

# 齐翔腾达 (002408)

证券研究报告

2019年08月31日

## 2019H1 盈利下滑，公司成长仍可期

**事项：**公司上半年营收 165.1 亿，同比+116.6%，二季度营收 94.0 亿，环比+32.1%，如果不考虑供应链，公司上半年营收 46.0 亿，同比-11.1%。上半年归母净利润 3.5 亿，同比-29.9%，二季度归母净利润 1.6 亿，环比-13.7%。  
**中报点评如下：**

### 1) 主营产品价格大跌，是公司利润下滑主要原因

甲乙酮和顺酐是公司主要盈利品种，2019H1 甲乙酮市场均价 7175 元/吨，同比-18.2%，甲乙酮-醚后碳四单吨利润 838 元/吨，同比-45.9%，公司甲乙酮类毛利 2.7 亿元，同比-29.7%；2019H1 顺酐市场均价 6408 元/吨，同比-24.8%，顺酐-正丁烷单吨利润 402 元/吨，同比-76.9%，公司顺酐类毛利 3.0 亿元，同比-30.2%；

### 2) 费用增加 1.5 亿，进一步拖累公司盈利

同 2018H1 相比，2019H1 销售费用增加 2000 万，管理费用增加 2700 万，研发费用增加 6000 万，财务费用增加 4000 万；

### 3) 菏泽华立首次并表，贡献部分业绩增量

2019 年上半年，菏泽华立净利润约 7000 万，公司拥有菏泽华立 51% 股权，对应利润约 3600 万。

### 对业务板块行业观点：

#### 1) 甲乙酮和顺酐已经跌至历史低位，进一步下跌空间有限

2019H1 甲乙酮和顺酐市场价格均接近历史低位。甲乙酮和顺酐终端下游是地产、汽车、建筑等领域，跟宏观经济走势密切相关，行业进一步恶化的可能性不大。

#### 2) 受益产业链一体化，产品盈利有效抵御 MMA 价格波动风险

公司在 MMA 产业链条配有混烷脱氢、正丁烷异构、叔丁醇合成、MMA 合成和 MMA 聚合装置，产业链配置十分完善。到 2021 年，MMA 将呈现上游新增产能较多，下游产能投放不足特点，MMA 利润重心下移至 PMMA，公司拥有 10 万吨 PMMA，即使 MMA 价格进一步下跌，PMMA 也将因此受益。

#### 3) 公司供应链业务仍然有较大成长机会

公司 2017 年正式进入供应链体系，毛利率也从 2017 年的 0.32% 提升至 2019H1 的 0.97%，呈现快速增长趋势。相比同为 LPG 贸易的东华能源毛利率 2-7% 仍有差距。

#### 4) 未来将建设四个高端项目，成长性值得期待

公司未来将建设四个高端项目，其中 20 万吨 MMA、70 万吨丙烷脱氢和 30 万吨环氧丙烷，预计 2020-2021 年陆续投产。另外，公司已与中国天辰达成合作协议，在淄博建设 20 万吨己二腈，有效发挥产业链协同优势。

### 盈利预测、估值、投资评级

维持 19/20/21 年净利润预测 7.0/10.0/16.8 亿，EPS 分别为 0.39/0.56/0.95 元，当前股价对应 PE 为 16.8/11.8/7.0 倍。维持“增持”评级。

**风险提示：**宏观经济持续走弱的风险，新项目投产不及预期的风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	22,226.20	27,924.06	31,116.60	36,823.43	46,346.21
增长率(%)	278.30	25.64	11.43	18.34	25.86
EBITDA(百万元)	1,532.61	1,860.44	1,584.37	1,989.96	2,929.22
净利润(百万元)	849.61	842.91	697.11	994.17	1,680.09
增长率(%)	69.07	(0.79)	(17.30)	42.61	68.99
EPS(元/股)	0.48	0.47	0.39	0.56	0.95
市盈率(P/E)	13.79	13.90	16.81	11.79	6.97
市净率(P/B)	1.76	1.61	1.49	1.36	1.18
市销率(P/S)	0.53	0.42	0.38	0.32	0.25
EV/EBITDA	14.88	6.93	8.62	9.78	6.36

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	6.6 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,775.21
流通 A 股股本(百万股)	1,739.12
A 股总市值(百万元)	11,716.38
流通 A 股市值(百万元)	11,478.19
每股净资产(元)	4.22
资产负债率(%)	43.46
一年内最高/最低(元)	11.05/6.13

### 作者

**张樨樨** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

**贾广博** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519010002  
jiaguangbo@tfzq.com

**刘子栋** 联系人  
liuzidong@tfzq.com

**郑小兵** 联系人  
zhengxiaobing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《齐翔腾达-首次覆盖报告:高端项目开启新一轮增长》2019-07-31
- 《齐翔腾达-季报点评:三季度业绩大超预期，产能扩张业绩有望持续增长》2019-10-22

## 1. 中报点评如下：

### 1.1. 主营产品价格大跌，是公司利润下滑主要原因

甲乙酮和顺酐是公司主要盈利品种，2019H1 甲乙酮市场均价 7175 元/吨，同比-18.2%，甲乙酮-醚后碳四单吨利润 838 元/吨，同比-45.9%，公司甲乙酮类毛利 2.7 亿元，同比-29.7%；2019H1 顺酐市场均价 6408 元/吨，同比-24.8%，顺酐-正丁烷单吨利润 402 元/吨，同比-76.9%，公司顺酐类毛利 3.0 亿元，同比-30.2%。

### 1.2. 费用增加 1.5 亿，进一步拖累公司盈利

同 2018H1 相比，2019H1 销售费用增加 2000 万，管理费用增加 2700 万，研发费用增加 6000 万，财务费用增加 4000 万。公司十分看重未来成长，正在积极推进四个高端项目有序投产，研发费用和财务费用大幅增加也正是公司备战新项目建设所需。

### 1.3. 菏泽华立首次并表，贡献部分业绩增量

2019 年上半年，菏泽华立净利润约 7000 万，公司拥有菏泽华立 51% 股权，对应利润约 3600 万。另外，公司收购菏泽华立是，业绩对赌 2019 年利润 1.3 亿，2019H1 已经实现了 54%，上半年 MMA 价格已经跌至历史低位，再往下概率不是很大，因此我们认为下半年 MMA 盈利大概率好于上半年，业绩承诺 1.3 亿能够实现。

## 2. 对各业务板块所属行业的判断

### 2.1. 甲乙酮和顺酐已经跌至历史低位，进一步下跌空间有限

2019H1 甲乙酮市场均价 7175 元/吨，同比-18.2%，最低价格跌至 5900 元/吨，盈利跌至 253 元/吨，接近历史低位；2019H1 顺酐市场均价 6408 元/吨，同比-24.8%，最低价格跌至 5400 元/吨，行业出现亏损。甲乙酮和顺酐终端下游是地产、汽车、建筑等领域，跟宏观经济走势密切相关，行业进一步恶化的可能性不大。

图 1：甲乙酮价格与盈利（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：顺酐价格与盈利（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.2. 受益产业链一体化，产品盈利有效抵御 MMA 价格波动风险

公司在 MMA 产业链条配有混烷脱氢、正丁烷异构、叔丁醇合成、MMA 合成和 MMA 聚合装置，原料往上游可以追溯到丁烷，产品向下游可以延伸至 PMMA。产业链配置十分完善。

2019 年上半年，MMA 价格从高位回落，最低价格跌至 10200 元/吨，接近历史低位 9700 元/吨，MMA 价格进一步下跌空间有限。

MMA 产业链呈现上游新增产能较多，下游产能投放不足特点。到 2021 年，PMMA 新增

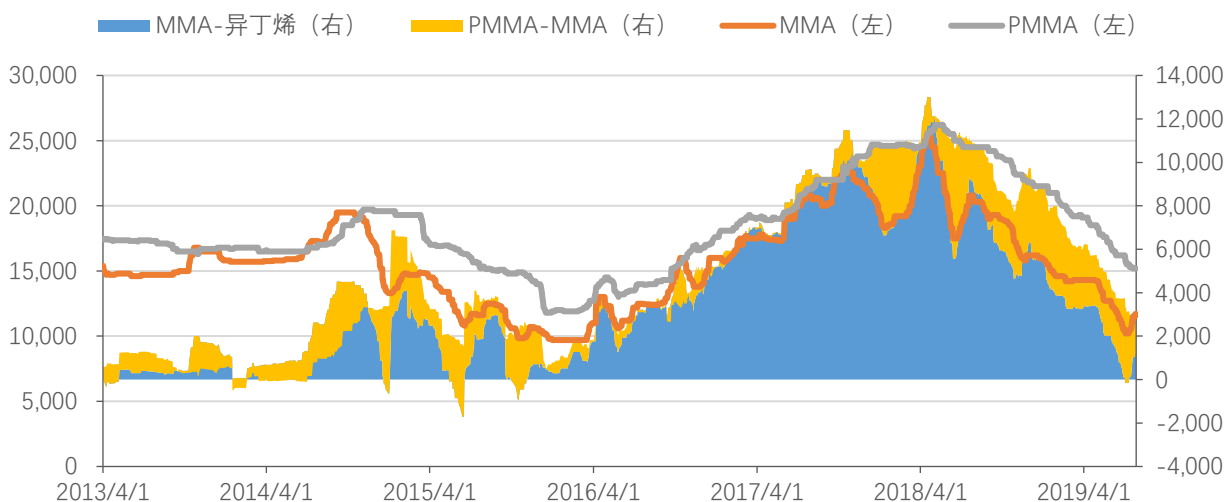
产能只有公司 1 家 10 万吨，整个产业链同时配套 MMA 和 PMMA 的只有 4 家企业。即使公司 20 万吨 MMA 投产后，MMA 受供给冲击价格进一步下跌，对公司影响也十分有限，因为 MMA 的利润将会转移至下游 PMMA，公司拥有 PMMA10 万吨，将因此受益。

表 1: 2021 年我国 MMA 产业链结构 (万吨)

工艺	企业	MMA 产能	PMMA 产能
丙酮氰醇法	吉林石化	20	-
丙酮氰醇法	璐彩特	18	-
丙酮氰醇法	斯尔邦石化	17	-
丙酮氰醇法	山东宏旭	7.5	-
丙酮氰醇法	龙新集团	7.5	2
丙酮氰醇法	浙江石化	9	-
丙酮氰醇法	东营达伟	2	-
碳四	齐翔腾达	20	10
碳四	上海德固赛	10	4
碳四	惠州惠菱	9	-
碳四	华谊玉皇	10	-
碳四	菏泽华立	5	-
碳四	万华化学	5	8
-	三菱丽阳	-	6
-	镇江奇美	-	9
-	双象股份	-	12
合计		140	51

资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

图 3: MMA, PMMA 价格和盈利 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 2.3. 公司供应链业务仍然有较大成长机会

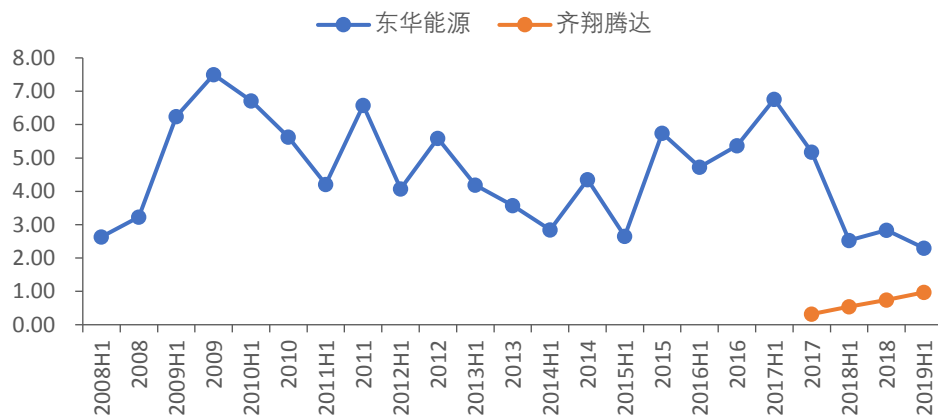
公司 2016 年被雪松收购后，2017 年正式进入供应链体系，毛利率也从 2017 年的 0.32% 提升至 2019H1 的 0.97%，呈现快速增长趋势。

2019 年 7 月，公司公告将在烟台市莱州港码头打造沿海原料仓储基地，至此，公司供应链体系基本搭建完毕。可以说，2017-2019 年是公司为搭建自己的供应链体系做的前期准备，所以可以看到，尽管毛利率快速增长但同东华能源比，毛利率仍然有相当差距，主要原因

就是前期准备阶段投入成本较高，侵蚀了部分毛利。

东华能源从事 LPG 贸易已有 20 多年，是国内该业务板块的龙头企业，专业人员、物流、仓储等配备都十分成熟完善。行业景气高点时，毛利率在 6-7%左右，行业景气低点时，毛利率在 2-3%之间。相比同为 LPG 贸易的东华能源毛利率 2-7%仍有差距，公司供应链业务提升空间仍然较大。

图 4：东华能源和齐翔腾达供应链业务毛利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,033.49	1,064.47	2,489.33	2,945.87	3,707.70
应收票据及应收账款	1,514.36	2,701.09	2,645.79	599.40	3,485.02
预付账款	361.51	362.14	843.67	260.88	1,185.93
存货	741.77	701.83	3,319.58	3,021.22	2,462.29
其他	63.42	81.05	213.43	112.71	173.19
<b>流动资产合计</b>	<b>3,714.54</b>	<b>4,910.57</b>	<b>9,511.81</b>	<b>6,940.08</b>	<b>11,014.13</b>
长期股权投资	0.00	423.60	423.60	423.60	423.60
固定资产	3,654.33	3,545.84	4,056.21	21,205.84	12,925.20
在建工程	580.24	692.46	1,253.55	(9,192.09)	236.92
无形资产	744.82	829.54	798.89	768.24	737.60
其他	951.16	1,113.65	1,115.32	1,090.50	1,106.46
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,930.54</b>	<b>6,605.09</b>	<b>7,647.56</b>	<b>14,296.09</b>	<b>15,429.78</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,645.08</b>	<b>11,515.66</b>	<b>17,159.38</b>	<b>21,236.17</b>	<b>26,443.91</b>
短期借款	1,647.49	2,076.95	4,222.23	9,268.87	9,711.86
应付票据及应付账款	506.38	1,335.99	2,363.84	608.01	3,450.56
其他	641.61	486.02	1,913.35	741.11	1,824.68
<b>流动负债合计</b>	<b>2,795.48</b>	<b>3,898.97</b>	<b>8,499.41</b>	<b>10,617.99</b>	<b>14,987.10</b>
长期借款	0.00	0.00	474.43	1,657.32	1,153.73
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	179.25	169.25	185.39	177.97	177.54
<b>非流动负债合计</b>	<b>179.25</b>	<b>169.25</b>	<b>659.83</b>	<b>1,835.29</b>	<b>1,331.27</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,974.74</b>	<b>4,068.22</b>	<b>9,159.24</b>	<b>12,453.27</b>	<b>16,318.37</b>
少数股东权益	23.90	157.41	159.44	162.08	166.52
股本	1,775.21	1,775.21	1,775.21	1,775.21	1,775.21
资本公积	2,174.26	2,184.87	2,184.87	2,184.87	2,184.87
留存收益	4,871.24	5,511.73	6,065.49	6,845.61	8,183.81
其他	(2,174.26)	(2,181.79)	(2,184.87)	(2,184.87)	(2,184.87)
<b>股东权益合计</b>	<b>6,670.35</b>	<b>7,447.44</b>	<b>8,000.14</b>	<b>8,782.90</b>	<b>10,125.54</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>9,645.08</b>	<b>11,515.66</b>	<b>17,159.38</b>	<b>21,236.17</b>	<b>26,443.91</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	846.81	844.82	697.11	994.17	1,680.09
折旧摊销	520.07	550.47	571.09	736.44	880.53
财务费用	44.04	61.80	101.00	101.00	101.00
投资损失	(3.85)	(85.74)	(15.74)	(15.74)	(15.74)
营运资金变动	(922.91)	(602.37)	(706.73)	117.60	597.51
其它	(191.66)	135.07	2.13	2.69	4.54
<b>经营活动现金流</b>	<b>292.49</b>	<b>904.05</b>	<b>648.85</b>	<b>1,936.16</b>	<b>3,247.92</b>
资本支出	571.09	1,159.14	1,595.76	7,417.21	1,998.68
长期投资	0.00	423.60	0.00	0.00	0.00
其他	(808.03)	(2,506.61)	(3,191.92)	(14,811.25)	(3,981.19)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(236.95)</b>	<b>(923.87)</b>	<b>(1,596.16)</b>	<b>(7,394.04)</b>	<b>(1,982.51)</b>
债权融资	1,647.49	2,076.95	4,696.66	10,926.19	10,865.59
股权融资	(60.48)	(57.92)	(104.08)	(101.00)	(101.00)
其他	(1,271.04)	(2,228.86)	(2,220.41)	(4,910.75)	(11,268.18)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>315.97</b>	<b>(209.83)</b>	<b>2,372.17</b>	<b>5,914.43</b>	<b>(503.59)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>371.51</b>	<b>(229.65)</b>	<b>1,424.86</b>	<b>456.55</b>	<b>761.82</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>22,226.20</b>	<b>27,924.06</b>	<b>31,116.60</b>	<b>36,823.43</b>	<b>46,346.21</b>
营业成本	20,443.01	26,029.70	29,157.35	34,447.56	42,880.85
营业税金及附加	103.38	122.93	136.98	162.11	204.03
营业费用	157.18	163.41	155.58	184.12	231.73
管理费用	500.61	312.37	326.72	386.65	486.64
研发费用	281.96	307.29	342.42	405.22	510.01
财务费用	60.48	71.62	101.00	101.00	101.00
资产减值损失	6.74	17.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(6.58)	16.24	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.85	15.74	15.74	15.74	15.74
其他	(34.45)	(124.83)	(31.48)	(31.48)	(31.48)
<b>营业利润</b>	<b>991.97</b>	<b>991.97</b>	<b>912.28</b>	<b>1,152.52</b>	<b>1,947.69</b>
营业外收入	0.78	14.67	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.64	15.06	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>991.11</b>	<b>976.74</b>	<b>912.28</b>	<b>1,152.52</b>	<b>1,947.69</b>
所得税	144.30	131.92	123.22	155.66	263.06
<b>净利润</b>	<b>846.81</b>	<b>844.82</b>	<b>789.06</b>	<b>996.86</b>	<b>1,684.63</b>
少数股东损益	(2.81)	1.91	2.13	2.69	4.54
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>849.61</b>	<b>842.91</b>	<b>697.11</b>	<b>994.17</b>	<b>1,680.09</b>
每股收益(元)	0.48	0.47	0.39	0.56	0.95

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	278.30%	25.64%	11.43%	18.34%	25.86%
营业利润	77.81%	0.00%	-8.03%	26.33%	68.99%
归属于母公司净利润	69.07%	-0.79%	-17.30%	42.61%	68.99%
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.02%	6.78%	6.30%	6.45%	7.48%
净利率	3.82%	3.02%	2.24%	2.70%	3.63%
ROE	12.78%	11.56%	8.89%	11.53%	16.87%
ROIC	15.17%	13.08%	9.79%	11.09%	10.83%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.84%	35.33%	53.38%	58.64%	61.71%
净负债率	9.20%	13.60%	27.59%	90.86%	70.69%
流动比率	1.33	1.26	1.12	0.65	0.73
速动比率	1.06	1.08	0.73	0.37	0.57
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	18.47	13.25	11.64	22.69	22.69
存货周转率	31.18	38.69	15.48	11.61	16.90
总资产周转率	2.44	2.64	2.17	1.92	1.94
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.48	0.47	0.39	0.56	0.95
每股经营现金流	0.16	0.51	0.37	1.09	1.83
每股净资产	3.74	4.11	4.42	4.86	5.61
<b>估值比率</b>					
市盈率	13.79	13.90	16.81	11.79	6.97
市净率	1.76	1.61	1.49	1.36	1.18
EV/EBITDA	14.88	6.93	8.62	9.78	6.36
EV/EBIT	22.52	9.84	13.48	15.52	9.09

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com