



2020-09-01

公司点评报告

买入/维持

齐翔腾达 (002408)

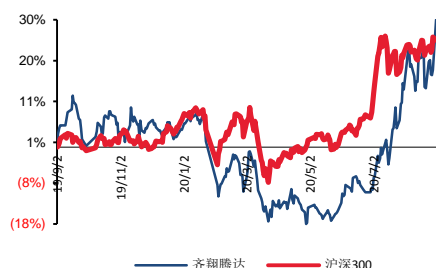
目标价: 11.7

昨收盘: 8.82

材料 材料 II

## C4 龙头再创业，多个项目即将进入收获期

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,775/1,734
总市值/流通(百万元)	15,657/15,293
12 个月最高/最低(元)	8.82/5.63

### 相关研究报告:

齐翔腾达 (002408)《【太平洋化工】齐翔腾达 2019 一季报点评:业绩环比改善,布局多个新项目助力未来成长》--2019/04/17

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

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

**事件:** 公司发布 2020 年中报, 报告期实现营业收入 99.11 亿元, 同比-39.97%; 归母净利润 4.75 亿元, 同比+34.39%。其中第二季度单季营业收入 52.14 亿元, 同比-44.52%, 环比+11%; 归母净利润 2.78 亿元, 同比+69.03%, 环比+40.3%。

### 主要观点:

#### 1. 传统 C4 全产业链龙头, 业绩改善

公司为国内传统 C4 产业链领先企业, 打造完整碳四全产业链, 实现对各组分“吃干榨净”, 拥有年化产能 20 万吨甲乙酮 (产能全球第一, 国内产销占比约 50%, 国内出口份额 60%以上)、20 万吨顺酐 (产能全球第一, 国内市场占有率约 25%, 国内出口份额 50%以上)、35 万吨 MTBE、20 万吨异辛烷、15 万吨丁二烯等。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。(1) 甲乙酮作为一种性能优良、用途广泛的有机溶剂, 具有优异的溶解性和干燥特性, 并具有沸点较高、蒸汽压力较低的优点。甲乙酮可与多种烃类溶剂互溶, 在涂料、胶带、胶粘剂、合成革、油墨、磁带等行业部门具有广泛的用途。(2) 顺酐是重要的基本有机化工原料, 主要用于生产不饱和聚酯树脂、富马酸、润滑油添加剂、农用化学品、涂料、耐热苯乙烯树脂等近百种下游有机中间体和专用化学品, 是仅次于醋酐和苯酐的第 3 大酸酐。(3) 丁二烯是生产合成橡胶的单体, 是生产多种合成橡胶 (如丁苯橡胶、顺丁橡胶、丁腈橡胶、氯丁橡胶) 的主要原料, 而且是生产各种用途广泛的树脂 (如 ABS 树脂、SBS 树脂、BS 树脂、MBS 树脂) 的重要原料。

同时, 公司拥有催化剂业务, 以山东齐鲁科力化工研究院有限公司为主, 产品包括耐硫变换催化剂、制氢催化剂、硫磺回收催化剂和加氢催化剂四大系列 80 余种产品。2020 年 H1, 齐鲁科力实现营业收入 1.13 亿元, 净利润 2143.62 万元, 同比下滑 123.6 万元。

2020 年 H1, 公司盈利大幅改善, 主要由于 (1) 原材料价格下滑, 公司综合毛利率提升。其中主营产品甲乙酮毛利率同比提升 5.72 个百分点至 32.69%, 毛利增加 1.62 亿元。(2) 整体主动减少毛利率低的供应链业务, 积极拓展新冠疫情相关的产品 (异丙醇、丙酮) 贸易, 产品毛利率及毛利润有所提升。供应链管理业务营收占比降至

59.66%，毛利率同比提升 2.4 个百分点至 3.37%，为历史最好水平。

## 2. 多个项目储备即将进入收获期

公司目前在建并储备了一系列新项目，再造一个齐翔。

**(1) 20 万吨/年甲基丙烯酸甲酯 (MMA) 及配套项目：**公司现金收购菏泽华立 34.33% 股权后，目前合计持股 51%，实现控股。公司自建 20 万吨/年 MMA 项目，该项目采用异丁烯/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。截止报告期末 MMA 项目主装置的所有设备已就位，配套设施施工已完成，进入管道安装阶段，项目进度按项目规划正常推进。

**(2) 20 万吨/年丁腈胶乳项目：**该项目预计投资 6.8 亿元，分两期建设，预计建设周期 10 个月。丁腈胶乳 (NBR Latex) 是丁腈手套主要原料，其中 90% 应用于医用手套。生产丁腈胶乳所需主要原料丁二烯和丙烯腈分别由公司自产和天辰齐翔合资公司提供，且丁腈胶乳产品可直接实现周边销售，如英科医疗等，大大节省运输成本。该项目有利于提高公司装置产能利用率、一体化及投资收益。

**(3) 70 万吨/年丙烷脱氢项目及 30 万吨/年环氧丙烷项目：**将公司 C4 产业链延伸至 C3 产业链，打造“丙烷-丙烯-环氧丙烷”的碳三产业链布局。公司先后引进美国 UOP 的 Oleflex 生产工艺，投资建造 70 万吨/年丙烷脱氢项目；引进德国赢创、蒂森克虏伯共有的过氧化氢直接氧化法技术，投资建造 30 万吨/年环氧丙烷项目。截至报告期末，70 万吨/年丙烷脱氢项目长周期设备和非标准设备已完成订货，土建施工有序推进中。30 万吨/年环氧丙烷项目处于工艺包设计阶段，关键设备开始订货。

**(4) 20 万吨/年异壬醇项目：**该装置建成后将进一步增进公司对 C4 原料的加工深度，增加产品附加值与产品多样化，实现 C4 产业链纵深发展。截至报告期末 20 万吨/年异壬醇项目已完成立项审批。

**(5) 100 万吨尼龙 66 新材料产业基地项目：**该项目公司持股比例 10%，分期建设。项目一期建设内容主要包括：建设 30 万吨/年丙烯腈联产氢氰酸装置、5 万吨/年氰化钠装置、9 万吨/年氢氰酸装置、20 万吨/年己二腈装置、20 万吨/年加氢装置和 20 万吨/年尼龙 66 成盐及切片装置，以及配套公用工程和辅助生产设施。该项目有望实现己二腈国产化技术替代。

## 3. 盈利预测及评级

假设公司各大项目投产顺利，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 9.07 亿元、12.30 亿元、15.57 亿元，对应 EPS 0.51 元、0.69

元、0.88 元，PE 17.3X、12.7X、10.1X。考虑公司为 G4 全产业链龙头，补齐 C3 产业链，加速布局下游产品高端化，推进 MMA、丁腈胶乳、丙烷脱氢、环氧丙烷等新项目建设，成长空间大，维持“买入”评级。

**风险提示：**需求下滑、产品价格大幅波动、新项目投产进度及盈利不及预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	30,058	20,913	25,413	30,913
(+/-%)	7.64%	-30.42%	21.52%	21.64%
净利润(百万元)	620	907	1230	1557
(+/-%)	-26.39%	46.12%	35.64%	26.59%
摊薄每股收益(元)	0.35	0.51	0.69	0.88
市盈率(PE)	20.5	17.3	12.7	10.1

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

附表：盈利预测表

利润表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	30058	20913	25413	30913
营业成本	28281	19115	23075	28007
毛利	1777	1799	2338	2906
%营业收入	5.9%	8.6%	9.2%	9.4%
税金及附加	87	60	73	89
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	190	132	160	195
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	355	247	300	365
%营业收入	1%	1%	1%	1%
研发费用	316	220	267	325
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	137	145	155	163
%营业收入	0%	1%	1%	1%
资产减值损失	58	-7	0	0
信用减值损失	13	5	5	5
其他收益	71	70	70	70
投资收益	13	6	6	6
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	706	1072	1454	1839
%营业收入	2%	5%	6%	6%
营业外收支	2	-3	-3	-3
利润总额	708	1069	1451	1836
%营业收入	2%	5%	6%	6%
所得税费用	76	115	156	197
净利润	632	954	1295	1639
归属于母公司的净利润	620	907	1230	1557
少数股东损益	11	48	65	82
EPS（元/股）	0.35	0.51	0.69	0.88

现金流量表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	765	1521	1186	1465
投资	0	0	0	0
资本性支出	-176	-176	-176	-176
其他	-1095	6	6	6
投资活动现金流净额	-1272	-170	-170	-170
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	1340	-12	-17	-52
筹资成本	-320	-186	-185	-183
其他	-268	-5	0	0
筹资活动现金流净额	752	-202	-202	-236
现金净流量	246	1148	814	1060

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

资产负债表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1519	2668	3482	4542
交易性金融资产	146	146	146	146
应收账款及应收票据	2010	1639	1992	2423
存货	877	534	644	782
预付账款	720	486	587	713
其他流动资产	119	91	98	107
流动资产合计	5392	5565	6950	8713
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	27	27	27	27
投资性房地产	77	77	77	77
固定资产合计	4591	4591	4591	4591
无形资产	1431	1431	1431	1431
商誉	1079	1079	1079	1079
递延所得税资产	65	65	65	65
其他非流动资产	1312	1486	1659	1832
资产总计	13974	14321	15880	17815
短期借款	3262	3250	3233	3181
应付票据及应付账款	1220	864	1043	1266
预收账款	133	92	112	137
应付职工薪酬	148	100	120	146
应交税费	57	40	48	59
其他流动负债	380	257	310	376
流动负债合计	5200	4603	4868	5165
长期借款	495	495	495	495
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	103	103	103	103
其他非流动负债	136	136	136	136
负债合计	5935	5338	5602	5899
归属于母公司的所有者权益	7560	8462	9692	11249
少数股东权益	636	683	748	830
股东权益	8196	9146	10441	12079
负债及股东权益	14131	14484	16043	17979

基本指标

EPS	0.35	0.51	0.69	0.88
BVPS	4.26	4.77	5.46	6.34
PE	20.46	17.27	12.73	10.06
PEG	—	0.37	0.36	0.38
PB	1.68	1.85	1.62	1.39
EV/EBITDA	9.89	14.69	10.35	7.66
ROE	8%	11%	13%	14%

## 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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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。