

审慎推荐-A (首次)

天原集团 002386.SZ

目标估值: 13.00-15.00 元

当前股价: 11.28 元

2017 年 08 月 28 日

主业大幅好转, 在建工程潜力大

基础数据

上证综指	3332
总股本 (万股)	67168
已上市流通股 (万股)	67160
总市值 (亿元)	76
流通市值 (亿元)	76
每股净资产 (MRQ)	6.1
ROE (TTM)	3.6
资产负债率	68.9%
主要股东	宜宾市国有资产经营
主要股东持股比例	17.52%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	37	26	57
相对表现	35	17	42

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn

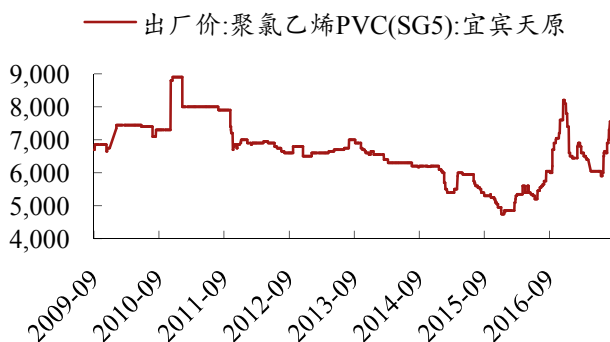
S1090517030002

公司主营业务氯碱价格回升, 公司盈利好转。预计 2017 年净利润 1.17 亿元, 对应 P/E 64 倍, 首次覆盖, 给予“审慎推荐-A”投资评级。

- **公司主营业务氯碱, 行业回暖。**公司具备年产 50 万吨聚氯乙烯、48 万吨烧碱、3 万吨水合肼、3 万吨三氯乙烯、8 万吨新材料产品、120 万吨水泥生产能力, 配套有人造金红石、磷酸钠盐、电石、黄磷等系列产品和水电、煤矿、磷矿及盐卤资源。主打产品 PVC 和烧碱 2016 年销量分别为 38 万吨和 31 万吨, 价格回升, 预计公司盈利将逐步好转。我们预测的今年利润增长主要来自公司的氯碱业务。
- **碳素电极项目进展。**公司碳素电极项目始于 2012 年底, 由全资子公司天力煤化利用本公司自产丰富的优质、低灰分无烟煤为原料, 建设 50kt/a 碳素电极生产线。项目总投资 6.2 亿元, 截止 2017 年半年报, 已经投资 5.8 亿元。受前几年行业低迷等因素影响, 公司对大规格碳素电极项目的建设进度做了相应的调整, 先期建设了原料 (增碳剂) 装置部分, 终端的大规格炭电极装置项目暂未实施。碳素电极下游主要为铁合金、工业硅、黄磷等, 与普通功率石墨电极下游类似。普通功率石墨电极价格年初至今大幅上涨。百川报价 8 月中旬报价 3-9 万元之间。年初价格为 8800-10000 万元之间。
- **电池材料。**公司“一体两翼”的发展战略, 公司在抓好现有传统优势氯碱的同时, 积极向新材料、新能源动力电池及材料等高端成长型产业发展, 不断推动公司通过“双轮驱动”实施转型升级。公司在 2016 年表示正在进行高纯石墨的项目试验 (含锂电负极材料), 拟在今年内进行负极材料石墨化提纯加工试生产。与国光电器签订合作框架协议, 双方拟通过股权投资等多种方式的合作, 在宜宾投资建设“年产 2 万吨氢氧化镍钴锰/氢氧化镍钴铝项目”和“年产 2 万吨镍钴锰酸锂/镍钴铝酸锂项目”。
- **坐拥优势煤矿。**公司在云南昭通拥有三个煤矿: 许家院煤矿、昌能煤矿、巴抓煤矿, 仅许家院煤矿储量就超过 2000 万吨。2014 年因煤炭行业整顿, 暂时停产改扩建。许家院煤矿将有 9 万吨改至 30 万吨/年, **昌能煤矿 3 扩 9 万吨/年**。彝良地区的优质煤层可与国内外享有盛誉的宁夏太西煤相媲美, 部分指标远优于宁县太西煤, 其加工利用前景广阔, 可用于生产高级活性炭, 高温煅后料, 碳化硅, 阴极炭块等。这些优质煤矿很有可能成为公司生产负极材料和碳素电极的核心竞争力。因为石墨电极和负极材料的原材料针状焦价格大幅上涨。例如, 上海宝钢化工的针状焦 (煤系熟焦) 价格从 3 月份的 5000 元上涨到目前 22000 元每吨; 中国石油锦州石化分公司的油系针状焦从 3 月份的 4500 元上涨至当前的 37000 元。

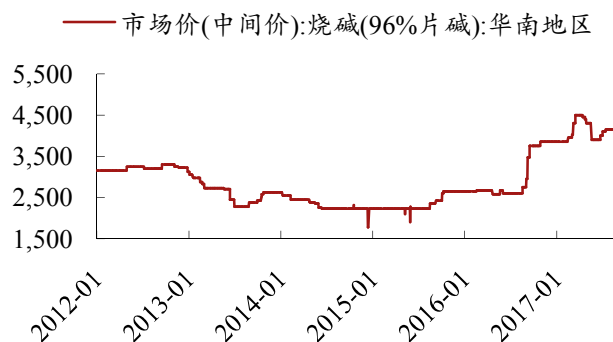
□ ; 风险提示: PVC、烧碱等化工产品价格大幅下降, 非正常经营风险等

图 1 PVC 价格大幅上涨



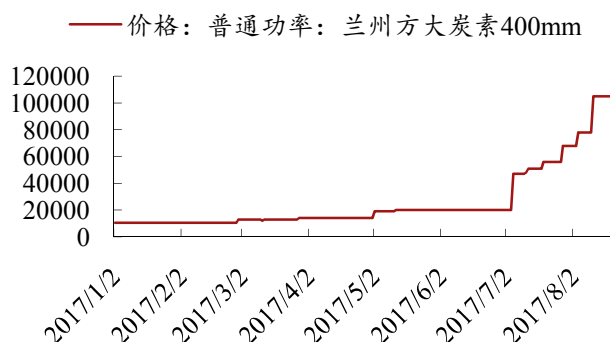
资料来源: wind, 招商证券

图 2 烧碱价格回暖



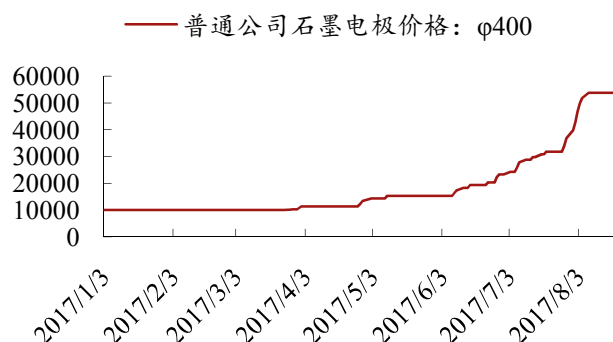
资料来源: wind, 招商证券

图 3 兰州碳素厂普通功率石墨电极价格



资料来源: 百川资讯, 招商证券

图 4 普通功率石墨电极价格



资料来源: 亚洲金属网, 招商证券

表 1: 煤矿项目进展

	期末余额	2017 年中报	累计投入占预算比例
彝安煤矿项目		427,081,666	118.63%
刘家坪子勘探		54,963,376	
昌能煤矿 3 扩 9 万吨/年扩建项目		76,168,225	
许家院 9 改 30		120,949,514	

资料来源: 公司中报

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	10704	12502	13112	13112	13112
同比增长	17%	17%	5%	0%	0%
营业利润(百万元)	(28)	44	134	138	122
同比增长	-89%	-257%	203%	3%	-11%
净利润(百万元)	16	55	117	128	138
同比增长	-73%	237%	112%	9%	8%
每股收益(元)	0.02	0.08	0.17	0.19	0.21
PE	463.1	137.4	64.7	59.3	54.8
PB	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3559	4277	3767	3226	2903
现金	1423	2417	2163	1622	1299
交易性投资	0	6	6	6	6
应收票据	520	650	524	524	524
应收款项	234	174	110	110	110
其它应收款	458	161	169	169	169
存货	425	461	473	473	473
其他	500	407	320	320	320
非流动资产	9911	9951	9628	9330	9005
长期股权投资	8	3	3	3	3
固定资产	6358	6236	5968	5720	5440
无形资产	596	627	575	527	483
其他	2949	3085	3083	3081	3080
资产总计	13470	14228	13395	12556	11908
流动负债	6680	7260	6304	5330	4537
短期借款	4881	4644	4693	3719	2926
应付账款	863	766	789	789	789
预收账款	104	152	156	156	156
其他	832	1698	666	666	666
长期负债	2419	2567	2567	2567	2567
长期借款	81	175	175	175	175
其他	2338	2392	2392	2392	2392
负债合计	9100	9827	8871	7897	7104
股本	672	672	672	672	672
资本公积金	1854	1854	1854	1854	1854
留存收益	1486	1542	1659	1787	1925
少数股东权益	359	334	340	347	354
归属于母公司所有者权益	4011	4067	4184	4312	4450
负债及权益合计	13470	14228	13395	12556	11908

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	63	487	1182	821	773
净利润	16	55	117	128	138
折旧摊销	513	496	523	498	475
财务费用	193	153	240	190	154
投资收益	(168)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(505)	(186)	345	0	0
其它	13	(29)	(42)	7	7
投资活动现金流	109	1048	(200)	(200)	(150)
资本支出	(109)	(310)	(200)	(200)	(150)
其他投资	217	1357	0	0	0
筹资活动现金流	(1544)	(1318)	(1236)	(1162)	(946)
借款变动	(2257)	(1196)	(997)	(974)	(793)
普通股增加	192	0	0	0	0
资本公积增加	(192)	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	713	(122)	(238)	(188)	(153)
现金净增加额	(1373)	216	(254)	(541)	(323)

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10704	12502	13112	13112	13112
营业成本	10106	11578	11922	11922	11922
营业税金及附加	30	61	64	64	64
营业费用	202	208	271	295	321
管理费用	343	361	410	433	457
财务费用	200	178	240	190	154
资产减值损失	20	73	73	73	73
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	168	1	1	1	1
营业利润	(28)	44	134	138	122
营业外收入	113	111	80	80	110
营业外支出	28	39	39	39	39
利润总额	58	116	175	179	194
所得税	67	85	52	44	48
净利润	(9)	31	123	135	146
少数股东损益	(26)	(24)	6	7	7
归属于母公司净利润	16	55	117	128	138
EPS (元)	0.02	0.08	0.17	0.19	0.21

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	17%	17%	5%	0%	0%
营业利润	-89%	-257%	203%	3%	-11%
净利润	-73%	237%	112%	9%	8%
获利能力					
毛利率	5.6%	7.4%	9.1%	9.1%	9.1%
净利率	0.2%	0.4%	0.9%	1.0%	1.1%
ROE	0.4%	1.4%	2.8%	3.0%	3.1%
ROIC	2.9%	0.6%	2.8%	2.9%	2.6%
偿债能力					
资产负债率	67.6%	69.1%	66.2%	62.9%	59.7%
净负债比率	38.1%	41.2%	36.3%	31.0%	26.0%
流动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
存货周转率	20.1	26.1	25.5	25.2	25.2
应收帐款周转率	53.1	61.3	92.4	119.0	119.0
应付帐款周转率	11.4	14.2	15.3	15.1	15.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.02	0.08	0.17	0.19	0.21
每股经营现金	0.09	0.72	1.76	1.22	1.15
每股净资产	5.97	6.05	6.23	6.42	6.63
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	463.1	137.4	64.7	59.3	54.8
PB	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA					

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师 第五名。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，SMM 6 年研究经验，曾任铅锌团队负责人，对基本金属板块有着深刻的认识和人脉资源。2017 年 3 月份加入招商证券。

黄昱颖：清华大学材料科学与工程硕士，2016 年 7 月加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。