源: 贝格数据, 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。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。