

齐翔腾达 (002408)

公司研究/点评报告

营收高增长，毛利率提升

—齐翔腾达 2021 年半年度业绩点评

点评报告/石油化工

2021 年 08 月 31 日

一、事件概述

2021 年 8 月 30 日，公司发布 2021 年半年度业绩公告，上半年实现营业收入 177.5 亿元，同比增长 79.1%；归母净利润 14.7 亿元，同比增长 208.9%；扣非归母净利润 14.5 亿元，同比增长 228.6%。其中，21Q2 单季度实现营收 90.5 亿元，同比增长 73.5%；归母净利润 8.0 亿元，同比增长 188.9%。

二、分析与判断

➤ 营收高增长，毛利率提升

收入端：分业务看，2021H1 公司甲乙酮/顺酐/化工其他/供应链业务营收分别为 10.6/38.4/24.1/103.5 亿元，同比-25.4%/103.1%/310.7%/75.1%，甲乙酮业务收入下降主要系销量下降影响。**毛利率：**2021H1 公司综合毛利率为 13.95%，同比提升 3.4 个百分点，主要系公司主要产品价格上涨所致；其中，甲乙酮/顺酐/化工其他/供应链业务毛利率分别为 28.3%/21.4%/45.8%/2.0%，同比-4.4%/8.9%/28.8%/-1.4%。

➤ C4 产业链：巩固甲乙酮、顺酐龙头地位，布局下游高端、精细化产品

巩固甲乙酮及顺酐龙头地位。公司目前拥有甲乙酮产能 18 万吨，约占国内产销份额的 50%；拥有正丁烷氧化法制顺酐装置 20 万吨，为全球最大；相较于其他规模较小的甲乙酮、顺酐厂商而言，公司具有较强的规模效益、议价能力。同时，为巩固龙头地位，公司拟新建 20 万吨/年顺酐产能，以满足下游不断增长的需求。**多方向布局下游高端、精细化产品，深挖 C4 产业链价值。**MMA：公司 20 万吨/年 MMA 项目目前已全部投产，且 PMMA 项目也正处于建设当中，投产后公司将完成形成“异丁烯—MMA—PMMA”的一体化完整产业链。**尼龙 66：**公司与中国天辰就共同投资建设生产高新材料尼龙 66 达成一致，发起设立天辰齐翔新材料，投资建设年产 100 万吨尼龙 66 新材料产业基地，目前该项目正在加紧建设中。**丁腈胶乳：**公司投资新建 20 万吨/年丁腈胶乳装置，并于 2021 年 1 月全部投产，目前该装置为国内产能最大的丁腈胶乳装置。**异壬醇：**公司拟投资建设 20 万吨/年异壬醇项目，其下游产品为 DINP，主要用于塑料增塑剂，潜在市场需求量达到上百万吨。

➤ 切入 C3 产业链，布局“丙烷-丙烯-环氧丙烷”产业链

为实现从 C4 向 C3 的延伸，并形成完善的“丙烷-丙烯-环氧丙烷”一体化产业链布局。公司积极引入先进技术，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。截至目前，PDH 项目及环氧丙烷项目已进入施工环节，预计将于 2022 年投产。我们认为，通过 C3 产业链的布局，公司有望新增盈利增长点，提高抗风险能力，打造综合性化工平台。

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年营收为 363.8/399.7/438.1 亿元，归母净利润 32.8/35.9/39.4 亿元，EPS 为 1.64/1.80/1.97 元，对应 PE 为 8.9/8.1/7.4 倍。以可比公司卫星石化、东华能源和万华化学 2021 年 14.8 倍的 PE 为参考，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

原材料价格上涨的风险；新产能投产节奏较慢的风险；产品价格下降的风险。

推荐

首次评级

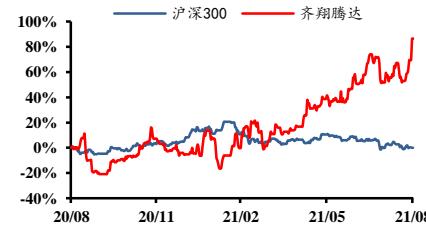
当前价格： 14.63 元

交易数据

2021-8-30

近 12 个月最高/最低(元)	14.63/6.98
总股本 (百万股)	1,996
流通股本 (百万股)	1,946
流通股比例 (%)	97.50
总市值 (亿元)	292
流通市值 (亿元)	285

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

研究助理：曾杰煌

执业证号： S0100121070026

电话： 0755-22662096

邮箱： zengjehuang@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	24,686	36,383	39,966	43,812
增长率 (%)	-17.9%	47.4%	9.8%	9.6%
归属母公司股东净利润 (百万元)	976	3,280	3,591	3,936
增长率 (%)	57.2%	236.2%	9.5%	9.6%
每股收益 (元)	0.59	1.64	1.80	1.97
PE (现价)	24.8	8.9	8.1	7.4
PB	2.9	2.4	1.8	1.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	24,686	36,383	39,966	43,812
营业成本	22,395	31,158	34,234	37,550
营业税金及附加	62	108	112	123
销售费用	93	180	191	205
管理费用	401	507	573	636
研发费用	271	394	433	476
EBIT	1,464	4,036	4,422	4,823
财务费用	172	156	139	101
资产减值损失	(55)	0	0	0
投资收益	8	11	10	10
营业利润	1,247	3,945	4,346	4,783
营业外收支	(39)	0	0	0
利润总额	1,208	3,926	4,324	4,759
所得税	179	520	578	646
净利润	1,028	3,405	3,746	4,113
归属于母公司净利润	976	3,280	3,591	3,936
EBITDA	2,294	4,979	5,495	6,025
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3524	4842	7898	10531
应收账款及票据	2353	3132	3436	3836
预付款项	744	854	993	1096
存货	760	1247	1008	1492
其他流动资产	28	28	28	28
流动资产合计	8677	11493	14705	18421
长期股权投资	81	92	102	113
固定资产	5578	6401	7316	8212
无形资产	1620	1814	2000	2154
非流动资产合计	11962	12736	13755	14601
资产合计	20639	24229	28459	33023
短期借款	4350	4350	4350	4350
应付账款及票据	2336	2340	2722	3085
其他流动负债	25	25	25	25
流动负债合计	7636	7821	8305	8755
长期借款	430	430	430	430
其他长期负债	2755	2755	2755	2755
非流动负债合计	3217	3217	3217	3217
负债合计	10854	11039	11523	11973
股本	1775	1996	1996	1996
少数股东权益	804	929	1085	1261
股东权益合计	9785	13190	16937	21050
负债和股东权益合计	20639	24229	28459	33023

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-17.9%	47.4%	9.8%	9.6%
EBIT 增长率	76.4%	175.8%	9.6%	9.0%
净利润增长率	57.2%	236.2%	9.5%	9.6%
盈利能力				
毛利率	9.3%	14.4%	14.3%	14.3%
净利润率	4.0%	9.0%	9.0%	9.0%
总资产收益率 ROA	4.7%	13.5%	12.6%	11.9%
净资产收益率 ROE	10.9%	26.8%	22.7%	19.9%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.5	1.8	2.1
速动比率	1.0	1.3	1.6	1.9
现金比率	0.6	0.8	1.1	1.3
资产负债率	0.5	0.5	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	26.4	22.2	23.2	23.4
存货周转天数	13.2	11.6	11.9	12.0
总资产周转率	1.4	1.6	1.5	1.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	1.6	1.8	2.0
每股净资产	5.1	6.1	7.9	9.9
每股经营现金流	0.8	1.6	2.7	2.5
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	24.8	8.9	8.1	7.4
PB	2.9	2.4	1.8	1.5
EV/EBITDA	12.9	5.9	4.8	4.0
股息收益率	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
<hr/>				
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,028	3,405	3,746	4,113
折旧和摊销	885	943	1,073	1,202
营运资金变动	(762)	(1,306)	328	(634)
经营活动现金流	1,362	3,250	5,359	4,895
资本开支	2,159	1,725	2,103	2,062
投资	(1,086)	0	0	0
投资活动现金流	(3,230)	(1,725)	(2,103)	(2,062)
股权募资	701	0	0	0
债务募资	3,393	(8)	0	0
筹资活动现金流	2,265	(207)	(200)	(200)
现金净流量	397	1,318	3,056	2,632

分析师与研究助理简介

杨侃, 南京大学地科院与Rutgers化工系联合培养博士, 拥有资深地质学及化工领域背景, 在JGR、JCIS、Energy & Fuel等发表多篇论文, 涉及钻井岩心分析、介观尺度地质流体计算模拟等。2014年10月加入民生证券, 从事石化、建材行业研究, 擅长大周期行业研究及自上而下的选股策略。2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名, 2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

曾杰煌, 石化&建材行业助理分析师, 西南财经大学硕士, 拥有理工&金融复合背景。2021年7月加入民生证券, 从事石化、建材行业研究, 曾有过汽车、交运和军工行业相关研究经验。

分析师承诺

作者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, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院:

上海: 上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F; 200120

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层; 100005

深圳: 广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元; 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、財務状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。