

产品涨价业绩增

推荐 首次评级

 分析师: 李国洪 ✉: liguohong@chinastock.com.cn ☎: 010-66568876 执业证书编号: S0130207091551

1. 事件

据隆众石化数据，甲乙酮出厂价从2010年6月初的8100元/吨上涨至目前的14000元/吨，涨幅达到72.8%。

2. 我们的分析与判断

(一) 因需求向好甲乙酮价格长期趋势看好

甲乙酮（MEK）：又名甲基乙基甲酮、丁酮、乙基甲基甲酮、甲基丙酮，是一种重要的低沸点溶剂，挥发度适中，与多数烃类溶剂互溶，对高固含量和粘度无不良影响，具有优异的溶解性和干燥特性，能与众多溶剂形成共沸物，对各种纤维素衍生物、合成橡胶、油脂、高级脂纺酸具有很强的溶解能力。其本身含有羰基及与羰基相邻接的活泼氢，易于发生各种化学反应。在炼油、染料、涂料、粘合剂、医药、润滑油脱蜡、印刷油墨、电子元件清洗等行业作为溶剂。作为重要的精细化工原料，在制备催化剂、抗氧剂、聚氨酯、乙烯树脂、丙烯酸树脂、酚醛树脂、磁带、酮类衍生物（高分子酮、甲基异丙烯酮、 β -二酮、酮基哌啶衍生物、过氧化丁酮、甲基戊基酮、丁酮肟、丁二酮、甲基假紫罗兰酮等）等应用领域具有广泛用途。

08年的甲乙酮价格如坐过山车一样经历了大起大落，09年的甲乙酮价格可谓走的一波三折、步履蹒跚，但今年的甲乙酮从年初的4800元/吨涨到目前的14000元/吨左右的价格，涨幅达到100%以上，可算是创出了历史纪录，接下来前一时期因停产检修的日本厂家将复产，对市场是否会有冲击？我们认为，虽然日本三企业合计产能达到全球的18.1%，但由于甲乙酮需求较好（在齐翔腾达研究报告中我们根据甲乙酮的消费结构、消费现状、消费需求指出甲乙酮长期趋势看好），再加上日本三企业不是同时复产，对甲乙酮价格影响不会太大，短期回落后长期趋势仍然向好。

2009年世界甲乙酮生产能力为165.8万吨。2009年国外排名前十位甲乙酮生产企业合计产能为102.1万吨，约占世界总产能的61.58%。目前国内甲乙酮生产企业一共有8家，产能合计为36.7万吨/年。天利高新有4万吨甲乙酮产能，由于甲乙酮主要消费领域在我国东南部，公司每吨运费比东部企业高出600-700元左右，但新疆甲乙酮原料价格较低，加之甲乙酮价格上涨较多，运费高的情况已经不重要了。

表1：近期国际甲乙酮产能检修计划

国家	公司	产能（万吨）	占全球产能比（%）	检修及开始时间	
日本	Maruzen	17	10.3%	从5月开始两个月	
	Petrochemical				
日本	TonenGeneral K.K.	Sekiyu	9	5.4%	从8月开始40天
日本	Idemitsu Kosan			从9月开始两个月	
合计		30	18.1%		

资料来源：中国化工信息网

图 1：国内甲乙酮（丁酮）价格图

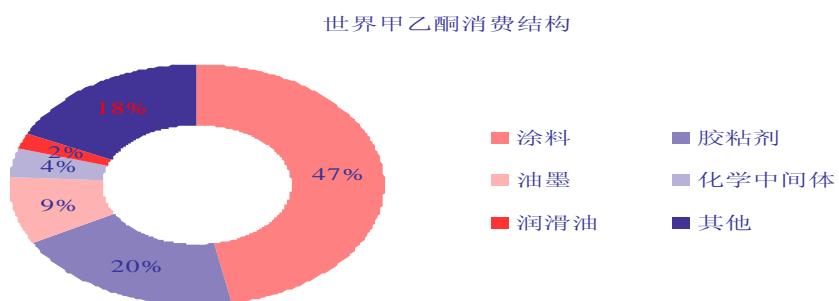


资料来源：隆众石化

(二)、环保标准促进甲乙酮需求增长

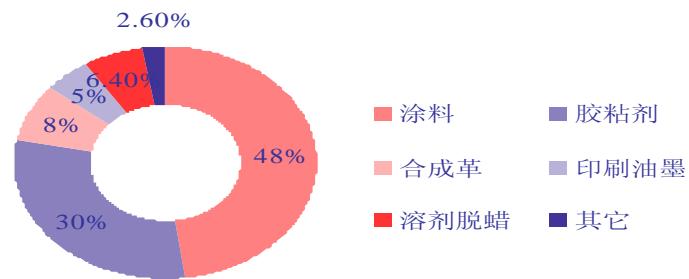
甲乙酮作为一种优良环保型溶剂，是纯苯、甲苯、二甲苯、丙酮等溶剂的最佳替代产品。与苯类溶剂相比，甲乙酮对人体危害程度较小，环保性能突出。国家环保总局发布的行业标准和准则的实施，为甲乙酮对苯类溶剂大面积替代提供了良好的政策环境。与丙酮相比，甲乙酮挥发性适中、溶解性能更强，不会致使空气中挥发性有机化合物(VOC)含量增高，单位溶剂的甲乙酮用量也少于丙酮。

图 2：世界甲乙酮（丁酮）消费结构



资料来源：美国 SRI 咨询公司

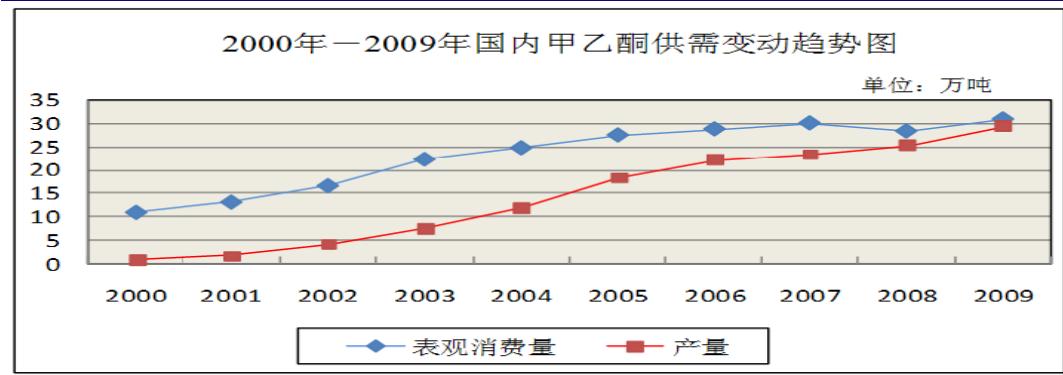
图 3：国内甲乙酮（丁酮）消费结构



资料来源：《化工文摘》

美国SRI咨询公司认为，今后5年内世界甲乙酮需求的年增长率为3.5%，预计到2010年将达到178万吨，需求增长将主要来自于最大的消费国中国。因需求快速增长，中国甲乙酮生产能力近年骤增，预计到2010年将超过40万吨/年，成为世界最大的甲乙酮生产国。国内甲乙酮消费主要集中在华南和华东这两个地区。根据卓创资讯《2009年丁酮市场年度分析报告》，华南和华东地区甲乙酮消费量约占全国消费总量的90%，其中华南地区约占50%，华东地区约占40%。上述两个地区甲乙酮消费集中，主要是由于上述地区甲乙酮下游应用领域如涂料行业、胶粘剂行业比较发达。

图4：国内甲乙酮（丁酮）供需变动趋势



资料来源：公司公告

(三)、另一产品己二酸贡献利润也很好

己二酸是一种重要的有机二元酸，可与多元醇反应可生成聚酯多元醇，进而生产聚氨酯产品。己二酸是尼龙66纤维和尼龙树脂的重要原料，还可广泛应用于润滑剂、增塑剂和医药行业。国际己二酸用于尼龙66领域超过70%，我国己二酸用于聚氨酯的领域达到78%。2009年全球己二酸产能达到330万吨，己二酸已经基本处于产需平衡。近两年，世界己二酸产能主要集中在中国，中国己二酸目前处于进口替代阶段，己二酸产能在2008年-2011年属于快速扩张期，预计2011年达到产销平衡。受2009年四季度己二酸反倾销、国际部分己二酸装置关停、原料苯价格受石油价格影响上涨、国内聚氨酯和尼龙66需求增长等四因素推动，国内己二酸价格从2009年四季度开始出现连续快速上涨，己二酸价格涨幅远远大于主要原料苯的涨幅，毛利扩张促使己二酸行业利润走高。天利高新己二酸装置于2009年8月投产，目前生产正常，预计2010年产量达到65000吨左右，构成公司又一重要利润来源。

(四)、公司原料优势明显

公司生产原料为炼化产品，地处中国石油独山子大炼厂旁边，有充足的低价原料，供应稳定可靠，并节约了原料运输成本。中国石油独山子石化公司是中国石油天然气股份有限公司的地区公司，是炼化一体化大型综合企业，具备1000万吨炼油、120万吨乙烯生产能力，资产、销售收入分别达到500亿元以上，利税100亿元以上，是世界一流的石油化工基地。



3. 投资建议

因环保促进甲乙酮需求增长，甲乙酮价格大幅上涨，公司生产装置将超负荷运行且原料优势明显，另一产品己二酸贡献利润也很好。我们预计公司10-12年业绩为0.41元、0.61元和0.72元，对应目前股价PE为24.4倍、16.1倍和13.8倍，给予推荐的投资评级。

表 2: 天利高新 (600339) 财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	29.32	46.37	15.12	17.06	771.35	营业收入	1045.11	891.05	1511.67	1706.07	1938.44
应收和预付款项	61.47	108.49	115.90	132.13	151.72	营业成本	805.82	729.99	934.06	1001.12	1158.21
存货	147.85	140.03	188.94	163.65	244.27	营业税金及附加	8.62	9.20	15.61	17.62	20.02
其他流动资产	22.33	74.35	74.35	74.35	74.35	营业费用	60.72	61.44	104.24	117.64	133.67
长期股权投资	181.98	154.29	154.29	154.29	154.29	管理费用	73.11	77.63	131.71	148.64	168.89
投资性房地产	44.39	41.81	36.93	32.05	27.18	财务费用	75.76	76.88	83.21	49.42	22.95
固定资产和在建工程	2980.90	3078.72	2719.65	2360.58	2001.50	资产减值损失	10.03	3.58	3.58	3.58	3.58
无形资产和开发支出	12.31	17.45	15.47	13.49	11.51	投资收益	44.76	16.90	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	44.11	1.16	0.58	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	3524.67	3662.67	3321.24	2947.60	3436.18	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						营业利润	55.80	-50.78	239.26	368.04	431.12
短期借款	1052.00	1360.00	676.50	74.81	0.00	其他非经营损益	8.58	51.29	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	274.95	301.60	440.29	355.52	552.45	利润总额	64.38	0.51	239.26	368.04	431.12
长期借款	723.00	508.00	508.00	508.00	508.00	所得税	4.97	9.38	35.89	55.21	64.67
其他负债	198.11	293.06	293.06	293.06	293.06	净利润	59.41	-8.87	203.37	312.84	366.45
负债合计	2248.06	2462.67	1917.86	1231.39	1353.52	少数股东损益	-6.23	-10.30	-10.00	-10.00	-10.00
股本	525.60	525.60	525.60	525.60	525.60	归属母公司股东净利润	65.64	1.43	213.37	322.84	376.45
资本公积	540.24	504.04	504.04	504.04	504.04	每股收益 (EPS)	0.125	0.003	0.406	0.614	0.716
留存收益	182.49	152.39	365.76	688.60	1065.05	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
归属母公司股东权益	1248.33	1182.02	1395.39	1718.23	2094.68	毛利率	22.90%	18.07%	38.21%	41.32%	40.25%
少数股东权益	28.29	17.98	7.98	-2.02	-12.02	销售净利率	5.68%	-1.00%	13.45%	18.34%	18.90%
股东权益合计	1276.61	1200.01	1403.38	1716.21	2082.66	ROE	5.26%	0.12%	15.29%	18.79%	17.97%
负债和股东权益合计	3524.67	3662.67	3321.24	2947.60	3436.18	ROA	3.91%	2.10%	9.69%	14.14%	13.20%
						ROIC	6.89%	4.39%	10.85%	13.69%	16.77%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售收入增长率	-6.76%	-14.74%	69.65%	12.86%	13.62%
净利润	65.64	1.43	213.37	322.84	376.45	EBIT 增长率	48.94%	-44.33%	319.06%	29.51%	8.78%
折旧与摊销	10145	10219	36293	36293	36235	净利润增长率	101.91%	-114.93%	2392.92%	53.82%	17.14%
经营性现金净流量	122.66	236.10	734.88	652.48	851.48	估值倍数					
投资性现金净流量	-309.52	-101.72	0.00	0.00	0.00	EPS(X)	0.125	0.003	0.406	0.614	0.716
筹资性现金净流量	157.52	-116.26	-766.14	-650.54	-97.18	PE(X)	79.36	3636.59	24.41	16.13	13.84
现金流量净额	-29.34	18.11	-31.25	1.94	754.29	PB(X)	4.17	4.41	3.73	3.03	2.49
EBITDA	222.59	179.01	684.83	779.82	815.85	PS(X)	4.98	5.85	3.45	3.05	2.69
NOPLAT	114.68	12.40	273.61	354.35	385.47	EV/EBITDA(X)	27.98	36.59	9.35	7.42	6.07

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

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。

石油化工行业分析师，覆盖股票范围：

港股：中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A股：中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）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）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独立财务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 100032
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