

**投资评级 优于大市 维持**

## 巩固 C4 龙头地位，开拓 C3 新增长曲线

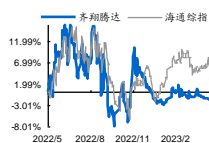
### 股票数据

05月05日收盘价(元)	6.76
52周股价波动(元)	6.53-8.58
总股本/流通A股(百万股)	2843/2764
总市值/流通市值(百万元)	19218/18684

### 相关研究

《新建项目投产，巩固行业龙头地位》  
 2022.08.04

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-5.6	-5.6	-6.8
相对涨幅 (%)	-3.5	-2.8	-3.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

分析师:朱建军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@haitong.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@haitong.com

证书:S0850519080001

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

联系人:张海榕

Tel: (021)23219635

Email:zhr14674@haitong.com

证书:S0850122070051

### 投资要点:

- 公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报。**齐翔腾达 2022 年实现营业收入 298.1 亿元 (同比-14.6%)，实现归母净利润 6.34 亿元 (同比-73.5%)。公司 2023Q1 实现营业收入 61.4 亿元 (同比-22.5%)，实现归母净利润-0.79 亿元 (同比-114.2%)。公司业绩承压主要系 (1) 原油等原料价格上涨; (2) 受疫情、地产链下行等影响，2022H2 开始丁二烯等产品需求下降、价格回落。
- 甲乙酮、顺酐产能扩张，2022 年产品收入同比大增。**甲乙酮方面，2022 年公司 8 万吨/年甲乙酮建成投产，当前产能 26 万吨/年，位居全国第一。得益于产能扩张带来的规模效应与议价能力提升，叠加全球市场供应收缩，公司甲乙酮销量尤其是出口贸易增长，2022 年实现营收 37.4 亿元，同比增长 63.8%; 实现毛利 10.1 亿元，同比增长 85.82%。**顺酐方面**，公司 20 万吨/年顺酐建成投产，推升顺酐产品营收同比增长 22.7%。随着“限塑令”深化落实，叠加公司相关产能释放，我们认为公司顺酐业务营收将持续增长。
- 拓展新材料领域，完善 C4 产业链一体化布局。**公司拟打造“异丁烯—MMA—PMMA”一体化产业链，目前已建成 20 万吨/年丁腈胶乳和 20 万吨/年 MMA 装置，10 万吨/年 PMMA 装置预计 2023 年建成，投产后将实现 C4 中异丁烯组分在液晶显示器、光学玻璃等领域的高效利用，提升产品附加值。
- 横向延伸 C3 产业链，培育发展新动能。**公司 70 万吨/年 PDH 装置已建成投产，30 万吨/年环氧丙烷项目、8 万吨/年丙烯酸及 6 万吨/年丙烯酸丁酯项目投产在即，2022 年末工程进度分别为 68.2%、92.3%。项目全部建成后，公司将形成“丙烷-丙烯-环氧丙烷/丙烯酸”C3 产业链，强化市占率与盈利能力。
- 山能收购后控股股东风险解决，利好估值提升。**山能新材料作为重整投资人正在通过重整程序取得齐翔集团 80% 股权。收购完成后，公司间接控股股东将变更为山能新材料，实际控制人变更为山东省国资委。我们认为山能新材料完成后公司控股股东风险得到解决，估值将有所提升。
- 投资建议。**我们预计齐翔腾达 2023~2025 年归母净利润分别为 8.21 亿元、12.83 亿元和 23.06 亿元，EPS 分别为 0.29、0.45、0.81 元。参照可比公司估值水平，给予其 2023 年 24-25 倍 PE，对应合理价值区间为 6.96-7.25 元，对应 PB1.38-1.44 倍，维持“优于大市”投资评级。
- 风险提示。**产品价格大幅波动，下游需求不及预期，在建项目进展不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	34892	29810	35674	37750	39940
(+/-)YoY(%)	41.3%	-14.6%	19.7%	5.8%	5.8%
净利润 (百万元)	2393	634	821	1283	2306
(+/-)YoY(%)	145.2%	-73.5%	29.5%	56.3%	79.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.84	0.22	0.29	0.45	0.81
毛利率(%)	12.5%	8.8%	8.9%	10.3%	13.0%
净资产收益率(%)	18.7%	4.7%	5.7%	8.2%	12.9%

资料来源：公司年报 (2021A-2022A)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 公司业务拆分**

业务	项目	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
顺酐化工类	营业收入 (亿元)	54.95	37.25	91.65	112.47	120.42	134.63	160.42
	营业成本 (亿元)	48.32	30.61	67.54	104.25	109.60	119.75	136.28
	毛利 (亿元)	6.62	6.64	24.11	8.22	10.82	14.88	24.14
	毛利率 (%)	12%	18%	26%	7%	9%	11%	15%
甲乙酮类	营业收入 (亿元)	24.61	25.33	22.85	37.44	34.60	34.04	38.06
	营业成本 (亿元)	18.22	18.68	17.40	27.31	25.71	24.81	27.00
	毛利 (亿元)	6.39	6.64	5.45	10.13	8.90	9.23	11.06
	毛利率 (%)	26%	26%	24%	27%	26%	27%	29%
其他化工类	营业收入 (亿元)	14.79	23.81	38.25	28.86	39.70	43.04	47.06
	营业成本 (亿元)	13.00	18.00	28.32	24.92	31.93	33.72	36.23
	毛利 (亿元)	1.79	5.80	9.93	3.94	7.77	9.33	10.83
	毛利率 (%)	12%	24%	26%	14%	20%	22%	23%
丙烯酸及酯	营业收入 (亿元)					3.36	7.73	8.51
	营业成本 (亿元)					3.03	6.19	6.64
	毛利 (亿元)					0.34	1.55	1.87
	毛利率 (%)					10%	20%	22%
供应链管理	营业收入 (亿元)	204.02	158.31	192.31	115.57	155.40	154.43	141.80
	营业成本 (亿元)	201.76	155.16	188.55	112.51	152.07	151.04	138.54
	毛利 (亿元)	2.27	3.15	3.76	3.06	3.32	3.38	3.26
	毛利率 (%)	1%	2%	2%	3%	2%	2%	2%
总和	营业收入 (亿元)	300.58	246.86	348.92	298.10	356.74	377.50	399.40
	营业成本 (亿元)	282.81	223.95	305.18	271.90	324.93	338.47	347.51
	毛利 (亿元)	17.77	22.91	43.74	26.20	31.82	39.03	51.89
	毛利率 (%)	6%	9%	13%	9%	9%	10%	13%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**表 2 可比公司估值表**

代码	简称	总市值	EPS (元)			PE (倍)			PB
			2021	2022	2023E	2021	2022	2023E	2023E
300481.SZ	濮阳惠成	61.11	0.85	1.42	1.59	24.17	14.47	12.98	2.26
603026.SH	胜华新材	128.01	5.81	4.39	7.38	10.86	14.37	8.56	2.24
002648.SZ	卫星化学	489.48	3.49	0.91	1.42	4.16	15.99	10.21	1.92
	平均		3.39	2.24	3.46	13.06	14.94	10.59	2.14

注: 收盘价为 2023 年 5 月 5 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>29810</b>	<b>35674</b>	<b>37750</b>	<b>39940</b>
每股收益	0.22	0.29	0.45	0.81	营业成本	27190	32493	33847	34751
每股净资产	4.74	5.04	5.50	6.31	毛利率%	8.8%	8.9%	10.3%	13.0%
每股经营现金流	0.51	0.98	1.56	1.49	营业税金及附加	66	88	93	98
每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	112	143	151	160
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	525	628	755	799
P/S	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用率%	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%
EV/EBITDA	10.70	7.13	5.55	4.01	EBIT	1140	1523	2048	3219
股息率%	—	—	—	—	财务费用	272	377	324	253
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.9%	1.1%	0.9%	0.6%
毛利率	8.8%	8.9%	10.3%	13.0%	资产减值损失	-183	-60	-60	-60
净利润率	2.1%	2.3%	3.4%	5.8%	投资收益	-39	10	9	10
净资产收益率	4.7%	5.7%	8.2%	12.9%	<b>营业利润</b>	<b>748</b>	<b>1030</b>	<b>1606</b>	<b>2853</b>
资产回报率	2.2%	2.9%	4.4%	7.9%	营业外收支	-30	-28	-37	-37
投资回报率	4.1%	5.6%	7.4%	11.1%	<b>利润总额</b>	<b>718</b>	<b>1003</b>	<b>1569</b>	<b>2816</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	2469	3739	4537	5944
营业收入增长率	-14.6%	19.7%	5.8%	5.8%	所得税	120	170	267	479
EBIT 增长率	-63.9%	33.6%	34.5%	57.2%	有效所得税率%	16.8%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润增长率	-73.5%	29.5%	56.3%	79.8%	少数股东损益	-36	11	19	31
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>634</b>	<b>821</b>	<b>1283</b>	<b>2306</b>
资产负债率	51.4%	46.8%	43.6%	35.9%					
流动比率	0.84	0.84	0.94	1.21	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.66	0.60	0.69	0.88	货币资金	2609	1173	1443	1570
现金比率	0.24	0.12	0.15	0.21	应收账款及应收票据	4140	4179	4514	4573
<b>经营效率指标</b>					存货	1477	1582	1595	1668
应收账款周转天数	31.67	24.00	23.50	23.00	其它流动资产	888	1049	1229	1443
存货周转天数	17.68	17.00	17.00	17.00	流动资产合计	9113	7984	8781	9254
总资产周转率	1.08	1.25	1.33	1.38	长期股权投资	171	331	491	651
固定资产周转率	3.15	2.87	2.84	2.99	固定资产	11768	13095	13452	13225
					在建工程	3786	2393	1696	1348
					无形资产	1510	1570	1630	1690
					非流动资产合计	19886	20100	20055	19785
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>28999</b>	<b>28083</b>	<b>28837</b>	<b>29039</b>
净利润	634	821	1283	2306	短期借款	4912	4112	3312	2512
少数股东损益	-36	11	19	31	应付票据及应付账款	3695	3056	3901	3165
非现金支出	1575	2306	2579	2816	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	207	426	371	297	其它流动负债	2298	2376	2169	1957
营运资金变动	-919	-792	185	-1218	流动负债合计	10904	9543	9382	7634
<b>经营活动现金流</b>	<b>1460</b>	<b>2773</b>	<b>4438</b>	<b>4232</b>	长期借款	2739	2339	1939	1539
资产	-4625	-2223	-2245	-2249	其它长期负债	1269	1267	1265	1263
投资	-5	-300	-305	-305	非流动负债合计	4008	3606	3204	2802
其他	-254	-80	-81	-80	<b>负债总计</b>	<b>14912</b>	<b>13149</b>	<b>12586</b>	<b>10436</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4884</b>	<b>-2603</b>	<b>-2631</b>	<b>-2635</b>	实收资本	2843	2843	2843	2843
债权募资	1550	-1202	-1202	-1202	归属于母公司所有者权益	13488	14324	15622	17943
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	598	610	629	660
其他	1408	-403	-335	-267	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>28999</b>	<b>28083</b>	<b>28837</b>	<b>29039</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>2958</b>	<b>-1606</b>	<b>-1537</b>	<b>-1469</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-447</b>	<b>-1435</b>	<b>270</b>	<b>128</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022A), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

邓勇 石油化工行业  
朱军军 石油化工行业  
胡歆 石油化工行业  
刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,百傲化学,华光新材,东华能源,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,巨化股份,卓越新能,赛轮轮胎,桐昆股份,和邦生物,广汇能源,永东股份,华润材料,维远股份,中国石化,元利科技,新凤鸣,永和股份,中油工程,泰和新材,嘉化能源,华锦股份,聚合顺,松井股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。