



新疆天业（600075）
持有（维持）

李艳学
电话：010-62294627
Email: liyanxue@hysec.com

化工行业/年报点评

成本优势难掩规模与财务费用瓶颈

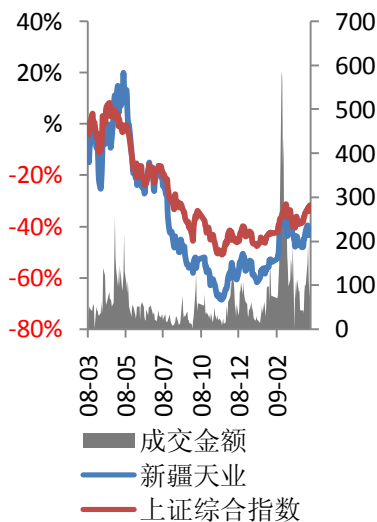
公司数据

总股本（万股）	43859
流通股（万股）	24883
每股净资产（元）	3.65
主要股东	新疆天业(集团)有限公司
主要股东持股比例	43.27%

交易数据

一年价格波动区间	4.17~15.96
半年绝对表现	25.20%
半年相对表现	21.68%
半年换手率	5.13%

市场表现



相关研究:

《新疆天业调研简报：成本优势仍是确定性投资亮点》

2009.03.23

《新疆天业：未来三年业绩增长仍有较强支撑》

2008.02.28

投资要点:

- **产量同比出现下降。**2008 年公司生产 PVC26.4 万吨、烧碱 19.6 万吨、塑料制品（主要是节水器材）5.75 万吨，番茄酱 4.1 万吨、柠檬酸 1.18 万吨，分别同比下降 14.01%、13.43%、9.87%、14.81%、2.48%，2008 年公司整体产能利用率大约在 80%左右。公司全年实现主营业务收入 37.03 亿元，归属于母公司所有者净利润 5770.19 万元，分别同比下降 7.08%和 78.74%，每股收益 0.13 元。
- **规模效应减弱与财务费用高企吞噬公司成本优势。**尽管公司 PVC 和烧碱单位生产成本具有一定优势，但一方面内部抵消因素增加了营业成本，另一方面规模效应逐步减弱以及财务费用高企，较大程度上吞噬了公司成本优势，致使公司在番茄酱及节水业务仍有较强盈利能力的情况下，公司综合毛利率水平相比行业内同样优秀的中泰化学及英力特优势并不明显。
- **内生性增长乏力，唯有寄望于集团资产注入。**目前公司各业务部门均基本发展成熟，唯一具备持续发展前景的节水灌溉业务受制于国内耕种习惯，在短期内也难有跨越式发展。尽管我们在前期报告中已经提及集团氯碱资产注入仍存较大不确定性，但在公司当前发展背景下，集团资产注入似乎愈发成为未来公司实现快速增长的唯一动力。
- **09 年公司业绩主要取决于二、三季度 PVC 传统消费旺季的表现。**自 08 年 11 月我国 PVC 产量跌入最低谷之后，近三个月 PVC 产量同比降幅逐步减小，市场回暖迹象已有所体现。尤其是临近二、三季度传统消费旺季，近期 PVC 价格持续走高也使我们后期 PVC 市场较为乐观。
- **预计未来两年公司每股收益为 0.30 元和 0.36 元，维持“持有”评级。**基于对二、三季度旺季因素的考虑，我们判断 09 年新疆天业 PVC 业务仍有望实现一定盈利。通过盈利预测我们判断 09 年公司每股收益构成为：PVC 业务贡献 0.10 元、烧碱业务贡献 0.05 元、番茄酱和柠檬酸贡献 0.05 元、天业节水及其他业务贡献 0.10 元，而 2010 年公司业绩则有望实现 20%以上的增长。综上所述，我们预计公司未来两年每股收益分别为 0.30 元和 0.36 元，维持“持有”评级，未来股价刺激因素主要是 PVC 价格回升趋势的确立以及集团资产注入预期的反映。

财务指标（百万元）	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	3985.1	3703.1	3609.7	3944.9
同比增长率	25.8%	-7.1%	-2.5%	9.3%
净利润	271.4	57.7	130.6	159.9
同比增长率	28.0%	-78.7%	126.3%	22.5%
每股收益(元)	0.62	0.13	0.30	0.36
净资产收益率	17.4%	3.9%	6.9%	8.8%

表 1：新疆天业主要产品业务收入、成本预测

产品业务（价格与成本不含税）	2008A	2009E	2010E
PVC 销量（吨）	264000	290000	300000
PVC 销售价格（元/吨）	6600	6200	6400
PVC 生产成本（元/吨）	5700	5600	5680
烧碱销量（吨）	196000	215000	225000
烧碱销售价格（元/吨）	2200	2100	2100
烧碱生产成本（元/吨）	1200	1150	1150
番茄酱销量（吨）	36000	50000	50000
番茄酱销售价格（元/吨）	6930	6500	6700
番茄酱生产成本（元/吨）	4430	3850	4000
塑料制品销量（吨）	57500	60000	63000
塑料制品销售价格（元/吨）	11150	8920	9800
塑料制品生产成本（元/吨）	10350	7230	7600
其他业务收入（万元）	54576	50000	60000
其他业务成本（万元）	49877	45000	53600

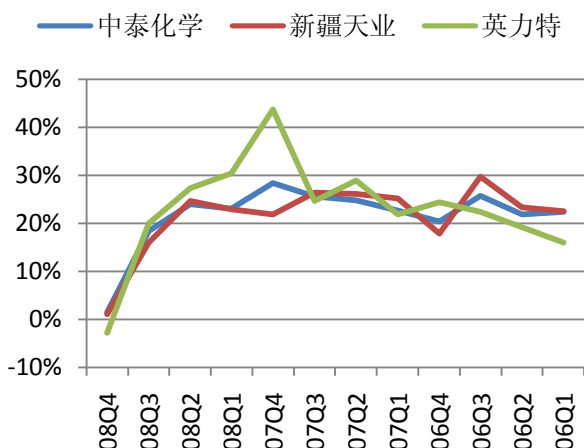
资料来源：公司公告、宏源证券

表 2：财务预测（单位：百万元）

利润表	2006	2007	2008	2009E	2010E	资产负债表	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	3166.7	3985.1	3703.1	3609.7	3944.9	现金及现金等价物	816.7	1053.5	670.7	1019.2	1134.5
减：主营业务成本	2444.6	2996.3	3065.4	2930.5	3177.6	应收款项	442.0	412.5	464.3	450.0	483.0
税金及附加	22.7	40.6	30.4	28.4	41.1	存货	749.9	1057.6	1001.0	910.0	950.0
主营业务利润	699.4	948.2	607.3	650.8	726.2	其他流动资产	585.2	238.4	283.8	290.0	300.0
减：营业费用	226.8	256.1	253.7	238.5	250.4	流动资产合计	2593.8	2762.0	2419.9	2669.2	2867.5
管理费用	75.7	105.9	99.4	92.5	101.7	固定资产净额	2176.4	2634.1	2540.9	2634.5	2438.7
财务费用	101.0	176.3	168.3	139.9	142.3	长期投资及其他	171.2	381.8	394.5	403.6	421.3
加：其他业务利润	(18.8)	(55.1)	(9.4)	0.0	0.0	非流动资产合计	2347.6	3015.9	2935.5	3038.2	2860.0
投资收益	6.6	8.6	3.0	3.0	3.0	资产总计	4941.4	5777.9	5355.3	5707.4	5727.5
营业利润	283.6	363.4	79.5	183.0	234.8	短期借款	1459.5	1302.0	1692.0	1452.2	1321.7
加：营业外收支净额	1.5	2.5	1.3	0.0	0.0	应付款项	365.3	469.7	302.2	312.5	352.7
利润总额	285.1	365.8	80.8	183.0	234.8	其他流动负债	638.3	1157.4	518.5	536.2	623.4
减：所得税	34.6	47.6	14.2	29.3	37.6	流动负债合计	2463.1	2929.1	2512.7	2300.8	2297.8
少数股东损益	38.5	46.8	8.9	23.2	37.3	长期借款	684.0	734.0	744.0	740.0	740.0
净利润	212.0	271.4	57.7	130.6	159.9	其他长期负债	15.6	16.4	11.6	8.8	11.2
						长期负债合计	699.6	750.4	755.6	748.8	751.2
现金流量表	2006	2007	2008	2009E	2010E	负债总计	3162.8	3679.5	3268.2	3049.6	3049.0
净利润	212.0	271.4	57.7	130.6	159.9	股本	438.6	438.6	438.6	438.6	438.6
加：折旧	166.6	239.9	207.9	201.2	114.6	资本公积金	255.3	256.9	255.3	256.0	256.0
营运资本净变动	(423.6)	601.1	(836.5)	432.3	(367.2)	盈余公积金	153.7	181.2	189.9	194.3	205.7
其他	303.5	(390.1)	623.7	(364.3)	427.9	未分配利润	473.2	712.5	717.6	650.4	746.5
经营活动净现金流	258.5	722.3	52.8	399.8	335.2	少数股东权益	461.1	509.3	485.7	512.1	524.39
固定资产增加	(381.6)	(697.6)	(114.7)	(117.6)	(59.3)	股东权益总计	1778.6	2098.4	2087.1	2657.7	2678.5
长期投资增加	(11.2)	17.6	(15.6)	12.5	19.4						
其他增加	0.0	(139.1)	(7.1)	0.0	0.0	业绩与估值指标	2006	2007	2008	2009E	2010E
投资活动净现金流	(392.8)	(819.1)	(137.5)	(105.1)	(39.9)	EPS	0.48	0.62	0.13	0.30	0.36
银行贷款变动	332.0	(106.7)	(40.0)	200.0	(100.0)	ROE	16.0%	17.4%	3.9%	6.9%	8.8%
股权及其他融资变动	77.3	516.0	(247.6)	(146.2)	(80.0)	PE	16.13	12.61	59.29	26.20	21.39
筹资活动净现金流	409.3	344.4	(287.6)	53.8	(180.0)	PB	1.92	1.63	1.64	1.29	1.28
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	收入增长率	3.9%	25.8%	-7.1%	-2.5%	9.3%
现金流量净额	275.0	247.6	(372.2)	348.5	115.3	净利润增长率	32.7%	28.0%	-78.7%	126.3%	22.5%

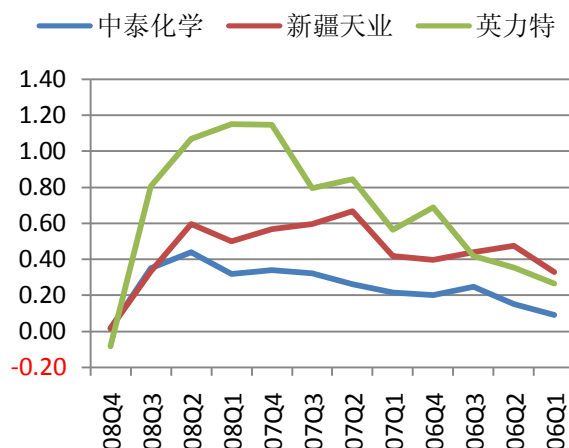
资料来源：宏源证券

图 1：新疆天业等三公司季度综合毛利率比较



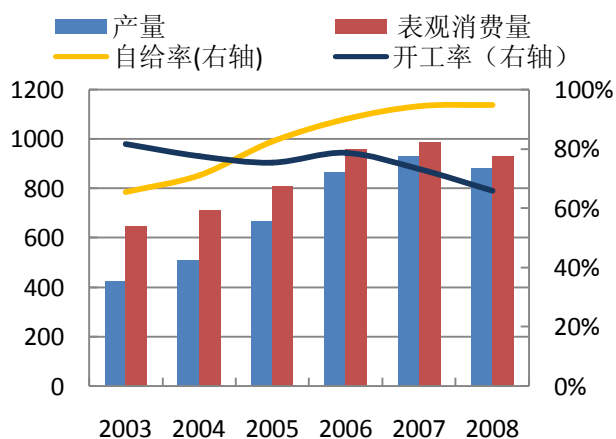
资料来源：公司公告

图 2：新疆天业等三公司季度每股毛利比较 (元/股)



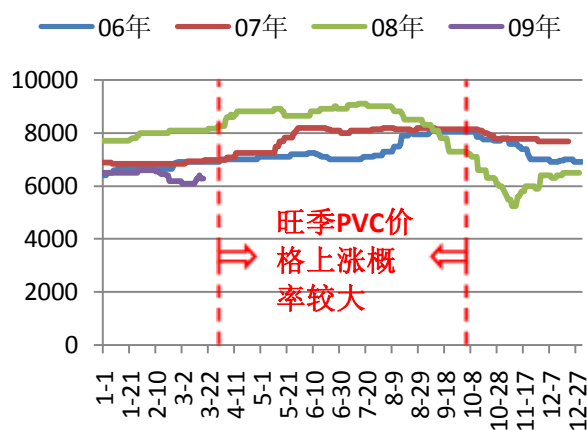
资料来源：公司公告

图 3：我国 PVC 行业运行态势 (万吨)



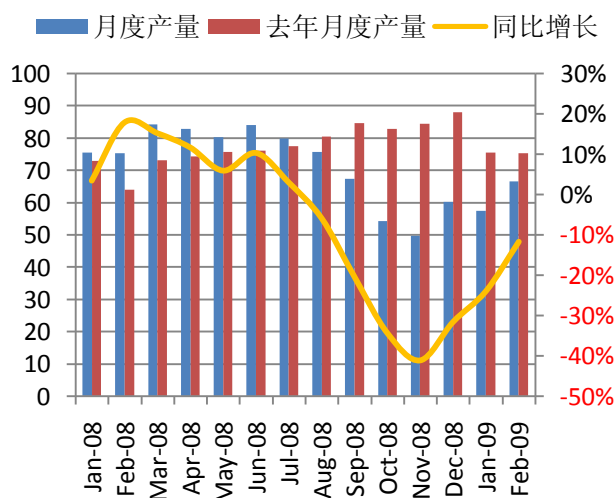
资料来源：石化协会

图 4：历年乙烯法 PVC 价格走势 (元/吨)



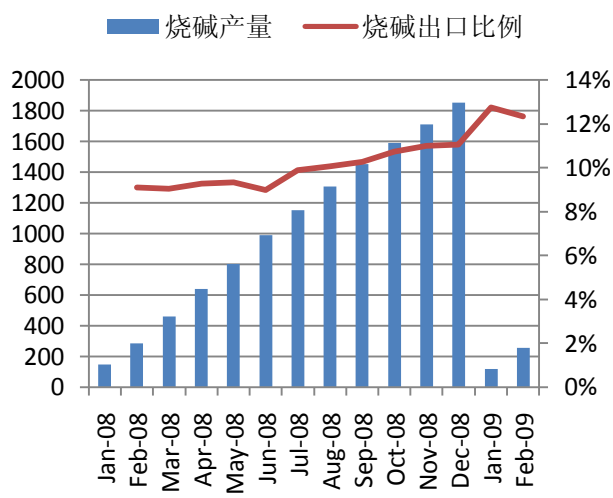
资料来源：化工在线

图 5：我国 PVC 单月度产量情况 (万吨)



资料来源：石化协会

图 6：我国烧碱月度累计产量及出口比例 (万吨)



资料来源：石化协会

销售经理：蒋全
联系电话：010-62294633
电子信箱：jiangquan@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上