

己二酸涨价带动公司业绩高增长

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

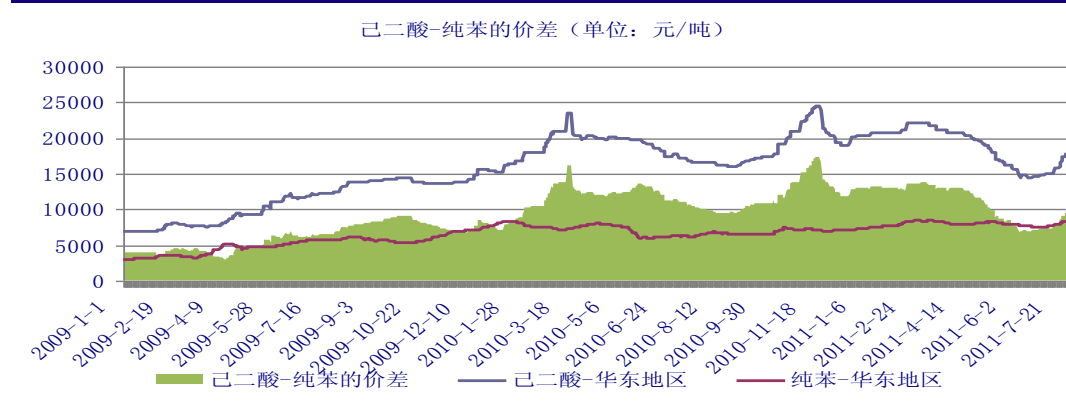
近期己二酸市场可谓一天一价，市场价格持续上涨。华北地区辽化货源主流商谈在18800-19500元/吨之间；山东及新疆货源在18000-18500元/吨附近，较6月市场14000元左右的价格上涨了32%左右。

2. 我们的分析与判断

(一)、己二酸生产平稳、涨价原因主要是需求转旺、出口增加

辽化己二酸15万吨/年装置正常开车，目前厂内库存适中，近期出口量较大，对国内商家多限量供货；山东洪业共计14万吨/年己二酸装置已恢复开车，现产品主供下游终端厂家，厂内库存偏低；山东海力己二酸装置共计22.5万吨负荷平稳，近期出货尚可，现厂内库存适中；新疆天利高新7.5万吨/年己二酸装置开工正常。7月以来，国内各相关厂家出口情况较好，因此对国内商家供货不足，加上月末连续调价，致使市场己二酸行情水涨船高，在7月末己二酸市场淡季出现涨价在历史上并不多见，有部分终端企业怕己二酸后市行情继续高涨而增加备货，己二酸淡季价格上涨预示着旺季价格更强的态势，己二酸生产平稳，涨价原因主要是需求转旺、出口增加，我们预测进入9-10月旺季后己二酸价格再上二万元整数关并不是什么难事。

图 1：中国纯碱价格图



资料来源：百川咨询

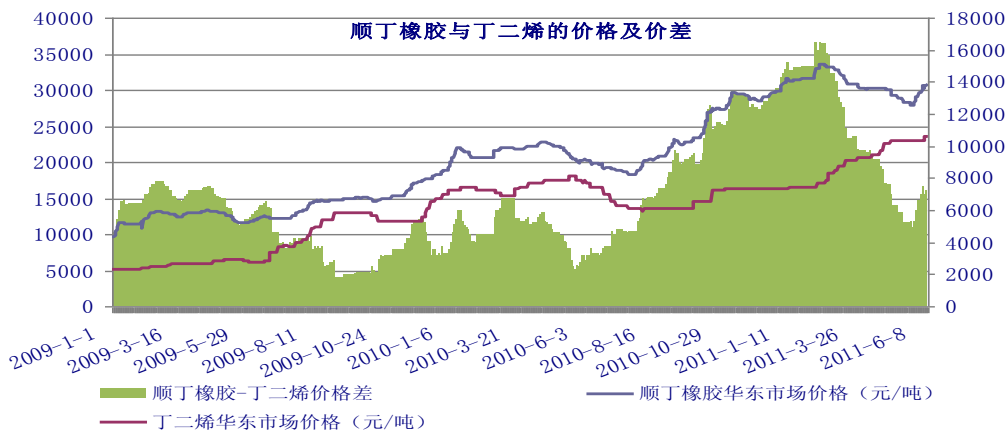
(二)、己二酸价格涨幅远高于成本

受己二酸进口减少、出口增加、需求结构国际化影响，己二酸需求年增长达15%以上。近期国内己二酸供需关系持续好转，己二酸的价格持续走高，而己二酸主要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至接近峰值水平，己二酸毛利持续走高。我们认为，随着通胀刺激的化工产品价格上涨，己二酸毛利持续走高的状况能够持续较长时间。

(三)、即将投产的顺丁橡胶将给公司带来新增长

公司新建5万吨顺丁橡胶项目具有重大意义,由于我国轮胎橡胶供应比较紧张,目前顺丁橡胶吨价格在3.3万元左右,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。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%。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,合成橡胶行业迎来了景气增长的好时机。

图 2: 顺丁橡胶与丁二烯价差趋势



资料来源: 隆众石化

(四)、天然气业务将成为公司增长新动力

公司经营范围增加“天然气管输”的内容。公司的天然气管输业务主要由新疆天北能源有限责任公司经营,该公司主要从事天然气零售、天然气管道输气、天然气应用技术开发与技术服务等。2010年实现营业收入10903.32万元,净利润2301.85万元,2010年末总资产14297.27万元,净资产12,136.01万元。新疆的天然气产量达161亿立方米,居全国第1位,年均增速20%以上,资源优势日益突出,公司周边城市因大石化项目发展而在迅速扩大,新增天然气需求增速较快,因此,公司天然气业绩能够保持较高的增长速度。

3. 投资建议

受己二酸进口减少、出口增加影响,新疆货源己二酸价格涨到18000-18500元/吨附近,较6月市场14000元左右的价格上涨了32%左右。因原料苯价格变化不大,还有小幅下降,己二酸淡季进入高盈利状况,随着旺季到来己二酸价格长期看好,故其高盈利状况将持续较长时间。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。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,天然气和顺丁橡胶项目还将带来丰厚的增长,我们预测2011-2012年盈利为0.80元和1.26元(摊薄),继续维持推荐投资评级。

表 1: 天利高新 (600339) 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	786.8	1940.9	营业收入	1045.1	891.1	1795.1	2381.1	3565.5
应收票据	0.7	38.9	172.1	228.3	341.9	营业成本	805.8	730.0	1302.3	1504.6	1998.4
应收账款	29.3	26.1	98.4	130.5	195.4	营业税金及附加	8.6	9.2	4.1	5.5	8.2
预付款项	28.7	40.6	34.1	26.6	16.6	销售费用	60.7	61.4	68.2	90.5	135.5
其他应收款	2.8	2.9	4.8	6.4	9.6	管理费用	73.1	77.6	134.6	190.5	285.2
存货	147.8	140.0	196.2	226.7	301.1	财务费用	75.8	76.9	84.4	59.8	64.2
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	622.2	1173.9
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	657.2	1213.9
资产总计	3581.0	3717.8	3939.9	4510.3	5754.4	减: 所得税	5.0	9.4	40.9	98.6	303.5
短期借款	1052.0	1360.0	444.4	0.0	0.0	净利润	59.4	-8.9	273.6	558.6	910.4
应付票据	129.0	50.0	124.9	144.3	191.6	归属于母公司的净利润	65.6	1.4	226.4	460.0	728.4
应付账款	102.8	164.1	214.1	247.3	328.5	少数股东损益	-6.2	-10.3	47.2	98.6	182.1
预收款项	9.4	54.1	55.9	58.3	61.8	基本每股收益	0.12	0.00	0.43	0.80	1.26
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	0.80	1.26
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	288.9	428.5	营收增长率	-6.8%	-14.7%	101.5%	32.6%	49.7%
长期借款	723.0	508.0	908.0	1308.0	1508.0	EBIT 增长率	33.1%	-86.8%	2137.0%	106.4%	92.9%
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%	103.2%	58.3%
负债合计	2304.4	2517.8	2438.7	2518.5	2990.1	盈利性					
股东权益合计	1276.6	1200.0	1501.1	1991.8	2764.2	销售毛利率	22.9%	18.1%	27.5%	36.8%	44.0%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	6.3%	0.2%	12.6%	19.3%	20.4%
净利润	59.4	-8.9	273.6	558.6	910.4	ROE	5.3%	0.1%	15.8%	25.2%	30.1%
折旧与摊销	84.6	102.2	264.2	269.7	276.1	ROIC	2.8%	-6.9%	7.6%	13.6%	18.3%
经营活动现金流	120.5	235.5	491.3	799.4	1166.4	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	11.6	7.3
融资活动现金流	157.5	-116.3	-380.2	-172.1	-2.2	P/S	4.6	5.4	2.7	2.2	1.5
现金净变动	-31.5	17.5	81.1	607.3	1154.2	P/B	3.9	4.1	3.4	2.9	2.2
期初现金余额	112.4	80.9	98.4	179.5	786.8	股息收益率	5.6%	0.0%	0.0%	1.3%	2.6%
期末现金余额	80.9	98.4	179.5	786.8	1940.9	EV/EBITDA	37.1	59.3	11.8	7.5	4.0

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

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，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。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中海油服（2883.HK）

A 股：烟台万华（600309.SH）、华鲁恒升（600426.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、德美化工（002054.SZ）、久联发展（002037.SZ）、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证券投资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