



证券研究报告·上市公司调研简评

石油化工

产品价格涨跌互现，12 年增 长期待顺丁橡胶

调研目的

6 月 14-17 日，我们对新疆上市公司进行了一系列调研。天利高新的主要产品甲乙酮和己二酸今年走出了一涨一跌的相异走势，同时其己二酸扩产和顺丁橡胶项目进度受到投资者的关注，我们就公司产品价格、项目进度和对行业的看法与公司进行了交流。

调研结论

甲乙酮受益外需价格坚挺，原料与运输是主要压力

从 4 月中旬到 5 月份，甲乙酮下游受到成本和信贷压力，以及限电等因素的影响出现需求疲软，导致其价格冲高回落。但来自国际的需求仍然坚挺，九善装置地震停产期预计长达一年，近 2-3 年内亚太地区除了齐翔腾达没有新产能投产(最近的九善在东南亚的 10 万吨装置尚未完成可研)。随着国际装置检修期的逐渐到来，甲乙酮价格在相对高位企稳，预计仍将保持相对坚挺。

公司甲乙酮产能 4 万吨，受制于原料供给，预计今年实际产量接近 3 万吨。原料紧张预计短期内解决的可能性不大(独石化和宝塔石化潜在的扩产预计也不会有大量 C4 外输)。另一方面的压力来自于运输，甲乙酮属于易燃易爆液体，从新疆到华东的运输成本在 1000 元左右，同时新疆向外运力较为紧张。原料与运输压力制约了甲乙酮的盈利。

己二酸价格压力较大，扩产规划或再论证

己二酸价格 3 月份以来出现持续下跌，短期因素在于信贷紧缩和淡季到来，长期来看是近年国内己二酸产能大量投放的结果。据了解，目前部分东部企业已经停产以避免亏损。鉴于华鲁恒升 16 万吨己二酸预计 12 年将大规模释放，我们仍为己二酸价格将长期面临一定压力。

公司今年己二酸生产计划在 6.8 万吨左右，预计 8 月份将进行一轮为期 40 天左右的检修。目前价格下公司毛利率在百分之十几左右。由于审批和协调等原因，公司原先将己二酸产能从 7.5 万吨扩产到 15 万吨的计划将出现一定延迟，我们认为考虑行业景气，不排除项目重新论证的可能性。

顺丁橡胶四季度投产，成为 12 年增长主力

公司子公司(公司持股 42%)规划的 5 万吨顺丁橡胶预计 9 月底达到投产条件，4 季度可实现投产，明年产能将有较大规模释放。根据测算，在目前的价格水平下可以实现 1 万元左右的吨毛利，盈利能力较强，预计将成为 12 年的增长主力。

天利高新 (600339)

首次评级

中性

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号: S1440209110419

联系人: 胡彧

huyu@csc.com.cn

010-85130575

当前股价: 11.21 元

目标价格 6 个月: 10.8 元

调研日期: 2011 年 6 月 14 日

发布日期: 2011 年 6 月 20 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-9.74/-1.74	-7.47/1.62	40.10/34.94
12 月最高/最低价 (元)		17.96/6.96
总股本 (万股)		57815.47
流通 A 股 (万股)		57815.47
总市值 (亿元)		64.81
流通市值 (亿元)		64.81
近 3 月日均成交量 (万)		1815.55
主要股东		
新疆独山子天利实业总公司		22.86%

股价表现



相关研究报告



11 年虽有压力，12 年增长可期，暂给“中性”评级

公司塑料和沥青业务预计与去年持平，基本保持盈亏平衡或微利状态。控、参股公司中以天虹实业利润占比最大，天虹实业主要经营酒店业务，短期内预计业绩改善有限，长期有望逐渐减亏。我们认为，11 年受到己二酸价格抑制，公司业绩有一定压力。随着 12 年顺丁橡胶项目投产，公司获得新的增长点，实现成长可期。预计公司 11-13 年每股收益分别为 0.48、0.59 和 0.63 元，按照今年 20-25 倍 PE 计，平均目标价格 10.8 元，暂给“中性”评级。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	2,127.92	2,160.49	2,499.07	2,552.92
营业收入增长率	138.81%	1.53%	15.67%	2.15%
EBITDA（百万）	353.22	350.67	409.37	425.77
EBITDA 增长率	1079.13%	-0.72%	16.74%	4.01%
净利润（百万）	252.97	254.33	308.42	330.58
净利润增长率	17562.07%	0.54%	21.26%	7.19%
ROE	17.63%	16.02%	17.40%	16.77%
EPS（元）	0.481	0.484	0.587	0.629
P/E	23.29	23.17	19.10	17.82
P/B	4.11	3.71	3.32	2.99
EV/EBITDA	21.28	21.20	17.87	16.83



分析师介绍

研究服务

梁斌：中国科学技术大学工商管理硕士，基础化工行业分析师；6 年化工行业工作经验，善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。