

齐翔腾达（002408）：全球龙头巩固优势，开启新一轮成长

——公司深度报告

2021年9月14日

强烈推荐/首次

齐翔腾达

公司报告

公司以碳四产业链化工为主业，是甲乙酮和顺酐行业的全球龙头，产品种类丰富产业链完善，并有供应链业务。同时积极发展碳三及新材料业务。

中国为甲乙酮顺酐生产出口大国，技术替代和环保带来行业新空间，公司成为最大受益者。全球甲乙酮和顺酐行业集中度高，中国是最主要生产国和出口国。公司作为甲乙酮和顺酐行业全球龙头，国内市占率高达 50% 和 30% 以上，公司出口占国内出口比例高达 70% 和 50%。甲乙酮行业产业链地位高，顺酐行业技术替代空间大，环保推动顺酐和甲乙酮需求空间扩大，公司作为全球龙头将充分受出口拉动和行业新变化。

公司具备成本优势和品质优势。公司产线规模遥遥领先，规模效应降低单位制造成本，提升原料采购的议价能力；公司基地布局接近原材料供应商和客户，管道运输加海运模式降低运输成本；柔性生产能根据市场需求生产，提升产能利用率降低单位生产成本；高效装置和高素质人员带来制造和人工成本下降。公司技术在行业内领先，产品品质优，行业内有很好的品牌形象。优势下毛利率水平稳定改善，优于同业公司水平。ROE 水平近几年持续改善，净利润率保持稳定且改善，龙头地位等优势助力成本压力向下传导。

补短板固优势进高增长阶段，引先进技术开启新成长。公司扩大甲乙酮和顺酐产能巩固优势主业，发展供应链业务弥补原材料短板。对碳四产业链全方位延伸，建设具备技术优势的 MMA、PMMA 和异壬醇等新产能。引进排他性国外先进技术建设环氧丙烷和丙烷脱氢等项目，公司将开启新一轮成长阶段。受益行业景气提升和全产业链产能投产，公司从 2021 年进入高增长。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2021-2023 年的 EPS 分别为 1.36、2.08 和 2.55 元。对应 PE 值分别为 11、7 和 6 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

风险提示：产能建设不及预期，原料涨价、需求变化和行业产能释放超预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	30,057.69	24,685.92	36,452.60	51,916.78	61,280.89
增长率（%）	7.64%	-17.87%	47.67%	42.42%	18.04%
净归母净利润（百万元）	631.54	1,028.50	2,714.18	4,154.64	5,104.61
增长率（%）	-25.25%	62.85%	163.90%	53.07%	22.87%
净资产收益率（%）	8.21%	10.86%	24.33%	28.39%	27.00%
每股收益（元）	0.35	0.59	1.36	2.08	2.55
PE	44.29	26.27	11.42	7.46	6.07
PB	3.64	3.06	2.78	2.12	1.64

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是甲乙酮和顺酐行业的全球龙头公司，具备完善的碳四产业链的产品，形成碳四丁烯组分产品线、异丁烯组分产品线、丁烷组分产品线和异丁烷组分产品线共四条产品线，同时积极发展新材料和碳三产品线。

资料来源：公司公告、WIND

未来 3-6 个月重大事项提示：

70 万吨 PDH 项目投产

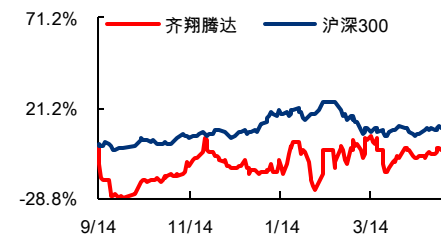
发债及交叉持股介绍：

2020-08-20 发行 8.74 亿元可转换债券

交易数据

52 周股价区间（元）	10.36-6.98
总市值（亿元）	182.8
流通市值（亿元）	178.0
总股本/流通 A 股（万股）	189,824/184,836
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.83

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

目 录

1. 甲乙酮和顺酐全球龙头碳四产业链完善，化工品为利润支柱	4
1.1 公司为甲乙酮和顺酐全球龙头，碳四完善并发展碳三	4
1.2 供应链管理业务贡献营收，化工品毛利占比高	4
2. 中国为甲乙酮顺酐生产出口大国，技术替代和环保带来新空间	5
2.1 中国是甲乙酮最大生产和出口国，需求替代空间大议价能力强	5
2.2 顺酐行业出口提升明显，环保推动技术替代和扩大需求空间	7
3. 甲乙酮和顺酐全球龙头具备成本和品质优势	9
3.1 规模化、基地布局、柔性和高效生产带来综合成本优势	9
3.2 公司产品品质优势明显	10
3.3 优势之下盈利水平高于同行业上市公司，且不断改善	10
3.4 龙头地位等优势下议价能力提升，助力成本压力传导	12
4. 补短板固优势进入高增长阶段，引先进技术开启新一轮成长	12
4.1 公司进入到业绩高增长的周期阶段	12
4.2 巩固龙头地位提升附加值，全碳四产业链提升竞争优势	13
4.3 碳三排他性先进技术引进，强强联合打造新成长空间	14
4.4 展优势补短板，打造有一个新的齐翔腾达	14
5. 公司盈利预测和估值分析	15
5.1 公司盈利预测	15
5.2 估值分析	16
6. 风险提示	17
相关报告汇总	19

插图目录

图 1: 公司业务线情况	4
图 2: 公司营业收入结构占比（2021H）	5
图 3: 公司业务毛利结构（2021H）	5
图 4: 中国甲乙酮出口量和增速（右轴）	5
图 5: 中国甲乙酮公司产能占比图	5
图 6: 全球甲乙酮产能占比图	6
图 7: 中国甲乙酮公司产能占比图	6
图 8: 甲乙酮应用占比情况	6
图 9: 顺酐 2018 年下游应用占比情况	7
图 10: 顺酐价格波动变化图	7
图 11: 中国顺酐技术产能占比（2018 年）	7
图 12: 中国正丁烷法顺酐产能各公司占比（2018 年）	8
图 13: 各国顺酐产能情况	8
图 14: 中国顺酐历年出口量情况	8

图 15: 中国顺酐出口占产量比重	8
图 16: 公司甲乙酮装置图	9
图 17: 公司顺酐装置图	9
图 18: 顺酐 2018 年下游应用占比情况	10
图 19: 上市公司甲乙酮毛利率比较	11
图 20: 上市公司顺酐毛利率比较	11
图 21: 公司历年 ROE 变化.....	11
图 22: 公司历年净利润率变化	11
图 23: 齐鲁石化碳四气体价格变化	12
图 24: 公司甲乙酮业务的毛利率和原材料（%）变化.....	12
图 25: 甲乙酮和顺酐价格（元/吨）变化	12
图 26: 公司归属于母公司净利润和同比增速	12

表格目录

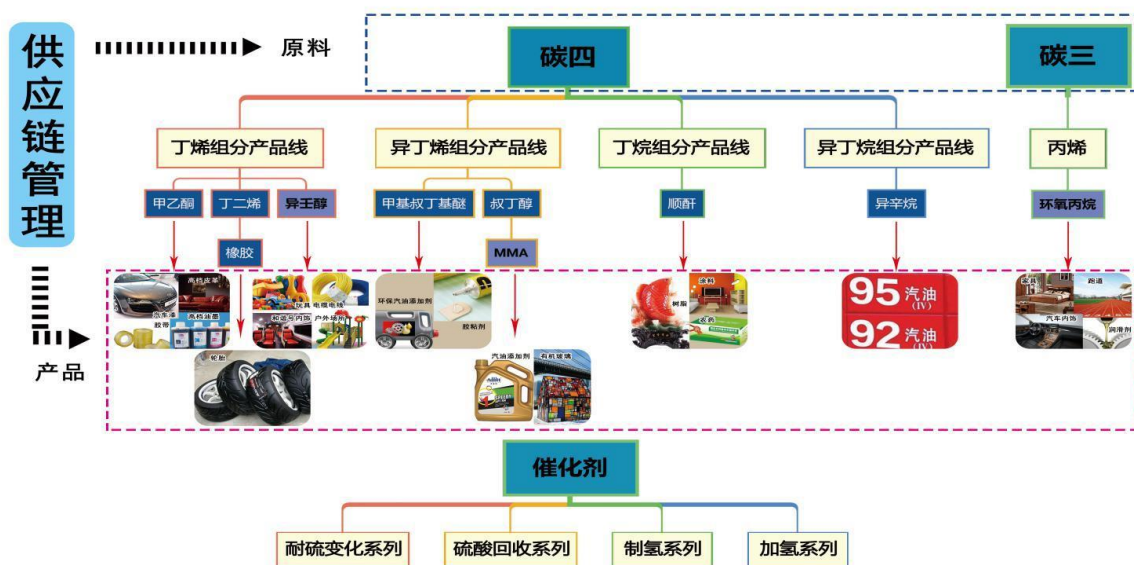
表 1: 公司甲乙酮产品标准和国际国内标准比较	10
表 2: 公司近期投产项目.....	13
表 3: 公司甲乙酮和顺酐规划新建项目	13
表 4: 公司碳四产业链延申在建生产线	14
表 5: 公司近期投产和在建项目	14
表 6: 公司各业务营业收入预测.....	15
表 7: 可比公司一致预期的 PE 水平	16
表 8: DCF 估值敏感性变化表	17

1. 甲乙酮和顺酐全球龙头碳四产业链完善，化工品为利润支柱

1.1 公司为甲乙酮和顺酐全球龙头，碳四完善并发展碳三

淄博齐翔腾达化工股份有限公司自 1998 年改制，成立于 2002 年，于 2010 年上市。公司一直专注于对原料碳四进行深度加工转化成高附加值精细化工产品的研发、生产和销售。

图1：公司业务线情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

目前公司已形成碳四丁烯组分产品线、异丁烯组分产品线、丁烷组分产品线和异丁烷组分产品线共四条产品线，主要产品有甲乙酮、丁二烯、顺丁橡胶、顺酐、异辛烷、甲基叔丁基醚和丙烯等。

公司为全球顺酐、丁酮龙头企业。公司自 2016 年 11 月变更实际控制人以来，加大对碳四产业链的深耕，并提出三年内再造个齐翔目标。同时积极布局碳三业务像丙烯产品线。

1.2 供应链管理业务贡献营收，化工品毛利占比高

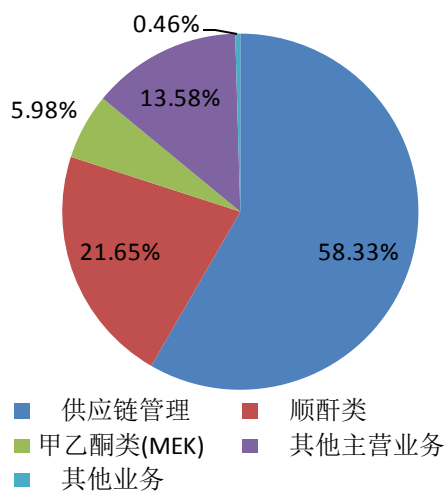
公司碳四产品线丰富，以甲乙酮和顺酐为主要产品。甲乙酮(MEK)又名丁酮，是一种用途广泛的环保有机溶剂。顺酐又称马来酸酐，是制造不饱和聚酯树脂的原料。其他化工品业务包括有丁二烯（顺丁橡胶）、丁腈乳胶、MMA 和催化剂等。供应链管理业务是作为连接上下游的中间服务商，为客户提供合适的上游原材料厂商，及在下游寻找优质客户以实现快速销售商品。

2020 年公司供应链管理业务收入 158.31 亿元，占总营业务收入比重为 64.13%；顺酐类产品营业收入 37.25 亿元，占比 15.09%；甲乙酮类（MEK）营业收入为 25.33 亿元，占比 10.26%。

供应链管理业务的毛利率水平较低，化工品毛利是公司利润的主要贡献者。2020 年公司甲乙酮和顺酐毛利均为 6.6 亿元，占总毛利比例均为 29%，两者占到了总毛利的 58%。其他化工品业务毛利为 5.8 亿元，占比

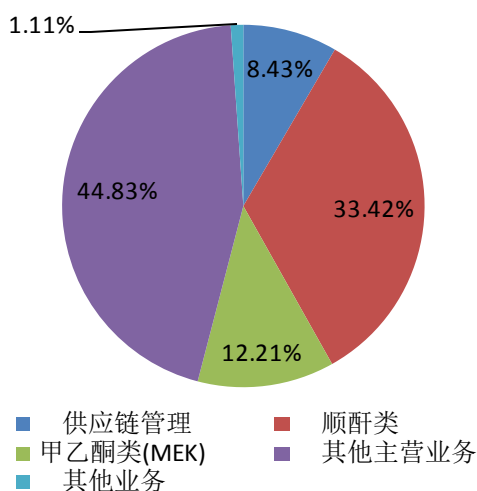
25.33%, 供应链管理毛利为 3.15 亿元占比 13.75%。2021 年上半年由于新材料生产产线的投产, 营业收入和毛利占比略有变化, 但总体稳定 (见下图)。

图2: 公司营业收入结构占比 (2021H)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图3: 公司业务毛利结构 (2021H)



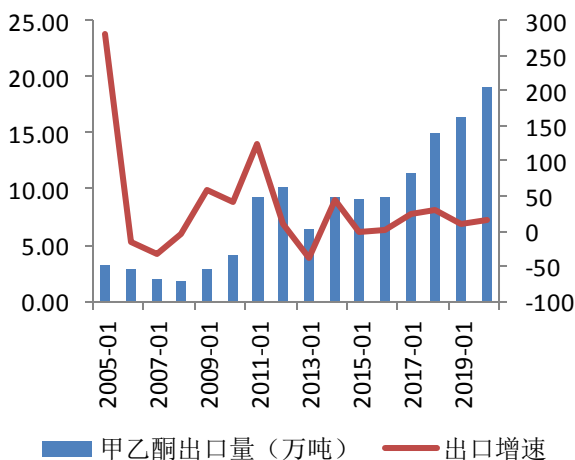
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 中国为甲乙酮顺酐生产出口大国, 技术替代和环保带来新空间

2.1 中国是甲乙酮最大生产和出口国, 需求替代空间大议价能力强

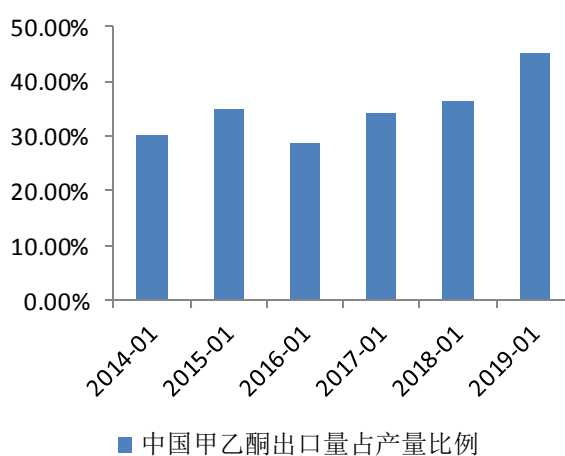
中国甲乙酮产能占比全球第一, 是生产和出口大国。中国的甲乙酮产品在 2002 年前基本依赖进口, 抚顺石化和齐翔腾达 2 万吨国产装备产能在 2002 年投产后, 中国在甲乙酮上实现了进口替代。通过近 20 年的发展, 中国甲乙酮产能达到 71.5 万吨, 成为全球最大的甲乙酮生产国和对外出口国, 出口占总产量比重达到 30%-35%。

图4: 中国甲乙酮出口量和增速 (右轴)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

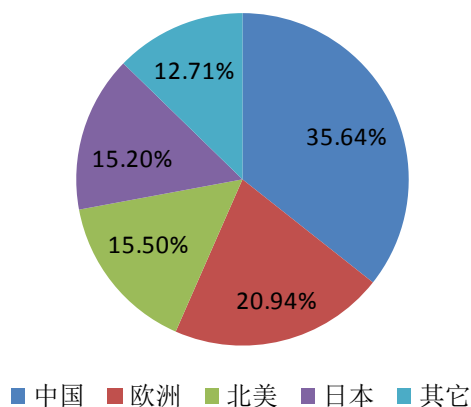
图5: 中国甲乙酮公司产能占比图



资料来源: wind, 东兴证券研究所

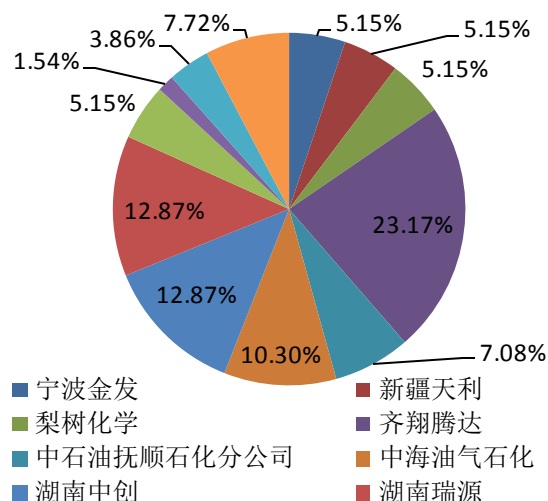
甲乙酮行业集中度水平高。全球甲乙酮产能约 200.6 万吨，主要集中在中国、欧洲、北美和日本，四个地区产能占比高达 78.29%，中国产能占比全球占比达到 35.64%（全球约 200.6 万吨）。中国国内超过 10 万吨产能的仅有齐翔腾达（18 万吨，实际 20 万吨，国内占比 25.17%）和湖南中创（10 万吨）两家公司，齐翔腾达不仅是国内甲乙酮行业的龙头公司也是全球行业龙头，其中齐翔腾达产品占国内出口份额的 70%以上。

图6：全球甲乙酮产能占比图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

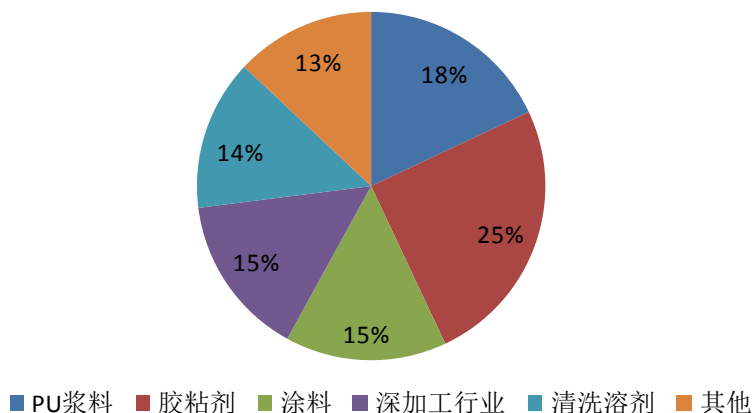
图7：中国甲乙酮公司产能占比图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

甲乙酮行业产业链地位高，替代苯溶剂带来需求新空间。甲乙酮行业的国内市场规模预计近 50 亿元，作为环保性有机溶剂，主要应用于 PU 浆料、涂料和胶粘剂，终端应用对应的产品是人造革、聚氨酯、汽车和制鞋业。随着人们生活水平提升，聚氨酯和汽车等行业的发展将带动甲乙酮需求的提升。同时，随着中国经济进入绿色发展阶段，甲乙酮由于其环保性，将逐步取代苯类等毒性较高的传统溶剂，需求空间会逐步扩大。甲乙酮产品还用于润滑油脱蜡、印刷油墨、玻璃钢等生产企业，行业下游的些企业数量众多分散，而甲乙酮行业集中度高，对于下游有较好的议价能力。

图8：甲乙酮应用占比情况

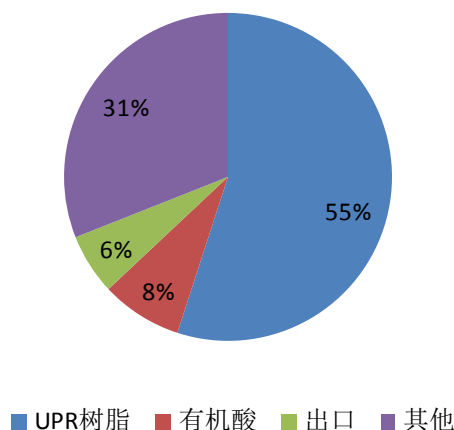


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 顺酐行业出口提升明显，环保推动技术替代和扩大需求空间

顺酐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。随着应用领域不断扩大已成为世界上仅次于醋酐和苯酐的第3大酸酐。

图9：顺酐 2018 年下游应用占比情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

顺酐供需的周期波动相对大，限塑令带来潜在需求空间。顺酐是生产不饱和聚酯树脂的原料，而不饱和聚酯树脂用于制造人造大理石和玻璃钢等，它们一般用于房地产行业、建材行业、高新材料行业等制造业。所以，这些需求会受到经济周期波动影响，供需的周期性变化容易造成阶段性的产能过剩，行业周期波动较大。当前顺酐的市场需求规模预计约接近 124 亿元，随着国家“限塑令”的逐步实施，生产 PBS、PNAT 等可降解塑料制品的需求将会提升，这将扩大上游原料顺酐需求空间的提升。

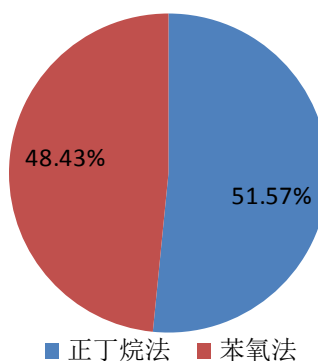
顺酐行业丁烷法技术替代空间大。顺酐技术制备路线分为正丁烷氧化法和苯氧化法，其中正丁烷氧化法开工率高，产品供应稳定，一般情况下成本优势明显，还具备环保优势。

图10：顺酐价格波动变化图



资料来源：wind，东兴证券研究所

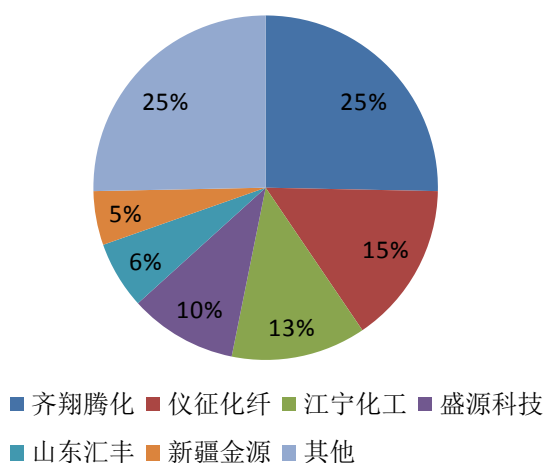
图11：中国顺酐技术产能占比（2018年）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

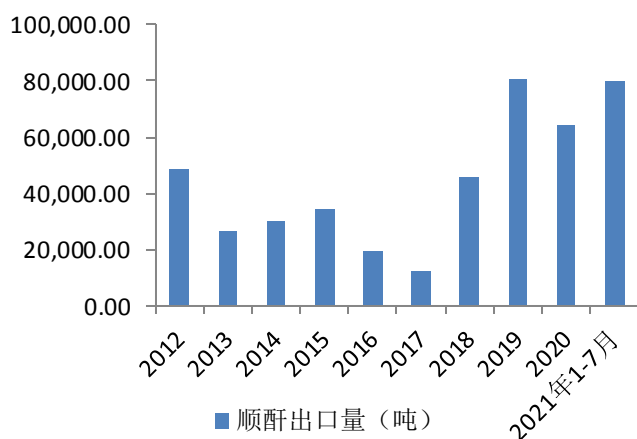
而苯氧化法国内占比高达 50% 左右，其成本相对高，开工率不稳定，产量波动大，造成顺酐行业的供需变化和价格波动。由于其成本高，在需求较好的情况下总是率先提价。正丁烷氧化法正在逐步对苯氧化法进行替代，2012 年以来新增产能基本上是正丁烷法，苯氧化法产能处于不断地下降当中。

图12：中国正丁烷法顺酐产能各公司占比（2018 年）



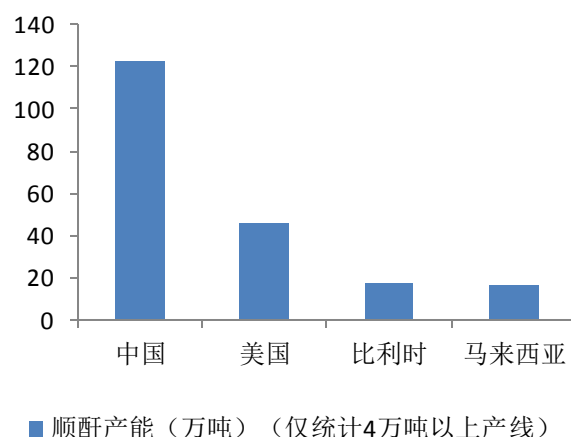
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图14：中国顺酐历年出口量情况



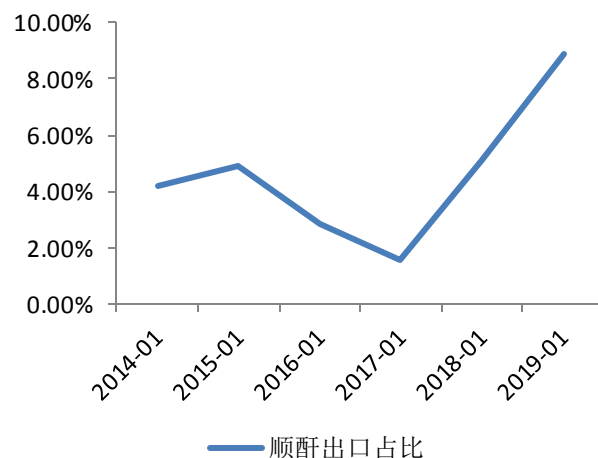
资料来源：wind，东兴证券研究所

图13：各国顺酐产能情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图15：中国顺酐出口占产量比重



资料来源：wind，东兴证券研究所

国外顺酐产能主要在美国，中国作为产能大国出口占比和出口量提升明显。中国顺酐总产能为 153.2 万吨，而海外 4 万吨以上产线的产能总和为 116.2 万吨，其中美国合计 46 万吨，占比为 39.6%。中国是顺酐的产能大国，中国直接出口的顺酐量在 2021 年也明显提升，2021 年 1-7 月的出口量已经超过了 2020 年的全年水平。齐翔腾达作为全球顺酐龙头产品出口占到了国内出口份额的 50% 以上。

3. 甲乙酮和顺酐全球龙头具备成本和品质优势

3.1 规模化、基地布局、柔性和高效生产带来综合成本优势

遥遥领先的产线规模带来成本优势。公司作为甲乙酮行业全球龙头公司，公司有着全球产能最大的单套甲乙酮装置，设计产能 18 万吨（实际超 20 万吨），国内市场占有率继续保持 50% 以上，而国内第二大龙头湖南中创的产能规模仅有公司实际产能的 50%。公司是全球最大的顺酐行业龙头，已建成 20 万吨/年产能的装置，顺酐业务在国内市场占有率达到 30% 以上，占国内出口份额的 50% 以上。碳四产业链延伸生产线 20 万吨/年异壬醇项目也是国内最大的生产线。随着新建甲乙酮和顺酐生产线投产，公司的规模优势更加领先。公司的生产技术是成熟和领先的技术，产线规模优势明显，规模优势下公司是行业内原材料的最大采购商，原材料采购具备行业内其他企业所不具备的议价能力，同时规模化效应带来单位生产成本的下降，从而降低公司成本。

图16：公司甲乙酮装置图



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图17：公司顺酐装置图

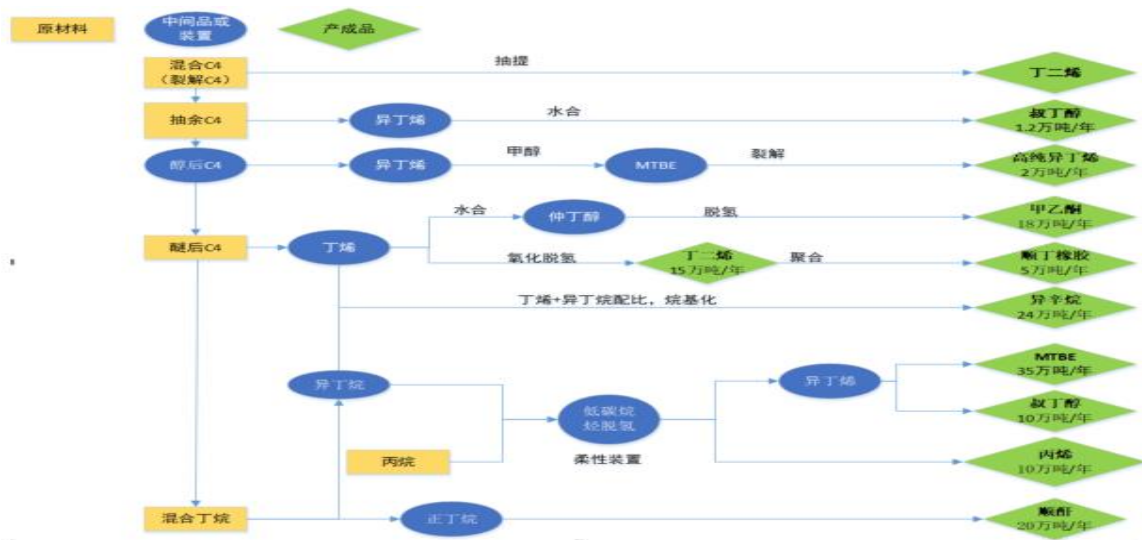


资料来源：公司网站，东兴证券研究所

接近上游和下游，管道加海运方式下运输成本较低。公司精心布局基地建设，在全国有限的化工园区中基地布局在山东淄博和青岛，这两个既紧邻原材料供应公司中国石化齐鲁石化和青岛炼化，又临近沿海港口。公司基地所需原材料直接通过管道运送，供应稳定。并且产品直接可以用专用管道直接运送到港口码头直接装船海运至客户，覆盖产品的下游主要消费区域华东和华南地区，大大降低了公司的运输成本优势明显，提升了市场的竞争力。

全产业链延伸带来柔性生产优势降低成本。公司积极完善碳四产业链，积极发展新材料业务，将低价值的副产品转化为高价值的新材料产品，使得公司的碳四产业链产能充分利用，价值得到提升。2020 年公司建设投产了丁腈胶乳、MMA 等产线。公司拥有完善的碳四业务产业链条。从丁烯组分产品线组到异丁烯组分产品线，从丁烷组分产品线到异丁烷组分产品线，以及再到丙烯生产线全流程无缝衔接。全产业链的生产装置可以根据市场的需求变化来调节产品类型，比如丁烯生产线既可以生产丁二烯，也可以生产顺丁橡胶，还可以生产甲乙酮以及生产异辛烷产品，这样根据下游市场的需求来进行相应产品的生产，保证生产线的充分利用，保证较高的产能利用率，降低单位制造成本。

图18：顺酐 2018 年下游应用占比情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

装置效能和高素质人员降低单位人工成本。公司推行系统化操作和技术创新，装置效能高，像甲乙酮生产，单吨甲乙酮一般消耗丁烯 0.92 吨左右，公司的单吨甲乙酮生产的丁烯单耗可低至 0.85 吨。工作人员素质高，岗位定员达到同业先进水平，摊薄制造费用，降低单位人工成本。

3.2 公司产品品质优势明显

公司的生产技术处于行业领先水平，技术方法均为当前最好的生产技术和方法，并且不断地进行优化改造，产品品质好，在行业内有着很好的品牌形象。像顺酐公司技术为正丁烷氧化法工艺制取，工艺先进环保而且具有很大的成本优势；公司的甲乙酮产品质量居于同行业领先水平，在国内外市场享有很高的知名度，产品标准高于 ASTM 标准和国内行业标准。包括新建的异壬醇、丙烷脱氢和环氧丙烷项目也是引进的国外先进的成熟技术工艺，并有排他性。

表1：公司甲乙酮产品标准和国际国内标准比较

项目	齐翔腾达标准		ASTM 标准		行业标准	
	氨脂级	通用级	氨脂级	通用级	氨脂级	通用级
纯度% (m/m) 《	99.9	99.7	99.5	99.5	99.7	99.5
水含量*10-6 (m/m) 《	300	800	500	2000	500	1000
不挥发物含量 (mg/00ml) 《	2		5		5	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 优势之下盈利水平高于同行业上市公司，且不断改善

成本和品质等优势下公司盈利水平稳定高于同业，且助力盈利水平持续提升。公司所处行业为石油化工行业，属于周期性行业，会受到下游需求的周期波动影响以及产能供给周期性增加的冲击。公司的阶段性盈利水平也会受到上游原材料（和原油价格高度相关）的影响。在中国化工行业中，一些化工品的技术相对成熟，不同的技术路线产能同时并存，一旦行业需求较好的情况下很容易带来低成本产能的扩产和新产能的扩张，从而影响未来的供需态势。加上产品运输半径较大，不同区域甚至国外的企业都会对行业供需产生影响。所以，作为传统的化工品行业，盈利水平总体不高，并存在周期的波动。

所以, 生产同类产品的公司在历史上由于周期的波动毛利率波动较大, 如果没有成本等竞争优势毛利率甚至出现负值。但公司毛利率水平始终保持相对的稳定, 且在规模、运输、柔性生产和高效生产以及产品品质优质的推动下毛利率保持稳定的改善向上。像甲乙酮、顺酐产品毛利率其他同类产品上市公司历史上毛利率均出现过负值, 但公司毛利率始终相对稳定, 并持续改善。像甲乙酮毛利率从 2016 年最低的 14.53% 开始, 几年来保持总体向上改善态势。顺酐毛利率从 2015 年上半年的最低的 7.5% 几年来也是总体保持波动向上的态势。

公司 ROE 经过下滑之后保持稳定改善, 从 2015 年 ROE 仅有 4%, ROE 中枢水平持续提升, 近几年 ROE 水平稳定保持在 10% 左右, 2021 年上半年年化 ROE 提升至 28.43%, 创 10 年来的历史新高。公司净利润率水平从 2019 年的 2.1% 探底后也开始回升, 2021 年上半年净利润率已达到 8.63%。

图19: 上市公司甲乙酮毛利率比较

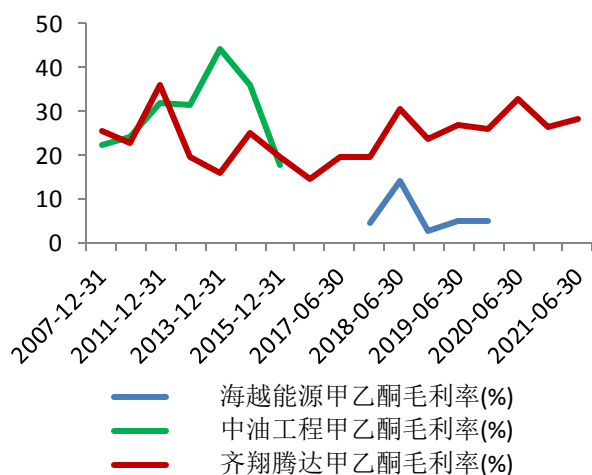
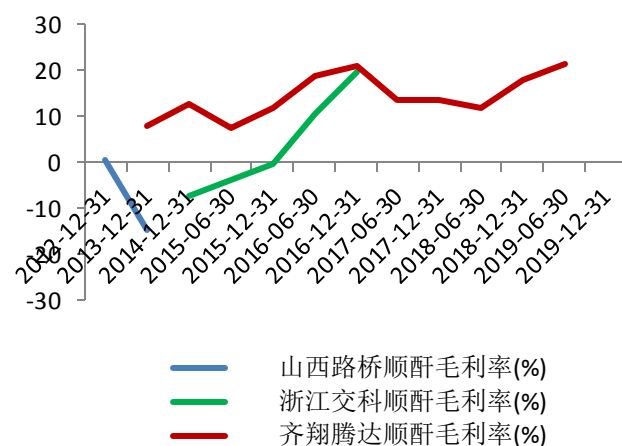


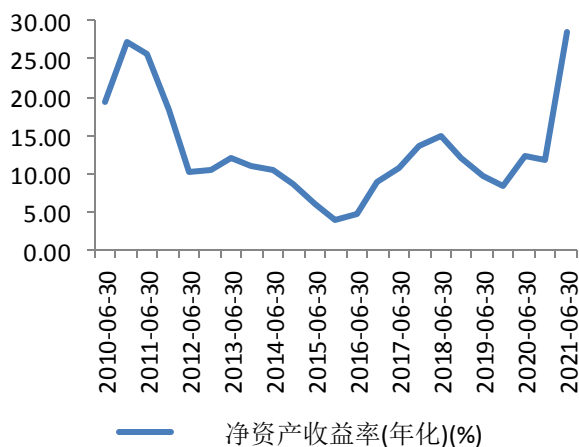
图20: 上市公司顺酐毛利率比较



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

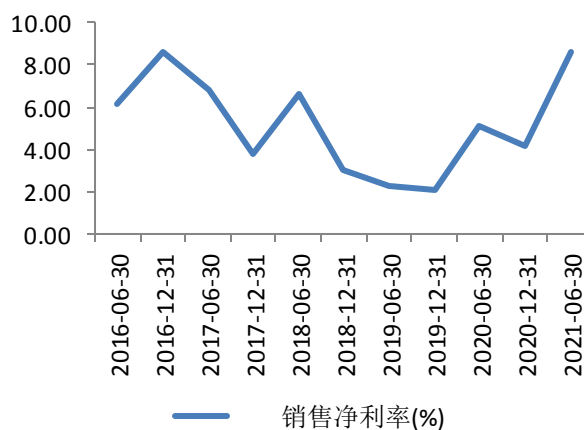
资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图21: 公司历年 ROE 变化



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图22: 公司历年净利润率变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司竞争优势正在逐步提升。公司 ROE 的稳定改善, 体现出公司在这个传统化工品的行业中的竞争优势正在逐步提升, 净利润率水平在 2020 年开始提升和化工行业的景气度提升以及公司柔性生产装置面对市场面对能够灵活地进行相应产品的生产有关。

3.4 龙头地位等优势下议价能力提升, 助力成本压力传导

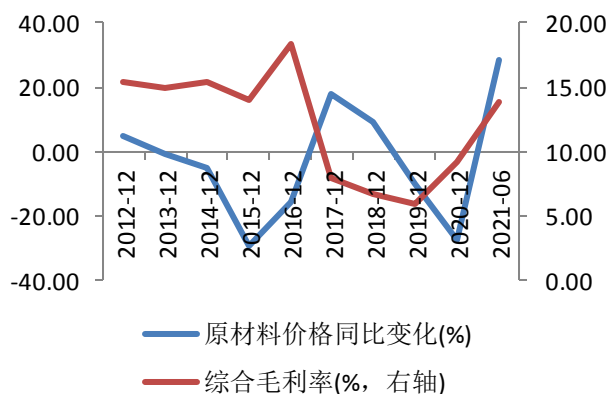
公司对下游客户的议价能力提升。从 2020 年 4 月以来碳四气体价格保持持续向上, 齐鲁石化的碳四气体从 2600 元/吨, 持续向上到 2021 年上半年达到 4400 元/吨。2021 年上半年碳四气体价格同比增长 28.73%, 但公司 2021 年上半年综合毛利率水平同比提高 3.11 个百分点, 体现了在综合优势之下有着较好的议价能力, 助力公司成本压力的传导。

图23: 齐鲁石化碳四气体价格变化



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图24: 公司甲乙酮业务的毛利率和原材料(%)变化

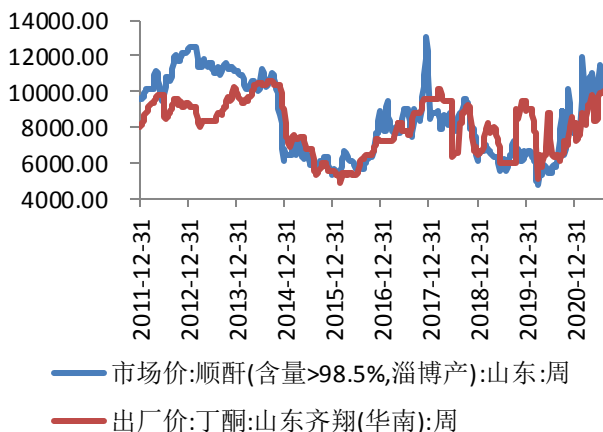


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 补短板固优势进入高增长阶段, 引先进技术开启新一轮成长

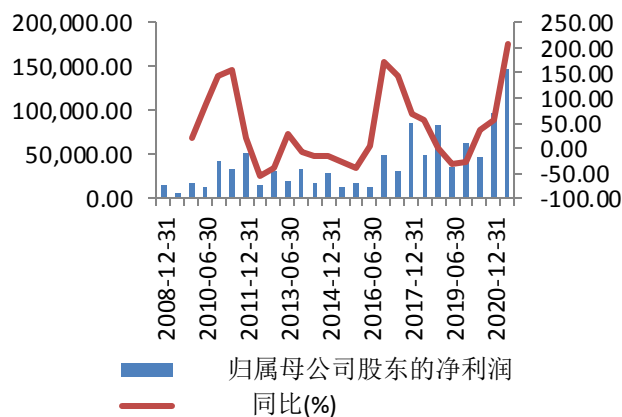
4.1 公司进入到业绩高增长的周期阶段

图25: 甲乙酮和顺酐价格(元/吨)变化



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图26: 公司归属于母公司净利润和同比增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

行业景气度提升推动业绩增长。公司作为全球化工品的龙头公司, 随着化工行业景气度提升, 甲乙酮、顺酐等产品出现量价齐升的态势, 公司作为全球的行业龙头成为最大的受益者, 这将带动公司的业绩增长水平。

公司完善产业链发展新材料, 新产能投放带动业绩增长。公司 10 万吨/年丁腈胶乳和 10 万吨/年 MMA 项目已经在 2020 年投产, 同时 2021 年初丁腈胶乳二期 10 万吨/年和 MMA 10 万吨/年投产, 两项产能估计贡献营业收入预计为 18 亿和 20 亿元, 这些将助力 2021 年的业绩高增长。

表2: 公司近期投产项目

项目名称	产能规模	投产时间	贡献营业规模	备注
丁腈胶乳一期	10 万吨/年	2020 年 11 月 17 日	2021 年贡献营业收入预计为 18 亿元左右	客户包括但不限于蓝帆医疗、金发科技、全球最大手套制造商马来西亚 Top glove
丁腈胶乳二期	10 万吨/年	2021 年 1 月 3 日		
MMA 一期	10 万吨/年	2020 年 9 月	贡献营业收入预计为 21 亿元左右	用于生产有机玻璃、高档油漆、高端显示屏、家用电器和装饰材料等
MMA 二期	10 万吨/年	2021 年 3 月 11 日		
叔丁醇项目	40 万吨/年	2021 年 3 月		20 万吨 MMA 配套项目
异丁烯项目	2 万吨/年	2021 年 3 月		20 万吨 MMA 配套项目

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

另外, 公司还有甲乙酮、顺酐、异壬醇、PMMA 和碳三产业链生产线也正在积极的建设当中, 预计在 2022 年投产, 这些为 2022 年以及以后的业绩增长的持续性提供产能基础。

4.2 巩固龙头地位提升附加值, 全碳四产业链提升竞争优势

巩固甲乙酮和顺酐的全球龙头地位, 提升规模优势。公司作为甲乙酮和顺酐行业的全球龙头公司, 将充分受益于行业需求空间的提升。虽然公司甲乙酮的国内市场占有率已经达到 50% 以上, 顺酐国内市场占有率达到 30% 以上。公司仍积极建设新产能进一步提升和巩固自身的全球龙头地位, 2021 年 6 月公司公告将新建 8 万吨甲乙酮产线, 投产后甲乙酮产能增长超过 40%。2021 年 3 月公告计划新建 20 万吨顺酐新产能, 建成投产后产能增长 100%, 公司基础业务规模优势将进一步扩大。

表3: 公司甲乙酮和顺酐规划新建项目

项目名称	产能规模	投产时间	备注
甲乙酮项目	8 万吨/年	2022 年 6 月	2021 年 6 月公告, 分两期实施 1 期 4 万吨
顺酐项目	20 万吨/年	2022 年 6 月	2021 年 3 月公告, 上半年建 3.51%

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

引进先进技术完善碳四产业链, 提升附加值提升柔性生产优势。除了巩固甲乙酮和顺酐两大龙头产品外, 公司积极在碳四产业链上持续深耕。面对疫情带来的医用丁胶手套需求大幅提升, 公司充分延伸产业链建设投产丁腈胶乳产线 20 万吨/年, 成为全国最大的丁腈胶乳装置, 客户包括蓝帆医疗、金发科技以及全球最大手

套制造商马来西亚 Top glove 等。积极发展新材料业务建设投产 20 万吨/年 MMA 生产线，用于有机玻璃、高档油漆、高端显示屏、家用电器和装饰材料等。同时正在建设 10 万吨/年的 PMMA 生产线（用于照明器材、光学、飞机座舱和防弹玻璃以及光导纤维等），预计 2022 年 11 月投产。

年产 20 万吨异壬醇项目正在建设当中，预期 2022 年 8 月投产，异壬醇项目是充分利用碳四产线副产品，引进国外先进的化工技术，建设国内最大异壬醇生产线，打造新的竞争优势。把碳四产业链充分挖掘、延伸和完善，进行碳四全产业链覆盖，提升产品附加值水平。公司全产业链发展模式，让公司更能够根据市场的需求有生产更多产品的能力，助力公司柔性生产优势的提升。

表4：公司碳四产业链延申在建生产线

项目名称	产能规模	投产时间	备注
异壬醇项目	20 万吨/年	2022 年 8 月	2021 年上半年末建设进度为 10.85%，应用庄信万丰和陶氏技术，5 年排他性。
PMMA	10 万吨/年	2022 年 11 月	2021 年上半年末建设进度为 8.92%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

4.3 碳三排他性先进技术引进，强强联合打造新成长空间

在碳四产业链充分发展的基础上，公司引进美国 UOP 的 Oleflex 生产工艺，投资建造 70 万吨/年丙烷脱氢项目，技术有永久使用权并具备 5 年的排他性。同时和中国化学设立联营公司天辰齐翔新材料有限公司，建设中国“卡脖子”己二腈项目，即 100 万吨尼龙 66 新材料项目。丙烯产品直接通过管道输送到天辰齐翔的己二腈项目。

同时利用丙烯产品，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，生产的环氧丙烷通过管道直接供给邻近的客户。公司将形成完善的丙烷-丙烯-环氧丙烷的完善碳三产业链。

表5：公司近期投产和在建项目

项目名称	产能规模	投产时间	备注
丙烷脱氢项目	70 万吨/年	2021 年 12 月	2021 年上半年末建设进度为 21.74%，属于财务的表示，实际进展更快。
环氧丙烷项目	30 万吨/年	2022 年 4 月	2021 年上半年末建设进度为 9.79%，应用盈创 HPPO 技术，5 年排他性。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

4.4 展优势补短板，打造有一个新的齐翔腾达

原材料依赖度高，积极发展供应链业务。公司以碳四产业链为核心，积极发展碳三和新材料业务，所以对于原材料的依赖性较高，原材料的供应情况会影响到公司的全面发展。原材料供应的情况也会影响到公司进一步的扩张。这也是公司的生产基地也建设在山东石化和青岛石化附近的原因。2017 年公司积极发展供应链业务，这样不但能够为终端用户提供多品种、全链条、一站式的商品供应链管理服务，解决客户经济和时间成本。同时，也能够为自身的化工产品开拓出新的原材料采购渠道，以及产品销售渠道。公司的供应链管理业

务主要公司具有多年的化工行业经验和熟悉化工领域的人才，使得公司能够对接需求，实现客户精确匹配的全套解决方案。2018 年 7 月收购 Granite Capital SA 公司，供应链业务向海外延伸。

巩固规模优势，打造全产业链新齐翔腾达。公司以老优势产品甲乙酮和顺酐为基础，根据市场变化继续扩展产能，巩固全球龙头地位，进一步提升成本优势。同时在碳四产业链上充分挖掘和全面覆盖，积极拓展新产品，利用生产装置柔性生产充分利用产能优势，发展新材料业务，提升产品附加值，打造一个碳四全产业链的齐翔腾达。同时引进海外先进技术积极发展碳三产业链，利用新旧产能转换再打造出一个新的齐翔腾达。按照公司规划，随着公司新项目的投产，预计在 2022 年公司的新项目预计贡献营业收入 100 亿左右，相当于又打造出一个新的齐翔腾达。

5. 公司盈利预测和估值分析

5.1 公司盈利预测

考虑到公司在 2021 年行业景气度较高，甲乙酮和顺酐量价齐升，同时公司碳四产业链中的丁腈胶乳和 MMA 新产能投产，将带动 2021 年公司进入业绩增长阶段。

2022 年随着公司甲乙酮、顺酐及异壬醇碳四产业链新产能的投产，同时碳三产业链的丙烷脱氢和环氧丙烷新产能投产，这些将带动公司业绩继续高增。

表6：公司各业务营业收入预测

项目名称	2019A	2020A	2021E	2022E
一、甲乙酮类				
营业收入（万）	246,117	253,270	285,762	376,275
营业成本（万）	182,182	186,841	204,319	267,154
毛利率	25.98%	26.23%	28.50%	29.00%
二、顺酐类				
营业收入（万）	549,467	372,537	672,938	768,471
营业成本（万）	483,249	306,110	530,275	622,462
毛利率	12.05%	17.83%	21.20%	19.00%
三、其他主业营业				
营业收入（万）	147,903	238,070	560,207	555,697
营业成本（万）	129,972	180,039	364,134	416,772
毛利率	12.12%	24.38%	35.00%	25.00%
四、PMMA				
营业收入（万）				14025
营业成本（万）				11501
毛利率				18.00%
五、异壬醇				
营业收入（万）				228000

营业成本（万）				159600
毛利率				30%
六、环氧丙烷				
营业收入（万）				379991
营业成本（万）				265993
毛利率				25.00%
七、丙烯（丙烷脱氢）				
营业收入（万）				432250
营业成本（万）				369574
毛利率				14.50%
总营业收入	3,005,769	2,468,592	3,679,137	5,236,285
总营业成本	2,828,064	2,239,503	3,209,037	4,538,319
毛利率	5.91%	9.28%	12.78%	13.33%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

我们预计公司 2021-2023 年收入增长率为 47.67%、42.42%和 18.04%，对应营业收入为 364.53 亿元、519.17 亿元和 612.81 亿元，对应 2021-2023 年归母净利润分别为 27.14 亿元、41.55 亿元和 51.05 亿元，对应的 EPS 为 1.36 元、2.08 元和 2.55 元。

5.2 估值分析

由于公司没有相同的业务类型公司做参照，我们参考标的选取和公司业务相近的卫星石化和东华能源两家国内传统石化化工上市公司作为对照，三家公司市盈率见下表，2021 年和 2022 年市盈率平均值分别为 15 倍和 12 倍。如果给予齐翔腾达 2021 年和 2022 年分别给平均值 15 倍和 12 倍 PE 估值的话，则对应的股价为 20.4 元和 24.96 元。

表7：可比公司一致预期的 PE 水平

可比公司	2011 市盈率	2012 市盈率
卫星石化	17	13
东华能源	12	10
平均值	15	12
齐翔腾达	11	7

资料来源：wind，东兴证券研究所

利用 DCF 模型，如果假设公司第 2 阶段增速为 10%，长期增速为 2%，贝塔值取 1.10，则公司对应的绝对股价为 27.02 元，和相对估值的水平相当。我们给予公司目标价为 26 元，首次覆盖给予“强烈推荐”的投资评级。

表8：DCF 估值敏感性变化表

敏感性测试结果	长期增长率								
WACC	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
8.08%	34.11	35.29	36.63	38.16	39.93	41.99	44.43	47.37	50.96
8.58%	31.72	32.72	33.84	35.11	36.57	38.25	40.21	42.52	45.31
9.08%	29.61	30.46	31.40	32.47	33.68	35.06	36.65	38.51	40.71
9.58%	27.72	28.45	29.25	30.15	31.16	32.31	33.62	35.14	36.90
10.08%	26.03	26.66	27.34	28.11	28.96	29.92	31.01	32.26	33.70
10.58%	24.51	25.05	25.64	26.29	27.02	27.83	28.74	29.78	30.96
11.08%	23.14	23.60	24.11	24.67	25.30	25.99	26.76	27.62	28.61
11.58%	21.89	22.29	22.74	23.22	23.75	24.34	25.00	25.73	26.56
12.08%	20.75	21.10	21.49	21.91	22.37	22.88	23.44	24.06	24.76
12.58%	19.71	20.02	20.36	20.72	21.12	21.56	22.05	22.58	23.17
13.08%	18.75	19.03	19.32	19.64	19.99	20.37	20.79	21.25	21.76

资料来源：东兴证券研究所

6. 风险提示

新产能建设进度不及预期、行业需求变差和原材料涨价超出预期、行业供给释放超出预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	5548	8677	11042	15432	18128	营业收入	30058	24686	36453	51917	61281
货币资金	1519	3524	5468	7788	9192	营业成本	28281	22395	31836	45050	53333
应收账款	1533	2084	3096	4409	5205	营业税金及附加	87	62	91	130	153
其他应收款	54	24	36	51	60	营业费用	190	93	182	260	306
预付款项	720	744	779	828	887	管理费用	355	401	1021	1454	1348
存货	877	760	1047	1481	1753	财务费用	137	172	203	209	208
其他流动资产	58	27	97	190	246	研发费用	-58.21	-55.25	-55.00	-55.00	-55.00
非流动资产合计	8583	11962	11945	13693	15576	资产减值损失	0.18	-16.17	-16.20	-16.20	-16.20
长期股权投资	27	81	81	81	81	公允价值变动收益	12.74	8.41	8.50	8.50	8.50
固定资产	4591	5578	6778	8506	10360	投资净收益	706	1247	3232	4927	6044
无形资产	1431	1620	1523	1431	1345	加：其他收益	4.14	8.91	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	444	1179	29	29	29	营业利润	2.47	47.80	48.00	48.00	48.00
资产总计	14131	20639	22987	29125	33705	营业外收入	708	1208	3193	4888	6005
流动负债合计	5200	7636	9090	11752	12057	营业外支出	76	179	479	733	901
短期借款	3262	4350	4381	5726	5235	利润总额	632	1028	2714	4155	5105
应付账款	1089	1612	2268	3209	3799	所得税	11	53	5	8	10
预收款项	133	0	-36	-88	-150	净利润	620	976	2709	4146	5094
一年内到期的非流动负债	0	122	122	122	122	少数股东损益	2858	3712	4321	6304	7780
非流动负债合计	735	3217	1424	1424	1424	归属母公司净利润	0.35	0.59	1.36	2.08	2.55
长期借款	495	430	430	430	430	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
应付债券	0	2480	810	810	810						
负债合计	5935	10854	10515	13177	13481	成长能力					
少数股东权益	636	804	809	818	828	营业收入增长	7.64%	20.00%	47.67%	42.42%	18.04%
实收资本（或股本）	1775	1775	1996	1996	1996	营业利润增长	-27.75	76.59%	159.27%	52.43%	22.68%
资本公积	2193	2257	2257	2257	2257	归属于母公司净利润增长	-26.39	57.25%	177.62%	53.07%	22.87%
未分配利润	3321	4041	5992	8977	12645	获利能力					
归属母公司股东权益合计	7560	8981	11134	14602	18867	毛利率(%)	5.91%	9.28%	12.67%	13.23%	12.97%
负债和所有者权益	14131	20639	22987	29125	33705	净利率(%)	2.10%	4.17%	7.45%	8.00%	8.33%
现金流量表						总资产净利润(%)	4.39%	4.73%	11.78%	14.24%	15.11%
单位：百万元											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
经营活动现金流	765	1387	3593	4755	6320	偿债能力					
净利润	632	1028	2714	4155	5105	资产负债率(%)	42%	53%	46%	45%	40%
折旧摊销	2014.74	2294.10	0.00	1076.24	1442.24	流动比率	1.07	1.14	1.21	1.31	1.50
财务费用	137	172	203	209	208	速动比率	0.90	1.04	1.10	1.19	1.36
应收帐款减少	0	0	-1012	-1313	-795	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-36	-52	-61	总资产周转率	2.34	1.42	1.67	1.99	1.95
投资活动现金流	-1272	-3230	251	-2908	-3401	应收账款周转率	18	14	14	14	13
公允价值变动收益	0	-16	-16	-16	-16	应付账款周转率	28.44	18.28	18.79	18.96	17.49
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	13	8	9	9	9	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.59	1.36	2.08	2.55
筹资活动现金流	752	2265	-1900	473	-1515	每股净现金流(最新摊薄)	0.14	0.24	0.97	1.16	0.70
应付债券增加	0	0	-1670	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.26	5.06	5.58	7.32	9.45
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	221	0	0	P/E	44.29	26.27	11.42	7.46	6.07
资本公积增加	8	64	0	0	0	P/B	3.64	3.06	2.78	2.12	1.64
现金净增加额	246	423	1944	2320	1405	EV/EBITDA	10.41	8.45	7.22	4.80	3.64

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	东方雨虹（002271）：探寻防水材料龙头四季度业绩高增的背后原因	2021-01-14
公司深度报告	长海股份（300196）：“隐形壁垒”助力开启新一轮成长周期	2021-01-07
行业深度报告	玻纤行业深度报告：周期与成长的协奏，龙头将持续跑赢	2020-11-12
行业普通报告	建材行业：水泥整合酝酿新变局-天山股份资产注入点评	2020-08-13
行业深度报告	建材行业深度报告：集中度提升孕育老建材核心资产	2020-08-07
行业深度报告	混凝土减水剂行业深度报告：产业链地位提升下的行业价值重估	2020-08-05
行业深度报告	瓷砖行业深度报告：好生意集中度提升，翘楚机遇期逐鹿	2020-06-18
行业深度报告	混凝土减水剂行业深度报告：潮起双强立，风正一帆悬	2020-04-13
行业深度报告	建筑防水材料产业报告：行业集中度加速提升	2020-04-10
行业深度报告	后疫情时代系列报告之二：业绩估值双升力，内需水泥看今朝	2020-03-28
行业深度报告	水泥和玻璃 2020 年展望：高景气度持续，从下而上寻找弹性	2020-02-14
行业深度报告	玻纤 2020 年展望：关注行业供需改善拐点的到来	2020-02-11
行业深度报告	建材行业 2020 年度展望：看好消费建材 C 模式超预期机会	2020-02-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 和 2015 年第 4 和第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。2020 年 WIND 金牌分析师第 3 名、东方财富最佳行业分析师第 3 名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526