

审慎推荐-A (维持)

齐翔腾达 002408.SZ

目标估值: - 元

当前股价: 7.2 元

2019年10月14日

业绩略低于预期, 关注转型发展落地

基础数据

| | |
|------------|-----------|
| 上证综指 | 3008 |
| 总股本(万股) | 177521 |
| 已上市流通股(万股) | 173912 |
| 总市值(亿元) | 128 |
| 流通市值(亿元) | 125 |
| 每股净资产(MRQ) | 4.3 |
| ROE(TTM) | 8.8 |
| 资产负债率 | 41.2% |
| 主要股东 | 淄博齐翔石油化工集 |
| 主要股东持股比例 | 56.03% |

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《齐翔腾达(002408)——18年业绩略低于预期, C3 产业链布局提升发展后劲》2019-03-29
- 2、《齐翔腾达(002408)——并购继续推进, 新项目落地, 发展后劲增强》2018-12-28
- 3、《齐翔腾达(002408)——甲乙酮、顺酐景气好转, 18 年内生外延有望齐发力》2018-04-01

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

李舜

lishun2@cmschina.com.cn
S1090518070001

事件:

公司发布 2019 年三季报, 前三季度公司实现营业收入 240.46 亿元, 同比增长 54%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5.24 亿元, 同比下降 24.9%; 实现扣非净利润 4.75 亿元, EPS 0.30 元。其中 19Q3 单季实现营业收入 75.35 亿元, 同比下降 5.73%, 实现净利润 1.7 亿元, 同比下降 11.8%。

评论:

1、19Q3 业绩略低于预期, 9 月甲乙酮价差暴涨, MTBE 明显改善。前三季度公司营收高速增长, 主要得益于 Granite Capital 和 菏泽华立并表贡献, 以及供应链板块收入同比增长明显。三季度单季公司业绩在主要产品价差环比改善的情况下基本持平, 表现低于我们预期。三季度我们监测的甲乙酮吨产品毛利为 1178.5 元, 环比二季度上涨 21.3%, 同时明显优于一季度价差表现; 正丁烷法顺酐吨产品毛利为 668.5 元(考虑蒸汽), 环比扭亏为盈, 略优于一季度价差表现; 异丁烷脱氢 MTBE 毛利 484.8 元/吨, 环比扭亏为盈。甲乙酮价差在 9 月份出现暴涨, 月均毛利超过 2000 元/吨, 主要原因是 8 月工厂停车密集, 市场消化库存, 9 月重启后市场预售订单堆积, 现货紧张叠加库存低位, 导致价格大涨, 进入 10 月以后暴涨行情已经基本恢复正常。

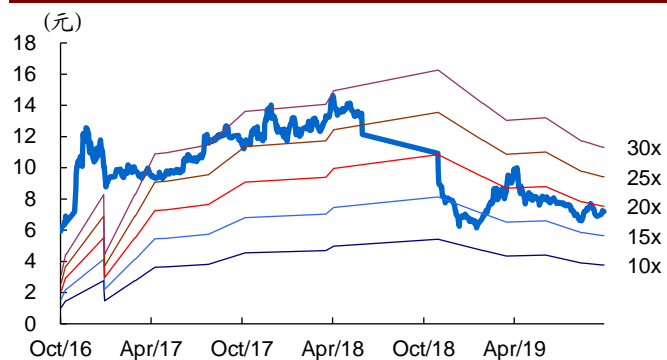
2、C4 主业结构调整大踏步前进。公司在 16 年建成的混合烷烃脱氢装置标志着公司正式打通了 C4 烷烃向 C4 烯烃转化的完整闭环。目前公司是国内最大的甲乙酮和顺酐生产商, 凭借着背靠中石化的原料供应以及公用工程园区化方面的优势, 公司在这两个相对过剩的行业也实现了产品高端化和低成本化。然而 C4 主要下游配套产品 MTBE 今后将面临生存危机, 为充分利用上述原料, 公司将触角伸向更加高端的 MMA/PMMA 领域, 通过实现对 菏泽华立的收购, 打通碳四法 MMA 技术壁垒。目前华立已经并表, 标的 19-21 年三年业绩承诺合计 4.5 亿元, MMA 新项目预计 2020 年三季度建成投产。

3、C3 产业链布局将于 2020 年逐步落地。公司采用 UOP 公司的混合烷烃 (C3/iC4) 脱氢技术建成的装置已于 2016 年投产, 标志着齐翔初涉 C3 领域。目前 70 万吨丙烷脱氢, 以及与 SKC 成立合资公司建设的 30 万吨环氧丙烷项目正在全面推进中, 上述项目预计 2020 年下半年全面投产。公司目前已经决定在莱州港建设 C3 原料仓储运输项目, 为今后 PDH 项目原料提供坚实保障; 环丙项目拟全面通过合资方式引进赢创 HPPO 法全套工艺技术。公司基于园区周边市场需要, 精准布局市场规模和成长性更佳的 C3 产业链, 前景值得看好。

投资建议:综合考虑前三季度业绩情况, 菏泽华立并表以及相关项目的建设进展。我们调整业绩预测, 预计 2019~2021 年公司实现归属于母公司净利润分别为 6.9 亿元、9.7 亿元和 15.2 亿元, 对应 EPS 分别为 0.39 元、0.54 元和 0.86 元, 现价对应的 PE 分别为 18.5、13.2 和 8.4 倍, 维持“审慎推荐”评级。

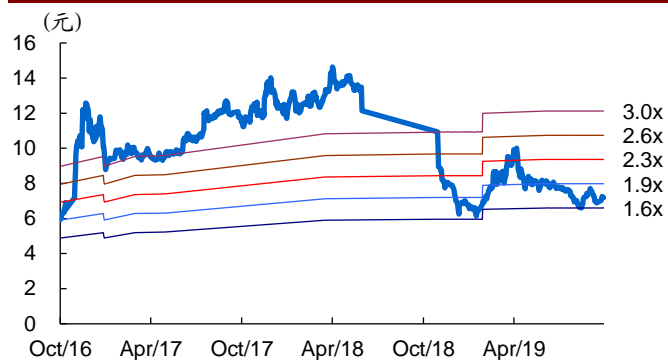
风险提示:国际油价大幅下降; 产品需求不及预期。

图 1: 齐翔腾达历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 齐翔腾达历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 3715 | 4911 | 6219 | 6943 | 7427 |
| 现金 | 1033 | 1064 | 1400 | 1400 | 1050 |
| 交易性投资 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 应收票据 | 1100 | 900 | 1141 | 1315 | 1517 |
| 应收款项 | 415 | 1801 | 2282 | 2630 | 3035 |
| 其它应收款 | 39 | 34 | 43 | 50 | 58 |
| 存货 | 742 | 702 | 829 | 950 | 1084 |
| 其他 | 386 | 407 | 521 | 597 | 682 |
| 非流动资产 | 5931 | 6605 | 7335 | 10415 | 9841 |
| 长期股权投资 | 0 | 424 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 3654 | 3546 | 4132 | 7034 | 6515 |
| 无形资产 | 745 | 830 | 1397 | 1557 | 1401 |
| 其他 | 1531 | 1806 | 1806 | 1824 | 1924 |
| 资产总计 | 9645 | 11516 | 13554 | 17358 | 17268 |
| 流动负债 | 2795 | 3899 | 4782 | 7488 | 6111 |
| 短期借款 | 1647 | 2077 | 2904 | 5374 | 3746 |
| 应付账款 | 447 | 1025 | 1000 | 1146 | 1307 |
| 预收账款 | 228 | 170 | 218 | 250 | 285 |
| 其他 | 474 | 627 | 660 | 718 | 773 |
| 长期负债 | 179 | 169 | 769 | 1069 | 1069 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 600 | 900 | 900 |
| 其他 | 179 | 169 | 169 | 169 | 169 |
| 负债合计 | 2975 | 4068 | 5551 | 8558 | 7180 |
| 股本 | 1775 | 1775 | 1775 | 1775 | 1775 |
| 资本公积金 | 2174 | 2188 | 2188 | 2188 | 2188 |
| 留存收益 | 2697 | 3327 | 3857 | 4615 | 5847 |
| 少数股东权益 | 24 | 157 | 182 | 223 | 278 |
| 归属于母公司所有者权益 | 6646 | 7290 | 7820 | 8578 | 9810 |
| 负债及权益合计 | 9645 | 11516 | 13554 | 17358 | 17268 |

现金流量表

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|------------|--------------|------------|----------|--------------|
| 经营活动现金流 | 292 | 904 | 523 | 1478 | 2421 |
| 净利润 | 850 | 843 | 690 | 965 | 1521 |
| 折旧摊销 | 520 | 550 | 596 | 738 | 1174 |
| 财务费用 | 44 | 62 | 130 | 233 | 263 |
| 投资收益 | (4) | (86) | (1) | (10) | (10) |
| 营运资金变动 | (1121) | (486) | (946) | (499) | (594) |
| 其它 | 3 | 20 | 55 | 50 | 66 |
| 投资活动现金流 | (237) | (924) | (1325) | (3808) | (590) |
| 资本支出 | (109) | (314) | (1750) | (3800) | (500) |
| 其他投资 | (128) | (610) | 425 | (8) | (90) |
| 筹资活动现金流 | 316 | (210) | 1138 | 2330 | (2181) |
| 借款变动 | 493 | 84 | 1427 | 2770 | (1629) |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 14 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (89) | (213) | (160) | (207) | (289) |
| 其他 | (88) | (95) | (130) | (233) | (263) |
| 现金净增加额 | 372 | (230) | 336 | 0 | (350) |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 22226 | 27924 | 35393 | 40783 | 47061 |
| 营业成本 | 20443 | 26030 | 33344 | 38187 | 43578 |
| 营业税金及附加 | 103 | 123 | 156 | 180 | 207 |
| 营业费用 | 157 | 163 | 198 | 224 | 254 |
| 管理费用 | 501 | 312 | 708 | 775 | 894 |
| 财务费用 | 60 | 72 | 130 | 233 | 263 |
| 资产减值损失 | 7 | 18 | 16 | 5 | 5 |
| 公允价值变动收益 | (7) | 16 | (4) | 5 | 5 |
| 投资收益 | 4 | 16 | 5 | 5 | 5 |
| 营业利润 | 993 | 978 | 843 | 1189 | 1869 |
| 营业外收入 | 1 | 15 | 9 | 9 | 9 |
| 营业外支出 | 2 | 15 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 992 | 977 | 850 | 1196 | 1876 |
| 所得税 | 144 | 132 | 135 | 190 | 299 |
| 净利润 | 847 | 845 | 715 | 1005 | 1577 |
| 少数股东损益 | (3) | 2 | 25 | 40 | 55 |
| 归属于母公司净利润 | 850 | 843 | 690 | 965 | 1521 |
| EPS (元) | 0.48 | 0.48 | 0.39 | 0.54 | 0.86 |

主要财务比率

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 278% | 26% | 27% | 15% | 15% |
| 营业利润 | 78% | -2% | -14% | 41% | 57% |
| 净利润 | 69% | -1% | -18% | 40% | 58% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 8.0% | 6.8% | 5.8% | 6.4% | 7.4% |
| 净利率 | 3.8% | 3.0% | 1.9% | 2.4% | 3.2% |
| ROE | 12.8% | 11.6% | 8.8% | 11.2% | 15.5% |
| ROIC | 10.8% | 9.5% | 7.1% | 7.9% | 12.2% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 30.8% | 35.3% | 41.0% | 49.3% | 41.6% |
| 净负债比率 | 17.1% | 18.0% | 25.9% | 36.1% | 26.9% |
| 流动比率 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 0.9 | 1.2 |
| 速动比率 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 0.8 | 1.0 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 2.3 | 2.4 | 2.6 | 2.3 | 2.7 |
| 存货周转率 | 28.7 | 36.1 | 43.6 | 42.9 | 42.9 |
| 应收帐款周转率 | 55.8 | 25.2 | 17.3 | 16.6 | 16.6 |
| 应付帐款周转率 | 38.6 | 35.4 | 32.9 | 35.6 | 35.5 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.48 | 0.48 | 0.39 | 0.54 | 0.86 |
| 每股经营现金 | 0.16 | 0.51 | 0.29 | 0.83 | 1.36 |
| 每股净资产 | 3.74 | 4.11 | 4.41 | 4.83 | 5.53 |
| 每股股利 | 0.12 | 0.09 | 0.12 | 0.16 | 0.26 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 15.0 | 15.2 | 18.5 | 13.2 | 8.4 |
| PB | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.5 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 28.9 | 28.5 | 28.5 | 20.7 | 13.5 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

王 强，招商证券研发中心董事、石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士；2 年石化企业运营经验、7 年证券研究经验。曾就职于银河证券、中信建投证券研究部，2017 年 2 月加盟招商证券。所在团队 2011-2016 年获得新财富石油化工行业 3 年第 1 名、3 年第 2 名，2012-2015 年连续 4 年获得水晶球石油化工行业第 1 名。

李 舜，石化行业研究员。清华大学工程管理硕士。6 年石化化工实业经验，曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。2016 年 5 月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。