

氯碱

天原集团（002386）

推荐

业绩阶段性低迷，未来具备良好发展潜力

市场数据

报告日期	2011-9-8
收盘价(元)	14.40
总股本(百万股)	479.77
流通股本(百万股)	389.04
总市值(百万元)	6908.69
流通市值(百万元)	5602.18
净资产(百万元)	3995.83
总资产(百万元)	11498.37
每股净资产	8.33

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4958	5636	6872	8008
同比增长(%)	34.3%	13.7%	21.9%	16.5%
净利润(百万元)	112	160	303	538
同比增长(%)	-36.0%	43.2%	89.4%	77.2%
毛利率(%)	15.2%	16.8%	18.5%	20.9%
净利率(%)	2.3%	2.8%	4.4%	6.7%
净资产收益率(%)	2.8%	3.9%	6.9%	10.9%
每股收益(元)	0.23	0.33	0.63	1.12
每股经营现金流(元)	0.45	1.06	1.99	2.50

相关报告

《天原集团（002386）：综合优势突出的 PVC 标杆企业》
2010-3-24

投资要点

事件：

天原集团发布 2011 年半年报，报告期内实现营业总收入 28.12 亿元，同比增长 25.69%；营业利润 4723 万元，同比下降 35.19%；归属于上市公司股东的净利润 6277 万元，同比下降 4.97%。实现每股收益 0.13 元，扣除非经常性损益后的每股收益 0.07 元，每股经营性净现金流量为 0.09 元。

公司同时公告，拟以 1.73 亿元收购控股子公司海丰和锐的少数股东股权，收购完成后，公司持有的海丰和锐股权将从 94.4% 增加至 99.82%。

点评：

天原集团上半年盈利与公司 7 月 28 日发布的业绩快报一致，也符合我们此前的预期。

- **主营收入稳定增长。**报告期内公司主营业务实现稳定增长，其中聚氯乙烯销售收入同比增长 12.62%，产量 24.73 万吨，同比增长 2.36%；烧碱销售收入同比增长 31.73%，产量 21.08 万吨，同比增长 5.88%。此外子公司宜宾海丰鑫华商贸有限公司的国内贸易业务量大幅增长以及去年 9 月份购并的子公司马边无穷矿业上半年财务并表也对收入增长有一定贡献。
- **原材料成本上升导致毛利率略有下降。**报告期内产品毛利率与上年同期相比下降 1.48%，其中 PVC、水合肼、三聚磷酸钠及水泥产品毛利率都略有下滑。毛利率下滑的主要原因是原料价格及能源价格上涨幅度较

分析师 郑方铤
021-3856 5927
zhengfb@xyzq.com.cn
SAC:S0190510120005

分析师 毛伟
021-3856 5792
maowei@xyzq.com.cn
SAC:S0190511010003

大，以及人力成本有所上涨，导致产品生产成本上升；而公司主要产品的价格上涨幅度小于成本上升幅度。报告期内公司的三项费用率基本保持稳定，毛利率下滑也导致了公司盈利水平阶段性略有下滑。

● **产能逐步投放，具备良好发展潜力。**从下半年起公司将逐步进入产能投放期。募投项目海丰和锐 30 万吨/年 PVC、32 万吨/年烧碱项目、2 万吨/年水合肼、3 万吨三氯乙烯项目年内即将投产；此外公司丁家窑磷矿项目建设在上半年已启动，项目建成后，该磷矿的矿石生产能力将从 40 万吨/年提升至 90 万吨/年。预计未来随着公司对上游产业链的整合和电石、煤炭、用氯产品开发等项目的建成投产，公司氯碱生产成本将逐步降低，产品的差异化提高，市场竞争力将得到全面提升。此外在国家出台“十二五”化学矿业规划明确对磷矿石资源进行整合的大背景下，公司在磷化工方面的发展潜力也将逐步显现。随着磷矿石及磷酸盐项目的陆续投产，公司未来有望成为国内为数不多的磷化工优势企业。

● **给予“推荐”评级。**我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.33 元、0.63 元和 1.12 元。天原集团作为具有深厚历史积淀的 PVC 企业，在 PVC 生产技术、循环经济、氯碱相关精细化工产品开发等领域均领先同行；而随着配套资源的逐步投产，产业链完整的优势将得以体现，未来盈利能力将持续向好；同时依托雄厚的技术研发和产品开发能力，公司在精细氯碱化工及煤化工领域也有推出新产品的可能。我们认为公司在经历了过去几年布局上游产业链的夯实基础阶段后，目前处于快速增长期的起点，未来具备良好发展潜力。我们给予公司“推荐”的投资评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3212	2408	2765	3047
货币资金	1711	564	687	801
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	64	73	89	104
其他应收款	87	99	120	140
存货	657	703	840	951
非流动资产	6973	7573	7668	7501
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	102	98	98	98
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	4838	5651	6053	6118
在建工程	1156	931	615	358
油气资产	0	0	0	0
无形资产	677	670	662	653
资产总计	10185	9980	10433	10548
流动负债	4025	3686	3810	3326
短期借款	1846	1697	1534	844
应付票据	393	469	560	634
应付账款	884	937	1065	1141
其他	901	582	651	708
非流动负债	1745	1709	1707	1705
长期借款	1616	1616	1616	1616
其他	130	93	91	89
负债合计	5770	5395	5517	5031
股本	480	480	480	480
资本公积	2064	2064	2064	2064
未分配利润	1184	1329	1602	2086
少数股东权益	482	492	519	583
股东权益合计	4415	4585	4916	5517
负债及权益合计	10185	9980	10433	10548

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	112	160	303	538
折旧和摊销	356	280	327	356
资产减值准备	9	-9	0	0
无形资产摊销	23	11	13	14
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	113	225	232	200
投资损失	-6	0	0	0
少数股东损益	17	10	27	64
营运资金的变动	-272	152	-59	-42
经营活动产生现金流量	914	510	955	1198
投资活动产生现金流量	-1950	-876	-437	-193
融资活动产生现金流量	2124	-781	-395	-891
现金净变动	1087	-1147	124	114
现金的期初余额	836	1711	564	687
现金的期末余额	1923	564	687	801

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4958	5636	6872	8008
营业成本	4204	4687	5603	6337
营业税金及附加	27	39	48	56
销售费用	160	175	213	248
管理费用	356	355	433	505
财务费用	113	225	232	200
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	6	0	0	0
营业利润	101	154	343	662
营业外收入	52	50	50	50
营业外支出	2	4	4	4
利润总额	151	200	389	708
所得税	22	30	58	106
净利润	129	170	331	601
少数股东损益	17	10	27	64
归属母公司净利润	112	160	303	538
EPS (元)	0.23	0.33	0.63	1.12

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	34.3%	13.7%	21.9%	16.5%
营业利润增长率	-42.3%	52.9%	122.4%	92.9%
净利润增长率	-36.0%	43.2%	89.4%	77.2%
盈利能力(%)				
毛利率	15.2%	16.8%	18.5%	20.9%
净利率	2.3%	2.8%	4.4%	6.7%
ROE	2.8%	3.9%	6.9%	10.9%

偿债能力(%)

资产负债率	56.7%	54.1%	52.9%	47.7%
流动比率	0.80	0.65	0.73	0.92
速动比率	0.63	0.46	0.51	0.63

营运能力(次)

资产周转率	57.3%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	7656.9	8203.4	8452.3	8279.8

每股资料(元)

每股收益	0.23	0.33	0.63	1.12
每股经营现金	0.45	1.06	1.99	2.50
每股净资产	8.20	8.53	9.16	10.28

估值比率(倍)

PE	62.6	43.6	22.9	12.9
PB	1.8	1.7	1.6	1.4

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我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。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,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

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。