

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

国内氯碱领先企业

事件描述

- 天原集团拟采取网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式，发行 10000 万股并在深证交易所上市，发行后总股本 39980.94 万股。
- 本次募集资金计划投资到“40 万吨/年聚氯乙烯”、“32 万吨/年离子膜烧碱”、“2 万吨/年 80%水合肼及配套工程项目”建设上，投资额共计 18.4 亿元，建设期 1.5 年。
- 我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.48 元，0.62 元，0.91 元。对应 2011 年 20-25 倍市盈率，我们认为，合理申购价格为 12.4-15.5 元，建议积极申购。

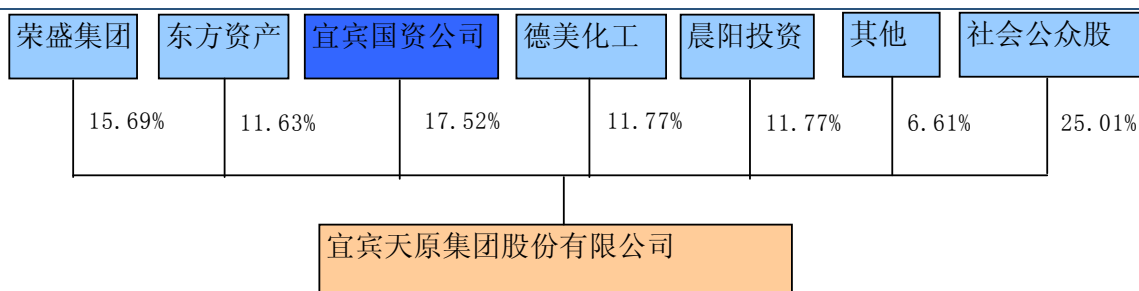
事件评论

公司概况

股权结构

上市前，天原集团总股本为 29980.94 万股，本次拟发行普通股 10000 万股，发行后总股本 39980.94 万股。实际控制人为宜宾市国资委。

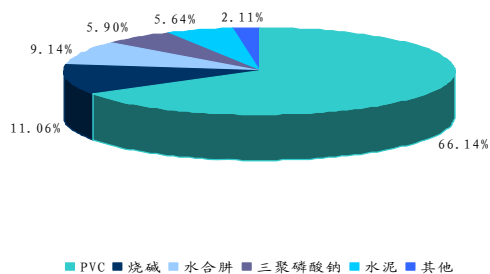
图 1：本次发行后公司股权结构图



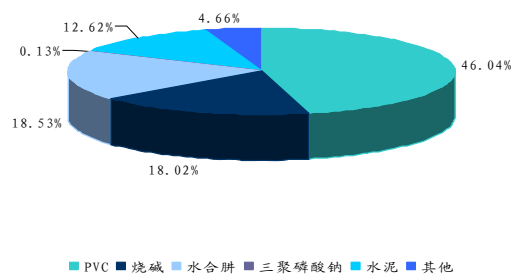
资料来源：公司公告，长江证券研究部

主营氯碱化工

天原集团是我国最早的氯碱化工企业之一，公司拥有年产 PVC 52 万吨、烧碱 41.8 万吨、水泥 82 万吨、三聚磷酸钠 8 万吨、水合肼 1.5 万吨的生产能力，2008 年公司 PVC 树脂产能居全国第 4，烧碱产能居全国第 8，水合肼产量继续居全国首位。

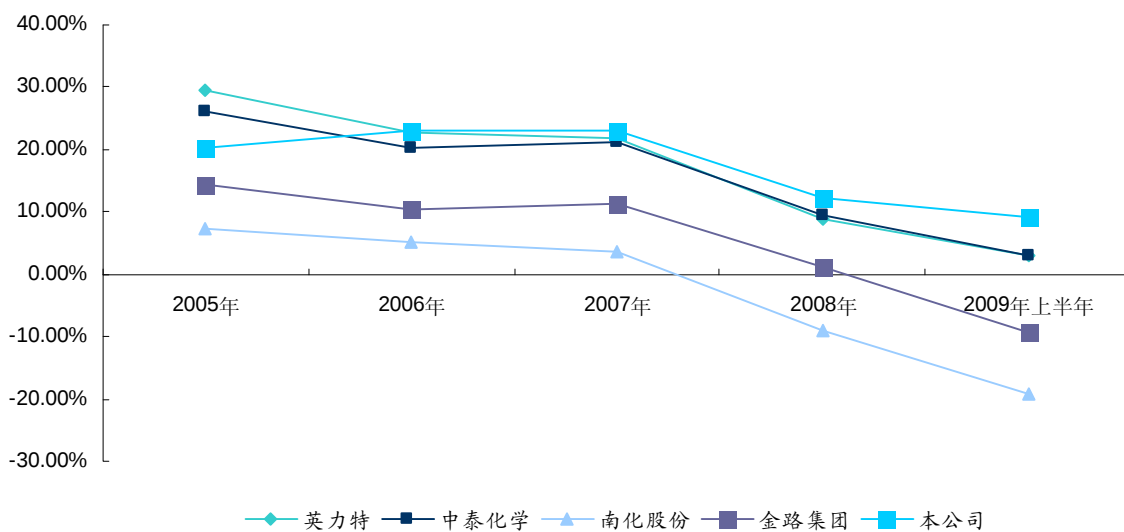
图 2: 09 年公司收入构成


资料来源: 公司公告

图 3: 09 年公司毛利构成


资料来源: 公司公告

近年来, 天原集团凭借强大的技术优势, 生产工艺及技术的先进性、氯碱产品的平衡能力、一体化循环经济优势以及在成本方面的努力使公司在同行业内保持较好的竞争优势。同行业上市公司中, 英力特、中泰化学、南化股份和金路集团与本公司的生产路线相同, 均是采用电石法生产PVC, 公司经营情况明显好于其他几家公司。

图 4: 同行业上市公司 PVC 毛利率比较


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

募投项目

本次发行募集资金拟对控股子公司海丰和锐投资183,600 万元,建设40 万吨/年聚氯乙烯项目,32 万吨/年离子膜烧碱、2 万吨/年80%水合肼及配套工程项目。在募投项目投产后,公司的产能将获得较大提高,产品结构也将得到进一步的优化。

表10: 本次募集资金投向

序号	项目名称	本次募集资金投入(万元)			项目建设期(年)	批准(备案)机关及批准(备案)文号
		总额	第一年	第二年		
1	40 万吨/年聚氯乙烯项目	90732	28126.92	62605.08	1.5	川投资备[5100000707181]6835 号
2	32 万吨/年离子膜烧碱、2 万吨/年 80%水合肼及配套工程项目	92868	28789.08	64078.92	1.5	川投资备[5100000712201]8933 号
	合计	183600	56916	126684		

资料来源:公司公告

预期收益

募投项目完全达产后,公司新增 40 万吨/年 PVC 产能,32 万吨/年离子膜烧碱产能,2 万吨/年水合肼产能,随着 PVC 项目的进展,水泥产能也会新增 80 万吨/年。根据 09 年公司相关产品的市场价格,预计达产后,新增销售收入 25 亿元/年,新增净利润 3 亿元。

申购价格及建议

我们预计,2010-2012 年,公司每股收益分别为 0.48 元,0.62 元,0.91 元。对应 2011 年 20-25 倍市盈率,我们认为,合理申购价格为 12.4-15.5 元,建议积极申购。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	614	737	921	1151	货币资金	108	474	500	529
营业成本	527	630	787	978	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	87	107	134	173	应收账款	205	273	322	403
% 营业收入	14.2%	14.5%	14.5%	15.0%	存货	99	101	126	157
营业税金及附加	5	6	7	9	预付账款	32	41	51	64
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	23	23	23	23
销售费用	9	11	14	17	流动资产合计	468	911	1022	1175
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	19	22	28	35	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	12	11	9	12	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	1.5%	1.0%	1.0%	固定资产合计	89	106	136	174
资产减值损失	4	0	0	0	无形资产	17	16	15	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	2	2	2
营业利润	37	56	75	100	其他非流动资产	0	42	83	116
% 营业收入	6.1%	7.7%	8.2%	8.7%	资产总计	576	1077	1258	1481
营业外收支	2	2	0	0	短期贷款	148	0	0	0
利润总额	39	58	75	100	应付款项	147	139	173	215
% 营业收入	6.3%	7.9%	8.2%	8.7%	预收账款	18	40	68	102
所得税费用	5	9	11	15	应付职工薪酬	4	8	9	12
净利润	34	49	64	85	应交税费	50	63	78	98
归属于母公司所有者					其他流动负债	10	12	15	19
的净利润	35.1	49.3	64.1	84.7	流动负债合计	377	261	344	447
少数股东损益	-1	0	0	0	长期借款	30	58	92	128
EPS（元/股）	0.44	0.46	0.60	0.79	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	46	27	86	95	负债合计	407	319	436	575
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	163	752	816	901
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	6	6	6	6
无形资产投资	17	0	0	0	股东权益	168	758	822	906
固定资产投资	0	-70	-85	-90	负债及股东权益	576	1077	1258	1481
其他	-20	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4	-70	-85	-90		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.439	0.460	0.600	0.792
股权融资	0	27	0	0	BVPS	2.10	7.08	7.68	8.47
银行贷款增加（减少）	-22	-120	34	36	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-12	-11	-9	-12	PEG	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11	513	0	0	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-23	409	25	24	EV/EBITDA	1.42	-4.92	-3.89	-2.94
现金净流量	19	366	26	29	ROE	20.3%	6.5%	7.8%	9.3%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。