

石油加工

芮定坤

010-66276951

ruidingkun@cjis.cn

天利高新

600339

推荐

## 己二酸价格上涨，上调业绩预测

己二酸价格大幅上涨，中间商惜售，价格上涨超过我们预期，上调业绩预测。

### 投资要点：

- **己二酸业务：**主要产品己二酸近期价格上涨，辽阳石化已经提价，中间商开始惜售，预计未来提价能持续，下游好转好与我们的预期，我们调整了对公司的盈利预测和目标价。
- 己二酸含税价目前在 19500 元/吨左右，分别占需求的 27%和 58%的尼龙 66 和聚氨酯预计需求逐渐好转。我们预计公司完全成本在 10000 元/吨左右，目前毛利约 40%到 50%。
- **沥青：**据报道中央可能会出台支持新疆发展的区域振兴规划，其中包括在新疆投入资金进行基础设施的建设，公司沥青的销售和公路等基建工程相关，可能会受益于政策出台需求增加。沥青 08 年产量不到 7 万吨，09 年只有 4、5 万吨左右，主要的问题是原料不足，独山子炼油今年 4 季度投产，从 600 万吨扩为 1000 万吨，渣油量增加了约 60%，在独山子项目中建设了一个仓储卸油装置，因此从供应上也会增加。
- 公司业绩对己二酸-苯的价差敏感，苯的价格不变的情况下，按 90%开工率假设，己二酸每上涨 1000 元，**EPS 变动约 0.1**。
- 上调公司 10 和 11 年 EPS 为 0.69 和 0.76，公司业绩从底部大幅好转，给以推荐的评级，6-12 个月的目标价 14-17 元。
- 未来公司还有扩建 7 万吨己二酸的可能，将产能增加到 14 万吨，目前公司资金紧张，有增发的可能，这是目前影响短期股价的不确定因素之一。

6-12 个月目标价： 14

当前股价： 11.04

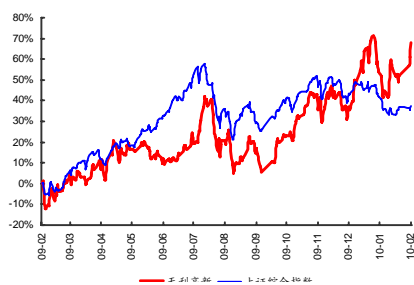
评级调整： 维持

### 基本资料

总股本(百万)	526
流通股本(百万)	413
流通市值(亿)	45.6
EPS (TTM)	-0.05
每股净资产(元)	2.23
资产负债率	64.4%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
天利高新	11.72	13.77	33.54
上证指数	-0.22	-9.85	0.74



### 相关报告

### 主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1045	890	2001	2214
同比(%)	-7%	-15%	125%	11%
归属母公司净利润(百万元)	66	21	362	402
同比(%)	76%	-69%	1657%	11%
毛利率(%)	22.9%	20.2%	33.2%	32.1%
ROE(%)	5.3%	1.7%	22.7%	21.2%
每股收益(元)	0.12	0.04	0.69	0.76
P/E	88.40	281.54	16.02	14.43
P/B	4.65	4.69	3.64	3.06
EV/EBITDA	34	41	12	11

资料来源：中投证券研究所

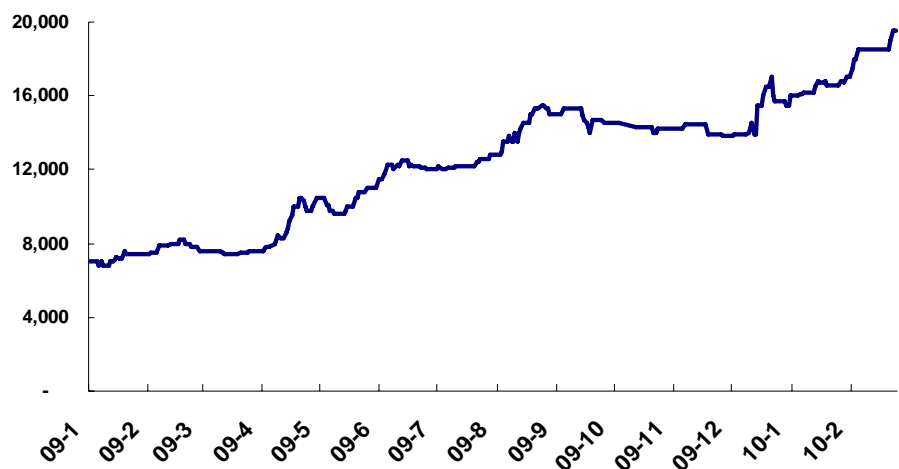
## 一、己二酸价格上涨超预期，可能成本股价刺激因素

公司 09 年底投产 7 万吨己二酸，这部分是未来业绩的主要贡献。

己二酸近期价格上涨，中间商开始惜售，辽阳石化已经提价，下游好转好与我们的预期，我们认为价格能在一定时间持续，因此调整了我们对公司的盈利预测和目标价。

己二酸含税价目前在 19500 元/吨左右，我们预计公司完全成本在 10000 元/吨左右，目前毛利约 40%到 50%。

图 1 己二酸 2009 年价格 单位：元/吨



资料来源：中投证券研究所

### 下游:

己二酸的下游主要分为**尼龙 66**和**聚氨酯** 2 块，分别占需求的 27%和 58%。

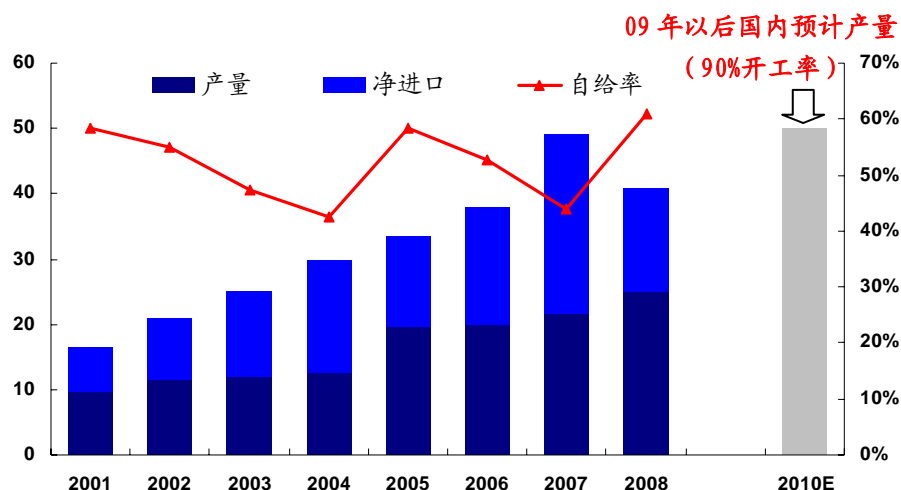
**尼龙**方面用于生产尼龙 66 纤维和尼龙 66 树脂；主要用于纺织、鞋革、工程塑料。下游企业有华峰氨纶、神马股份等。10 年出口同比增长现在来看是大概率事件，因此对需求的拉动会是较明显的，拉动己二酸需求的增长。

**聚氨酯**的下游产品主要为服装、鞋底原料、涂料等等，还可用于增塑剂、不饱和聚酯树脂等领域。也是和出口相关性比较高，未来需求同比恢复是比较确定的。

08年前国内己二酸的表观消费中进口占50%左右,09年1-7月需求下滑的情况下仍然有6万吨的净进口量,国内产量不足。

08、09年新增了较多产能,总产能58万吨左右,如果按90%的开工率计算产量约50万,基本上可以替代进口。

图2 己二酸国内产量、净进口 单位:万吨



资料来源: 石油化工协会、中投证券研究所

新增的主要产能为天利高新的7万吨,山东海力化工和洪业(去年刚开车没开满),见下表。

表1 国内己二酸生产供应 单位:万吨

	产能	未来新增产能	工艺路线
辽阳石化	14	三期扩到30万吨	环己烷硝酸氧化
天利高新	7		环己烷硝酸氧化
山东海力化工	15		环己烷硝酸氧化
山东洪业化工	16		环己烷硝酸氧化
神马集团	6	拟扩到16万吨	环己醇硝酸氧化
其他	0.5	日本旭化成远期规划 20万吨/山西5万吨	-
总计	58.5	51	

进口 16-20 反倾销征税后会减少

资料来源: 中投证券研究所 注: 未来新增产能为规划产能, 会根据市场变化

虽然09、10年国内产能释放的比较多,但产能基本匹配需求,相对于国内大部分产能过剩的化工产品,己二酸的供需基本面还是相对比较的,一般来讲,化工企业的开工率在80%-90%是正常的。

另外 11 月商务部公告对原产美国、欧盟和韩国的己二酸实行 5% 到 35.4% 不等的反倾销税，3 地的进口量占国内进口总量的 80% 以上，进口量未来会下降，国内的销量和价格可以维持相对较高。

表 2 商务部 11 月 1 日终裁对美国、欧盟和韩国企业征收的反倾销税率

美国	反倾销税率
1、Ascend Performance Materials LLC	16.8%
2、其他美国公司	35.4%
欧盟	
1、兰蒂奇化工有限公司	7.4%
2、兰蒂奇化工德国有限公司	7.4%
3、BASFSE	9.8%
4、其他欧盟公司	16.7%
韩国	
1、罗地亚聚酰胺有限公司	5.9%
2、旭化成化学韩国	5.0%
3、其他韩国公司	16.7%

资料来源：中投证券研究所

从成本上看，己二酸的主要原料是纯苯，和油价走势一致，我们预计 2010 年油价上下波动的幅度不会太大，因此成本增加的空间不大。

## 二、沥青有望增加产量

据报道，中央可能会出台支持新疆发展的区域振兴规划，其中包括在新疆投入资金进行基础设施的建设，公司沥青的销售和公路等基建工程相关，可能会受益于政策出台。新疆自治区规划 2009-2013 年均投资 240 亿元于区内交通，重点在高速公路。

沥青的产品特性决定了保存时间不长，有一定区域特性，通常专业沥青的辐射半径在 300~400 公里之间，公司在新疆销售具有销售优势。

沥青 08 年产量不到 7 万吨，09 年只有 4、5 万吨左右，公司产能在 20 万吨，主要的问题是原料不足，独山子炼油今年 4 季度投产，从 600 万吨扩为 1000 万吨，渣油量增加了约 60%，另外，公司为了争取原料资源，投资在独山子项目中建设了一个仓储卸油装置，因此从供应上也会好一些。公司预计明年沥青产量达到 8、9 万吨。按此计算，贡献毛利 4500 万元左右。

### 三、投资建议：推荐

公司业绩对己二酸-苯的价差敏感，苯的价格不变的情况下（静态的看），按 90%开工率假设，己二酸每上涨 1000 元（对应现在的价格相当于 7%的变动），**EPS 变动约 0.1**。

上调公司 10 和 11 年 EPS 为 0.7 和 0.66，公司业绩从底部大幅好转，给以推荐的评级，6-12 个月的目标价 14-17 元。

未来公司还有扩建 7 万吨己二酸的可能，将产能增加到 14 万吨，目前公司资金紧张，预计有增发的可能，这是目前影响股价的不确定因素之一。

风险提示：

1. 油价大幅上涨带动成本上涨，同时宏观经济恶化。
2. 工艺技术风险，停车检修时间较长。

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

---

## 分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券, 2009 年获得证券市场周刊评选的石化最佳分析师水晶球奖第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、辽通化工、沈阳化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、黑猫股份、黔轮胎 A、煤化工行业等。

---

## 免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

---

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434