

新疆铁路投资 3100 亿支持公司业绩高速增长

天利高新（600339.SH）

推荐 维持评级

分析师：李国洪 电话：(8610) 6656 8876 邮箱：liguohong@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130207091551

1. 事件

2011 年 2 月 6 日（正月初四晚）CCTV 新闻联播头条：新疆铁路投资 3100 亿。

2. 我们的分析与判断**（一）、新疆铁路大投资是公司良好催化剂**

天利高新地处新疆独山子，公司 7.5 万吨己二酸和 4 万吨甲乙酮需要全部出疆，销往华东、华南地区，平均吨运费 700 元左右，主要通过铁路运输，由于新疆自治区内铁路运力十分紧张，特别是在农产品出疆旺季公司需要依靠公路运输，公路运输成本在 1000 元/吨以上且还经常因堵车不能按时到达下游用户，公司本来有的原料优势因运输问题与内地企业比成本反而还高。公司增发项目再扩建 7.5 万吨己二酸迟迟未能开工建设，主要是受制于新疆铁路还没给配备运力计划，没有运输保障公司就不能继续扩产吨毛利高达万元的己二酸项目。因此，未来五年，交通部将投资 1500 亿元，在新疆构筑东西相连、南北贯通、农牧区和垦区公路四通八达的交通网络；未来十年，铁道部将对新疆投资 3100 亿元，铁路运营里程将覆盖所有地市级和 90% 的县级城镇，对公司发展十分有利，不仅公司高运输成本的状况将有效降低，更重要的是公司产品能够准时运至客户手中，公司原本有的原料优势将得到有效发挥，公司已二酸项目扩产将能很快实现，因此，新疆铁路大投资是公司良好催化剂，将支持公司业绩高速增长。

（二）、己二酸装置日产 210 吨、毛利近万元，是公司业绩增长的核心**（1）、己二酸出厂 1.9 万元/吨，毛利大幅扩张至近万元**

2010 年 11 月国内己二酸价格在供需关系持续好转的情况下出现了大幅上升，最高达到 2006 年峰值的 23000 元/吨，虽然 12 月以来有所回落，但目前国内内地均价在 2 万元左右，新疆出疆价在 1.9 万元左右，目前生产原料纯苯因供应比较充足，价格变化不大，故近期己二酸与纯苯的价差扩大，己二酸毛利持续走高至万元附近。因己二酸需求增长较快，己二酸毛利持续走高的状况能够持续较长时间。

（2）、公司己二酸运费高相抵原料低成本

公司周边苯原料丰富，除独山子石化外乌石化还将新增 30 万吨苯产量，公司年消耗苯在 5 万吨左右，足以满足公司用苯，新疆苯每吨略低于内地 500 元左右，未来因新疆苯严重过剩，疆内苯价还将大幅下降。另外公司自产硝酸，故原料优势可抵御高运费的不利局面。公司 7.5 万吨己二酸是 2010 年达产的新装置，己二酸每吨折旧较老装置要高一些，故利润贡献也略低一些，另外，由于在偏远地区人工成本高一些，故公司己二酸生产装置盈利性略低于内地企业。公司己二酸生产成本如下表所示：

表 1: 公司已二酸生产成本

己二酸	2010E	2011E	2012E
苯扣税后价格	4,700.00	6,300.00	7,100.00
苯 0.7	3,290.00	4,410.00	4,970.00
硝酸	2,600.00	3,000.00	3,000.00
硝酸 0.9	2,340.00	2,700.00	2,700.00
新水与循环水	28.00	30.00	32.00
电	380.00	380.00	380.00
蒸汽	800.00	800.00	800.00
吨成本	8,068.00	9,550.00	10,112.00
折旧/吨	1,230.00	1,230.00	1,230.00

资料来源: 中国银河证券研究部

(3)、己二酸装置抵御严寒日产 210 吨

在目前新疆气温持续超低 (-30 至-40 度) 情况下, 公司积极动员广大职工组织好生产, 目前已二酸生产装置运行正常, 日产量 210 吨左右, 由于 2011 年 7-8 月安排检修 30-40 天, 公司 2011 年己二酸生产计划在 6.8 万吨左右。

(4)、己二酸进口减少、出口增加及需求结构变化是价格上涨的主要原因

因中国政府自 2009 年 11 月起对从美国、欧盟及韩国等地进口的己二酸征收为期五年 5%-35.4% 的反倾销税, 国内己二酸的进口量明显下降而出口随着西方经济逐步走出金融危机影响而逐渐好转。

我国己二酸需求结构与国外有很大差别, 我国己二酸有 58% 用于聚氨酯的生产, 而国外主要用于尼龙 66 纤维 (占 32%) 和尼龙 66 工程塑料 (占 26%), 聚酯多元醇在国外居己二酸消费第三位 (占 25%)。由于聚酯多元醇多用于生产聚氨酯, 预计未来生产聚氨酯原料的聚酯多元醇领域的需求能够保持 10%~15% 的增长, 而尼龙 66 工程塑料和增塑剂需求增长在 20% 以上, 因此, 我国己二酸消费结构必然向国际化转变, 即从聚氨酯消费转向聚酯多元醇和增塑剂, 并从尼龙 66 纤维转向尼龙 66 工程塑料, 这种结构转变过程伴随着需求的大幅增长, 正是这一点, 国内企业纷纷大幅扩产己二酸, 如下表所示, 到 2012 年, 我国己二酸产能将达到 105.5 万吨, 比 2010 年增加 47 万吨左右。2010 年我国己二酸消费为 66.5 万吨左右, 预计 2011 年进口量减少 8 万吨, 出口量增加 5 万吨, 2011 年己二酸国内可消化产能为 $(66.5 \times 1.15 + 8 + 5 = 89.5)$ 万吨, 预计 2011 年进口量减少 8 万吨, 出口量增加 5 万吨, 如果 2012 年己二酸需求仍有 15% 的增长, 国内可消化产能为 $66.5 \times 1.15 \times 1.15 + 8 + 5 = 101$ 万吨, 与 2012 年的总产能 105.5 万吨基本持平。

表 2: 己二酸国内产能扩张情况

公司	己二酸产能 (万吨)		市场份额 (%)	
	2010	2012E	2010	2012E
中石油辽阳	14	30 (新增 16 万吨已经通过安平)	23.93%	33.52%
山东洪业	16	16	27.35%	26.26%
河南平顶山神马	6	6	10.26%	6.70%
华鲁恒升		16		17.88%
山东博汇	15	22.5 (在建 7.5 万吨)	25.64%	25.14%
天利高新	7.5	15 (拟扩建 7.5 万吨)	12.82%	16.76%
中国总计	58.5	105.5	100%	100%

资料来源: 中国石油化工协会, 中国银河证券研究部整理

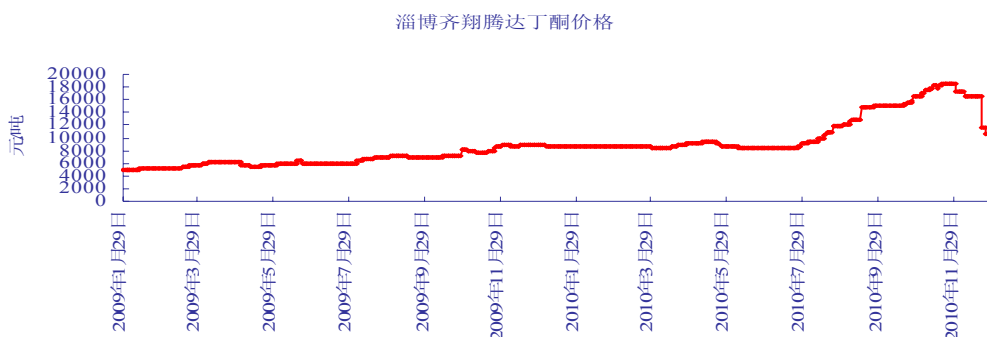
(三)、 乙酰酮价格涨幅远高于成本，公司 4 万吨乙酰酮装置运行情况良好

(1)、 乙酰酮价格波动较大，长期趋势看好

天利高新有 4 万吨乙酰酮产能，由于乙酰酮主要消费领域在我国东南部，公司每吨运费比东部企业高出 700 元左右，但新疆乙酰酮原料价格较低，公司高运费与低原料基本可以相抵。

2009 年世界乙酰酮生产能力为 165.8 万吨。2009 年国外排名前十位乙酰酮生产企业合计产能为 102.1 万吨，约占世界总产能的 61.58%。目前国内乙酰酮生产企业一共有 8 家，产能合计为 36.7 万吨/年。乙酰酮价格波动很大，2010 年下半年从 5000 元/吨直线上升至 18000 元/吨，目前又回落至 1 万元/吨左右，波动较大，但由于乙酰酮有较好的环保替代性，长期趋势看好。

图 1：国内乙酰酮（丁酮）价格图



资料来源：隆众石化

(2)、 环保标准促进乙酰酮需求增长

乙酰酮作为一种优良环保型溶剂，是纯苯、甲苯、二甲苯、丙酮等溶剂的最佳替代产品。与苯类溶剂相比，乙酰酮对人体危害程度较小，环保性能突出。国家环保总局发布的行业标准和准则的实施，为乙酰酮对苯类溶剂大面积替代提供了良好的政策环境。与丙酮相比，乙酰酮挥发性适中、溶解性能更强，不会致使空气中挥发性有机化合物（VOC）含量增高，单位溶剂的乙酰酮用量也少于丙酮。

美国 SRI 咨询公司认为，今后 5 年内世界乙酰酮需求的年增长率为 3.5%，预计到 2010 年将达到 178 万吨，需求增长将主要来自于最大的消费国中国。因需求快速增长，中国乙酰酮生产能力近年骤增，预计到 2010 年将超过 40 万吨/年，成为世界最大的乙酰酮生产国。国内乙酰酮消费主要集中在华南和华东这两个地区。根据卓创资讯《2009 年丁酮市场年度分析报告》，华南和华东地区乙酰酮消费量约占全国消费总量的 90%，其中华南地区约占 50%，华东地区约占 40%。上述两个地区乙酰酮消费集中，主要是由于上述地区乙酰酮下游应用领域如涂料行业、胶粘剂行业比较发达。

表 3：我国乙酰酮产能及年度产量情况

乙酰酮 生产厂家	设计产能	年产量								备注
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
天利高新	4		2	2.8	2.6	1.9	2.6	2.6	3	05 年扩建 1 万吨
齐翔腾达	10	1.5	2	2.2	2.9	3.58	3.36	5.69	12.04	08 年新建 8 万吨
兰州石化	6			0.8	2.9	2.6	2.1	2.7	3.54	08 年新建 3 万吨
抚顺石化	5.5	1	2	2.4	2.5	4.2	5.4	5.5	2.85	05 年新建 3 万吨

哈尔滨石化	3			0.9	3	2.9	2.9	2.9	2.55	
泰州石化	4	0.8	0.65	1.7	2.2	2.9	2.9	2.5	2.3	04 年新建 3 万吨
河北中捷	3				1.2	2.9	3	3	2.5	05 年新建 3 万吨
黑龙江石化	1.2	1	0.9	0.9	0.9	1.1	0.9	0.9	0.58	
合计	36.7	4.3	7.55	11.7	18.2	22.08	23.16	25.16	29.36	

资料来源：齐翔腾达公司公告

(3)、独山子石化 C4 资源丰富，公司甲乙酮生产成本优势明显

公司生产原料为炼化产品，地处中国石油独山子大炼厂旁边，有充足的低价原料，供应稳定可靠，并节约了原料运输成本。中国石油独山子石化公司是中国石油天然气股份有限公司的地区公司，是炼化一体化大型综合企业，具备 1000 万吨炼油、120 万吨乙烯生产能力，资产、销售收入分别达到 500 亿元以上，利税 100 亿元以上，是世界一流的石油化工基地。中国石油独山子大炼厂有丰富的 C4 和苯类资源，公司原料优势明显。

表 4：公司甲乙酮生产成本

	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
甲乙酮扣税后价格						
C4	3,020.50	2,365.57	1,731.00	3,590.00	4,502.00	4,580.00
C4I.45	4,379.73	3,430.08	2,509.95	5,205.50	6,527.90	6,641.00
粗丁烯	3,162.50	2,967.92	2,301.00	3,000.00	4,000.00	4,000.00
粗丁烯 0.131	414.29	388.80	301.43	393.00	524.00	524.00
MTBE	3,689.32	3,459.91	2,599.40	5,500.00	7000	7000
MTBE0.1557	574.43	538.71	404.73	856.35	1,089.90	1,089.90
电	0.40	0.40	0.40	0.45	0.45	0.45
电 555	222.00	222.00	222.00	249.75	249.75	249.75
蒸汽	90.00	90.00	90.00	98.60	99.60	100.60
蒸汽 8.33	749.70	749.70	749.70	821.34	829.67	838.00
新水	3.45	3.45	3.45	3.45	3.50	3.60
新水 4.45	15.35	15.35	15.35	15.35	15.58	16.02
循环冷却水	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
循环冷却水 1.451	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36
吨成本	7,205.85	6,195.00	5,053.52	8,391.65	10,087.16	10,209.03
折旧/吨	850.00	850.00	850.00	850.00	850.00	850.00

资料来源：中国银河证券研究部

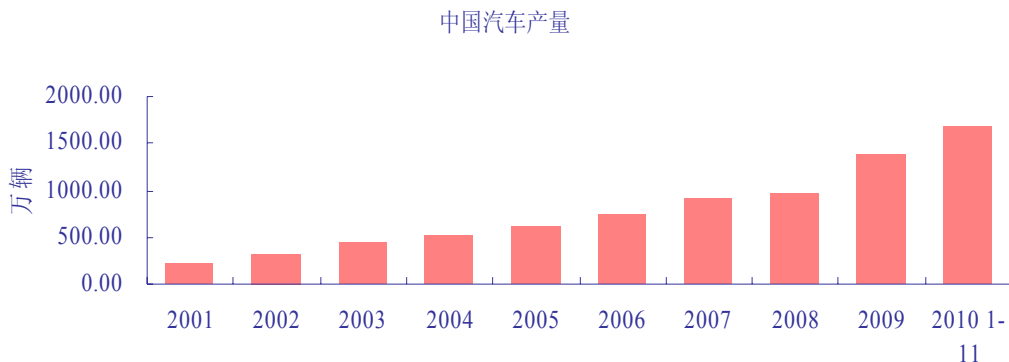
(四)、酒店亏损大幅减少，基本能够持平，期货公司利润贡献不大

公司在独山子和乌鲁木齐的两个酒店由于入住率不足及当地酒店房价较低影响以前每年给公司造成约 2000 万元的亏损，2010 年以来，公司有效提升了酒店的服务质量和标准，如玛依塔克成为独山子唯一一个五星级酒店，加之独山子石化大幅扩张，人流明显增长，酒店入住率已经明显提升，目前基本能够持平。公司控股的期货公司由于业务规模相对较小，对公司利润贡献不大。

(五)、顺丁橡胶项目意义重大

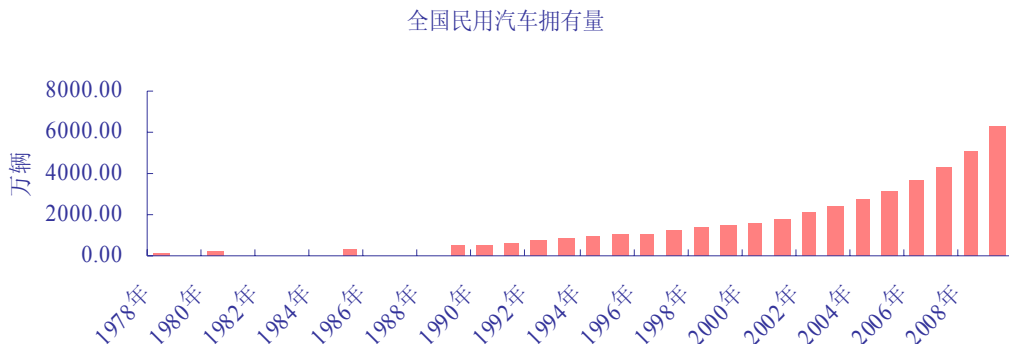
公司将建设 5 万吨顺丁橡胶具有重大意义, 由于我国轮胎橡胶供应比较紧张, 目前顺丁橡胶吨价格在 2 万元以上, 吨毛利超过万元, 因公司背靠独山子大石化有充足的原料优势, 年产 5 万吨顺丁橡胶项目将给公司再添新增长动力。随着我国汽车工业持续、快速、健康的发展, 我国橡胶工业随之增长, 2001 年至 2008 年我国橡胶助剂年产量平均年增长率为 23.65%, 2008 年受到全球金融危机的影响, 增长率为 10.00%。国内橡胶下游产业不断快速增长, 汽车工业的发展仍是中国橡胶工业发展的主要动力。汽车产业带动了轮胎和橡胶产业的发展, 进而带动了炭黑产业的迅猛发展, 2009 年, 中国国产汽车销量为 1379 万辆, 同比增长了 48%, 随着我国汽车工业和公路交通运输的快速发展, 各类轮胎需求亦将快速发展。2008 年, 轮胎产量为 3.5 亿条, 同比增长 6.0%, 其中子午线轮胎产量为 2.63 亿条, 同比增长 14.3%, 子午化率达到 75%。预计 2010 年轮胎产量增幅在 10% 左右, 子午线轮胎产量增幅将达到 85%。我国轮胎产量高速增长拉动了橡胶消费持续攀升。自 2002 年起生胶消耗量居世界第一、2005 年轮胎产量世界第一以来, 我国橡胶消耗量的平均递增率约为 8%。2008 年, 全球耗胶量约为 2,200 万吨, 我国为 545 万吨, 约占全世界的 1/4, 预计到 2010 年世界橡胶消费量将达到 2,450 万吨。橡胶工业特别是轮胎工业的快速发展将给炭黑行业提供越来越广阔的成长空间。

图 2: 中国汽车产量持续高增长



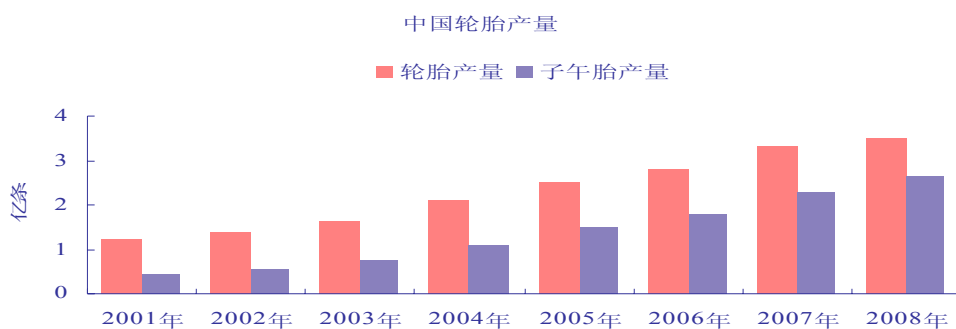
资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

图 3: 中国全国民用汽车拥有量



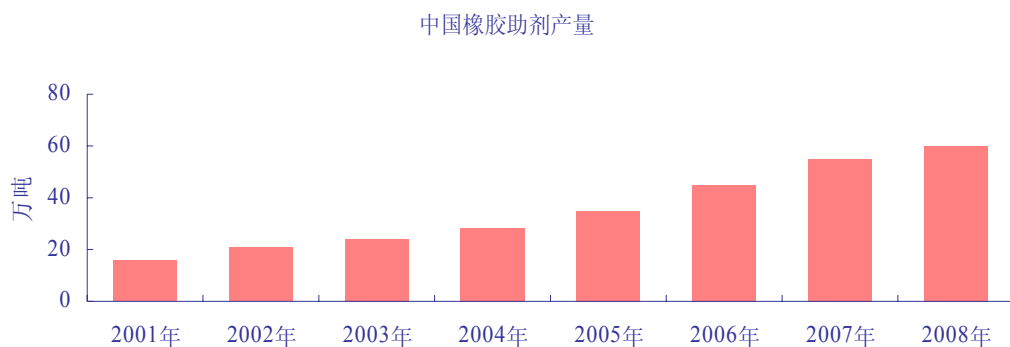
资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

图 4: 中国轮胎产量图



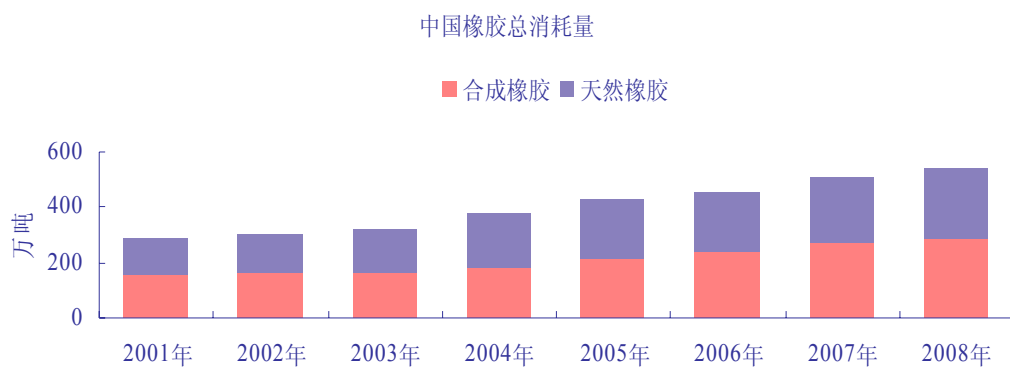
资料来源: 公司公告

图 5: 中国橡胶助剂产量图



资料来源: 公司公告

图 6: 中国橡胶总消耗量



资料来源: 公司公告

3. 投资建议

公司已二酸装置抵御严寒日产 210 吨，出厂 1.9 万元/吨，毛利大幅扩张是公司业绩增长的核心，虽然甲乙酮价格波动较大，但甲乙酮价格涨幅远高于成本，公司 4 万吨甲乙酮装置运行情况良好，从长期趋势看，己二酸进口减少、出口增加，甲乙酮环保替代都促使其价格上涨，虽然公司地处新疆运费较高，但公司背靠独山子大石化原料成本较低，新疆铁路投资 3100 亿支持公司业绩高速增长，我们预测 2010-2012 年盈利为 0.43 元、0.70 元和 0.97 元，维持推荐投资评级。

表 5: 天利高新 (600339.SH) 财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	80.9	98.4	179.5	677.9	1586.5	营业收入	1045.1	891.1	1795.1	2229.3	3008.0
应收票据	0.7	38.9	172.1	213.8	288.4	营业成本	805.8	730.0	1302.3	1504.6	1868.4
应收账款	29.3	26.1	98.4	122.2	164.8	营业税金及附加	8.6	9.2	4.1	5.1	6.9
预付款项	28.7	40.6	34.1	26.6	17.2	销售费用	60.7	61.4	68.2	84.7	114.3
其他应收款	2.8	2.9	4.8	6.0	8.1	管理费用	73.1	77.6	134.6	178.3	240.6
存货	147.8	140.0	196.2	226.7	281.5	财务费用	75.8	76.9	84.4	60.6	67.4
其他流动资产	22.3	74.3	74.3	74.3	74.3	资产减值损失	10.0	3.6	7.0	8.0	10.0
长期股权投资	182.0	154.3	154.3	154.3	154.3	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1434.1	3066.1	2866.9	2691.4	2523.0	投资收益	44.8	16.9	90.0	100.0	110.0
在建工程	1545.6	11.5	65.7	92.9	106.4	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	营业利润	55.8	-50.8	284.4	487.9	810.4
无形资产	12.3	17.5	16.2	15.0	13.8	营业外收支净额	8.6	51.3	30.0	35.0	40.0
长期待摊费用	1.1	1.2	1.1	0.9	0.8	税前利润	64.4	0.5	314.4	522.9	850.4
资产总计	3581.0	3717.8	3939.9	4378.1	5295.5	减: 所得税	5.0	9.4	40.9	78.4	212.6
短期借款	1052.0	1360.0	444.4	0.0	0.0	净利润	59.4	-8.9	273.6	444.5	637.8
应付票据	129.0	50.0	124.9	144.3	179.2	归属于母公司的净利润	65.6	1.4	226.4	366.0	510.2
应付账款	102.8	164.1	214.1	247.3	307.1	少数股东损益	-6.2	-10.3	47.2	78.4	127.6
预收款项	9.4	54.1	55.9	58.1	61.1	基本每股收益	0.12	0.00	0.43	0.70	0.97
应付职工薪酬	32.9	21.4	21.4	21.4	21.4	稀释每股收益	0.12	0.00	0.43	0.70	0.97
应交税费	0.5	16.9	16.9	16.9	16.9	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	33.7	33.4	33.4	33.4	33.4	成长性					
其他流动负债	25.2	113.3	219.8	271.0	362.8	营收增长率	-6.8%	-14.7%	101.5%	24.2%	34.9%
长期借款	723.0	508.0	908.0	1308.0	1508.0	EBIT 增长率	33.1%	-86.8%	2137.0%	59.7%	70.4%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	104.2%	-97.8%	15706.3%	61.7%	39.4%
负债合计	2304.4	2517.8	2438.7	2500.4	2889.9	盈利性					
股东权益合计	1276.6	1200.0	1501.1	1877.7	2405.6	销售毛利率	22.9%	18.1%	27.5%	32.5%	37.9%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	6.3%	0.2%	12.6%	16.4%	17.0%
净利润	59.4	-8.9	273.6	444.5	637.8	ROE	5.3%	0.1%	15.8%	21.1%	23.9%
折旧与摊销	84.6	102.2	264.2	269.7	276.1	ROIC	2.8%	-6.9%	7.6%	10.8%	13.5%
经营活动现金流	120.5	235.5	491.3	691.2	895.8	估值倍数					
投资活动现金流	-309.5	-101.7	-30.0	-20.0	-10.0	PE	73.8	3383.4	21.4	13.2	9.5
融资活动现金流	157.5	-116.3	-380.2	-172.9	22.8	P/S	4.6	5.4	2.7	2.2	1.6
现金净变动	-31.5	17.5	81.1	498.4	908.6	P/B	3.9	4.1	3.4	2.8	2.3
期初现金余额	112.4	80.9	98.4	179.5	677.9	股息收益率	5.6%	0.0%	0.0%	1.4%	2.3%
期末现金余额	80.9	98.4	179.5	677.9	1586.5	EV/EBITDA	37.1	59.3	11.8	8.3	5.2

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李国洪，石油化工行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

港股：中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股：中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、中海油服（601808.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908