

石油加工

署名人: 芮定坤

S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

参与人: 宋哲建

S0960207090131

010-63222985

songzhejian@cjis.cn

6-12个月目标价: 16.00元

当前股价: 12.35元

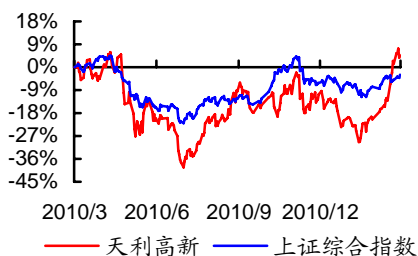
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2942.31
总股本(百万)	526
流通股本(百万)	457
流通市值(亿)	56
EPS (TTM)	0.28
每股净资产(元)	2.28
资产负债率	67.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天利高新	0.00	17.17	15.64
上证综合指数	0.00	3.51	10.80



相关报告

《天利高新-己二酸未来新增产能较大, 关注3季报》2010-8-2

《天利高新-己二酸价格上涨, 上调业绩预测》2010-2-24

《天利高新-受益反倾销和出口, 副产品贡献被低估》2009-11-11

天利高新

600339

推荐

预计1季报好, 子公司合成橡胶项目值得关注

投资要点:

- 公司10年4季度EPS0.16, 从1季度的己二酸价差和甲乙酮价差来看, 我们预计毛利水平基本差不多, 预计公司1季报在0.18元左右, 年化业绩对应估值不高。
- 己二酸09年表观消费量43万吨, 聚氨酯消费占58.8%, 尼龙66盐占20.7%, 其他占20.5%, 预计未来聚氨酯对二酸的需求增速年均13.5%, 聚氨酯行业需求好于预期也会影响行业需求。
- 上半年己二酸盈利较好, 下半年随着华鲁16万吨和山东洪业1期工程投产, 预计供给压力增大, 而12、13年新增产能相对也不少, 所以如果需求没有发生大的变化, 己二酸未来的盈利有下降的风险。如果这些新增产能投产推迟, 下半年也可能有短期的检修涨价行情。
- 在新疆维吾尔自治区环保厅网站上公告了《新疆蓝德精细石油化工股份有限公司5万吨/年顺丁橡胶装置项目环境影响报告书的批复》, 其中蓝德化工是天利高新持股约42%的子公司。项目拟选厂址位于天利高新己二酸装置西侧。项目生产原料为独山子石化炼油集中优化加工项目中的产品丁二烯、C6溶剂油, 采用国内自主工艺技术(镍系顺丁橡胶工艺), 产品为(BR)9000的镍系高顺式聚丁二烯橡胶, 工程总投资49943万元。预计3季度投产。
- 我们认为由于天然橡胶价格高, 现在合成橡胶的盈利是所有化工品中最好的之一, 毛利率约50%, 我们估计如果生产正常的话, 5万吨顺丁橡胶年利润约在4亿左右, 对应对天利高新EPS的影响在0.3左右。同时从经济效益角度, 我们预测也不排除公司增资扩大持股比例的可能。
- 投资建议: 己二酸属于聚氨酯产业链上的产品, 3、4月景气度高, 公司1季报相对较好, 年化业绩约0.7, 而且下半年可能有顺丁橡胶投产, 我们认为即使担心己二酸下半年利润率下降, 对应估值也偏低。预测公司10-12年EPS分别为0.44、0.74和0.9, 给与推荐的评级, 目标价16元。弹性上己二酸每上涨1000元(对应现在的价格相当于7%的变动), EPS变动约0.1。

风险提示内容: 己二酸价格波动, 新增产能大于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	891	1442	2003	2206
同比(%)	-15%	62%	39%	10%
归属母公司净利润(百万元)	1	233	391	474
同比(%)	-98%	16200%	67%	21%
毛利率(%)	18.1%	25.5%	32.9%	34.1%
ROE(%)	0.1%	16.4%	22.1%	22.1%
每股收益(元)	0.00	0.44	0.74	0.90
P/E	4531.98	27.80	16.62	13.69
P/B	5.49	4.55	3.67	3.02
EV/EBITDA	64	20	13	11

资料来源: 中投证券研究所

一、公司分析要点

己二酸产品价格和价差:

图 1

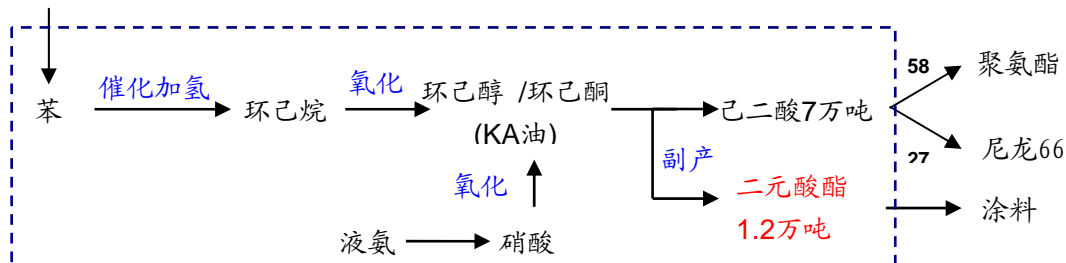


资料来源: 中投证券研究所

公司产业链和工艺如下图:

图 2 天利高新己二酸生产路线和下游产品

中石油独山子



资料来源: 中投证券研究所

公司主要产品目录:

表 1 天利高新主要产品项目

产品	产能 (万吨)	10 年产量	主要原料	备注
己二酸	7~7.5	90%开工率	苯、液氨	目前开工率 90%以上
二元酸酯	1.2		副产品	目前产品质量还较差
甲乙酮	4	3.5	C4	
沥青	20	9	渣油	原料供应增加
塑料类				
聚丙烯	4	3		
地膜	0.9	0.9		
编织袋	1300 万条	1300 万条		
天然气管网	4 亿方输气能力	3 亿方		10 年新增贡献

资料来源: 中投证券研究所

二、投资建议

己二酸属于聚氨酯产业链上的产品，3、4月景气度高，公司1季报相对较好，年化业绩约0.7，而且下半年可能有顺丁橡胶投产，我们认为即使担心己二酸下半年利润率下降，对应估值也偏低。预测公司10-12年EPS分别为0.44、0.74和0.9，给与推荐的评级，目标价16元。弹性上己二酸每上涨1000元（对应现在的价格相当于7%的变动），EPS变动约0.1。

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

研究团队简介

芮定坤, 中投证券研究所石油化工、基础化工行业分析师, 化工组组长。清华大学化工系学士、清华大学 MBA。2008 年加入中投证券, 2010 年获得新财富最佳分析师石化行业第 4 名, 2009、2010 年证券市场周刊最佳分析师水晶球奖第 4 名。

免责声明

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434