

齐翔腾达 (002408)

证券研究报告

2019年10月13日

三季度业绩小幅回升，最困难时期大概率已过

事项: 公司 2019Q1-Q3 营收 240.46 亿, 同比+54.0%, 其中 2019Q3 营收 75.35 亿, 同比-5.7%, 环比-19.8%。公司 2019Q1-Q3 归母净利润 5.24 亿, 同比-24.9%, 其中 2019Q3 归母净利润 1.70 亿, 同比-11.9%, 环比+3.7%。

三季度业绩环比小幅回升，系主营化工品涨价所致

公司核心盈利品种主要是甲乙酮和顺酐 2019Q3 甲乙酮均价 7445 元/吨, 环比+3.2%, 甲乙酮单吨价差 1873 元/吨, 环比+6.9%; 2019Q3 顺酐均价 6368 元/吨, 环比+3.9%, 正丁烷法单吨价差 537 元/吨, 扭亏为盈

“冬去春来”，公司最困难时期大概率已经过去

公司 2019Q2 和 Q3 季度业绩是 2017Q3 季度以来(不考虑 2018Q4 油价暴跌影响)的历史低位，这也可能是公司 2017 年以来遇到的最困难时期，核心原因主要是主营产品甲乙酮和顺酐价格跌至底部，导致价差不断收窄。具体来看，甲乙酮价格在 Q2 季度末价格跌至 5900 元/吨，比历史均值还低 1800 元/吨，单吨价差跌至 800 元/吨左右；顺酐价格在 Q2 季度跌至 5400 元/吨，接近历史最低价 5350 元/吨，正丁烷法基本处于亏损状态。目前，甲乙酮和顺酐价格正处于上升通道中，再跌至历史低位的概率不大。

新项目有序进展，高成长性值得期待

1) MMA 项目: MMA 项目已经开工，目前正在积极建设中；2) PDH 项目: 目前已经完成立项，项目进度可能仅次于 MMA；3) PO 项目: 转让许可协议已经签署，我们认为项目设计和施工正在积极推动中；4) 己二腈项目: 公司 7 月份公告将与中国天辰合资建设 100 万吨尼龙 66 产业基地，项目包括建设 20 万吨己二腈装置等，我们认为公司正在推进土地转让和项目设计。

持续增持+回购，彰显大股东对公司未来发展的坚定信心

1) 增持进展: 根据公司公告，齐翔集团在 2019 年 11 月 15 日之前完成增持金额不少于 8 亿元，根据三季报公告，我们测算出截至 2019 年 9 月 30 日，公司已经累计增持 6548 万股，增值金额合计 5.1 亿元。

2) 回购进展: 公司从年初开始一直在回购股份，截至 9 月 30 日，公司已经累计回购 921.5 万股，成交金额为 6953.5 万元(不含交易费用)，而根据公司的回购预案，即在 2019 年 12 月 4 日前，回购金额要不低于 5 亿，不超过 10 亿元。我们预计大股东和公司将会继续推进公司股票的增持和回购。

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 18.5/13.0/7.7 倍。维持“增持”评级。

风险提示: 油价暴跌风险；甲乙酮价格大幅回调风险；增持及回购力度不及预期风险

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	1,241.69	1,492.56	2,295.11
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)	15.17	15.29	18.49	12.96	7.67
市净率(P/B)	1.94	1.77	1.64	1.49	1.29
市销率(P/S)	0.58	0.46	0.41	0.35	0.28
EV/EBITDA	14.88	6.93	10.97	9.80	4.78

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	7.26 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)	12,888.02
流通 A 股市值(百万元)	12,626.01
每股净资产(元)	4.28
资产负债率(%)	41.23
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 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519090001
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

- 1 《齐翔腾达-半年报点评:2019H1 盈利下滑，公司成长仍可期》 2019-08-31
- 2 《齐翔腾达-首次覆盖报告:高端项目开启新一轮增长》 2019-07-31
- 3 《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》 2017-10-22

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,033.49	1,064.47	2,489.33	2,945.87	3,707.70	营业收入	22,226.20	27,924.06	31,116.60	36,823.43	46,346.21
应收票据及应收账款	1,514.36	2,701.09	2,645.79	2,645.15	4,014.06	营业成本	20,443.01	26,029.70	29,157.35	34,447.56	42,880.85
预付账款	361.51	362.14	843.67	260.88	1,185.93	营业税金及附加	103.38	122.93	136.98	162.11	204.03
存货	741.77	701.83	3,319.58	3,021.22	2,462.29	营业费用	157.18	163.41	155.58	184.12	231.73
其他	63.42	81.05	213.43	112.71	173.19	管理费用	500.61	312.37	326.72	386.65	486.64
流动资产合计	3,714.54	4,910.57	9,511.81	8,985.83	11,543.17	研发费用	281.96	307.29	342.42	405.22	510.01
长期股权投资	0.00	423.60	423.60	423.60	423.60	财务费用	60.48	71.62	101.00	101.00	101.00
固定资产	3,654.33	3,545.84	3,649.05	3,653.25	3,585.03	资产减值损失	6.74	17.62	0.00	0.00	0.00
在建工程	580.24	692.46	451.48	318.89	221.33	公允价值变动收益	(6.58)	16.24	0.00	0.00	0.00
无形资产	744.82	829.54	798.89	768.24	737.60	投资净收益	3.85	15.74	15.74	15.74	15.74
其他	951.16	1,113.65	1,115.32	1,090.50	1,106.46	其他	(34.45)	(124.83)	(31.48)	(31.48)	(31.48)
非流动资产合计	5,930.54	6,605.09	6,438.34	6,254.48	6,074.02	营业利润	991.97	991.97	912.28	1,152.52	1,947.69
资产总计	9,645.08	11,515.66	15,950.15	15,240.31	17,617.20	营业外收入	0.78	14.67	0.00	0.00	0.00
短期借款	1,647.49	2,076.95	3,254.85	4,472.17	2,038.87	营业外支出	1.64	15.06	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	506.38	1,335.99	2,363.84	608.01	3,450.56	利润总额	991.11	976.74	912.28	1,152.52	1,947.69
其他	641.61	486.02	1,913.35	741.11	1,824.68	所得税	144.30	131.92	123.22	155.66	263.06
流动负债合计	2,795.48	3,898.97	7,532.03	5,821.29	7,314.12	净利润	846.81	844.82	789.06	996.86	1,684.63
长期借款	0.00	0.00	232.59	458.15	0.00	少数股东损益	(2.81)	1.91	2.13	2.69	4.54
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	849.61	842.91	697.11	994.17	1,680.09
其他	179.25	169.25	185.39	177.97	177.54	每股收益(元)	0.48	0.47	0.39	0.56	0.95
非流动负债合计	179.25	169.25	417.98	636.11	177.54						
负债合计	2,974.74	4,068.22	7,950.01	6,457.40	7,491.65						
少数股东权益	23.90	157.41	159.44	162.08	166.52	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1,775.21	1,775.21	1,775.21	1,775.21	1,775.21	成长能力					
资本公积	2,174.26	2,184.87	2,184.87	2,184.87	2,184.87	营业收入	278.30%	25.64%	11.43%	18.34%	25.86%
留存收益	4,871.24	5,511.73	6,065.49	6,845.61	8,183.81	营业利润	77.81%	0.00%	-8.03%	26.33%	68.99%
其他	(2,174.26)	(2,181.79)	(2,184.87)	(2,184.87)	(2,184.87)	归属于母公司净利润	69.07%	-0.79%	-17.30%	42.61%	68.99%
股东权益合计	6,670.35	7,447.44	8,000.14	8,782.90	10,125.54	获利能力					
负债和股东权益总	9,645.08	11,515.66	15,950.15	15,240.31	17,617.20	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%	12.65%	17.10%
						偿债能力					
						资产负债率	30.84%	35.33%	49.84%	42.37%	42.52%
						净负债率	9.20%	13.60%	12.48%	22.59%	-16.48%
						流动比率	1.33	1.26	1.26	1.54	1.58
						速动比率	1.06	1.08	0.82	1.02	1.24
						营运能力					
						应收账款周转率	18.47	13.25	11.64	13.92	13.92
						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	2.27	2.36	2.82
						每股指标(元)					
						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	0.17	-0.34	2.33
						每股净资产	3.74	4.11	4.42	4.86	5.61
						估值比率					
						市盈率	15.17	15.29	18.49	12.96	7.67
						市净率	1.94	1.77	1.64	1.49	1.29
						EV/EBITDA	14.88	6.93	10.97	9.80	4.78
						EV/EBIT	22.52	9.84	13.44	11.67	5.35

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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