

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:

《公司动态报告-天利高新 (600339.SH): 己二酸和甲乙酮双轮驱动业绩》(2011-01-22)

《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)

投资要点:

□ 己二酸行业景气还将维持

己二酸 2010 年均价 18800 元/吨左右, 处于历史高位; 从目前国内己二酸的产能扩产进度的情况来看, 2012 年国内己二酸产能过程几成定局, 因此之前市场普遍预计 2011 年下半年开始其景气周期将结束。然而全球己二酸消费需求保持稳步增长, 而国外己二酸企业在成本和环保的压力下、部分产能将退出, 从而使得全球己二酸产能增速放缓、国内己二酸新增产能在替代进口的同时部分出口成为可能。

□ 己二酸增发融资扩产的条件日趋成熟

公司 2010 年己二酸实现价格在 18000 元/吨上下, 毛利率在 35% 左右; 但己二酸产能要达到 15 万吨以上才能体现出规模优势, 公司现有 7.5 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 15 万吨的需求比较强烈; 独山子石化大项目运行 1 年多了, 给公司提供配套的条件将越来越成熟, 原料的问题不大、主要是公用工程配套影响进度, 我们认为己二酸增发融资扩产的条件已趋成熟。

□ 顺丁橡胶项目值得关注, 毛利率或达 30% 以上

据新疆维吾尔自治区政府网站的信息, 公司持股 42% 的子公司新疆蓝德精细石化的 5 万吨顺丁橡胶装置已获批复, 其厂址位于公司己二酸装置的西侧, 项目以独山子石化的炼化产品丁二烯、C6 溶剂油为原料, 采用镍系顺丁橡胶工艺, 产品为镍系聚丁二烯橡胶, 我们预计今年下半年投产; 由于试车因素, 并考虑到公司之前处理己二酸投产的情况来看, 估计会到报告期末才转固, 因此当年不会贡献业绩; 参考国外同类产品的情况, 我们预计公司顺丁橡胶达产后毛利可达 30% 以上。

□ 其他: 甲乙酮业务增长较大, 塑料、期货保持稳定, 沥青和天然气贡献有限

公司甲乙酮产量不到 3 万吨, 贡献业绩不是特别大, 但今年甲乙酮均价预计将同比增长 30% 以上, 所以甲乙酮类业绩增长会较大。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) 己二酸价格大幅波动; (2) 其它非主要盈利业务拖累业绩的风险。

投资建议: 暂不考虑己二酸扩产和顺丁橡胶项目对公司业绩的贡献的话, 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.44、0.82 元和 0.97 元, 给予 2011 年 20 倍 PE, 我们维持“增持”评级, 上调目标价至 16 元。

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	104,511	89,105	198,872	238,661	256,954
净利润	6,564	143	23,282	42,952	51,050
YoY		-97.8%	16181.2%	84.5%	18.9%
EPS (元)	0.12	0.00	0.44	0.82	0.97
PE	105	4678	29	15	13

表 1：核心假设

主营业务		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
己二酸	销量			60,000	68,600	70,000
	销价（含税）			18,000	20,000	20,000
甲乙酮类	销量	28,000	28,000	28,000	28,000	30,000
	销价（不含税）	7,521	5,043	7,607	9,231	9,658

资料来源：湘财证券研究所

表 2：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	119,144	128,291
	营业成本			57,268	67,616	69,080
	营业毛利			34,228	51,528	59,211
甲乙酮类 (MTBE)	营业收入	29,864	22,188	33,014	40,062	44,910
	营业成本	21,380	16,814	22,779	23,558	26,076
	营业毛利	8,484	5,374	10,234	16,503	18,834
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	3,600	3,600	0
	营业成本		1,143	1,400	1,400	0
	营业毛利		230	2,200	2,200	0
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	198,872	238,661	256,954
	营业成本	80,582	72,999	142,380	155,297	161,574
	营业毛利	23,929	16,106	56,492	83,364	95,380

资料来源：湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	421	799	1443	2171	营业收入	891	1989	2387	2570
现金	98	208	785	1481	营业成本	730	1424	1553	1616
应收账款	26	80	95	103	营业税金及附加	9	16	19	21
其他应收款	3	6	7	8	营业费用	61	109	131	141
预付账款	41	71	78	81	管理费用	78	91	110	118
存货	140	285	311	323	财务费用	77	100	105	110
其他流动资产	113	149	167	176	资产减值损失	4	8	10	10
非流动资产	3297	3175	2984	2789	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	154	170	180	190	投资净收益	17	17	15	15
固定资产	3066	2926	2731	2522	营业利润	-51	257	473	569
无形资产	17	17	17	17	营业外收入	53	1	1	1
其他非流动资产	59	62	55	60	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	3718	3975	4427	4961	利润总额	1	256	472	567
流动负债	2010	2042	2097	2147	所得税	9	38	71	85
短期借款	1360	1360	1360	1360	净利润	-9	217	401	482
应付账款	164	233	267	302	少数股东损益	-10	-15	-28	-28
其他流动负债	486	450	470	485	归属母公司净利润	1	233	430	510
非流动负债	508	515	511	513	EBITDA	128	564	788	889
长期借款	508	508	508	508	EPS (元)	0.00	0.44	0.82	0.97
其他非流动负债	0	7	3	5	主要财务比率				
负债合计	2518	2557	2608	2660	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	18	3	-26	-54	成长能力				
股本	526	526	526	526	营业收入	-14.7%	123.2%	20.0%	7.7%
资本公积	504	504	504	504	营业利润	-191.0%	406.4%	84.1%	20.1%
留存收益	152	385	815	1325	归属于母公司净利润	-97.8%	16155.2%	84.5%	18.9%
归属母公司股东权益	1182	1415	1844	2355	获利能力				
负债和股东权益	3718	3975	4427	4961	毛利率 (%)	18.1%	28.4%	34.9%	37.1%
现金流量表					净利率 (%)	0.2%	11.7%	18.0%	19.9%
单位: 百万元					ROE (%)	0.1%	16.5%	23.3%	21.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	-15.3%	10.0%	17.2%	22.0%
经营活动现金流	236	293	684	807	偿债能力				
净利润	-9	217	401	482	资产负债率 (%)	67.7%	64.3%	58.9%	53.6%
折旧摊销	102	207	209	210	净负债比率 (%)	81.33%	80.09%	78.52%	76.99%
财务费用	77	100	105	110	流动比率	0.21	0.39	0.69	1.01
投资损失	-17	-17	-15	-15	速动比率	0.14	0.25	0.54	0.86
营运资金变动	82	-211	-13	18	营运能力				
其他经营现金流	1	-3	-3	2	总资产周转率	0.24	0.52	0.57	0.55
投资活动现金流	-102	-67	-3	0	应收账款周转率	27	35	27	26
资本支出	157	60	8	0	应付账款周转率	5.47	7.18	6.22	5.68
长期投资	0	24	10	15	每股指标 (元)				
其他投资现金流	55	17	15	15	每股收益 (最新摊薄)	0.00	0.44	0.82	0.97
筹资活动现金流	-116	-117	-105	-110	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.45	0.56	1.30	1.54
短期借款	308	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	2.25	2.69	3.51	4.48
长期借款	-215	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	4565.00	28.08	15.22	12.81
资本公积增加	-36	0	0	0	P/B	5.53	4.62	3.55	2.78
其他筹资现金流	-173	-117	-105	-110	EV/EBITDA	65	15	11	9
现金净增加额	18	110	576	697					

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。