

布局资源 谋求业绩拐点

增持首次评级

投资要点：相关资源明年产能扩大及募投项目达产，是我们坚持看好公司的主要理由。

- 受煤炭价格上涨影响，营业成本上升，公司今年业绩受到一定影响；
- 加快煤炭、磷矿等资源开发，预计明年可规模产出，届时业绩有望出现拐点。

报告摘要：

- 煤炭价格上涨，已成为制约公司今年业绩的主要因素。天原集团作为我国历史最悠久的 PVC 生产企业，拥有 50 多项先进生产技术，其中干法制乙炔、电石渣制环保水泥均为国内首创；多年以来一直凭借技术优势和物流优势在我国氯碱行业占有重要位置。但近年来随着国家对高耗能产业的政策调整和煤炭等大宗商品的价高走高，公司所需的煤炭价格已涨至 600 元/吨以上，与西北企业百十元的煤炭成本相比，竞争劣势凸显，因此缺乏自有煤矿已成为制约公司业绩的主要瓶颈。
- 加快白煤、磷矿等资源开发力度，预计明年可初步形成规模。公司目前拥有许家院、彝安、刘家坪子等可产 8000 大卡以上的优质白煤煤矿三座，其中许家院煤矿预计年底可扩产至 30 万吨，彝安煤矿有望在明年年中投产，初步估算明年煤碳产能可达到 60-80 万吨，将远超目前年产 20 万吨的规模，由于白煤可以代替焦炭使用，因此煤炭的规模投产，我们认为可有效降低电石的生产成本。

由于白煤的热值高、杂质低，是做电极的优质原材料，因此未来也不排除公司对白煤进行充分利用，对之做进一步的深度开发。

2010 年公司收购了马边磷矿，现有产能 30 万吨，目前公司正进行产能改造，预计明年可采磷矿石 90 万吨。

- 30 万吨 PVC 及 3 万吨三氯乙烯项目进展顺利，年底有望投产，2 万吨水合肼项目则在明年下半投产。历经一年半的建设，公司募投项目 30 万吨 PVC 和 3 万吨三氯乙烯预计年底可正常投产，届时公司 PVC 的产能将达到 80 万吨，规模优势进一步显著。水合肼项目则在明年下半年投产，总产能可达 3.5 万吨/年。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3985.69	3691.18	4958.04	5205.95	7652.74
净利润	188.49	174.75	111.85	147.43	283.84
EPS	0.39	0.36	0.23	0.30	0.59

分析师

康铁牛 (S1180511020002)

电话：010-88085991

kangtieniu@hysec.com

祖广平 (S1180510120011)

电话：010-88085610

zuguangping@hysec.com

张延明 (S1180510120009)

电话：010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

联系人

柴沁虎

电话：010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



丰原盐化年底投产，公司用盐可完全自给。公司目前所用盐卤水主要靠对外采购，通过管道输送，直达厂区。为进一步降低原料成本，增加氯碱产品市场竞争力，公司控股子公司海丰和锐于2008年9月17日与四丰盐化签署出资协议，共同组建宜宾丰源盐化有限公司，预计将于今年底建成投产，该原盐基地建成后将具备年生产工业盐95.5万吨、食用盐4.5万吨的生产能力，公司原盐自给率将达到100%。

为进一步降低用电成本，不排除公司未来有进一步收购水电或煤矿的可能。

由于煤炭价格上涨，致使公司用电成本不断攀升，在西北企业纷纷扩大PVC生产规模的背景下，PVC的竞争日趋激烈，为进一步提高公司的市场竞争力，我们认为，未来不排除公司有进一步收购水电或煤矿的可能，公司前期已经通过长和电力这一平台收购了中天电力，由于四川和云南的小水电众多，整合已是大势所趋，未来不排除公司继续择机收购的可能。

盈利预测与建议：本年度受煤炭上涨影响，预计公司业绩改善不大，但随着明年众多资源及募投项目的投产，我们认为公司业绩有望出现拐点，因此我们预计公司2011-2012的业绩分别为0.30和0.59元，目前估值合理，但考虑到公司未来存在业绩拐点，具有长期投资价值，给予增持评级。

表 1：盈利预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	3985.69	3691.18	4958.04	5205.95	7652.74
减：营业成本	3235.12	3012.45	4204.37	4320.93	6275.25
营业税金及附加	28.02	19.07	27.22	28.58	42.02
营业费用	119.61	132.06	160.26	182.21	306.11
管理费用	229.91	233.69	356.13	364.42	535.69
财务费用	167.46	112.76	113.42	171.36	146.13
资产减值损失	32.36	10.31	1.98	1.98	1.98
加：投资收益	-0.11	3.87	6.21	0.00	0.00
营业利润	173.09	174.70	100.88	159.47	345.57
加：其他非经营损益	60.64	46.00	50.47	53.60	53.60
利润总额	233.73	220.71	151.34	213.06	399.16
减：所得税	32.58	38.08	22.07	39.62	65.23
净利润	201.15	182.62	129.28	173.44	333.93
减：少数股东损益	12.66	7.87	17.43	26.02	50.09
归属母公司股东净利润	188.49	174.75	111.85	147.43	283.84
EPS(最新摊薄计)	0.39	0.36	0.23	0.30	0.59

资料来源：宏源证券

分析师简介:

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化工组组长, 农药学博士, 5年农药行业工作经验, 2008年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3年化工行业工作经验, 4年证券行业从业经验。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员, 四年证券行业从业经验。

机构销售团队
重点机构
华北区域
华东区域
华南区域
曾利洁

010-88085790

zenglijie@hysec.com

郭振举

010-88085798

guozhenju@hysec.com

张珺

010-88085978

zhangjun3@hysec.com

崔秀红

010-88085788

cuixiuhong@hysec.com

贾浩森

010-88085279

jiahaosen@hysec.com

牟晓凤

010-88085111

muxiaofeng@hysec.com

王俊伟

021-51782236

wangjunwei@hysec.com

雷增明

010-88085989

leizengming@hysec.com

孙利群

010-88085756

sunliqun@hysec.com

赵佳

010-88085291

zhaojia@hysec.com

罗云

010-88085760

luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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。