

买入 维持
天原集团 (002386)
2011 年 4 月 19 日

业绩符合预期, 未来发展看资源整合与完善产业链

石化与基础化工行业分析师: 邓勇
 SAC 执业证书编号: S0850200010381
 dengyong@htsec.com
 021-23219267

联系人: 易团辉
 yith@htsec.com
 021-23219737

4 月 18 日收盘价 17.07 元, 12 个月目标价 22.40 元

天原集团公布 2010 年财务报告

2010 年, 公司实现营业收入 49.58 亿元, 同比增长 34.32%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.12 亿元, 同比下降 36.00%, 净利润增速要远高于营业收入增长速度。

每股指标方面。2010 年公司实现每股收益 0.25 元, 每股净资产 8.20 元, 加权平均净资产收益率为 3.18%, 每股经营性活动产生的现金流量净额 0.45 元。

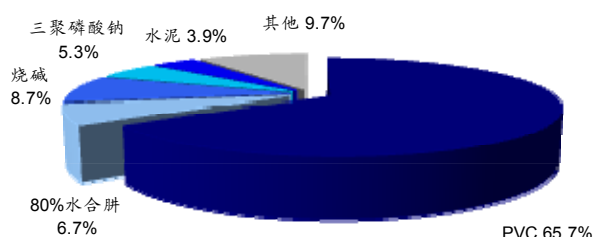
利润分配方案。公司的利润分配方案为以 2010 年 12 月 31 日的股本计算, 向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元 (含税), 本次不进行资本公积转增股本。

点评:

1. 销量增长与价格提升推动收入快速增长, 原材料价格上涨侵蚀业绩

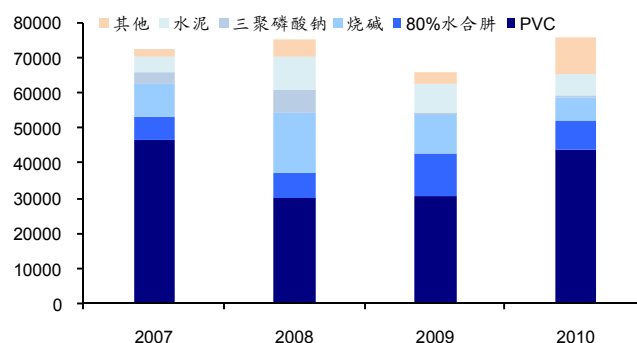
2010 年, 在主要产品销量增长和价格提升的推动下, 公司收入实现了较快速的增长, 公司全年实现营业收入 49.58 亿, 同比增长 34.32%。公司目前的收入来源包括 PVC、80%水合肼、烧碱、三聚磷酸钠和水泥等产品, 其中 PVC 是公司收入的主要来源, 2010 年 PVC 业务实现收入 32.57 亿, 同比增长 34.72%。

图 1 2010 年天原集团收入结构



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

图 2 2007-2010 年天原集团营业毛利及其构成

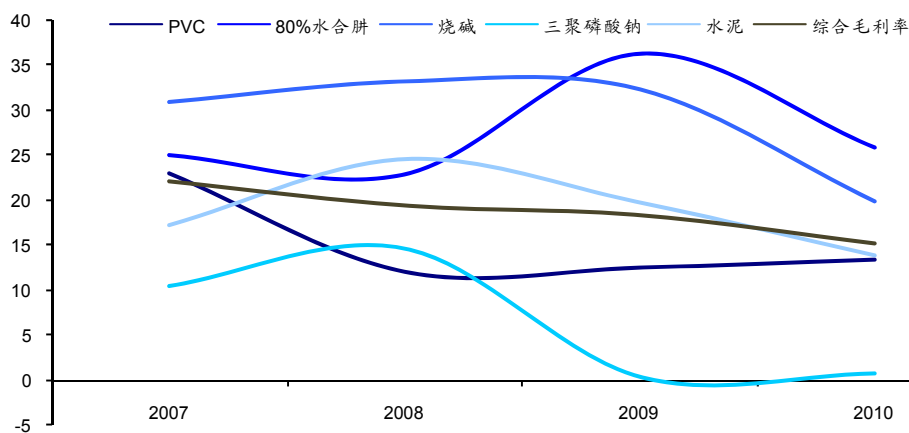


资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

从毛利率来看, 受到电力、煤炭和电石等原材料价格上涨的不利因素影响, 公司综合毛利率小幅下降, 2010 年公司综合毛利率为 15.20%, 比 2009 年下跌了 2.71 个百分点。分产品来看, 公司主导产品 PVC 的毛利率企稳回升, 2010 年下半年公司控制的电石产能基本满足自用需求, 从而推动 2010 年毛利率同比小幅上升了 0.90 个百分点达到 13.37%; 由于国内烧碱供需格局并没有明显改善, 公司烧碱毛利率小幅下滑; 受磷矿石价格上涨影响, 公司三聚磷酸钠毛利率仍然

处于低位徘徊,未来随着公司自用磷矿的投产有望大幅提升;此外,公司 80%水合肼毛利率回归正常水平,水泥业务在电力成本上升的挤压下毛利率小幅下降。

图 3 2007-2010 年天原集团毛利率(%)



资料来源:公司公告,海通证券研究所

2. 上游资源收购与产业链整合动作不断,公司已具备较强的资源属性

报告期内,公司先后整合了当地的煤矿、磷矿和水电资源资源。控股子公司天力煤化与彝良县达成意向性协议,收购整合当地的成熟煤矿资源,资源储量达到 10235.00 万吨,可采储量 4656.60 万吨,以优质白煤为主,替代电石生产部分高成本的焦炭,从而降低原料成本;对长和电力增资,控股比例由 60.8%增加到 66.0,公司所拥有的水电装机容量将达到 6.565 万千瓦;长和电力收购无穷矿业,拥有矿区面积 3.0153 平方公里,地质储量 4945.7 万吨,可采储量 4203.9 万吨,矿石地质品位:贫矿层 $15\% \leq P_{2O5} \leq 28\%$;富矿层 $P_{2O5} \geq 28\%$,现有开采能力为 30 万吨/年,公司规划生产能力为 90 万吨。

表 1 天原集团控制的资源情况

	子公司	持股比例	预计产能	
煤矿	云南天原	100%	180 万吨	资源储量 10235 万吨,可采储量 4656.6 万吨
水电	长和电力	66.0%	2.965 万千瓦	目前装机容量 1.765 万千瓦,在建 1.2 万千瓦
	中天电力	100%	3.6 万千瓦	装机容量 3.6 万千瓦,发电量 14000 万千瓦
	马边稀泥沟水电	100%	-	-
	美姑水电	100%	-	-
磷矿	无穷矿业	100%	90 万吨	地质储量 4945.7 万吨,可采储量 4203.9 万吨,现有生产能力 30 万吨/年

* 煤炭项目将在 2011 年后陆续完成

资料来源:公司公告,海通证券研究所

此外,公司在 2009 年股东大会审议通过的《关于收购重组马边地区磷矿水电资产的议案》,预计投资 5.4 亿元。2010 年 9 月公司增资长和电力所使用的资金为 2.15 亿元,因而我们预计未来公司在马边地区的磷矿水电收购整合方面还会有动作。未来随着公司对上游资源的逐渐整合,公司的资源属性将更为明显。

3. 产能大幅扩张,新产能投产奠定公司业绩高成长基础

我们对新增产能的盈利情况作了一个简单分析预测。在假定实际所得税率 17%,期间费用率 15%的情况下,同时对各种产品的吨毛利、持股比例、开工率做了假设,这样可以计算新增产能对利润的影响,结果显示,如果这些项目全部投产,公司 EPS 有望增厚 1.08 元。

需要说明的是,以上分析是在静态情况下做出的,如果各产品的吨毛利、开工率发生变化,或者期间费用率发生变化,我们的预测也将与实际情况有差异。我们在做盈利预测时,也可能因为部分假设的原因,使得盈利预测结果与表 5 中的结果存在一定差异。

表2 天原集团新增产能对利润的影响

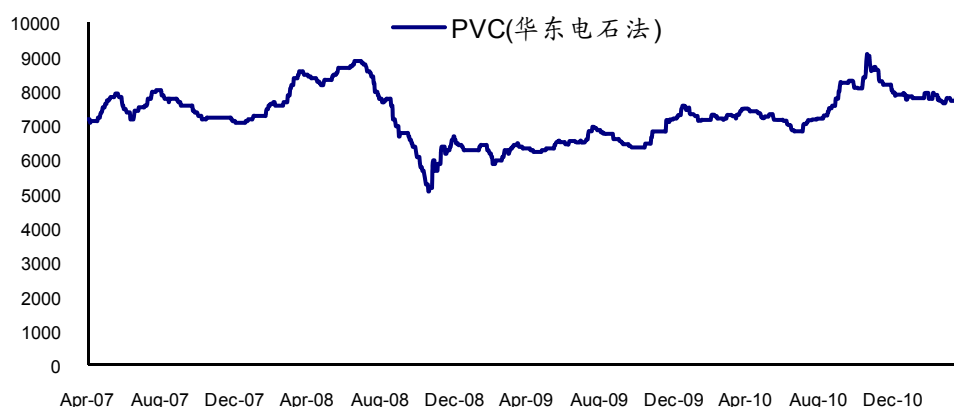
	产能增加(万吨)			吨毛利(元/吨)			假设条件			利润增加	
	目前 产能	2011 产能	增加	2007	2008	2009	吨毛利 (元)	持股比例	开工率	净利润 (万元)	EPS (元)
PVC	52.00	92.00	40.00								
悬浮法 PVC	34.00	74.00	40.00	1573.27	721.49	724.04	720.00	94.40%	70.00%	12941.11	0.27
本体法 PVC	18.00	18.00	0.00	1303.35	870.99	595.36	600.00	94.40%	70.00%	0.00	0.00
烧碱	41.80	73.80	32.00	623.44	874.95	453.52	500.00	94.40%	70.00%	7189.50	0.15
电石	12.00	72.00	60.00							0.00	0.00
80%水合肼	1.50	3.50	2.00	4383.28	3999.49	6019.49	4000.00	94.40%	100.00%	5135.36	0.11
磷酸盐	8.00	18.00	10.00	414.54	880.01	15.66	100.00	99.83%	90.00%	610.96	0.01
水泥	82.00	202.00	120.00	74.25	143.44	109.61	110.00	94.40%	80.00%	6778.68	0.14
煤炭	0.00	180.00	180.00				200.00	94.40%	70.00%	16176.38	0.34
磷矿石	30.00	90.00	60.00				100.00	66.00%	70.00%	1884.96	0.04
工业盐	0.00	120.00	120.00				50.00	47.20%	70.00%	1348.03	0.03
合计										52309.37	1.08

资料来源:公司公告,海通证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

公司 2010 年实现 EPS0.25 元,基本符合我们的预期。2011 年以来,国内华东电石法 PVC 均价为 7838.06 元/吨,比去年同期上涨了 7.21%,随着全球油价的上涨,国内电石法 PVC 的成本优势将更为明显。

图4 华东电石法 PVC 价格走势



资料来源:公司公告,海通证券研究所

考虑到公司 2011 年新增产能逐渐投产和一体化优势将逐渐发挥,未来公司能够保持较快的增长,我们维持公司 2011-2012 年 EPS0.66 元、1.12 元的预期。根据对以氯碱为主业上市公司的估值分析,我们给予公司 2011、2012 年 27 倍和 22 倍的 PE,从而得到公司股票合理价格区间为 17.82-24.64 元。由于公司上下游产业链在不断完善,同时产能扩张将推动公司未来两年业绩实现大幅增长,我们给予公司 22.40 元的目标价,对应 2012 年 20 倍 PE,给予“买入”投资评级。未来值得关注的事件包括公司新产能的投放进展以及资源进一步整合的情况。

5. 风险提示

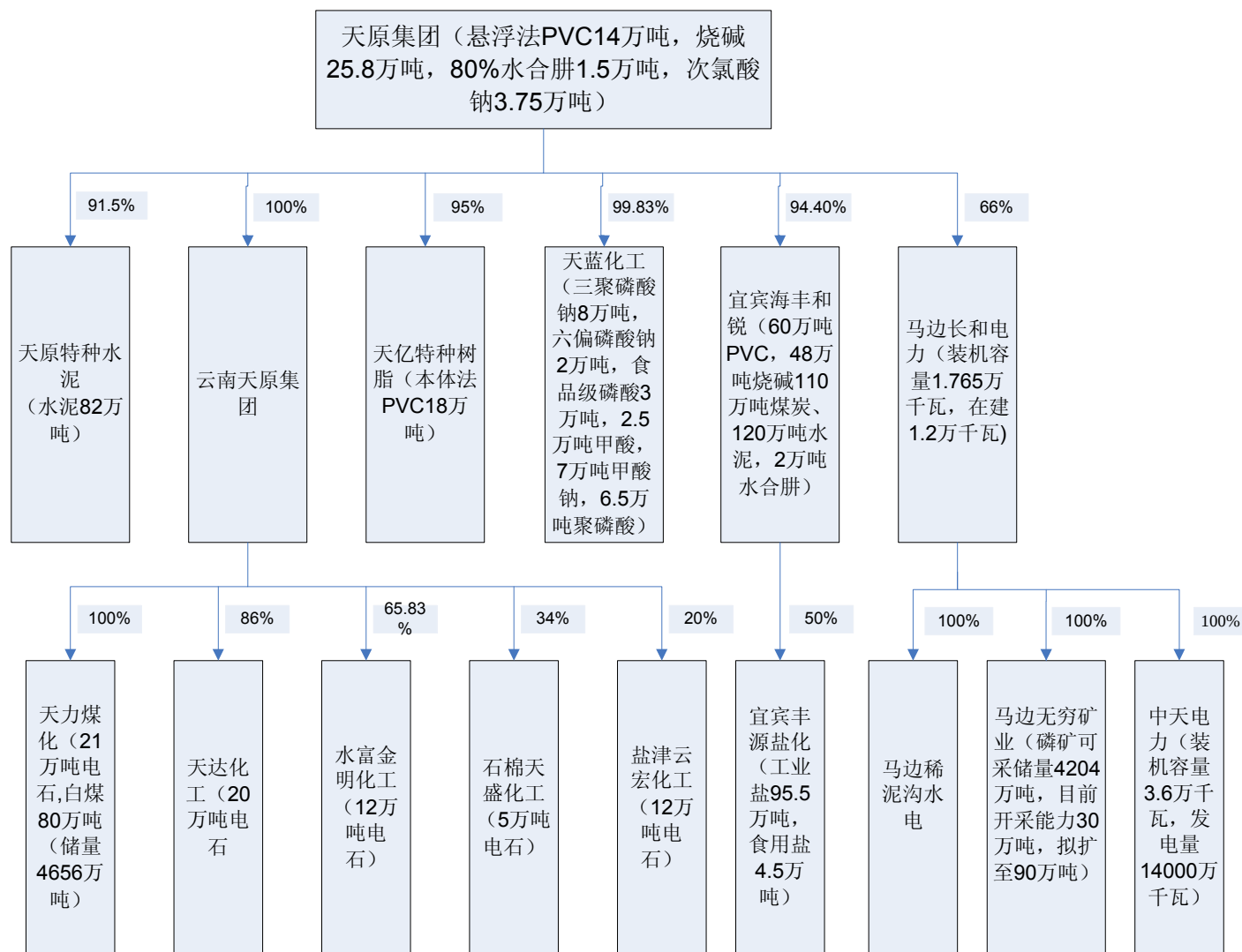
PVC 价格大幅波动的风险;新建及扩建项目不能按期竣工的风险。

相关研究：

天原集团_调研简报：资源整合增强上下游一体化优势

20110328

天原集团组织结构图



信息披露

分析师声明

邓勇：石化与基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国石化、中国石油、烟台万华、盐湖钾肥、云天化、华鲁恒升、兴化股份、兴发集团、天利高新、天原集团

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	投资评级分为股票评级和行业评级	以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
			股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
				增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
				中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
				减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。				
2. 投资建议的评级标准	报告发布日后的 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上; 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
				中性	
				减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。