

21 年业绩高增，看好产能释放带来的业绩成长

2022 年 01 月 23 日

➤ **事件：**2022 年 1 月 21 日，公司发布 2021 年业绩预告，预计 2021 年实现归母净利润与 23.9-25.6 亿元，同比+145%至 162%；实现扣非归母净利润 23.9-25.6 亿元，同比+145%-162%；实现基本每股收益 0.84-0.90 元/股，同比增加 0.44-0.50 股/元。

➤ **受益于新产能投放及产品价格上涨，2021 年全年盈利高增长。**全年来看，公司业绩高增长，主要系：**(1) 新增产能相继释放，增厚公司利润：**公司 20 万吨丁腈胶乳于 2021 年初投产，20 万吨 MMA 装置分别于 2020 年 9 月和 2021 年 3 月投产。**(2) 主要产品顺酐及甲乙酮价格上涨：**2021 年，山东地区顺酐市场价均价为 11095.6 元/吨，较 2020 年上涨了 68.7%，山东齐翔（华南）出厂价均价为 9485.0 元/吨，较 2020 年上涨了 31.0%。此外，根据测算，公司 2021Q4 归母净利润约为 2.28-3.94 亿元，环比下降 43.3%-67.2%，业绩短期承压。

➤ **C4 产业链：巩固甲乙酮、顺酐龙头地位，并不断完善 C4 产业链布局。巩固甲乙酮及顺酐龙头地位。**截至目前，公司拥有甲乙酮产能 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；相较于其他小规模厂商而言，公司具有规模优势及较强的议价能力。同时，为巩固龙头地位，公司在建 20 万吨/年顺酐及扩建 8 万吨甲乙酮产能，以满足下游不断增长的需求。**不断延伸 C4 产业链，提升抗风险能力：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。**丁腈胶乳：**公司已于 2021 年 1 月投产 20 万吨丁腈胶乳产能，为国内产能最大装置。**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。**尼龙 66：**公司与中国天辰一起发起设立天辰齐翔新材料公司，投建年产 100 万吨尼龙 66 新材料产业基地。

➤ **C3 产业链：布局“丙烷-丙烯-环氧丙烷”产业链，新增盈利点。**公司积极引入先进技术投建 70 万吨/年丙烷脱氢项目及 30 万吨/年环氧丙烷项目。截至目前，C3 产业链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，打造综合性化工平台。**

➤ **投资建议：**考虑到公司各产品的价格走势及产能释放节奏，我们调整 2021-2023 年归母净利润至 24.7/30.1/39.5 亿元，对应 2022 年 1 月 21 日收盘价的 PE 为 11/9/7 倍。考虑到公司未来几年新产能的陆续投放将带来业绩的持续增长，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格波动的风险；疫情扰动对下游需求影响的风险；新增产能投放速度较慢的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	24,686	34,319	42,153	50,398
增长率 (%)	-17.9	39.0	22.8	19.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	976	2,473	3,007	3,945
增长率 (%)	57.2	153.5	21.6	31.2
每股收益 (元)	0.59	0.87	1.06	1.39
PE	16	11	9	7
PB	1.7	2.2	1.7	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 01 月 21 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

9.51 元



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

电话：0755-22662096

邮箱：zhoutai@mszq.com

研究助理：曾杰煌

执业证号：S0100121070026

电话：0755-22662096

邮箱：zengjiehuang@mszq.com

相关研究

1. 齐翔腾达(002408):营收高增长,毛利率提升

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	24,686	34,319	42,153	50,398
营业成本	22,395	30,202	37,144	43,968
营业税金及附加	62	112	122	146
销售费用	93	182	216	238
管理费用	401	449	578	723
研发费用	271	372	454	548
EBIT	1,346	3,002	3,639	4,775
财务费用	172	151	153	130
资产减值损失	-55	-7	-9	-5
投资收益	8	15	17	20
营业利润	1,247	2,925	3,578	4,755
营业外收支	-39	-13	-17	-23
利润总额	1,208	2,913	3,561	4,733
所得税	179	380	458	643
净利润	1,028	2,533	3,103	4,090
归属于母公司净利润	976	2,473	3,007	3,945
EBITDA	2,176	3,851	4,805	5,995

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,524	4,222	5,924	5,965
应收账款及票据	2,353	2,962	3,492	4,443
预付款项	744	731	1,026	1,246
存货	760	925	1,183	1,413
其他流动资产	1,296	1,310	1,400	1,432
流动资产合计	8,677	10,150	13,025	14,499
长期股权投资	81	108	148	181
固定资产	5,578	6,493	7,089	7,627
无形资产	1,620	2,011	2,302	2,644
非流动资产合计	11,962	14,061	15,811	17,649
资产合计	20,639	24,211	28,836	32,148
短期借款	4,350	3,909	4,265	2,719
应付账款及票据	2,336	2,732	3,617	4,130
其他流动负债	950	967	1,248	1,505
流动负债合计	7,636	7,608	9,130	8,353
长期借款	430	430	430	430
其他长期负债	2,787	2,787	2,787	2,787
非流动负债合计	3,217	3,217	3,217	3,217
负债合计	10,854	10,826	12,348	11,570
股本	1,775	2,843	2,843	2,843
少数股东权益	804	864	960	1,104
股东权益合计	9,785	13,386	16,488	20,578
负债和股东权益合计	20,639	24,211	28,836	32,148

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-17.87	39.02	22.83	19.56
EBIT 增长率	78.61	123.04	21.22	31.23
净利润增长率	57.25	153.47	21.59	31.21
盈利能力 (%)				
毛利率	9.28	12.00	11.88	12.76
净利润率	4.17	7.38	7.36	8.11
总资产收益率 ROA	4.73	10.21	10.43	12.27
净资产收益率 ROE	10.86	19.75	19.36	20.26
偿债能力				
流动比率	1.14	1.33	1.43	1.74
速动比率	0.94	1.11	1.18	1.41
现金比率	0.46	0.55	0.65	0.71
资产负债率 (%)	52.59	44.71	42.82	35.99
经营效率				
应收账款周转天数	30.82	24.32	24.59	26.58
存货周转天数	12.38	11.18	11.63	11.73
总资产周转率	1.20	1.42	1.46	1.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.87	1.06	1.39
每股净资产	5.06	4.40	5.46	6.85
每股经营现金流	0.78	1.14	1.59	1.72
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	16	11	9	7
PB	1.7	2.2	1.7	1.4
EV/EBITDA	8.59	7.73	5.91	4.47
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,028	2,533	3,103	4,090
折旧和摊销	830	849	1,166	1,220
营运资金变动	-762	-362	-7	-663
经营活动现金流	1,387	3,254	4,506	4,886
资本开支	-2,159	-2,927	-2,917	-3,073
投资	-1,086	-51	-70	-45
投资活动现金流	-3,230	-2,963	-2,970	-3,098
股权募资	701	1,067	0	0
债务募资	3,393	-441	356	-1,547
筹资活动现金流	2,265	406	138	-1,750
现金净流量	387	697	1,674	37

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

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