

石油加工

芮定坤

010-66276951

ruidingkun@cjis.cn

天利高新

600339

推荐

受益反倾销和出口，副产品贡献被低估

投资要点：

- 重点先看新投产的项目己二酸，新增约 0.4 的 EPS，主要有 4 点：
- **第 1、受益反倾销：**11 月商务部对国外己二酸征收反倾销税，己二酸国内主要生产企业只有 5 家，未来行业基本面变好；
- **第 2、受益出口恢复：**己二酸的下游主要为尼龙 6 和聚氨酯，主要和纺织皮革有关，目前来看 10 年出口复苏的是大概率事件，会拉动化纤需求恢复，产品的下游好转；
- **第 3、由于技术问题，市场忽略了部分业绩：**环己烷法生产工艺同市场熟悉的神马股份的不同，年产 1.2 万吨副产品二元酸酯，相当于 0.1-0.15 的业绩是市场忽略的，目前副产品已经出产销售；
- **第 4、己二酸的运输成本比原料苯（危险品）的运输成本低，因此公司在疆内靠近中石油独山子炼厂从原料上有成本优势。**
- 沥青业务以前受限于原料供应不足，中石油独山子炼厂从 600 万吨扩建到 1000 万吨以后，原料供应增加，沥青产量明年有望从 4 万吨增加到 9 万吨，增加盈利，贡献 EPS 约 0.07。
- 今年上半年亏损的塑料类业务和甲乙酮目前扭亏盈利，未来随行业的好转盈利增加，投资建设的天然气管道在 10 年新增 EPS 约 0.04。
- 超预期的可能：1、己二酸实际产能超过目前市场预期的 7 万吨在 7.5 万吨左右，不排除公司产量和开工率超预期。2、由于目前刚投产副产品二元酸酯质量较差，价格低（7000 元/吨左右，市场价 13000 元），不排除未来技术问题解决，业绩又有部分增加（EPS0.03 左右）。
- **弹性大是特点：**己二酸每上涨 1000 元（对应现在的价格相当于 7% 的变动），EPS 变动约 0.1。2 月后己二酸进入销售旺季，加上油价上涨，国内己二酸价格可能会上涨，公司的业绩预期会提高。
- 预测公司 09、10 和 11 年 EPS 分别为 0.02、0.57 和 0.66，公司业绩从底部大幅好转，给以推荐的评级，6-12 个月的目标价 11.5 元。
- 风险提示：工艺技术风险，停车检修时间较长。

6-12 个月目标价： 11.5 元

当前股价： 9.04 元

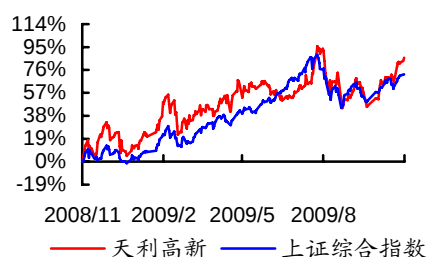
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	3175.19
总股本(百万)	526
流通股本(百万)	413
流通市值(亿)	37
EPS (TTM)	-0.05
每股净资产(元)	2.43
资产负债率	64.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天利高新	24.35	-1.31	24.84
上证综合指数	9.05	-2.74	23.08



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1045	867	1860	2076
同比(%)	-7%	-17%	115%	12%
归属母公司净利润(百万元)	66	11	298	346
同比(%)	76%	-83%	2520%	16%
毛利率(%)	22.9%	19.7%	31.6%	31.1%
ROE(%)	5.3%	0.9%	19.5%	19.3%
每股收益(元)	0.12	0.02	0.57	0.66
P/E	72.39	418.26	15.96	13.74
P/B	3.81	3.87	3.12	2.66
EV/EBITDA	29	37	11	10

资料来源：中投证券研究所

一、重点先看己二酸

7万吨己二酸项目8月公告试车成功，经过一段时间检修后重新开车，开工率在90%左右。

这部分是未来业绩主要的增量，受益商务部刚刚公布的己二酸反倾销结果（对国外3地征收进口关税），我们先重点看这部分。

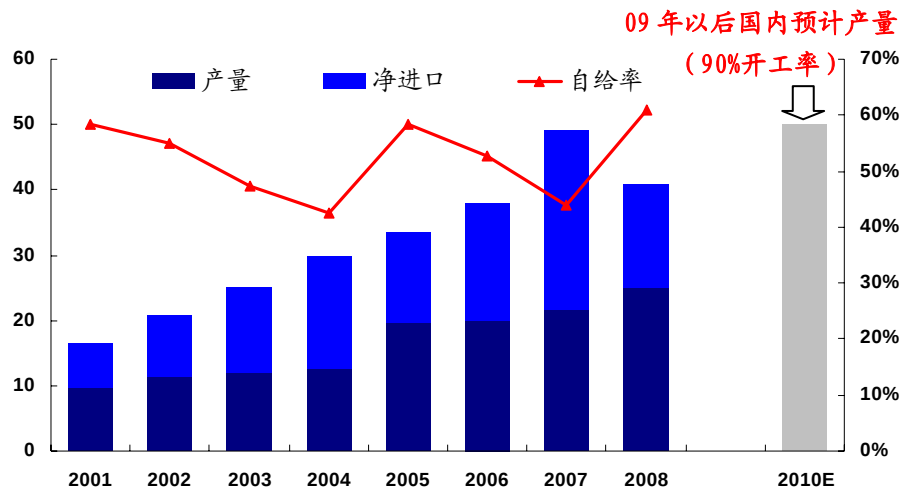
己二酸是07年增发后的募投项目，总投资约12亿（包括制氢、KA油）。

1、供需：反倾销利于行业进口替代，10年下游复苏

08年前国内己二酸的表观消费中进口占50%左右，09年1-7月需求下滑的情况下仍然有6万吨的净进口量，国内产量不足。

08、09年新增了较多产能，总产能58万吨左右，如果按90%的开工率计算产量约50万，基本上可以替代进口。

图1 己二酸国内产量、净进口 单位：万吨



资料来源：石油化工协会、中投证券研究所

新增的主要产能为天利高新的7万吨，山东海力化工和洪业（去年刚开车没开满），见下表。

表 1 国内己二酸生产供应 单位: 万吨

	产能	未来新增产能	工艺路线
辽阳石化	14	三期扩到 30 万吨	环己烷硝酸氧化
天利高新	7		环己烷硝酸氧化
山东海力化工	15		环己烷硝酸氧化
山东洪业化工	16		环己烷硝酸氧化
神马集团	6	拟扩到 16 万吨	环己醇硝酸氧化
其他	0.5	日本旭化成远期规划 20 万吨/山西 5 万吨	-
总计	58.5	51	

进口 16-20 反倾销征税后会减少

资料来源: 中投证券研究所 注: 未来新增产能为规划产能, 会根据市场变化

虽然 09、10 年国内产能释放的比较多, 但产能基本匹配需求, 相对于国内大部分产能过剩的化工产品, 己二酸的供需基本面还是相对比较好的, 一般来讲, 化工企业的开工率在 80%-90%是正常的, 成本波动不大的情况下价格可以保持价格。

另 1 方面, 11 月 1 日商务部的公告对原产美国、欧盟和韩国的己二酸实行 5%到 35.4%不等的反倾销税, 3 地的进口量占国内进口总量的 80%以上, 进口量未来会下降, 国内的销量和价格可以维持相对较高。

表 2 商务部 11 月 1 日终裁对美国、欧盟和韩国企业征收的反倾销税率

美国	反倾销税率
1、Ascend Performance Materials LLC	16.8%
2、其他美国公司	35.4%
欧盟	
1、兰蒂奇化工有限公司	7.4%
2、兰蒂奇化工德国有限公司	7.4%
3、BASFSE	9.8%
4、其他欧盟公司	16.7%
韩国	
1、罗地亚聚酰胺有限公司	5.9%
2、旭化成化学韩国	5.0%
3、其他韩国公司	16.7%

资料来源: 中投证券研究所

因此, 我们预计己二酸 10、11 年仍然能保持相对较高的价格, 目前价格在 14000 元/吨左右。

下游恢复:

己二酸的下游主要分为**尼龙 66**和**聚氨酯** 2 块, 分别占需求的 27%和 58%。

尼龙方面用于生产尼龙 66 纤维和尼龙 66 树脂; 主要用于纺织、鞋革、工程塑料。下游企业有华峰氨纶、神马股份等。10 年出口同比增长现在来看是大概率事件, 因此对需求的拉动会是较明显的, 拉动己二酸需求的增长。

聚氨酯的下游产品主要为服装、鞋底原料、涂料等等, 还可用于增塑剂、不饱和聚酯树脂等领域。也是和出口相关性比较高, 未来需求同比恢复是比较确定的。

2、生产工艺: 和神马工艺不同, 市场忽略了副产品的贡献导致低估!

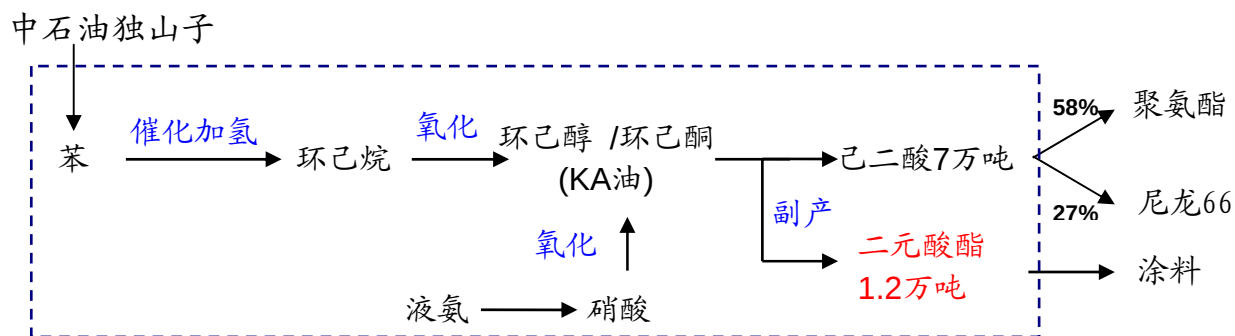
生产己二酸主要有 3 种工艺: 环己烷法、环己醇法、苯酚法。天利高新用的是环己烷法, 污染较大, 但相对比较成熟。神马股份用的是环己醇法, 市场熟悉的是神马的工艺路线, 在计算天利高新产品收入时只考虑了己二酸, 而忽略了副产品二元酸酯, 而这部分成本计算在己二酸中了, 收入相当于能贡献约 0.1 的 EPS, 因此造成了对业绩的低估。

环己烷法:

在铜、钒催化剂的作用下, 苯催化加氢生产环己烷, 氧化生成酮醇混合物 (KA 油), 再用硝酸氧化生产己二酸, 全球约 88%的产能为环己烷法, 美国的杜邦公司和孟山都、中石油辽阳石化采用的都是这种工艺。

日本旭化成和我国的神马采用的是环己醇进行硝酸氧化。环己醇法约占全球产能的 6%左右。天利高新的环己烷法工艺路线如下图:

图 2 天利高新己二酸生产路线和下游产品



资料来源: 中投证券研究所

除了己二酸，副产品二元酸酯大约每年有 1.2 万吨左右，二元酸酯又叫 DBA，主要成分是丁二酸二甲酯、戊二酸二甲酯、己二酸二甲酯，为液体，主要用于涂料。

二元酸酯的市场价格大概在 13000 元左右，按此价格，90%的开工率，副产品可以贡献 1.2 亿左右的收入，相对于 EPS0.18 左右，但是公司目前由于刚试车成功，二元酸酯的产品质量还达不到标准，因此目前售价较低，大概只有 6000 元/吨左右，即使按此价格保守计算，收入对 EPS 的贡献也有 0.09（没考虑成本，因为这一块是市场忽略的），而且未来有改进的可能，**这 0.1-0.18 的业绩是市场忽略的。**

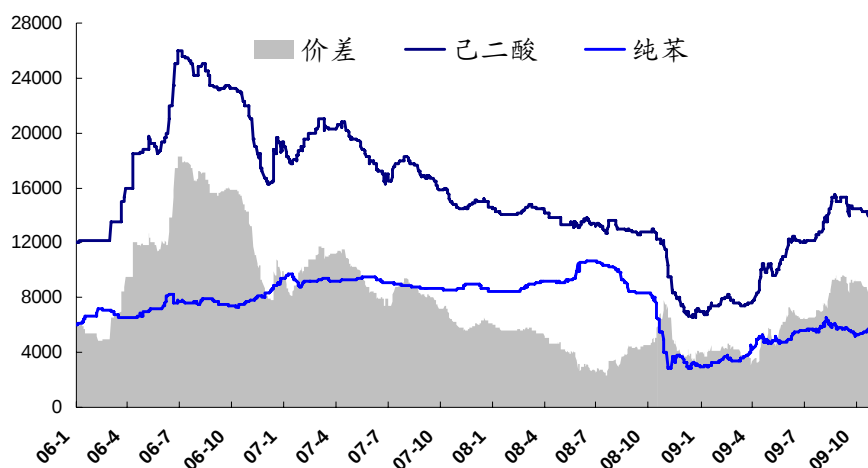
3、成本优势：靠近中石油独山子炼厂

公司位于新疆独山子，靠近中石油独山子炼厂，实际上公司主要也就是依赖于中石油的原料发展下游产业的，公司的很多员工也来自中石油。

己二酸的主要原料苯来自中石油，疆内价格比华南低 700 元/吨左右，现在市场价在 5600 元/吨，从中石油采购价格在 4900 元左右。主要原因是苯是危险品，运输成本高，因此在疆内更便宜（等于省了运费），虽然产品销售运费也更高一些，但是己二酸是固体，相对苯的运费要便宜，保守估计每吨还是有 100-200 元左右的成本优势，相当于赚了危险品和非危险品之间的运费价差，这 1 点在西部公司中比较常见。

图 3 己二酸价格和己二酸-苯的价差

单位：元/吨



资料来源：化工在线

二、原主业： 甲乙酮稳定， 沥青有望增长

除了新开的己二酸项目，公司的主业还有甲乙酮、沥青和塑料类（聚丙烯）。

1、 甲乙酮：

甲乙酮简称 MEK 或丁酮，主要用于涂料（58%）和胶粘剂（11%）。

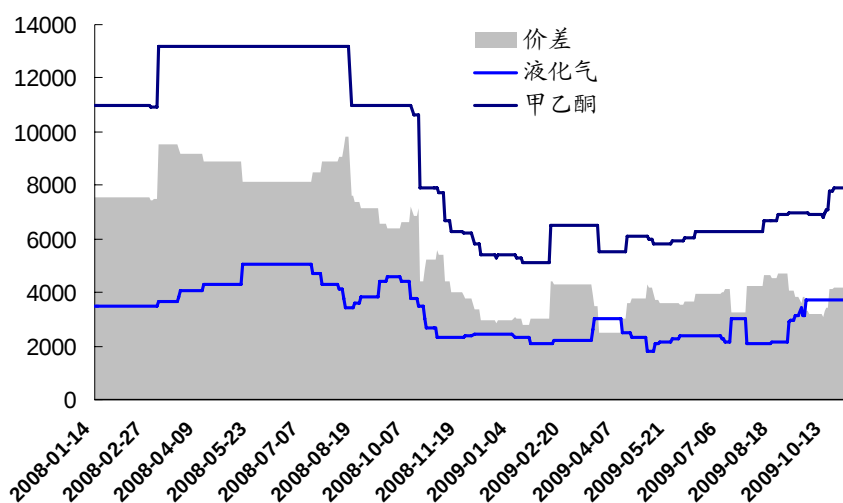
08 年产能和产量分别为 29.4 万吨和 27 万吨，表观消费约 30 万吨，少量进口。07 年对日本、台湾和新加坡的进口产品征收反倾销税。

甲乙酮的主要原料是液化气 LPG 中的 C4，也是从中石油独山子采购，LPG 也是运输成本较高的危险爆炸品，因此当地 LPG 原料有大概 1800 元/吨的成本优势，用专用油罐车运输。制成甲乙酮后，产品运费约 1100-1200 元/吨左右（罐装危化品加上当地仓储费用）。因此成本优势抵消产品运输费用增多后仍有约 500 元的超额毛利。

08 年甲乙酮贡献毛利约 8500 万利润，产量 3.4 万吨，平均每吨毛利约 2600 元，由于价格下降，预计 10 年净利润在 4000 万元左右，相当于 EPS0.07。

图 4 甲乙酮和主要原料液化气 C4 的价差

单位：元/吨



资料来源：化工在线

2、 沥青的主要问题原料问题有望好转

沥青的主要原料是渣油，也是采购自中石油独山子，下游是公路建设。

新疆自治区规划 2009-2013 年均投资 240 亿元于区内交通，重点在高速公路，08 年交通的固定资产投资只有 153 亿，以此来看，增速是较快的。

沥青的产品特性决定了保存时间不长，有一定区域特性，通常专业沥青的辐射半径在 300~400 公里之间，公司在新疆销售具有销售优势。

沥青 08 年毛利 6000 万左右，主要问题产量不到 7 万吨，09 年只有 4、5 万吨左右，公司产能在 20 万吨，主要的问题是原料不足，独山子炼油今年 4 季度投产，从 600 万吨扩为 1000 万吨，渣油量增加了约 60%，另外，公司为了争取原料资源，投资在独山子项目中建设了一个仓储卸油装置，因此从供应上也会好一些。公司预计明年沥青产量达到 8、9 万吨。按此计算，贡献毛利 4500 万元左右。

10 月以后疆内是基建淡季，因此价格较低，预计明年 4、5 月后会有提高。

三、盈利预测

假设明年的开工率在 80-90%之间。

己二酸的毛利计算如下：

表 3 己二酸收入毛利计算

	收入			成本					
	己二酸	二元酸酯		苯	合成氨	水电气	折旧	维修、人工费用	运费仓储、其他
数量（万吨）	6.30	1.08		4.73	2.70				
收入或成本（百万元）	808	78		212	50	97	60	20	37

资料来源：中投证券研究所

除了上面提到的己二酸、甲乙酮和沥青，公司还有几块业务，假设如下：

天然气业务：

公司 704 泵站 120 公里的管道，连接克拉玛依油田和独山子石化项目。按 0.11 元/方左右的价格，6 亿方的输气能力，实际输气量预计明年 3-4 亿方，预计利润 2000 万左右。另外，参股的天北能源有 80 公里 1 亿方的输气能力，预计权益利润贡献 500 万左右。天然气管道输送业务相当于贡献 2500 万元。

塑料类产品：

聚丙烯大概 3 万多吨，盈利较稳定。PE 膜 9000 吨左右，毛利每吨 1000 元左右。编织袋约 1300 万条/年。

酒店:

控股 71.36%的天虹实业下属的独山子酒店每年预计亏损 4000 万（70% 权益），对公司的影响在 3000 万元左右。

天利期货:

公司持有天利期货 66.67%的权益，天利期货只有 3000 万的注册资金，离股指期货要求的 6000 万注册资金要求还有差距，但未来如果推出股指期货，不排除公司增资参与并受益的可能。

对公司的主要业务，再总结如下表:

表 4 天利高新主要产品项目

产品	产能（万吨）	10 年产量	主要原料	备注
己二酸	7~7.5	90%开工率	苯、液氨	目前开工率 90%以上
二元酸酯	1.2		副产品	目前产品质量还较差
甲乙酮	4	3.5	C4	
沥青	20	9	渣油	原料供应增加
塑料类				
聚丙烯	4	3		
地膜	0.9	0.9		
编织袋	1300 万条	1300 万条		
天然气管网	4 亿方输气能力	3 亿方		10 年新增贡献

资料来源：中投证券研究所

四、投资建议：推荐

超预期的可能:

天利高新的己二酸实际生产能力超过 7 万吨，在 7.5 万吨左右（化工装置实际产能一般能达到设计产能的 110%~120%），目前部分时间可以超负荷生产，我们认为在己二酸市场景气，公司成本优势较明显的时候，不排除公司产量超预期的可能（体现为开工率高）。

目前副产品二元酸酯由于刚刚投产质量不合格，价格偏低，（7000 元/吨左右），离市场价 13000 元还差很多，不排除未来这一块的技术问题解决，业绩又有部分增加（EPS0.03 左右）。

业绩弹性大是 1 个特点：

公司业绩对己二酸-苯的价差敏感，苯的价格不变的情况下（静态的看），按 90%开工率假设，己二酸每上涨 1000 元（对应现在的价格相当于 7%的变动），EPS 变动约 0.1。

目前基本上销售进入淡季，所以己二酸价格还有下跌的可能，但是 2 月以后，己二酸销售旺季后，随着油价上涨，国内价格可能会上涨，如果涨幅超过苯拉大价差，公司的**业绩预期**会提高。出口的好转，拉动化纤和相关产品链价格，公司也会受益。

预测公司 09、10 和 11 年 EPS 分别为 0.03、0.57 和 0.66，公司业绩从底部大幅好转，给以推荐的评级，6-12 个月的目标价 11.5 元。

由于公司还处于试生产的阶段，我们会根据开工的情况调整假设，从而可能调整业绩的预测，我们后续会持续观察跟踪。

风险提示：

- 1、油价大幅上涨带动成本上涨，同时宏观经济恶化导致成本不能传导。
- 2、工艺技术风险，停车检修时间较长。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	313	276	444	636	营业收入	1045	867	1860	2076
现金	81	65	65	204	营业成本	806	696	1272	1430
应收账款	29	27	60	71	营业税金及附加	9	9	15	16
其它应收款	3	10	21	21	营业费用	61	58	73	74
预付账款	29	31	57	62	管理费用	73	74	81	87
存货	148	123	217	252	财务费用	76	72	85	78
其他	23	19	23	25	资产减值损失	10	8	9	9
非流动资产	3268	3289	3254	3200	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	182	177	170	172	投资净收益	45	46	10	10
固定资产	1434	2208	2559	2696	营业利润	56	-5	335	392
无形资产	12	14	16	18	营业外收入	9	10	11	10
其他	1640	890	509	314	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3581	3565	3698	3835	利润总额	64	4	345	401
流动负债	1562	1430	1100	816	所得税	5	1	52	60
短期借款	1052	951	359	0	净利润	59	3	293	341
应付账款	103	69	139	165	少数股东损益	-6	-8	-5	-5
其他	407	409	601	651	归属母公司净利润	66	11	298	346
非流动负债	743	887	1060	1220	EBITDA	216	174	566	638
长期借款	723	868	1041	1201	EPS (元)	0.12	0.02	0.57	0.66
其他	20	19	19	19					
负债合计	2304	2317	2160	2036	主要财务比率				
少数股东权益	28	20	16	11	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	526	526	526	526	成长能力				
资本公积	540	540	540	540	营业收入	-6.8%	-17.1%	114.6%	11.6%
留存收益	182	163	457	723	营业利润	114.7%	-108.3	7116.3	17.0%
归属母公司股东权益	1248	1229	1523	1789	归属于母公司净利润	76.5%	-82.7%	2520.3	16.1%
负债和股东权益	3581	3566	3698	3836	获利能力				
					毛利率	22.9%	19.7%	31.6%	31.1%
					净利率	6.3%	1.3%	16.0%	16.7%
					ROE	5.3%	0.9%	19.5%	19.3%
					ROIC	4.6%	2.3%	14.9%	17.2%
					偿债能力				
					资产负债率	64.4%	65.0%	58.4%	53.1%
					净负债比率				
					流动比率	0.20	0.19	0.40	0.78
					速动比率	0.10	0.10	0.20	0.46
					营运能力				
					总资产周转率	0.30	0.24	0.51	0.55
					应收账款周转率	23	27	39	29
					应付账款周转率	7.16	8.09	12.20	9.40
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.12	0.02	0.57	0.66
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.23	0.26	1.16	1.14
					每股净资产 (最新摊薄)	2.38	2.34	2.90	3.40
					估值比率				
					P/E	72.39	418.26	15.96	13.74
					P/B	3.81	3.87	3.12	2.66
					EV/EBITDA	29	37	11	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、辽通化工、沈阳化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、黑猫股份、黔轮胎 A、煤化工行业等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434