

## 湘财证券研究所

### 石油和化工研究小组

王 强

Tel: 021-68634518-8221

 Email: [wq2835@xcsc.com](mailto:wq2835@xcsc.com)

高 为

Tel: 021-68634518-8608

 Email: [gw2603@xcsc.com](mailto:gw2603@xcsc.com)

#### 相关研究报告:

《调研深度报告 - 杰瑞股份 (002353.SZ): 高速迈向综合性油服公司, 所得税或获惊喜》(2010.03.12)

《调研深度报告 - 天利高新 (600339.SZ): 己二酸量价齐升, 副产品业绩需重估——新疆石油化工企业调研报告 1》(2010.03.01)

《调研快报-天利高新 (600339.SZ): 己二酸产能大释放, 副产品贡献被低估》(2010.02.24)

《调研深度报告 - 东华能源 (002221.SZ): LPG 问鼎区域龙头, 化工仓储迎来新元年》(2010.01.29)

《2010 年度策略报告\_石化行业\_油价 80 美元, 中石化 or 中石油?》(2010.01.08)

《2010 年原油价格报告-国际油价温和上涨 N 形, 均价 80 美元, 高点上 90》(2010.01.08)

《中国石化 (600028.SH) 大消费中的估值洼地, 行权到期临近、资产注入预期催化大涨》(2009.12.15)

《天然气价格改革专题三: 上下游联动, 下游城市燃气业在夹缝中的期待》(2009.12.03)

《天然气价格改革专题一: 进口气价倒逼 VS 社会承受能力, “综合性价格”改革方案将胜出?》(2009.11.17)

## 事件:

(1) 山东洪业 14 万吨己二酸装置于近日全部停车进行检修, 预计 3 月底左右恢复生产; 韩国罗地亚 14 万吨己二酸装置计划于 3 月底全部停车检修, 计划停车 2 周左右, 预计 4 月中旬恢复生产。

(2) 国内主要己二酸厂家 3 月结算价格为 19800 元/吨, 天利高新己二酸 3 月结算价格为 20000 元/吨左右, 较月初挂牌价格上调 1800 元/吨, 上调幅度为 10%, 环比 2 月份 16800 元/吨的结算价格上涨约 20%。

### □ 己二酸下游市场活跃

国内己二酸的下游需求主要是聚氨酯和尼龙行业。3-4 月份, 浆料和鞋底原液进入生产旺季, 工厂开工率达到 85% 以上, 下游聚氨酯对己二酸需求旺盛。

### □ 受益反倾销, 己二酸进口量锐减

2009 年 11 月商务部对占进口量 80% 以上的美国、欧盟和韩国 3 地的己二酸实行反倾销措施, 使我国己二酸进口量锐减, 2009 年下降幅度约 50%。再加上, 由于美国等地的部分己二酸生产装置已经停产, 国际上己二酸价格更高, 对国内己二酸价格上涨形成支撑。

### □ 山东洪业、韩国罗地亚检修, 加剧己二酸供应紧张

山东洪业己二酸产能 14 万吨, 占国内产能近 1/4, 其全面停产检修加剧国内己二酸的短期供应紧张。韩国罗地亚己二酸产能达 14 万吨, 是我国己二酸进口的重要来源地, 其近期的半个月检修, 一方面影响国际上己二酸的供应, 同时也使我国己二酸进口的短期供应紧张。

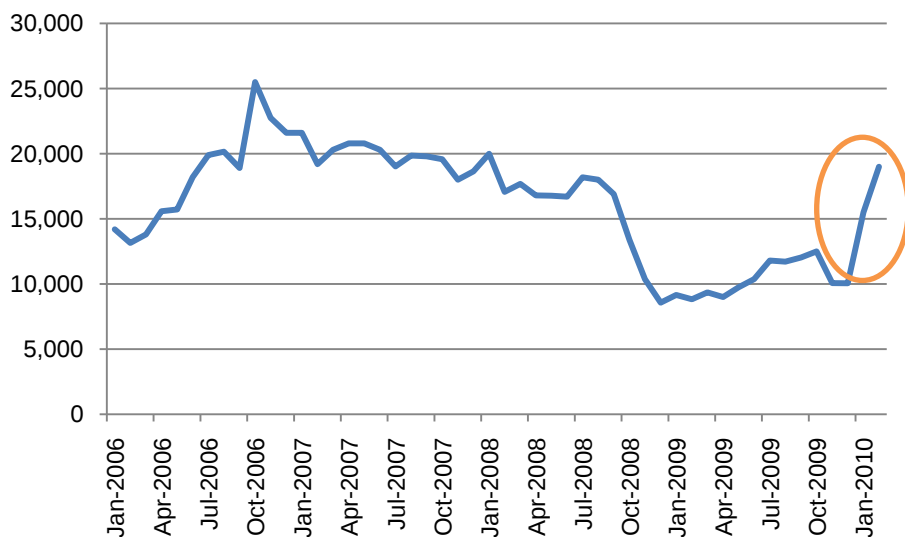
### □ 己二酸主要原料纯苯价格涨幅小于己二酸, 毛利率进一步提升

由于国内纯苯供应充足, 提价空间有限, 而己二酸价格一路上涨, 产品与成本价差的进一步扩大使毛利率获得进一步提升。己二酸价格每上涨 1000 元, 天利高新公司 EPS 增厚 0.08 元。

**投资建议:** 我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.08 元、0.72 元和 0.93 元, 对应目前 12.13 元的股价 (3 月 19 日), 市盈率分别为 152 倍、17 倍和 13 倍, 维持“买入”评级, 目标价 15 元。

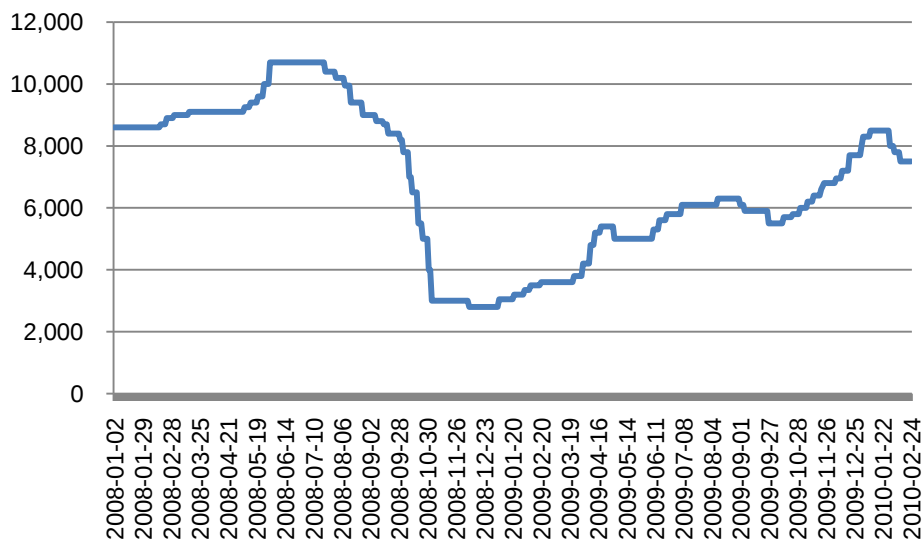
| 单位: 万元 | 2008A   | 2009E  | 2010E   | 2011E   |
|--------|---------|--------|---------|---------|
| 营业收入   | 103,003 | 86,756 | 196,945 | 218,969 |
| 净利润    | 6,564   | 4,116  | 37,864  | 48,980  |
| EPS    | 0.12    | 0.08   | 0.72    | 0.93    |
| PE     | 100     | 152    | 17      | 13      |

图 1：己二酸月平均价（2006-2010）



资料来源：CEIC，湘财证券研究所

图 2：华东纯苯价格（2008-2010）



资料来源：隆众石化，湘财证券研究所

表 1：国内外己二酸装置近期检修计划

|    | 公司名称  | 产能    | 检修时间   | 停车间隔 |
|----|-------|-------|--------|------|
| 国内 | 山东洪业  | 12 万吨 | 3 月份   |      |
|    | 辽阳石化  | 14 万吨 | 6-7 月份 | 3 周  |
| 国外 | 韩国罗地亚 | 14 万吨 | 3 月底   | 2 周  |
|    | 日本旭化成 | 12 万吨 | 4 月底   | 1 个月 |

资料来源：中宇资讯，湘财证券研究所

**表 2：盈利预测主要假设**

|                   | 2008A  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 己二酸开工率 (%)        | -      | 20%    | 90%    | 95%    |
| 己二酸实现均价 (元/吨)     | -      | 13,800 | 18,000 | 18,000 |
| 二元酸酯实现均价 (元/吨)    | -      | 7,000  | 8,000  | 10,000 |
| 纯苯采购均价 (元/吨)      | -      | 5,500  | 7,000  | 7,500  |
| 己二酸制造成本 (元/吨)     | -      | 4,000  | 4,000  | 3,500  |
| 甲乙酮产量 (吨)         | 34,000 | 26,700 | 28,000 | 30,000 |
| 液化气 C4 采购均价 (元/吨) | 2,270  | 2,800  | 4,000  | 4,400  |
| MTBE 实现均价 (元/吨)   | 4,900  | 5,300  | 5,700  | 6,000  |
| 聚丙烯粉料产量 (吨)       | 22,000 | 26,500 | 30,000 | 32,000 |
| 聚丙烯粉料实现均价 (元/吨)   | 14,000 | 9,250  | 11,000 | 12,000 |
| PE 地膜产量 (吨)       | 9,000  | 9,000  | 9,000  | 9,000  |
| PE 地膜实现均价 (元/吨)   | 9,000  | 9,500  | 10,000 | 10,500 |
| 编织袋产量 (万条)        | 1,400  | 1,300  | 1,400  | 1,400  |
| 编织袋价格 (元/条)       | 2.9    | 2.9    | 2.9    | 2.9    |
| 沥青产量 (吨)          | 70,000 | 50,000 | 60,000 | 60,000 |
| 沥青实现均价 (元/吨)      |        | 2,000  | 2,500  | 3,000  |
| 沥青原料成本 (元/吨)      |        | 1,850  | 1,850  | 1,900  |
| 天然气管输量 (亿方)       | -      | 1.0    | 2.0    | 2.0    |
| 管输价格 (元/立方米)      | -      | 0.11   | 0.11   | 0.12   |

资料来源：湘财证券研究所

**表 3：分业务预测**

| 主营业务           | (万元)    | 2009E  | 2010E   | 2011E   |
|----------------|---------|--------|---------|---------|
| 己二酸            | 营业收入    | 18,188 | 105,538 | 113,675 |
|                | 营业成本    | 11,790 | 58,952  | 60,977  |
|                | 营业毛利    | 6,398  | 46,586  | 52,698  |
|                | 毛利率 (%) | 39%    | 48%     | 52%     |
| 甲乙酮类<br>(MTBE) | 营业收入    | 25,662 | 34,135  | 37,641  |
|                | 营业成本    | 11,414 | 14,931  | 16,246  |
|                | 营业毛利    | 14,248 | 19,204  | 21,395  |
| 塑料类            | 营业收入    | 25,365 | 31,863  | 36,074  |
|                | 营业成本    | 22,445 | 28,593  | 32,604  |
|                | 营业毛利    | 2,920  | 3,270   | 3,470   |
| 沥青             | 营业收入    | 10,000 | 15,000  | 18,000  |
|                | 营业成本    | 9,800  | 11,760  | 12,060  |

|     |      |        |         |         |
|-----|------|--------|---------|---------|
|     | 营业毛利 | 200    | 3,240   | 5,940   |
| 天然气 | 营业收入 | 1,100  | 2,200   | 3,600   |
|     | 营业成本 | 1,400  | 1,400   | 1,400   |
|     | 营业毛利 | -300   | 800     | 2,200   |
| 期货  | 营业收入 | 2,462  | 2,708   | 2,979   |
|     | 营业成本 | 0      | 0       | 0       |
|     | 营业毛利 | 2,462  | 2,708   | 2,979   |
| 酒店  | 营业收入 | 2,810  | 4,500   | 6,000   |
|     | 营业成本 | 5,844  | 5,900   | 6,000   |
|     | 营业毛利 | -3,034 | -1,400  | 0       |
| 其他  | 营业收入 | 1,170  | 1,000   | 1,000   |
|     | 营业成本 | 1,180  | 1,000   | 1,000   |
|     | 营业毛利 | -10    | 0       | 0       |
| 合计  | 营业收入 | 86,756 | 196,945 | 218,969 |
|     | 营业成本 | 63,873 | 122,537 | 130,287 |
|     | 营业毛利 | 22,884 | 74,408  | 88,682  |

资料来源：湘财证券研究所

**表 4：利润表预测**

| 利润表（万元）     | 2008A        | 2009E        | 2010E         | 2011E         |
|-------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 营业收入        | 103,003      | 86,756       | 196,945       | 218,969       |
| 营业成本        | 79,386       | 63,873       | 122,537       | 130,287       |
| 营业税金及附加     | 862          | 868          | 1,969         | 2,190         |
| 销售费用        | 6,072        | 7,164        | 12,405        | 12,893        |
| 管理费用        | 7,311        | 8,402        | 13,643        | 14,132        |
| 财务费用        | 7,576        | 7,187        | 7,000         | 7,000         |
| 资产减值损失      | 1,003        | 400          | 400           | 400           |
| 投资净收益       | 4,476        | 4,500        | 4,500         | 4,500         |
| 营业利润        | 5,580        | 3,363        | 43,490        | 56,568        |
| 营业外净收入      | 858          | 350          | 350           | 350           |
| <b>利润总额</b> | <b>6,438</b> | <b>3,713</b> | <b>43,840</b> | <b>56,918</b> |
| 所得税         | 497          | 557          | 6,576         | 8,538         |
| 少数股东损益      | -623         | -960         | -600          | -600          |
| <b>净利润</b>  | <b>6,564</b> | <b>4,116</b> | <b>37,864</b> | <b>48,980</b> |
| <b>EPS</b>  | <b>0.12</b>  | <b>0.08</b>  | <b>0.72</b>   | <b>0.93</b>   |

资料来源：湘财证券研究所

## 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

## 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。