

湘财证券研究所

行业部

陈国俊 分析师

执业编号：S0500511010012

联系人：

王 强

Tel：021-68634518-8221

E-mail：wq2835@xcsc.com

相关研究报告：

《公司季报点评-天利高新（600339.SH）：己二酸价格回落使业绩环比下滑，甲乙酮部分弥补》（2010.10.22）

《公司中报点评-天利高新（600339）：己二酸业绩开始释放，关注未来己二酸扩容融资》（2010.07.28）

《公司季报点评-天利高新（600339）：新增折旧财务费用拖累业绩，未来融资将有助业绩释放》（2010.04.22）

《公司年报点评-天利高新（600339）：2010年业绩基本看己二酸》（2010.03.30）

《天利高新（600339）：部分厂商检修刺激供应紧张，己二酸3月结算价环比涨20%》（2010.03.21）

《调研深度报告-天利高新（600339）：己二酸量价齐升，副产品业绩需重估》（2010.03.01）

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

事件：

天利高新 600339 公司 1 月 22 日发布 2010 年业绩快报，预计公司 2010 年实现净利润同比增长 16000% 以上（2009 年净利润仅为 143 万元，EPS 为 0.0027 元）。

点评：

□ 己二酸和甲乙酮逐季“接力”表现

按照公司的业绩预告来看，公司 2010 年净利润 2.3 亿元以上、EPS 在 0.43 元以上；我们预计 2010 年分季度业绩分别为 0.03 元、0.14 元、0.09 元和 0.20 元。公司二季度业绩表现较好主要受益于己二酸创历史新高；三季度己二酸价格明显回落、而甲乙酮价格开始发力；四季度甲乙酮价格回落仍处于较高位、而己二酸又重新发力；从业绩弹性来看，公司业绩主要还是看己二酸。

□ 己二酸价格呈 N 型走势，为公司业绩主力，增发融资扩产预计越来越近

公司 2010 年己二酸实现价格在 18000 元/吨上下，毛利率在 35% 左右；2 季度最高达 22000 元/吨左右，4 季度 12 月再度冲上 20000 元/吨，完全成本不到 10000 元/吨，毛利率最高达到 40% 左右。但己二酸产能要达到 14 万吨以上才能体现出规模优势，公司现有 7 万吨生产线运行平稳，制造费用接近 5000 元/吨，高于同行，扩产到 14 万吨的需求比较强烈。公司资产负债率高，在 2009 年年报中也提到将适时通过再融资等方式解决资金问题，我们预计公司通过增发融资扩产越来越近，但是原料和公用工程要与独山子石化平衡协调，因此可能还需要些时间。

□ 甲乙酮产量较小、价格飙涨对业绩贡献不太明显

公司甲乙酮产量偏低，价格上涨的业绩弹性不大；像三季度甲乙酮价格飙涨，其业绩提升作用弥补不了己二酸价格回落带来的业绩下滑；同样，四季度己二酸价格再度上涨的业绩提升完全覆盖了甲乙酮价格的回落。

□ 塑料、期货盈利保持稳定，沥青和天然气贡献有限，酒店仍将亏损

塑料业务变化不大；沥青和天然气业务仍将受限于原料供应；酒店业务的扭亏预计要 2012 年。

风险提示：（1）原料成本大幅上升；（2）工艺技术风险导致长时间停车；（3）公司其它业务拖累业绩的风险。

投资建议：我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.45、0.53 元和 0.60 元，维持“增持”评级。

（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	104,511	89,105	201,111	220,531	230,882
净利润	6,564	143	23,520	27,691	31,688
EPS（元）	0.12	0.0027	0.45	0.53	0.60

表 1：分业务预测

主营业务	(万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
己二酸	营业收入			91,496	101,554	104,359
	营业成本			57,268	67,616	69,080
	营业毛利			34,228	33,938	35,279
甲乙酮类 (MTBE)	营业收入	29,864	22,188	35,253	39,521	42,769
	营业成本	21,380	16,814	15,434	15,796	16,846
	营业毛利	8,484	5,374	11,319	15,225	17,423
塑料类	营业收入	42,170	39,869	41,863	43,956	46,154
	营业成本	34,911	34,108	35,583	36,923	38,769
	营业毛利	7,260	5,761	6,279	7,033	7,385
沥青	营业收入	21,292	15,073	19,800	20,400	21,000
	营业成本	15,243	11,768	14,850	15,300	15,750
	营业毛利	6,049	3,306	4,950	5,100	5,250
天然气	营业收入		1,373	2,200	3,600	3,600
	营业成本		1,143	1,400	1,400	1,400
	营业毛利		230	800	2,200	2,200
期货	营业收入	2,207	2,570	2,000	2,500	3,000
	营业成本	0	0	0	0	0
	营业毛利	2,207	2,570	2,000	2,500	3,000
酒店	营业收入	4,092	4,306	4,500	5,000	6,000
	营业成本	4,604	6,396	6,500	6,500	6,500
	营业毛利	-512	-2,090	-2,000	-1,500	-500
其他	营业收入	3,387	3,539	4,000	4,000	4,000
	营业成本	3,252	2,627	4,000	4,000	4,000
	营业毛利	135	913	0	0	0
合计	营业收入	104,511	89,105	201,111	220,531	230,882
	营业成本	80,582	72,999	135,035	147,535	152,345
	营业毛利	23,929	16,106	57,577	64,496	70,037

资料来源：湘财证券研究所

表 2：利润表预测

利润表（万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	104,511	89,105	201,111	220,531	230,882
营业成本	80,582	72,999	135,035	147,535	152,345
营业税金及附加	862	920	1,609	1,764	1,847
销售费用	6,072	6,144	9,732	10,135	10,247
管理费用	7,311	7,763	9,141	9,342	9,398
财务费用	7,576	7,688	11,000	12,000	12,000
资产减值损失	1,003	358	500	500	500
投资净收益	4,476	1,690	1,000	1,000	1,000
营业利润	5,580	-5,078	26,594	31,755	37,045
营业外净收入	858	5,129	-100	0	0
利润总额	6,438	51	26,494	31,755	37,045
所得税	497	938	3,974	4,763	5,557
净利润	5,941	-887	22,520	26,991	31,488
少数股东损益	-623	-1,030	-1,000	-700	-200
归属于母公司净利润	6,564	143	23,520	27,691	31,688
EPS	0.12	0.0027	0.45	0.53	0.60

资料来源：湘财证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

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。