



上市公司调研简报研究报告

从生产优势走向资源集成

调研目的

9月20日，我们调研了天原集团，与公司管理层就行业发展和公司经营的问题进行了座谈。

调研结论

技术-循环-物流：稳定的优势铁三角

天原集团是我国第四大PVC企业，拥有PVC52万吨，烧碱41.8万吨，水泥82万吨，三聚磷酸钠8万吨，水合肼1.5万吨的产能，在西南地区区域性优势明显，市场占有率长期占据鳌头。公司在技术水平、循环经济和交通运输上具有综合优势，奠定了区域龙头的地位。

生产工艺技术领先：公司独有本体法PVC合成工艺，产品的流动性、吸收性和透明性等参数上优势明显；自主研发的干法制乙炔可降低水耗60%，并提高乙炔收率；燃煤降膜法制烧碱工艺成功打破了99%烧碱必须采用天然气或原油的限制，降低了生产成本。

循环经济特色鲜明：公司循环经济特点鲜明，电石渣制水泥成本优势明显，即使水泥价格大幅下跌仍具有盈利空间。公司产品结构合理，确保了元素的充分利用，热电联产和蒸汽循环使公司能源效率始终保持高位。

交通运输优势独具：公司地处长江沿岸，临近高速公路和铁路，周边地区产品可直接通过高速公路运输，中等路程用火车，长距离运输依靠水运，与新疆天业、中泰化学等西北企业相比，运费优势明显。

PVC企业最终的竞争是成本竞争，公司依靠技术-循环-物流的综合优势，其综合成本在氯碱企业中盈利能力名列前茅，近三年公司在氯碱上市公司中PVC毛利率连续三年排名前列。

下半年略好于上半年，今年可能是低点

受房地产调控、下游需求不振影响，公司PVC产品价格面临一定压力，同时由于节能减排限电限产，大量小电石厂关停，导致电石价格在丰水期不跌反涨，推高了产品成本，上半年公司PVC毛利率为13.39%，水合肼业务较为平稳，盈利情况预计和去年类似，但全球总需求量只有十几万吨，增长空间不大；烧碱受价格影响，毛利率大幅下降。

我们认为，公司下半年仍将面临一定经营压力，但较之上半年应当有所好转。受下游需求拉动，PVC、烧碱等产品价格出现回升，销量也有所反弹，由于目前大部分PVC公司已处于亏损状

天原集团（002386）

首次评级

中性

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440209110419

胡斌

huyu@csc.com.cn

010-85130575

执业证书编号：S1440110030122

当前股价：15.60元

目标价格6个月：15.50元

调研日期：2010年09月20日

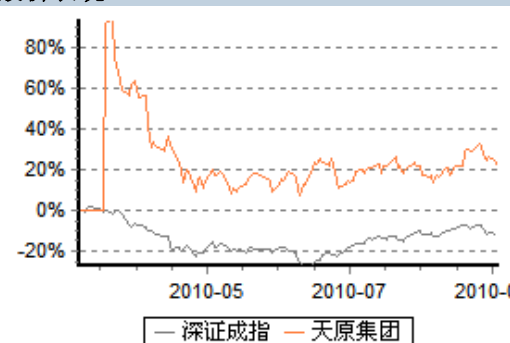
发布日期：2010年09月27日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1个月	3个月	12个月
4.8/7.1	6.6/5.7	0.0/9.2
12个月最高/最低价（元）		30.99/0
总股本（万股）		47,977
流通A股（万股）		12,000
总市值（亿元）		74.84
流通市值（亿元）		18.72
近3月日均成交量（万）		882
主要股东		
宜宾市国有资产经营有限公司		17.52%

股价表现



相关研究报告

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



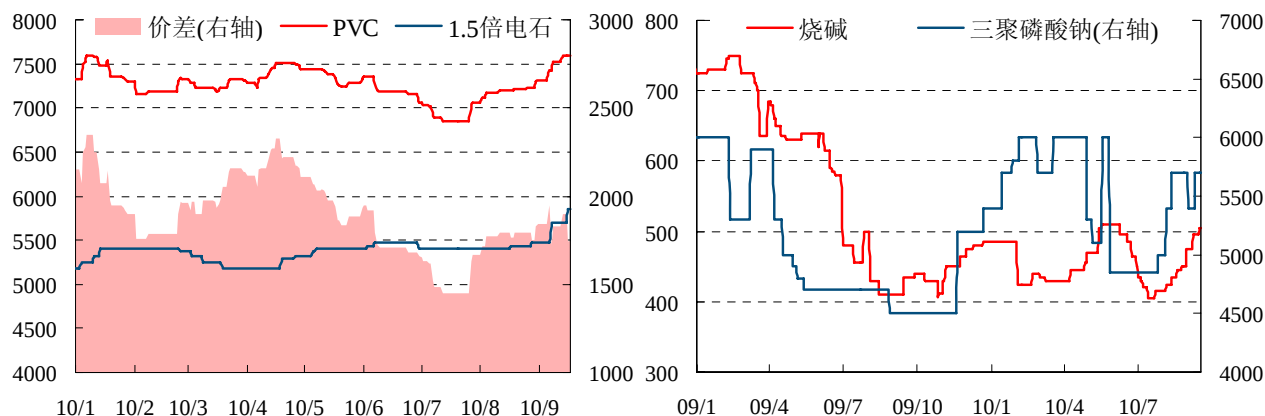
态，我们认为电石进一步涨价的空间相对有限。公司下半年盈利情况或将出现好转，综合来看，今年或将是一个低点，其底部我们估计将出现在二三季度，四季度有望出现业绩回升迹象。

图 1: PVC 和电石价格走势

单位: 元/吨

图 2: 烧碱和三聚磷酸钠价格走势

单位: 元/吨



资料来源: 百川资讯

从生产优势走向资源集成，主要原料自给率进一步提升

目前，公司正积极着手整合上游磷矿、煤、电和电石等资源，进一步降低生产和综合成本，实现从生产优势走向资源集成型企业的转变。

马边磷矿资源增值潜力可观：马边磷矿现有可采储量 4203.9 万吨（存在实际储量更高的可能），目前有年产 30 万吨 28%-30%中高品位矿石的能力，未来产能有望倍增。国家对磷矿石的整合和限制政策未来可能加强，未来磷矿资源增值潜力可观。

布局煤矿资源，降低 PVC 成本：目前公司大量焦炭从西北购进，价格较高，对电石和 PVC 形成较大成本压力。公司正积极逐步整合云南地区优质白煤资源，今年已获得 10 万吨白煤产出。

整合电厂和电石，保障供给无忧：今年公司电力自给率 40%左右，自发电成本低于外购电 40%以上，成本压缩空间巨大。电石资源目前自供 58 万吨，自给率 60%左右，我们预计未来 2-3 年公司有望实现电石基本自给。

表 1: 公司主要资源自给能力

主要资源	整合情况	现有自给率	远景自给率
原料煤炭	主要收购云南优质白煤，现有产能 10 万吨，未来实现完全自给	20%	100%
电力	目前自发电 11 万千瓦，与募投项目同步新增 10 万千瓦，预计 11 年底投产，	40%	60%-70%
电石	目前自供能力 58 万吨，年底预计新增 36 万吨，远期还有 20-30 万吨的潜力	60%	80%
原盐	公司投资 4 亿元建盐业公司，投产后有望实现原盐的完全自给	0%	100%

资料来源: 中信建投证券研究发展部

我们预计，经过 2-3 年，公司主要资源可实现基本自给，届时在业内的成本和毛利优势将进一步确立。同时，公司尚有 30%烧碱采用隔膜法，未来将逐渐淘汰，我们预计公司未来 2-3 年内盈利能力还有较大提升空间。

业绩爆发有待 12 年，暂给“中性”评级

10 年受产品价格影响，公司业绩处于低点。预计明年下游需求有所恢复，产品价格渴望随之回升，同时上游资源的进一步集成将使生产成本有所降低，盈利出现恢复；12 年募投产能大规模投产，同时资源自给率的提升进一步降低生产成本，公司可望迎来业绩爆发。我们预计公司 10、11、12 年每股收益分别为 0.33、0.62 和 1.07 元，给予 11 年 25 倍市盈率，目标价格在 15.5 元，暂给“中性”评级。



预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	3,691.18	4,708.11	5,300.22	7,593.90
主营收入增长率	-7.39%	27.55%	12.58%	43.28%
EBITDA（百万）	292.89	338.56	534.29	850.22
EBITDA 增长率	-14.96%	15.59%	57.81%	59.13%
净利润（百万）	174.75	157.04	295.04	512.31
净利润增长率	-1.97%	-10.13%	87.87%	73.64%
ROE	7.37%	3.91%	6.99%	11.24%
EPS（元）	0.580	0.327	0.615	1.068
P/E	26.90	47.66	25.37	14.61
P/B	1.97	1.86	1.77	1.64
EV/EBITDA	24.17	24.27	15.17	9.05



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



分析师介绍

梁 斌：中国科学技术大学工商管理硕士，基础化工行业分析师，化工组组长。6 年化工行业工作经验，善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。

胡 斌：清华大学化学工程与技术专业硕士，石油和化工行业分析师。2 年石油化工行业工作经验，专注于从需求趋势和商业模式角度研究具有投资价值的公司和行业。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)