

22H1 业绩下滑，期待产能释放带来成长

2022 年 08 月 29 日

➤ **事件：**2022 年 8 月 28 日，公司发布 2022 年半年度报告。2022 年上半年公司实现营业收入 164.05 亿元，同比下滑 7.57%；归母净利润 9.01 亿元，同比下滑 38.66%；扣非归母净利润 8.91 亿元，同比下滑 38.53%。

➤ **22Q2 业绩大幅下滑，行业需求收缩和盈利能力下降是主要原因。**22Q2，公司实现营业收入 84.78 亿元，同比下滑 6.31%；归母净利润为 3.45 亿元，同比下滑 56.95%；销售净利率为 3.96%，同比下滑 5.25pct。在地缘政治的催化下，国际油价和大宗商品价格大幅上涨，22Q2 公司的销售毛利率仅为 9.80%，同比下滑 5.84pct，环比下滑-2.00pct。

➤ **乙酰酮和顺酐扩产增收，疫情影响供应链业务量减少。**分行业来看，22Q2，乙酰酮类营业收入为 19.78 亿元，同比增长 86.38%，毛利率为 41.46%，同比上升 13.17pct；顺酐化工类实现营业收入 59.91 亿元，同比增长 55.92%，毛利率为 8.70%，同比下滑 12.70pct。乙酰酮和顺酐化工的收入增长主要是因为产能增加及原材料价格上涨推动产品价格上涨。其他化工产品实现营业收入 12.92 亿元，同比减少 46.41%，主要是疫情类产品价格下滑，业务毛利率为 16.21%，同比下滑 29.54pct；供应链管理营业收入 69.59 亿元，同比减少 32.79%，主要是疫情导致供应链业务量减少，供应链业务毛利率为 2.35%，同比上升 0.35pct。

➤ **C4 产业链不断深化，巩固乙酰酮、顺酐龙头地位。**(1) **乙酰酮：**公司扩建的 8 万吨/年的乙酰酮项目于 2022 年上半年建成投产，截至目前，公司乙酰酮产能超 26 万吨/年，是国内产能最大的乙酰酮生产企业，国内产销份额占比达 50%左右。(2) **顺酐：**在国内“限塑令”的背景下，生产 PBS、PBAT 等可降解塑料制品的厂商将逐渐增多，进而将带动上游原料顺酐需求的增长，目前，公司 10 万吨/年的顺酐扩建项目一期已建成投产，二期成功投产后，公司顺酐产能合计将超过 40 万吨/年，规模优势较强。(3) **MMA 和 PMMA：**公司已有 20 万吨/年的 MMA 产能，且 10 万吨/年的 PMMA 项目也正处于建设当中，投产后公司将形成“异丁烯—MMA—PMMA”的一体化完整产业链。

➤ **布局 C3 产业链，新增盈利点。**公司积极引入先进技术投建 70 万吨/年丙烷脱氢项目及下游 30 万吨/年环氧丙烷项目，并于 2022 年 4 月公告拟建 8 万吨/年的丙烯酸及 6 万吨/年的丙烯酸丁酯项目，以进一步拉伸产业维度，未来有望形成新的盈利增长点。目前，70 万吨/年丙烷脱氢项目已全面投产。

➤ **投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 16.15/21.39/25.22 亿元，EPS 分别为 0.57/0.75/0.89 元/股，对应 2022 年 8 月 29 日收盘价的 PE 分别为 14、10、9 倍。2022 年原油价格维持高位，公司下游业务受影响较大，因此下调评级，给予“谨慎推荐”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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	34,892	33,618	43,193	51,133
增长率 (%)	41.3	-3.7	28.5	18.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,393	1,615	2,139	2,522
增长率 (%)	145.2	-32.5	32.5	17.9
每股收益 (元)	0.84	0.57	0.75	0.89
PE	9	14	10	9
PB	1.7	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 29 日收盘价）

谨慎推荐

下调评级

当前价格：

7.76 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

相关研究

1. 齐翔腾达 (002408.SZ) 2021 年业绩预告点评报告:21 年业绩高增，看好产能释放带来的业绩成长-2022/01/23

2. 齐翔腾达(002408):营收高增长，毛利率提升-2021/08/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	34,892	33,618	43,193	51,133
营业成本	30,518	30,363	38,995	46,185
营业税金及附加	88	67	95	112
销售费用	126	108	130	153
管理费用	439	423	527	614
研发费用	579	639	777	913
EBIT	3,160	2,069	2,750	3,237
财务费用	241	157	172	215
资产减值损失	-94	-30	-33	-44
投资收益	10	12	14	16
营业利润	2,851	1,898	2,565	3,002
营业外收支	-45	-28	-37	-37
利润总额	2,806	1,870	2,528	2,965
所得税	359	239	341	386
净利润	2,447	1,631	2,187	2,579
归属于母公司净利润	2,393	1,615	2,139	2,522
EBITDA	4,296	3,085	4,109	4,723

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金		2,688	1,037	2,363
应收账款及票据	4,093	2,379	5,744	3,687
预付款项	410	607	819	1,016
存货	1,195	1,167	1,758	1,578
其他流动资产	660	698	722	794
流动资产合计	8,960	7,539	10,080	9,438
长期股权投资	240	320	439	539
固定资产	7,164	8,315	9,106	9,903
无形资产	1,481	1,481	1,435	1,404
非流动资产合计	17,111	19,789	22,251	24,853
资产合计	26,071	27,328	32,331	34,292
短期借款	3,829	2,660	3,182	2,827
应付账款及票据	2,808	3,064	4,345	4,508
其他流动负债	2,787	2,826	3,139	3,297
流动负债合计	9,424	8,551	10,665	10,632
长期借款	2,362	2,662	2,962	2,462
其他长期负债	865	1,065	1,465	1,665
非流动负债合计	3,227	3,727	4,427	4,127
负债合计	12,650	12,277	15,092	14,759
股本	2,843	2,843	2,843	2,843
少数股东权益	631	647	695	752
股东权益合计	13,420	15,051	17,239	19,533
负债和股东权益合计	26,071	27,328	32,331	34,292

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	41.34	-3.65	28.48	18.38
EBIT 增长率	111.72	-34.54	32.93	17.71
净利润增长率	145.22	-32.52	32.48	17.89
盈利能力 (%)				
毛利率	12.54	9.68	9.72	9.68
净利润率	6.86	4.80	4.95	4.93
总资产收益率 ROA	9.18	5.91	6.62	7.35
净资产收益率 ROE	18.71	11.21	12.93	13.43
偿债能力				
流动比率	0.95	0.88	0.95	0.89
速动比率	0.73	0.62	0.66	0.60
现金比率	0.28	0.31	0.10	0.22
资产负债率 (%)	48.52	44.92	46.68	43.04
经营效率				
应收账款周转天数	24.32	25.65	25.00	24.50
存货周转天数	11.53	14.00	13.50	13.00
总资产周转率	1.49	1.26	1.45	1.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.84	0.57	0.75	0.89
每股净资产	4.50	5.07	5.82	6.61
每股经营现金流	0.72	1.65	0.43	2.34
每股股利	0.00	0.00	0.10	0.15
估值分析				
PE	9	14	10	9
PB	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.19	8.38	6.99	5.66
股息收益率 (%)	0.00	0.00	1.29	1.93

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,447	1,631	2,187	2,579
折旧和摊销	1,136	1,016	1,359	1,486
营运资金变动	-1,877	1,801	-2,598	2,289
经营活动现金流	2,040	4,698	1,224	6,647
资本开支	-5,770	-3,645	-3,761	-4,055
投资	643	-102	-124	-107
投资活动现金流	-5,123	-3,735	-3,871	-4,146
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,878	-668	1,222	-655
筹资活动现金流	2,928	-878	996	-1,175
现金净流量	-168	85	-1,651	1,326

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。本报告清晰准确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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026