太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2019-04-16

公司点评报告

买入/维持

齐翔腾达(002408)

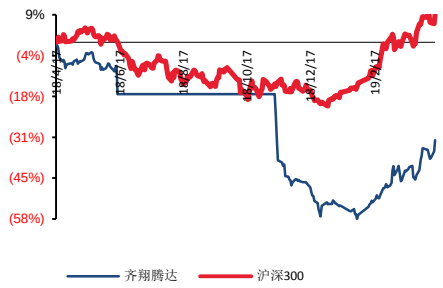
目标价：13

昨收盘：10.03

材料 材料II

业绩环比改善，布局多个新项目助力未来成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,775/1,740
总市值/流通(百万元)	17,805/17,450
12 个月最高/最低(元)	14.94/6.21

相关研究报告：

齐翔腾达(002408)《【太平洋化工】齐翔腾达深度：C4 产业链龙头，内生外延齐发展，再造个齐翔腾达》--2018/05/02

齐翔腾达(002408)《【太平洋化工】齐翔腾达 2018 一季报点评：业绩平稳增长，未来三年再造个齐翔》--2018/04/20

齐翔腾达(002408)《【太平洋化工】齐翔腾达跟踪点评：收购 Granite Capital SA 股权，强化供应链管理业务》--2018/04/17

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

证券分析师：杨伟

事件：公司发布 2019 年一季报，Q1 实现营业收入 71.13 亿元，同比+126.95%；归母净利润 1.90 亿元，同比-24.45%，环比+30.11%。同时，公告将拟建 45 万吨/年丙烷脱氢项目规模增加至 70 万吨/年。

主要观点：

1.C4 全产业链龙头，主营产品价格回暖，业绩环比改善

经过多年的扩产完善，公司形成完整碳四全产业链，实现对各组分“吃干榨净”，拥有年化 18 万吨丁酮（实际 20 以上，产能全球第一，国内市场占有率约 50%）、20 万吨顺酐（产能全球第一，国内市场占有率约 23%）、35 万吨 MTBE、20 万吨异辛烷、15 万吨丁二烯、10 万吨丙烯、5 万吨顺丁橡胶、6.5 万吨叔丁醇产能。由于公司原料采购及规模优势明显，柔性设计，产品结构调整灵活，竞争力强。

2017 年 Q1-2019 年 Q1，公司分别实现归母净利润 1.98 亿元、1.25 亿元、2.50 亿元、2.77 亿元、2.51 亿元、2.54 亿元、1.93 亿元、1.46 亿元、1.90 亿元，总体表现良好。2017 年 H2 和 2018 年 H1 表现更好，主要由于环保去产能、油价上涨，叠加 2017 年 7 月底，欧洲最大的炼厂壳牌佩尔尼斯炼厂因失火关停，导致其 9 万吨/年丁酮装置停车，公司主营产品丁酮、顺酐大幅上涨。2018 年 Q4，由于经济增长悲观预期，需求不振，叠加油价深度调整一度达 38%以上，公司主营产品价格回调较多，盈利下滑。2018 年全年，公司实现营业收入 279.24 亿元，同比+25.64%；归母净利润 8.43 亿元，同比-0.79%，略下滑，主营产品毛利率基本稳定，但费用增加。2019 年 Q1，公司营收同比+126.95%，主要由于合并范围新增菏泽华立新材料有限公司和 Granite Capital S.A。归母净利润 1.90 亿元，同比-24.45%，环比+30.11%，主要由于主营产品价格波动。

经营角度，2018 年，公司生产各类化工产品 162.76 万吨，同比+10.60%。其中丁酮产量 26.77 万吨、顺酐产量 21.66 万吨、丙烯产量 12.76 万吨、异辛烷产量 29 万吨均超设计产能，实现历史突破。**随着宏观经济逆周期调控，行业落后产能淘汰，预计产能过剩的顺酐和丁酮产品利润向具有成本优势的龙头企业集中。**

2. 发布一系列重大项目，助力未来成长

20 万吨/年甲基丙烯酸甲酯（MMA）及配套项目：该项目拟采用异丁烯

电话：010-88695130
E-MAIL：yangwei@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190517030005

/叔丁醇直接氧化法工艺，将公司 MTBE 产能转化为甲基丙烯酸甲酯。同时配套建设 10 万吨/年聚甲基丙烯酸甲酯树脂(PMMA)、40 万吨/年叔丁醇和 5 万吨/年异丁烯装置。项目预计总投资 37.8 亿元，其中固定资产投资 33.2 亿元，建设期预计 20 个月（不含项目申报）。预计销售收入 38 亿元，利润 8 亿元。

菏泽华立 MMA 项目：公司现金收购菏泽华立 34.33%股权后，目前合计持股 51%，实现绝对控股，并已在 19 年 1 月起并表。菏泽华立掌握碳四法 MMA 生产工艺，主要产品为 10 万吨/年 MMA，承诺 2019-2021 年度实现的净利润分别不低于 1.3 亿元、1.5 亿元、1.7 亿元。

70 万吨/年丙烷脱氢项目：该项目拟采用美国 UOP 的 Oleflex 生产工艺，将丙烷进行脱氢处理转化为丙烯。项目预计总投资 39.94 亿元，其中固定资产投资 36.23 亿元，建设期预计 24 个月（不含项目申报）。

30 万吨/年环氧丙烷项目：公司计划与韩国 SKC 公司共同投资建设 30 万吨/年环氧丙烷项目。

3. 第一期员工持股计划完成，均价 12.81 元/股，回购尚未实施

截至 2018 年 2 月 28 日，公司第一期员工持股计划已完成，单一信托累计买入公司股票 3,054,731 股，成交金额合计约 39,048,626.373 元，成交均价 12.783 元/股；集合信托累计买入公司股票 53,847,299 股，成交金额合计约 689,730,052.891 元，成交均价为 12.809 元/股。**总计 7.29 亿元，均价约 12.81 元/股，已于于 2019 年 2 月 28 日届满。锁定期届满后、24 个月后、36 个月后、48 个月后管理委员会将根据员工持股计划的安排和市场情况，每次减持不超过本次员工持股计划所持股份总数的 25%。**

2018 年 12 月 4 日，公司召开的 2018 年第二次临时股东大会审议通过了《关于回购部分社会公众股份预案》的议案，同意公司以集中竞价交易、大宗交易或其他法律法规允许的方式使用自有资金回购部分公司股份，**回购总额不低于 5 亿元，不超过 10 亿元，回购价格为不超过 12.00 元/股（含）**，有效期 12 个月。**截至 2019 年 3 月 31 日，公司尚未实施股份回购。**

4. 盈利预测及评级

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 9.50 亿元、10.61 亿元、11.51 亿元，对应 EPS 0.53 元、0.60 元、0.65 元，PE 18.8X、16.8X、15.5X。**考虑公司为 C4 产业链龙头，加速布局下游产品高端化，推进 MMA、丙烷脱氢、环氧丙烷等新项目建设，再造一个新“齐翔”，维持“买入”评级。**

风险提示：产品价格大幅波动、新项目进展不及预期

■ **盈利预测和财务指标：**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	27,924	32,690	37,616	41,741
（+/-%）	25.6%	17.1%	15.1%	11.0%
净利润(百万元）	843	950	1,061	1,151
（+/-%）	-0.8%	12.7%	11.7%	8.5%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.53	0.60	0.65
市盈率(PE)	21.1	18.8	16.8	15.5

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表				单位:百万元
会计年度	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
货币资金	1,064	2,756	4,462	6,232
应收票据	900	900	900	900
应收账款	1,801	2,108	2,426	2,692
预付账款	362	424	489	544
存货	702	822	948	1,055
其他流动资产	79	79	79	79
流动资产合计	4,909	7,090	9,305	11,502
其他长期投资	91	91	91	91
长期股权投资	424	424	424	424
固定资产	3,546	2,830	2,204	1,652
在建工程	692	762	838	922
无形资产	830	830	830	830
其他非流动资产	1,022	1,022	1,022	1,022
非流动资产合计	6,605	5,958	5,408	4,940
资产合计	**11,514**	**13,048**	**14,713**	**16,442**
短期借款	2,077	2,139	2,203	2,270
应付票据	311	311	311	311
应付账款	1,025	1,200	1,385	1,540
预收款项	170	199	230	255
其他应付款	72	72	72	72
一年内到期的非流动	0	0	0	0
其他流动负债	244	244	244	244
流动负债合计	3,899	4,166	4,445	4,691
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	169	169	169	169
非流动负债合计	169	169	169	169
负债合计	**4,068**	**4,335**	**4,614**	**4,861**
归属母公司所有者权	7,290	8,240	9,300	10,451
少数股东权益	157	162	168	173
所有者权益合计	7,447	8,402	9,468	10,625
负债和股东权益	**11,516**	**12,737**	**14,082**	**15,485**

现金流量表				单位:百万元
会计年度	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
经营活动现金流	1,216	1,578	1,586	1,639
现金收益	1,714	1,878	1,897	1,901
存货影响	40	-120	-127	-106
经营性应收影响	-1,205	-384	-398	-336
经营性应付影响	667	204	215	181
其他影响	0	0	0	0
投资活动现金流	-1,195	137	148	160
资本支出	-639	113	124	136
股权投资	-408	12	12	12
其他长期资产变化	-148	12	12	12
融资活动现金流	280	-23	-29	-29
借款增加	429	62	64	66
财务费用	-72	-85	-93	-95
股东融资	-68	0	0	0
其他长期负债变化	-10	0	0	0

利润表				单位:百万元
会计年度	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
营业收入	27,924	32,690	37,616	41,741
营业成本	26,030	30,484	35,178	39,125
营业税金及附加	123	144	166	184
销售费用	163	196	207	221
管理费用	312	366	421	459
财务费用	72	85	93	95
资产减值损失	18	15	15	15
公允价值变动收益	16	12	12	12
投资收益	16	12	12	12
营业利润	977	1,110	1,240	1,339
营业外收入	15	15	15	15
营业外支出	15	15	15	15
利润总额	977	1,110	1,240	1,339
所得税	132	155	174	182
净利润	845	954	1,066	1,157
少数股东损益	2	5	5	6
归属母公司净利润	843	950	1,061	1,151
NOPLAT	1,114	1,290	1,414	1,513
EPS（摊薄）	0.47	0.53	0.60	0.65

主要财务比率				
会计年度	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
成长能力				
营业收入增长率	25.6%	17.1%	15.1%	11.0%
EBIT增长率	26.8%	15.7%	9.6%	6.5%
归母公司净利润增长率	-0.8%	12.7%	11.7%	8.5%
获利能力				
毛利率	6.8%	6.7%	6.5%	6.3%
净利率	3.0%	2.9%	2.8%	2.8%
ROE	11.6%	11.5%	11.4%	11.0%
ROIC	14.3%	14.2%	13.6%	12.7%
偿债能力				
资产负债率	35.3%	34.0%	32.8%	31.4%
债务权益比	30.2%	27.5%	25.1%	23.0%
流动比率	125.9%	170.2%	209.3%	245.2%
速动比率	107.9%	150.5%	188.0%	222.7%
营运能力				
总资产周转率	2.4	2.5	2.6	2.5
应收账款周转天数	23	23	23	23
应付账款周转天数	14	14	14	14
存货周转天数	10	10	10	10
每股指标（元）				
每股收益	0.47	0.53	0.60	0.65
每股经营现金流	0.68	0.89	0.89	0.92
每股净资产	4.11	4.64	5.24	5.89
估值比率				
P/E	21.1	18.8	16.8	15.5
P/B	2.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	10.9	9.9	9.7	9.6

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。